

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

CURSO 2013/2014

Trabajo Fin de Máster

*Análisis del Equilibrio de la Estructura
Financiera y del Efecto Leverage*

Laura Díez Ruisánchez

Oviedo, mayo de 2014

ÍNDICE

1. Introducción.....	3
2. Objetivos de la empresa: solvencia y rentabilidad.....	3
3. Equilibrio financiero.....	4
3.1 Estructura, composición y relación entre masas patrimoniales.....	5
3.2 Las condiciones generales de equilibrio financiero.....	7
3.3 Apalancamiento financiero.....	8
3.3.1 Autonomía financiera y endeudamiento.....	9
3.3.2 Generación de recursos.....	10
3.3.3 El efecto apalancamiento financiero o efecto <i>leverage</i>	11
4. Análisis práctico del equilibrio de la estructura financiera y del efecto <i>leverage</i> ..	13
4.1 Aspectos metodológicos.....	13
4.1.1 Selección de las empresas objeto de análisis.....	13
4.1.2 Información utilizada en el análisis.....	13
4.1.3 Limitaciones del análisis.....	14
4.2 Análisis práctico.....	14
4.2.1 Análisis de Telefónica.....	14
4.2.1.1 Condiciones generales de equilibrio financiero.....	16
4.2.1.2 Apalancamiento financiero.....	18
4.2.1.3 Diagnóstico.....	27
4.2.2 Análisis de Jazztel.....	28
4.2.2.1 Condiciones generales de equilibrio financiero.....	30
4.2.2.2 Apalancamiento financiero.....	32
4.2.2.3 Diagnóstico.....	41
5. Conclusiones.....	41
Anexo.....	44
Bibliografía.....	49

1. Introducción

Con el estudio que se va a llevar a cabo a lo largo de este trabajo, se pretende evaluar el equilibrio de la estructura financiera empresarial y el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*. Para ello, van a utilizarse aquellos métodos y herramientas de análisis financiero que aparecen expuestos en los sucesivos apartados.

En primer lugar, se definirán los objetivos principales que persigue cualquier organización empresarial con ánimo de lucro, solvencia y rentabilidad, estableciendo la conexión existente entre ellos y el motivo por el cual resultan cruciales para el funcionamiento de la empresa.

En segundo lugar, para conseguir ambos objetivos, la organización debe presentar una estructura financiera estable. Esta estabilidad requiere el cumplimiento de tres condiciones relativas al equilibrio entre las fuentes de financiación escogidas por la entidad, así como entre éstas y sus inversiones.

A continuación, se aplicarán los objetivos y las condiciones para su cumplimiento a dos casos de empresas reales para determinar así, mediante el análisis de los datos históricos recogidos en sus cuentas anuales consolidadas, el grado de equilibrio de su estructura financiera y el signo del efecto *leverage*. Por último, se expondrán las conclusiones más significativas que se desprenden del trabajo.

Como antecedentes a nuestro análisis, se debe señalar que, desde el comienzo de la actual crisis económica, en el año 2008, el equilibrio de la estructura financiera cobra más relevancia de la que poseía hasta entonces. Anteriormente, el acceso a la financiación ajena era relativamente fácil y a un coste (intereses de los préstamos) muy bajo, por lo que la rentabilidad obtenida de las inversiones vinculadas a esa deuda financiera era, generalmente, superior al coste de la misma y, por tanto, el efecto *leverage* presentaba signo positivo. De este modo, las empresas se endeudaban sin mostrar demasiada atención al equilibrio de su estructura financiera, puesto que era beneficioso para los propietarios y accionistas de la empresa contraer deuda financiera.

Esta acumulación de deuda provocó estructuras financieras inestables, donde los fondos ajenos eran superiores a los propios y, por ello, el nivel de endeudamiento era demasiado elevado. Hasta comienzos de la crisis, esta situación no era detectada por los propietarios y directivos como un riesgo para la empresa. Sin embargo, la crisis económica provoca que la facilidad de acceso a los recursos financieros ajenos se restrinja de tal forma que, las condiciones de concesión de los préstamos sean más duras y los costes asociados más altos, abocando a muchas empresas a situaciones de dificultad financiera.

Con la realización de este trabajo podremos evaluar las repercusiones que se derivan del endeudamiento empresarial, desde el estallido de la crisis económica en 2008 hasta la actualidad.

2. Objetivos de la empresa: solvencia y rentabilidad

La empresa puede ser definida como la unidad económica de producción, cuyo objetivo general es la obtención de valores añadidos, utilizando para ello la combinación más adecuada de los factores disponibles. Es decir, la actividad que realiza una empresa tiende económicamente a incrementar el valor de sus bienes (Rivero Torre 2009, p. 23).

Los objetivos empresariales se centran en dos aspectos fundamentales, solvencia y rentabilidad. La primera se define como la capacidad que posee la empresa para hacer

frente a sus deudas y compromisos de pago y, la segunda, es la tasa con la que la empresa remunera al capital empleado. Se encuentran altamente relacionadas, dado que a corto plazo una empresa no rentable puede disponer de liquidez, pero en el largo plazo no podría ser solvente puesto que no generaría los suficientes recursos (Muñoz Merchante 2009, p. 359).

La importancia de la solvencia proviene de la necesidad de asegurar el futuro funcionamiento de la actividad empresarial. La rentabilidad desempeña un papel clave en el análisis financiero debido a que su función es la obtención de beneficios. En primer lugar, supone el área de mayor interés para los accionistas de la empresa (quienes aportan parte de los recursos financieros propios de que ésta dispone), cuyo fin es la obtención de dividendos procedentes de los beneficios obtenidos. En segundo lugar, esos beneficios son indicadores esenciales de los fondos que se prevé generar en el futuro, por tanto, fundamentales en el análisis de la solvencia (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 179, pp. 211-212).

La solvencia podría determinarse como un sinónimo de seguridad, término que posee una relación contrapuesta con la rentabilidad. Mientras que la última supone la remuneración del riesgo sufrido, la opción de inversión más segura no suele ser la que ofrece mayor rentabilidad (Rivero Torre 2009, p. 24).

El conflicto entre ambos objetivos empresariales (solvencia y rentabilidad) radica en el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*, cuya explicación requiere definir previamente dos conceptos distintos de rentabilidad: rentabilidad financiera y rentabilidad económica. La rentabilidad financiera, también denominada rentabilidad de los fondos propios, mide el rendimiento alcanzado por la participación financiera de los propietarios o accionistas de la empresa. Por otro lado, la rentabilidad económica o rentabilidad de las inversiones, indica el rendimiento global de la empresa independientemente del método de financiación utilizado y de su coste (los intereses generados por la deuda financiera) (González Pascual 2010, pp. 607-609).

Esta descomposición de la rentabilidad permite discriminar entre las empresas que no son rentables por problemas en el desarrollo de su actividad económica y aquellas que no lo son por una deficiente gestión de su política de financiación. La distinción es relevante puesto que generalmente es más fácil modificar la estructura financiera que la económica (Archel Domench et al. 2008, p. 320).

Definidos ambos conceptos de rentabilidad, podemos determinar el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* como el cociente entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica. Si este cociente toma un valor superior a la unidad, indica que endeudarse supone un efecto expansivo sobre la rentabilidad de los recursos propios, lo que beneficiaría a los accionistas, pero también compromete la solvencia o estabilidad financiera de la empresa si ese endeudamiento es excesivo (De Jaime y Eslava 2008, pp. 226-235).

3. Equilibrio financiero

El equilibrio de la estructura financiera es una condición necesaria para que la empresa sea solvente y rentable. En este apartado, se procede al estudio de las condiciones que determinan este equilibrio en función de la composición de las fuentes de financiación (recursos propios y ajenos) utilizadas por la empresa, así como de su sintonía con los Activos; se analizarán las situaciones patrimoniales que puede presentar la empresa en relación con la solvencia, se estudiarán los tres principios generales que debe cumplir la estructura financiera para encontrarse en equilibrio y, se examinarán los factores que

explican los posibles beneficios económicos procedentes de la utilización de deuda financiera (Cuervo Huergo 2010, p. 90).

3.1. Estructura, composición y relación entre masas patrimoniales

Tradicionalmente, se pueden diferenciar cuatro situaciones principales en referencia a la proporción entre las distintas masas patrimoniales presentada por el Balance de la empresa.

La primera es la situación de estabilidad financiera máxima, representada en la figura 3.1 y, caracterizada porque todas las inversiones se encuentran financiadas con recursos propios (Patrimonio Neto), puesto que la empresa carece de deudas contraídas con terceros (Pasivo). Esta composición suele presentarse en el momento de constitución del negocio y, no tiene por qué ser la más adecuada cuando el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* es positivo (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 222).

Figura 3.1. Situación de estabilidad financiera máxima



En segundo lugar, la situación de equilibrio financiero es la situación clásica de estabilidad y, generalmente, la más adecuada para la empresa, por presentar –tal y como refleja la figura 3.2– una estructura equilibrada entre financiación propia y financiación ajena, así como unos capitales permanentes (Patrimonio Neto y Pasivo No Corriente) superiores a las inversiones en Activo No Corriente, de tal forma que, parte del Activo Corriente se encuentra financiado con capitales permanentes (Capital Corriente positivo). Por tanto, se prevé la ausencia de problemas financieros tanto a largo como a corto plazo (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 183).

Figura 3.2. Situación de equilibrio financiero



En tercer lugar se encuentra la situación de inestabilidad financiera, representada en la figura 3.3, donde el Activo Corriente es insuficiente para hacer frente a las deudas a corto plazo que integran el Pasivo Corriente de la empresa. Por tanto, estas deudas estarán financiando parte del Activo No Corriente, lo que deriva en una situación de inestabilidad financiera a corto plazo por falta de liquidez. Para atender la devolución del Pasivo Corriente, la empresa deberá tomar medidas tales como realizar una ampliación de capital o enajenar parte de su Activo No Corriente (Rivero Torre 2009, p. 202).

Figura 3.3. Situación de inestabilidad financiera



Por último, la situación de quiebra, esquematizada en la figura 3.4, se presenta cuando el valor de las inversiones es insuficiente para hacer frente a las obligaciones representadas por el Pasivo, debido a que las pérdidas acumuladas han provocado que los recursos propios (Patrimonio Neto) presenten signo negativo (Archel Domench et al. 2008, pp. 408-410).

Para evitar la disolución y recuperar el equilibrio empresarial, se debería llevar a cabo una nueva aportación de fondos propios por los propietarios o accionistas puesto que, incluso con la venta de todo su Activo, la empresa no podría hacer frente a toda la deuda acumulada en su Balance (Cuervo Huergo 2010, p. 93).

Figura 3.4. Situación de quiebra



Estas cuatro representaciones gráficas, que tradicionalmente recogen los manuales de análisis contable, son en realidad simplificaciones, donde la situación de equilibrio financiero vendría dada por la segunda representación (figura 3.2). Ahora bien, el análisis riguroso de la solvencia requiere un estudio mucho más exhaustivo que nos permita conocer si la empresa cumple las condiciones generales de equilibrio financiero, aspecto que se aborda a continuación.

3.2. Las condiciones generales de equilibrio financiero

Para llevar a cabo el análisis del equilibrio de la estructura financiera empresarial es necesario establecer las tres condiciones generales de equilibrio que deben cumplirse.

La primera condición tiene su origen en la importancia del Activo No Corriente, el cual indica la capacidad productiva de la empresa y, por su condición de conversión a liquidez en el largo plazo, debe ser financiado por capitales permanentes de tal forma que, exista una adecuada sintonía entre los plazos de conversión del Activo y de devolución de los recursos ajenos utilizados. Esta condición requiere conocer los recursos permanentes que la empresa necesita, esto es, aquellos que permiten financiar el Activo No Corriente y el Capital Corriente Necesario (proporción del Activo Corriente no financiada mediante Pasivo Corriente). Por otro lado, debe establecerse de qué capitales permanentes dispone realmente la empresa, obtenidos de la suma del Patrimonio Neto y Pasivo No Corriente. Una vez determinados ambos valores, el cumplimiento de la primera condición de equilibrio financiero requiere que el cociente de ambos sea igual o superior a la unidad. A dicho coeficiente se le denomina Coeficiente Básico de Financiación (CBF), y su planteamiento se define a través el siguiente ratio (Cuervo Huergo 2010, pp. 75-76):

$$CBF = \frac{\text{Capitales Permanentes}}{\text{Activo No Corriente} + \text{Capital Corriente Necesario}}$$

El signo alcanzado por este ratio muestra la adecuación cuantitativa de los capitales permanentes utilizados por la entidad al volumen de capitales que ésta necesita. Cuando el CBF plantea un resultado inferior a la unidad, indica la existencia de un defecto en la financiación, puesto que existe un déficit de capitales permanentes al utilizar la empresa menos recursos permanentes de los que necesita, lo que supone que una parte de las inversiones a largo plazo han sido financiadas con Pasivo Corriente, lo que genera un riesgo de insolvencia financiera. Si el resultado obtenido para el CBF es igual a la unidad, la empresa presenta una proporción correcta entre sus recursos financieros a largo plazo reales y los que necesita. Por último, si el coeficiente obtenido muestra un valor superior a la unidad significa que la empresa dispone de una cantidad superior de capitales permanentes a la que necesita, cumpliendo este primer principio de equilibrio financiero; sin embargo, un exceso de recursos permanentes puede derivar en una pérdida de rentabilidad si éstos se mantienen como recursos ociosos en vez de ser invertidos de una forma adecuada (González Pascual 2010, pp. 482-490).

Una forma adicional de medir el equilibrio que presenta la entidad entre sus recursos financieros permanentes necesarios y aquellos de los que realmente dispone, consiste en establecer la diferencia entre el Capital Corriente Real y el Capital Corriente Necesario, obteniendo así el valor de la Tesorería Neta (TN) que posee la empresa (Cuervo Huergo 2010, pp. 75-77).

$$TN = \text{Capital Corriente Real} - \text{Capital Corriente Necesario}$$

El resultado obtenido en el cálculo de la TN se encuentra directamente relacionado con el valor obtenido en el ratio del CBF, de tal forma que, cuando el CBF presente un valor inferior a la unidad, el valor de la TN será negativo; mientras que si el resultado del CBF

es igual o superior a la unidad, el obtenido en el cálculo de la TN será igual o superior a cero, respectivamente (Cuervo Huergo 2010, pp. 75-77).

La segunda condición de equilibrio financiero se establece por la necesidad de especificar cuál debe ser la proporción correcta entre capitales permanentes exigibles y no exigibles que debe presentar la estructura financiera de la empresa, puesto que el valor unitario o superior a la unidad del CBF es condición necesaria pero no suficiente de equilibrio financiero, debido a que se alcanza siempre que el valor del numerador es igual o superior al del denominador, independientemente de cuál sea la composición de la financiación entre Patrimonio Neto y Pasivo (Rivero Torre 2009, p. 206).

Esta combinación entre recursos propios y ajenos resulta clave para determinar la estabilidad financiera, puesto que el Patrimonio Neto de la empresa debe financiar aquellos activos que por formar parte del Capital Corriente Necesario o por no ser depreciables, no van a convertirse en recursos disponibles a lo largo de su vida útil (Rivero Torre 2009, p. 206).

Por tanto, el segundo principio de estabilidad financiera establece que el valor de los recursos propios o Patrimonio Neto (PN) de la empresa debe igualar o superar al valor de la suma del Capital Corriente Necesario (CCN) y aquellos Activos No Corrientes (ANC) no depreciables y que, por tanto, no van a ser amortizados a lo largo de su vida útil. Esta condición se representa mediante la siguiente expresión (Cuervo Huergo 2010, p. 90):

$$PN \geq ANC \text{ no amortizable} + CCN$$

Por último, la tercera condición establece que aquellos Activos No Corrientes que sí son amortizables deben financiarse con el Patrimonio Neto restante y el Pasivo No Corriente en una proporción tal que se cumpla el equilibrio necesario entre amortización contable y financiera (Cuervo Huergo 2010, p. 91).

Mediante su amortización contable, estas inversiones a largo plazo generarán, en cada ejercicio económico, una liquidez que representa la recuperación de la financiación (propia y ajena) utilizada para su adquisición. Por otro lado, los recursos ajenos a largo plazo experimentarán una amortización financiera (devolución de la deuda financiera). Para que se produzca un equilibrio financiero sin necesidad de incurrir en refinanciaciones, la amortización del Activo No Corriente debe ser igual o superior a la devolución del Pasivo No Corriente tal como indica la siguiente expresión (Rivero Torre 2009, pp. 206-208):

$$\textit{Amortización contable} \geq \textit{Amortización financiera}$$

3.3. Apalancamiento financiero

El término apalancamiento financiero es sinónimo de endeudamiento. Se dice que una empresa está apalancada financieramente cuando se encuentra endeudada (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 222). Este concepto toma mayor valor cuánto más alta es la

deuda contraída y, centra su atención sobre los costes que ésta implica (Pisón Fernández 2001, p. 549).

En este apartado va a estudiarse el efecto que el endeudamiento provoca sobre la estabilidad financiera de la empresa (solventía), teniendo en cuenta que éste depende por una parte, de la relación entre financiación propia y ajena y, por otra, de la capacidad que presente la empresa para la generación de recursos con su actividad de explotación que permitan la devolución de esa deuda contraída.

Posteriormente, se analizará la repercusión del apalancamiento financiero sobre la rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera (ratio de rentabilidad relevante para el accionista), a través del estudio del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*, el cual se define la alteración sufrida en la rentabilidad financiera de los accionistas a causa del uso de deuda financiera (Jiménez Cardoso et al. 2002, pp. 222-228).

De esta forma, ambos focos del análisis (solventía y rentabilidad), pueden entrar en conflicto: si el efecto *leverage* es positivo, la empresa puede verse atraída por un endeudamiento excesivo, con el objetivo de incrementar su rentabilidad financiera. Al mismo tiempo, este exceso de deuda implicaría un riesgo respecto a la solventía de la empresa.

3.3.1. Autonomía financiera y endeudamiento

El análisis de la autonomía o de la dependencia financiera consiste en el estudio de la composición de los recursos financieros (propios y ajenos) del Balance de Situación de la empresa. A partir de este estudio, se puede conocer la proporción de fondos propios y ajenos con que opera, o el nivel óptimo de endeudamiento que debe contraer (Goxens y Gay 2002, p. 281).

El ratio de autonomía financiera, mostrado a continuación, indica el grado de independencia que presenta la empresa en relación con la procedencia de las fuentes de financiación que utiliza. Su valor de referencia es la unidad, de modo que se produzca una composición equilibrada entre los recursos propios y los ajenos utilizados (Martínez García y Somohano Rodríguez 2002, pp. 455-456).

$$\text{Autonomía financiera} = \frac{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}{\text{Deuda financiera}}$$

Un valor de este ratio superior a la unidad indicaría una situación de independencia de la empresa frente a la financiación procedente del exterior, la cual otorga una imagen de solventía a la empresa, indicando que son los accionistas de la entidad los que aportan la mayor parte de los recursos financieros y que su endeudamiento es bajo (Martínez García y Somohano Rodríguez 2002, pp. 455-456).

El ratio de endeudamiento mide la proporción existente entre recursos ajenos y propios. Utilizaremos el ratio de endeudamiento remunerado (inverso al anterior) para realizar este análisis.

$$\text{Endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}$$

El valor de referencia se sitúa en torno a la unidad, de tal forma que exista un adecuado equilibrio entre fondos propios y ajenos, de modo que la empresa puede optar por la composición de fuentes de financiación que más le convenga (Goxens y Gay 2002, pp. 271-284).

Se debe tener en cuenta, adicionalmente, qué proporción de deuda financiera contraída corresponde al Pasivo Corriente, y cuál corresponde al Pasivo No Corriente, puesto que la calidad de la deuda será mayor cuanto más largo sea el plazo de tiempo del que dispone la empresa para reembolsar sus fondos ajenos. Dicho esto, el ratio de calidad de la deuda, que se presenta a continuación, mostrará el grado de desequilibrio financiero en relación a la exigibilidad de sus pasivos de tal forma que, el resultado obtenido es más favorable cuanto menor sea el valor de este ratio (Amat Salas 2008, p. 54).

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Deuda financiera a c/p}}{\text{Deuda Financiera a c/p} + \text{Deuda financiera a l/p}}$$

3.3.2. Generación de recursos

Hasta ahora, se ha llevado a cabo un análisis estático de la estructura financiera empresarial, sin embargo, en este apartado se estudia dicha estructura desde una perspectiva dinámica, analizando la capacidad de que dispone la empresa para generar recursos que la ayuden a mantener o alcanzar una situación de equilibrio, haciendo frente al reembolso de sus fondos exigibles.

La capacidad de devolución de la deuda financiera puede evaluarse relacionando los recursos ajenos que posee la entidad con los flujos líquidos que ésta obtiene de su actividad de explotación, esto es, los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE) que genera. Así pues, el ratio que figura a continuación indica el número de años que se estima la empresa tardaría en amortizar o reembolsar la deuda financiera contraída (Cuervo Huergo 2010, pp. 97-98).

$$\text{Capacidad de devolución de la deuda (vía FEAE)} = \frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}}$$

No existe un valor de referencia estipulado para este ratio. No obstante, su resultado será más favorable cuanto menor sea el valor hallado.

Una vez satisfecha la proporción de los beneficios obtenidos que ha sido destinada al reparto de dividendos, podemos identificar como “autofinanciación” a los flujos restantes (FEAE - Dividendos). Un mayor grado de autofinanciación implica para la entidad mayor autonomía financiera frente a terceros (Amat Salas 2008, pp. 96-97).

A partir del valor de la autofinanciación, se obtiene una nueva versión del ratio anterior que analiza la capacidad de reembolso de la deuda financiera con los FEAE netos del importe satisfecho en forma de dividendos a los accionistas de la empresa:

$$\text{Capacidad devolución deuda (vía Autofinanciación)} = \frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}}$$

Donde:

$$\text{Autofinanciación} = \text{FEAE} - \text{Dividendos}$$

El nivel de beneficios repartidos en forma de dividendo por acción, respecto del beneficio por acción obtenido por la empresa, se estudia mediante el ratio payout:

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Su cuantía depende del tipo de entidad y la situación que ésta presente en cada ejercicio. No obstante, una empresa en expansión tenderá generalmente a un porcentaje de reparto menor, mientras que aquella situada en una posición consolidada en el mercado puede permitirse establecer un *payout* mayor (Sánchez-Galán).

La importancia del ratio *payout* recae sobre el denominado efecto “pájaro en mano”, cuya hipótesis establece que los accionistas de la empresa tienen preferencia por la seguridad que les aporta una rentabilidad en el presente, materializada en forma de dividendos, frente a una rentabilidad a futuro que les proporcione dividendos futuros y aún dudosos (Gómez Calvet et al. 2006, pp. 252-253).

3.3.3. El efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*

Para concluir este apartado, se estudiará el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*, que mide el impacto amplificador o reductor del endeudamiento (apalancamiento financiero) sobre la rentabilidad de los fondos propios (rentabilidad financiera). En el primer caso, se dice que el efecto *leverage* es positivo e implica que el uso de deuda financiera provoca un incremento en la rentabilidad financiera beneficiosa para el accionista. En caso contrario, un efecto negativo indica que la deuda contraída reduce dicha rentabilidad (Goxens y Gay 2002, pp. 308-314).

Para analizar el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* se suele utilizar el siguiente ratio (Jiménez Cardoso et al. 2002, pp. 222-228):

$$\text{Efecto Leverage} = \frac{\text{Rentabilidad Financiera}}{\text{Rentabilidad Económica}}$$

Si este ratio toma un valor superior a la unidad, nos encontramos ante un efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* positivo; si toma un valor unitario, el efecto apalancamiento financiero será nulo y, ante un resultado menor que 1, estaríamos ante un efecto apalancamiento negativo.

El análisis del efecto *leverage* requiere, por tanto, el cálculo previo de los ratios de rentabilidad financiera y rentabilidad económica.

La rentabilidad financiera se reconoce como la capacidad de la empresa para generar beneficios que remuneren a sus accionistas. Se calcula mediante el ratio indicado a continuación (Rojo Ramírez 2011, pp. 141-143).

$$R. Financiera = \frac{Rdo. antes de impuestos procedente op. continuadas}{Recursos Propios_{medios}}$$

La rentabilidad económica mide la rentabilidad obtenida de los activos de la entidad, al margen del método por el que se hayan financiado y su coste. Su expresión es la siguiente (Archel Domench et al. 2008, pp. 319-320).

$$R. Económica = \frac{Rdo. antes imptos. procde. op. continuadas + Gastos por Intereses}{Recursos Propios_{medios} + Deuda financiera_{media}}$$

La causa del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* reside en la diferencia entre la rentabilidad económica y el coste de la deuda financiera, que hace aumentar o disminuir la remuneración de los accionistas (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 222).

El coste de la deuda financiera o coste del endeudamiento se determina mediante el siguiente ratio (Rojo Ramírez 2011, pp. 246-247).

$$Coste Endeudamiento = \frac{Gastos por Intereses}{Deuda financiera_{media}}$$

Cuando el diferencial entre la rentabilidad económica y el coste del endeudamiento sea positivo, los accionistas de la empresa obtienen una remuneración mayor si ésta usa recursos financieros ajenos, esto es, la rentabilidad financiera es superior a la rentabilidad económica, por lo que el efecto *leverage* presentará un valor superior a la unidad (efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* positivo). Si, por el contrario, el coste de la deuda financiera supera la rentabilidad de los activos, implicaría un efecto *leverage* negativo, puesto que para los accionistas resultaría perjudicial la financiación con recursos ajenos (Jiménez Cardoso et al. 2002, pp. 222-228). Si, ante la financiación con recursos ajenos, se obtiene un diferencial nulo, desde un prisma económico, a los accionistas de la empresa les resultaría indiferente el uso de deuda financiera (Urías Valiente 1991, p. 254).

Por último, cabe señalar que en ausencia de deuda financiera, la rentabilidad financiera iguala a la rentabilidad económica puesto que no se soportaría ningún coste del endeudamiento (gastos por intereses).

4. Análisis práctico del equilibrio de la estructura financiera y del efecto *leverage*

Una vez establecidas las condiciones que deben cumplir las empresas para presentar una estructura financiera equilibrada y obtener cierta rentabilidad procedente de su actividad, se realizará un análisis práctico a través del estudio de dos empresas reales.

4.1. Aspectos metodológicos

Previamente, vamos a comentar algunos aspectos relativos a este estudio práctico, matizando determinadas cuestiones en referencia a las empresas que posteriormente analizaremos.

4.1.1. Selección de las empresas objeto de análisis

Las empresas que han sido escogidas para realizar el estudio de su estructura financiera y del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* son Telefónica, S.A y Jazztel P.L.C.

El motivo de esta selección reside en su condición de empresas incluidas en el IBEX 35, el cual se define como un índice bursátil formado por las 35 entidades con un mayor grado de capitalización (precio por número de acciones) y liquidez cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Este hecho otorga a las empresas analizadas una posición relevante dentro del mercado bursátil y provoca que la existencia una estructura solvente y con cierto grado de rentabilidad sea determinante para que mantengan su posición.

Dentro de las 35 empresas que componen éste índice bursátil, Telefónica y Jazztel han sido seleccionadas por tratarse de empresas tecnológicas, especializadas en el sector de las telecomunicaciones, el cual ha adquirido mayor importancia en los últimos años debido al avance gran experimentado.

Su pertenencia al mismo sector las convierte en empresas rivales, por tanto, al mismo tiempo que analizaremos dos entidades con una actividad productiva semejante, podremos observar las diferencias que, en relación con su estructura financiera, existen entre ellas.

4.1.2. Información utilizada en el análisis

El análisis práctico de Telefónica y Jazztel se realizará a partir de las cuentas anuales consolidadas y auditadas correspondientes a los ejercicios 2008 a 2013 (ambos inclusive). Dichas cuentas anuales consolidadas son representativas de la situación económico-financiera de ambas compañías, ya que los informes de auditoría para todos los ejercicios analizados recogen una opinión favorable, por lo que procede el análisis directo de estas cuentas anuales.

Asimismo, cabe reseñar que los resultados del análisis de ambas empresas son comparables ya que, tanto Telefónica como Jazztel, han aplicado las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea, para la elaboración de sus cuentas anuales consolidadas.

4.1.3. Limitaciones del análisis

En cualquier proceso de análisis empresarial realizado a través de datos recogidos en sus estados financieros, se presentan una serie de limitaciones que deben tenerse en consideración, entre las que pueden destacarse tres:

- Ante la imposibilidad de establecer valores ideales relativos a la gestión del ciclo de explotación, el valor del Capital Corriente Necesario ha sido estimado, igualándolo al valor del Capital Corriente de Explotación obtenido y presentado en el estado abreviado de posición financiera adjunto al inicio del análisis práctico de cada entidad (véanse cuadros 4.1 y 4.2 de este informe):

$$\text{Capital Corriente Necesario} = \text{Capital Corriente de Explotación}$$

- Ha sido necesario estimar el valor del suelo correspondiente al epígrafe de “Terrenos y construcciones”, ya que Telefónica no desglosa en sus cuentas anuales el valor del suelo y de la construcción. En este sentido, se ha seguido el criterio seguido habitualmente en la práctica fiscal, consistente en estimar que un 25% del valor total del inmueble corresponde al suelo y el 75% restante a la construcción.
- Existe discrepancias significativas entre ambas empresas en cuanto al Impuesto sobre Sociedades se refiere, derivadas tanto de la aplicación de distintos regímenes fiscales, como del hecho de que Jazztel haya seguido una política de activación de créditos fiscales por bases imponibles negativas. Tales divergencias distorsionan los ratios de rentabilidad, por lo que la solución adoptada ha consistido en considerar magnitudes de resultado antes de impuestos en todos los ratios de rentabilidad definidos en el análisis práctico, quedando garantizada de esta forma la comparabilidad de los resultados obtenidos para ambas empresas.

4.2. Análisis práctico

Se procede al estudio del grado de equilibrio de la estructura financiera y del efecto *leverage* de las dos empresas seleccionadas, el cual se llevará a cabo a partir de las cuentas anuales consolidadas presentadas por las mismas durante el periodo comprendido entre los años 2008 y 2013, evaluando la evolución sufrida a lo largo de dicho periodo, así como resaltando la situación financiera más actual en la que se encuentra cada empresa.

4.2.1. Análisis de Telefónica

Para la realización del análisis de Telefónica, ha sido necesario elaborar un estado de posición financiera acorde con los objetivos del estudio previsto. La versión desglosada del estado de posición financiera se facilita como anexo al presente trabajo (véase tabla 4.1). A continuación se presenta una versión abreviada del estado de posición financiera confeccionado a partir del Balance consolidado, junto con el resto de magnitudes económicas (extraídas de las Cuentas de Pérdidas y Ganancias consolidadas) y financieras (tomadas de los Estados de Flujos de Efectivo consolidados) empleadas en el análisis (véase cuadro 4.1).

Cuadro 4.1. Estado abreviado de posición financiera y principales magnitudes económico-financieras de Telefónica

Principales magnitudes económico-financieras (en millones de euros)	2013	2012	2011	2010	2009	2008
A) BALANCE						
1. CAPITALES PERMANENTES	88.181	94.514	93.694	92.784	81.065	72.750
1.1 Recursos propios o Patrimonio Neto	27.482	27.661	27.383	31.684	24.274	19.562
1.1.1 Patrimonio Neto atribuido a la sociedad dominante	21.185	20.461	21.636	24.452	21.734	17.231
1.1.2 PN atribuible a intereses minoritarios	6.297	7.200	5.747	7.232	2.540	2.331
1.2 Recursos Ajenos a l/p	60.699	66.853	66.311	61.100	56.791	53.188
1.2.1 Deuda financiera a l/p	51.172	56.608	55.659	51.356	47.607	45.088
1.2.2 Vencimientos a corto de deuda financiera a l/p	9.527	10.245	10.652	9.744	9.184	8.100
2. INVERSIONES	88.181	94.514	93.694	92.784	81.065	72.750
2.1 Activo No Corriente	78.533	90.186	94.797	95.478	74.987	71.809
2.1.1 Amortizable	42.487	48.839	51.504	52.825	42.025	40.430
2.1.2 No amortizable	36.046	41.347	43.294	42.653	32.962	31.379
2.2 Capital Corriente Real	9.648	4.330	(1.103)	(2.694)	6.078	941
2.2.1 Activo Corriente	29.265	25.596	20.823	21.054	23.830	17.973
2.2.2 (-) Pasivo Corriente	(19.617)	(21.266)	(21.926)	(23.748)	(17.752)	(17.032)
3. TESORERÍA NETA	9.930	4.175	(1.138)	(2.981)	5.343	1.491
3.1 Capital Corriente de Explotación	(282)	155	35	287	735	(550)
3.1.1 Activo Corriente de Explotación	12.289	13.727	14.062	14.785	12.802	11.473
3.1.2 (-) Pasivo Corriente de Explotación	(12.571)	(13.572)	(14.027)	(14.498)	(12.067)	(12.023)
3.2 Tesorería Neta	9.930	4.175	(1.138)	(2.981)	5.343	1.491
3.2.1 Cuentas de Tesorería (activo)	16.976	11.869	6.761	6.269	11.028	6.500
3.2.2 (-) Cuentas de Tesorería (pasivo)	(7.046)	(7.694)	(7.899)	(9.250)	(5.685)	(5.009)
B) CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS						
(-) Amortización contable	(9.627)	(10.433)	(10.146)	(9.303)	(8.956)	(9.046)
(-) Gastos por intereses	(2.898)	(3.094)	(2.671)	(2.514)	(3.036)	(3.333)
Importe neto de la cifra de negocios	57.061	62.356	62.837	60.737	56.731	57.946
Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas	6.280	5.864	6.488	13.901	10.387	10.915
(-) Impuesto sobre beneficios de operaciones continuadas	(1.311)	(1.461)	(301)	(3.829)	(2.450)	(3.089)
Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas	4.969	4.403	6.187	10.072	7.937	7.826
C) ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO						
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE)	14.344	15.213	17.483	16.672	16.148	16.366
(-) Dividendos	(2.182)	(3.273)	(7.567)	(6.249)	(4.838)	(4.440)

4.2.1.1. Condiciones generales de equilibrio financiero

Como se ha indicado en el apartado 3.2, existen tres condiciones que la empresa debe cumplir para poder establecer que posee una estructura financiera equilibrada. La primera condición de equilibrio financiero exige que el Coeficiente Básico de Financiación (CBF) sea superior o igual a la unidad, o alternativamente, que la Tesorería Neta (TN) sea superior o igual a cero. El CBF de Telefónica presenta el siguiente detalle:

$$CBF = \frac{\text{Capitales permanentes}}{\text{Activo No Corriente} + \text{Capital Corriente Necesario}}$$

$$CBF_{2013} = \frac{88.181}{78.533 - 282} = 1,13$$

$$CBF_{2012} = \frac{94.514}{90.186 + 155} = 1,05$$

$$CBF_{2011} = \frac{93.694}{94.797 + 35} = 0,99$$

$$CBF_{2010} = \frac{92.784}{95.478 + 287} = 0,97$$

$$CBF_{2009} = \frac{81.065}{74.987 + 735} = 1,07$$

Los cálculos llevados a cabo relacionan los capitales permanentes que posee la empresa (numerador del CBF) con los capitales que ésta necesita (denominador del CBF). En este caso, la primera condición se cumple para todos los ejercicios puesto que el déficit obtenido para los años 2011 y 2010 es muy ligero, prácticamente insignificante. Por tanto, podemos afirmar que la **empresa dispone de suficientes recursos permanentes**.

Respecto al cálculo de la Tesorería Neta (TN), los resultados obtenidos para Telefónica son los siguientes (valores expresados en millones de euros):

$$TN = \text{Capital Corriente Real} - \text{Capital Corriente Necesario}$$

$$TN_{2013} = 9.648 - 282 = 9.300$$

$$TN_{2012} = 4.330 - 155 = 4.175$$

$$TN_{2011} = -1.103 - 35 = -1.138$$

$$TN_{2010} = -2.694 - 287 = -2.981$$

$$TN_{2009} = 6.078 - 735 = 5.343$$

Se puede observar que el resultado obtenido es positivo en todos los ejercicios en que el CBF es superior a la unidad, lo que confirma la relación existente entre ambos indicadores, de tal forma que un CBF superior a la unidad implica una TN positiva.

La segunda condición de equilibrio financiero relaciona el Patrimonio Neto real que posee la empresa, con aquel que ésta necesita. Para que se cumpla dicha condición, el Patrimonio Neto real debe ser superior al Patrimonio Neto necesario, expresado este último como el Activo No Corriente (ANC) no amortizable más el Capital Corriente Necesario (CCN) de la empresa. Los resultados obtenidos en los cálculos realizados para Telefónica se presentan a continuación (valores expresados en millones de euros):

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2013} = 27.482 - (36.046 - 282) = -8.282$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2012} = 27.661 - (41.347 + 155) = -13.841$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2011} = 27.383 - (43.294 + 35) = -15.946$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2010} = 31.684 - (42.653 + 287) = -11.256$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2009} = 24.274 - (32.962 + 735) = -9.423$$

Puesto que todos los valores obtenidos son negativos, no se cumple la segunda condición de equilibrio financiero para ninguno de los periodos analizados, por lo que podemos concluir que Telefónica presenta un **déficit de Patrimonio Neto**. En efecto, el Patrimonio Neto de que dispone la empresa es inferior al necesario para financiar todas las inversiones en Activo No Corriente no amortizable y Capital Corriente Necesario con recursos financieros no exigibles. En consecuencia, parte de las inversiones permanentes y a largo plazo (8.282 millones de euros para el año 2013, 13.841 millones de euros para el 2012 y, así sucesivamente) se han financiado indebidamente con recursos ajenos, lo que supone para la empresa un **riesgo de insolvencia financiera a largo plazo**.

El cumplimiento de la tercera condición de equilibrio financiero requiere que la amortización anual del inmovilizado dotada por la empresa sea igual o superior a la amortización anual de la deuda asociada a la financiación de ese inmovilizado. Para comprobarlo, se procede al cálculo de la diferencia entre la amortización contable y la amortización financiera anuales de la empresa, cuyo valor debería ser positivo o nulo. En el caso de Telefónica, se obtienen los siguientes resultados (valores expresados en millones de euros):

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2013} = 9.627 - 10.245 = -618$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2012} = 10.433 - 10.652 = -219$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2011} = 10.146 - 9.744 = 402$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2010} = 9.303 - 9.184 = 119$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2009} = 8.956 - 8.100 = 856$$

No se cumple la tercera condición de equilibrio para los ejercicios 2012 y 2013, ya que la amortización financiera supera a la contable, lo que se traduce en que **los recursos procedentes de la amortización anual del inmovilizado son insuficientes para atender la amortización financiera de los préstamos asociados a dicho inmovilizado**.

En los periodos anteriores, dicha condición sí se ha cumplido al producirse un adecuado equilibrio entre amortizaciones contables y financieras, de forma que la empresa fue capaz de hacer frente a la amortización financiera de la deuda asociada a la financiación del inmovilizado con los recursos obtenidos procedentes de la recuperación anual de la inversión.

Al mismo tiempo que se analiza la actividad anual que realiza la empresa, es importante estudiar cuál es la relación entre el valor de la deuda financiera contraída por la empresa y el de las inversiones efectuadas con la misma. Para ello, se calcula la diferencia entre el valor del Activo No Corriente amortizable y el de la deuda financiera vinculada, obteniendo para Telefónica los resultados indicados a continuación (valores expresados en millones de euros):

$$[ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda Financiera vinculada}]_{2013} = 42.487 - 60.699 = -18.212$$

$$[ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda Financiera vinculada}]_{2012} = 48.837 - 66.853 = -18.014$$

$$[ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda Financiera vinculada}]_{2011} = 51.504 - 66.311 = -14.808$$

$$[ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda Financiera vinculada}]_{2010} = 52.825 - 61.100 = -8.275$$

$$[ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda Financiera vinculada}]_{2009} = 42.025 - 56.791 = -14.766$$

Se puede apreciar que, en cada uno de los ejercicios, la deuda financiera supera al Activo No Corriente amortizable. Este hecho podría considerarse incoherente con los resultados obtenidos en los cálculos anteriores realizados para los tres primeros ejercicios puesto que, en ellos la amortización contable era superior a la financiera. La clave de este hecho se encuentra en el incumplimiento de la segunda condición de equilibrio, donde observábamos que existían Capitales Corrientes Necesarios financiados indebidamente por recursos ajenos. Ello conlleva que el valor de la deuda financiera supere el valor de la inversión en Activo No Corriente amortizable desde el comienzo del estudio y esta diferencia se arrastre año a año, provocando un desequilibrio a futuro que aflora en 2012, cuando la amortización anual contable es insuficiente para cubrir la amortización financiera de la deuda.

El exceso del valor de la deuda financiera frente al del Activo No Corriente amortizable implica que, al vencimiento de dicha deuda, los recursos retenidos por la empresa, procedentes de la amortización de este Activo, sean insuficientes para hacer frente a la devolución de la misma. Es en este punto donde se hace latente el riesgo de insolvencia a largo plazo que antes se mencionaba, provocado por la existencia de un déficit de Patrimonio Neto real. Para corregir el desequilibrio existente, Telefónica deberá buscar fórmulas que le permitan reestructurar sus fuentes de financiación, incrementando su Patrimonio Neto real y reduciendo su deuda financiera.

4.2.1.2. Apalancamiento financiero

Una vez analizado el equilibrio de la estructura financiera de Telefónica, se procede al análisis del apalancamiento financiero, mediante el estudio de la autonomía financiera y endeudamiento, la capacidad de generación de recursos y el efecto *leverage*.

➤ Ratios de autonomía financiera y endeudamiento

Comenzamos por el cálculo del ratio de autonomía financiera, el cual nos indica la relación entre fondos propios y fondos ajenos aplicados en la actividad, donde los últimos suponen una deuda financiera para la empresa, que lleva asociado un coste en forma de intereses. Para Telefónica, se obtienen los siguientes valores:

$$\text{Autonomía financiera} = \frac{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}{\text{Deuda financiera}}$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2013} = \frac{27.482}{60.699} = 0,45$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2012} = \frac{27.661}{66.853} = 0,41$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2011} = \frac{27.383}{66.311} = 0,41$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2010} = \frac{31.684}{61.100} = 0,52$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2009} = \frac{24.274}{56.791} = 0,43$$

Los valores obtenidos para Telefónica están muy por debajo del valor de referencia (la unidad), lo que nos muestra un **alto grado de dependencia externa de prestamistas en todos los ejercicios estudiados**.

En segundo lugar, el ratio de endeudamiento remunerado (inverso al anterior) nos indica los recursos ajenos (deuda financiera) que utiliza la empresa por cada unidad monetaria de recursos propios aportados a la actividad. Los resultados obtenidos para esta entidad se presentan a continuación:

$$\text{Endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2013} = \frac{60.699}{27.482} = 2,21$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2012} = \frac{66.853}{27.661} = 2,42$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2011} = \frac{66.311}{27.383} = 2,42$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2010} = \frac{61.100}{31.684} = 1,93$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2009} = \frac{56.791}{24.274} = 2,34$$

El valor de referencia para este ratio es uno, por lo que los altos valores obtenidos para Telefónica muestran un **endeudamiento elevado**, lo que implica un riesgo de insolvencia para la entidad, al ser necesario que genere mayor tesorería para hacer frente a la deuda financiera existente.

A continuación, mediante el ratio de calidad de la deuda, se pretende evaluar el margen temporal de que dispone la empresa para hacer frente a la devolución de la deuda contraída. En el caso de Telefónica, se obtienen los valores indicados a continuación:

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Deuda financiera a c/p}}{\text{Deuda Financiera a c/p} + \text{Deuda financiera a l/p}}$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2013} = \frac{9.527}{60.699} = 0,16$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2012} = \frac{10.245}{66.853} = 0,15$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2011} = \frac{10.652}{66.311} = 0,16$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2010} = \frac{9.744}{61.100} = 0,16$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2009} = \frac{9.184}{56.791} = 0,16$$

Se puede apreciar una **alta calidad de la deuda**, puesto que se han obtenido valores relativamente bajos de este ratio, que se han mantenido durante los cuatro periodos analizados. Dado que sólo un 16 por ciento de las deudas financieras vencen a corto plazo, podemos concluir que **Telefónica dispone de un alto margen de tiempo para hacer frente al pago de su deuda financiera.**

➤ Ratios de generación de recursos

Analizamos la capacidad que presenta la empresa para devolver la deuda financiera contraída con los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE), mediante el cálculo del siguiente ratio:

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2013} = \frac{60.699}{14.344} = 4,23 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2012} = \frac{66.853}{15.213} = 4,39 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2011} = \frac{66.311}{17.483} = 3,79 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2010} = \frac{61.100}{16.672} = 3,66 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2009} = \frac{56.791}{16.148} = 3,52 \text{ años}$$

En 2013, se estima que **Telefónica tardará más de 4 años en amortizar o reembolsar su deuda financiera**. Este plazo se ha visto incrementado de forma constante desde el ejercicio 2009 hasta el 2012 y, aunque se presenta una ligera reducción en el año 2013, continúa presentándose una evolución negativa con respecto al inicio del periodo completo estudiado.

Adicionalmente, se analiza la capacidad de la empresa para reembolsar la deuda financiera contraída mediante la autofinanciación, que se ha calculado deduciendo de los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE) el importe de los dividendos satisfechos por la empresa en el ejercicio. En este segundo caso, los valores obtenidos para Telefónica se muestran a continuación:

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2013} = \frac{60.699}{14.344 - 2.182} = 4,99 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2012} = \frac{66.853}{15.213 - 3.273} = 5,60 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2011} = \frac{66.311}{17.483 - 7.567} = 6,69 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2010} = \frac{61.100}{16.672 - 6.249} = 5,86 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2009} = \frac{56.791}{16.148 - 4.838} = 5,02 \text{ años}$$

Mediante este ratio, se ha estimado que, en el año 2013, **Telefónica tardará en devolver la deuda financiera 5 años**. La evolución con respecto a los ejercicios anteriores es similar a la del anterior ratio calculado, mostrando una reducción de la capacidad de reembolso de la empresa desde el año 2009 hasta 2011. Sin embargo, en este segundo caso, la recuperación comienza a presentarse en 2012, donde se aprecia una reducción del tiempo estimado de devolución de la deuda, que continúa en 2013, donde ya se alcanzan valores similares a los obtenidos en 2009.

Entre los dos ratios anteriores encontrábamos la diferencia de que el primero tenía en cuenta Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE) y, en el segundo, se tomaban estos valores una vez descontados los dividendos satisfechos en el ejercicio (FEAE – Dividendos). El siguiente ratio, denominado *payout*, analiza el porcentaje

que el dividendo repartido por acción representa respecto al beneficio por acción obtenido por Telefónica en cada ejercicio¹:

$$Payout = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

$$Payout_{2013} = \frac{0,75}{1,01} = 74,26\%$$

$$Payout_{2012} = \frac{0}{1,12} = 0,00\%$$

$$Payout_{2011} = \frac{1,3}{1,54} = 84,42\%$$

$$Payout_{2010} = \frac{1,4}{1,72} = 81,40\%$$

Se puede apreciar a partir de los resultados obtenidos, que Telefónica ha **modificado su política de reparto de dividendos** a lo largo del período analizado. Así, mientras que en 2010 y 2011 Telefónica destinó un porcentaje muy alto de sus beneficios al pago de dividendos (más del 80%), en 2012 la compañía se vio obligada a cancelar el dividendo (como medida excepcional y puntual, atendiendo al adverso contexto económico y financiero existente en esos momentos, según justifica la propia empresa en su sitio website). En 2013, la empresa retoma el pago de dividendos, destinando nuevamente a ello un porcentaje muy elevado de su beneficio (el 74,26%).

Cabe destacar que Telefónica ha anunciado un cambio en su política de dividendos para 2014, ya que si bien la compañía mantiene el mismo dividendo por acción que en 2013 (0,75 euros por acción), en 2014 Telefónica tiene previsto adoptar parcialmente la fórmula del “scrip dividend”². Así, a diferencia de ejercicios anteriores, donde todo el dividendo se pagó en efectivo, en 2014 Telefónica tiene previsto entregar el 47% del dividendo en acciones y el porcentaje restante en efectivo.

El “scrip dividend” tiene importantes implicaciones financieras para la empresa que lo aplica; entre otras, podemos señalar que al emitirse nuevas acciones que incrementan el capital social, el reparto de resultados no conlleva una disminución del Patrimonio Neto y, además, no se ve reducida la tesorería de la entidad, pues no se produce salida de efectivo.

¹ El ratio de *payout* se ha calculado a partir de la información financiera ofrecida por FACSET que se encuentra disponible en la página web de “economista.es”.

² Para más información sobre la política de dividendos aplicada por Telefónica, consultar “Dividendos y otras remuneraciones. Política de retribución al accionista”, disponible en http://www.telefonica.com/es/shareholders_investors/html/dividendos/politica.shtml [Consultado a 15 de mayo de 2014].

➤ Ratios del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*

Para concluir el análisis del apalancamiento financiero de Telefónica, se analizará el efecto que la utilización de deuda ha tenido sobre la rentabilidad de los capitales propios, denominado efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*.

Desde un prisma económico, resulta conveniente financiarse con deuda cuando el rendimiento ofrecido por las inversiones empresariales (rentabilidad económica) es superior el coste de la deuda (tipo de interés). En efecto, de esta forma el exceso de rendimiento respecto del tipo de interés supone una mayor retribución a los capitales propios, por lo que el endeudamiento tendría un efecto expansivo sobre la rentabilidad de los capitales propios (rentabilidad financiera) que iría en beneficio de los intereses de los accionistas.

Así pues, el análisis del efecto *leverage* implica el cálculo de los ratios de rentabilidad financiera, rentabilidad económica y coste del endeudamiento.

En primer lugar, el ratio de rentabilidad financiera es una medida del rendimiento obtenido por los capitales propios. Para Telefónica, se obtienen los siguientes valores:

$$R. Financiera = \frac{Rdo. antes de impuestos procedente op. continuadas}{Recursos Propios_{medios}}$$

$$R. Financiera_{2013} = \frac{6.280}{(27.482 + 27.661)/2} = 22,78\%$$

$$R. Financiera_{2012} = \frac{5.864}{(27.661 + 27.383)/2} = 21,31\%$$

$$R. Financiera_{2011} = \frac{6.488}{(27.383 + 31.684)/2} = 21,97\%$$

$$R. Financiera_{2010} = \frac{13.901}{(31.684 + 24.274)/2} = 49,68\%$$

$$R. Financiera_{2009} = \frac{10.387}{(24.274 + 19.562)/2} = 47,39\%$$

La rentabilidad financiera o tasa con que Telefónica ha remunerado a los accionistas o propietarios ha presentado una evolución negativa desde 2009, alcanzando en 2013 el 22,78%. De hecho, a lo largo del periodo analizado, la rentabilidad financiera se reduce más del 50%, si bien cabe apuntar en sentido positivo, una ligera mejora del ratio en 2013 respecto al ejercicio precedente.

En segundo lugar, el ratio de rentabilidad económica muestra la rentabilidad obtenida de las inversiones en activo llevadas a cabo por la empresa, con independencia del modo de financiación de las mismas. Para Telefónica, a partir de este ratio, se obtienen los siguientes resultados:

$$R.Económica = \frac{Rdo. \text{ antes imptos. procde. op. continuadas} + \text{Gastos por Intereses}}{\text{Recursos Propios}_{medios} + \text{Deuda financiera}_{media}}$$

$$R.Económica_{2013} = \frac{6.280 + 2.898}{(27.482 + 27.661)/2 + (60.699 + 66.853)/2} = 10,05\%$$

$$R.Económica_{2012} = \frac{5.864 + 3.094}{(27.661 + 27.383)/2 + (66.853 + 66.311)/2} = 9,52\%$$

$$R.Económica_{2011} = \frac{6.488 + 2.671}{(27.383 + 31.684)/2 + (66.311 + 61.100)/2} = 9,82\%$$

$$R.Económica_{2010} = \frac{13.901 + 2.514}{(31.684 + 24.274)/2 + (61.100 + 56.791)/2} = 18,88\%$$

$$R.Económica_{2009} = \frac{10.387 + 3.036}{(24.274 + 19.562)/2 + (56.791 + 53.188)/2} = 17,45\%$$

Al igual que ocurría con la rentabilidad financiera, **la rentabilidad económica o rentabilidad obtenida por la empresa sobre las inversiones que conforman su activo, sin tener en cuenta cómo se han financiado, ha sufrido un continuo e importante descenso a lo largo del periodo estudiado, situándose en un 10,05% en 2013** (tras una ligera recuperación respecto al ejercicio anterior).

El ratio de rentabilidad económica puede descomponerse a su vez, multiplicando numerador y denominador por el importe neto de la cifra de negocios (ventas), en dos ratios diferenciados, margen y rotación, los cuales permiten un análisis más preciso de dicha rentabilidad.

El ratio de margen indica el porcentaje de beneficio obtenido por la empresa sobre las ventas realizadas. Los datos recogidos para la empresa analizada muestran los siguientes resultados:

$$\text{Margen} = \frac{Rdo. \text{ antes imptos. procde. op. continuadas} + \text{Gastos por intereses}}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}}$$

$$\text{Margen}_{2013} = \frac{6.280 + 2.898}{57.061} = 16,08\%$$

$$\text{Margen}_{2012} = \frac{5.864 + 3.094}{62.356} = 14,37\%$$

$$\text{Margen}_{2011} = \frac{6.488 + 2.671}{62.837} = 14,58\%$$

$$\text{Margen}_{2010} = \frac{13.901 + 2.514}{60.737} = 27,03\%$$

$$\text{Margen}_{2009} = \frac{10.387 + 3.036}{56.731} = 23,66\%$$

Según los cálculos obtenidos, se puede apreciar que **el margen de Telefónica en 2013 se encuentra en un 16,08%, porcentaje que ha descendido significativamente desde el inicio del periodo analizado**. Nuevamente, en sentido positivo, cabe reseñar una mejora del margen de casi dos puntos porcentuales en 2013 respecto al año 2012.

El ratio de rotación es una medida de la eficiencia mostrada en la utilización de los activos para la generación de ingresos, obteniéndose los siguientes resultados para Telefónica:

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios}}{\text{Recursos Propios}_{\text{medios}} + \text{Deuda financiera}_{\text{media}}}$$

$$\text{Rotación}_{2013} = \frac{57.061}{(27.482 + 27.661)/2 + (60.699 + 66.853)/2} = 0,62$$

$$\text{Rotación}_{2012} = \frac{62.356}{(27.661 + 27.383)/2 + (66.853 + 66.311)/2} = 0,66$$

$$\text{Rotación}_{2011} = \frac{62.837}{(27.383 + 31.684)/2 + (66.311 + 61.100)/2} = 0,67$$

$$\text{Rotación}_{2010} = \frac{60.737}{(31.684 + 24.274)/2 + (61.100 + 56.791)/2} = 0,70$$

$$\text{Rotación}_{2009} = \frac{56.731}{(24.274 + 19.562)/2 + (56.791 + 53.188)/2} = 0,74$$

Los resultados muestran que **la eficiencia con que la empresa utiliza sus activos ha sufrido un paulatino deterioro a lo largo del periodo estudiado**, cayendo el valor de este ratio de 0,74 en 2009 a 0,62 en 2013.

Por último, estudiamos el coste que supone para la empresa el uso de recursos ajenos, mediante el ratio de coste del endeudamiento. Los resultados obtenidos para Telefónica son los siguientes:

$$\text{Coste Endeudamiento} = \frac{\text{Gastos por Intereses}}{\text{Deuda financiera}_{\text{media}}}$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2013} = \frac{2.898}{(60.699 + 66.853)/2} = 4,54\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2012} = \frac{3.094}{(66.853 + 66.311)/2} = 4,65\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2011} = \frac{2.671}{(66.311 + 61.100)/2} = 4,19\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2010} = \frac{2.514}{(61.100 + 56.791)/2} = 4,26\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2009} = \frac{3.036 \times (1)}{(56.791 + 53.188)/2} = 5,52\%$$

Como se puede observar, **el tipo de interés que Telefónica satisface sobre la deuda financiera contraída fluctúa entre el 4,19% y 5,52% a lo largo del periodo analizado, siendo del 4,54% en 2013.**

Mediante el cálculo del cociente entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, se obtiene el ratio del efecto apalancamiento financiero o efecto leverage. Los resultados obtenidos para Telefónica se muestran a continuación:

$$\text{Efecto Leverage} = \frac{R. Financiera}{R. Económica}$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2013} = \frac{22,78\%}{10,05\%} = 2,27$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2012} = \frac{21,31\%}{9,52\%} = 2,24$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2011} = \frac{21,97\%}{9,82\%} = 2,24$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2010} = \frac{49,68\%}{18,88\%} = 2,63$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2009} = \frac{47,39\%}{17,45\%} = 2,72$$

El valor de este ratio ha sido muy superior a la unidad a lo largo de todo el periodo analizado, lo que significa que la rentabilidad de los capitales propios con deuda es superior a la que se obtendría en el caso de que no se hubiese utilizado deuda. Por lo tanto, se ha producido un **efecto expansivo del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera, esto es, a los accionistas les ha beneficiado el hecho de que Telefónica se haya financiado mediante deuda.**

Como se ha explicado anteriormente, desde un prisma económico resulta conveniente financiarse con deuda cuando el rendimiento ofrecido por las inversiones empresariales (rentabilidad económica) es superior el coste de la deuda (tipo de interés). El diferencial entre rentabilidad económica y coste del endeudamiento para Telefónica es el siguiente:

$$[R. \text{Económica} - \text{Coste Endeudamiento}]_{2013} = 10,05\% - 4,54\% = 5,50\%$$

$$[R. \text{Económica} - \text{Coste Endeudamiento}]_{2012} = 9,52\% - 4,65\% = 4,87\%$$

$$[R. \text{Económica} - \text{Coste Endeudamiento}]_{2011} = 9,82\% - 4,19\% = 5,63\%$$

$$[R. \text{Económica} - \text{Coste Endeudamiento}]_{2010} = 18,88\% - 4,26\% = 14,62\%$$

$$[R. \text{Económica} - \text{Coste Endeudamiento}]_{2009} = 17,45\% - 5,52\% = 11,93\%$$

Los resultados obtenidos constatan un **exceso de rendimiento de las inversiones empresariales respecto del tipo de interés a lo largo de todo el periodo estudiado, redundando dicho diferencial positivo en beneficio de los intereses de los accionistas**. En sentido negativo, cabría señalar que la intensidad del efecto apalancamiento financiero se ha visto reducida a lo largo del periodo analizado, debido fundamentalmente al deterioro de la rentabilidad económica.

4.2.1.3. Diagnóstico

Telefónica no se encuentra en equilibrio financiero ya que, aunque la compañía dispone del volumen de capitales permanentes necesarios (se cumple la primera condición de equilibrio financiero), su estructura financiera presenta las siguientes deficiencias (se incumplen las condiciones segunda y tercera):

- Existe un **déficit de Patrimonio Neto**, de forma la empresa está financiando indebidamente inversiones permanentes en Activo No Corriente no amortizable y Capital Corriente Necesario con recursos financieros exigibles.
- La utilización indebida de deuda provoca que **los recursos retenidos anualmente por la empresa procedentes de la recuperación anual de la inversión en Activo No Corriente amortizable son insuficientes para atender la amortización financiera de las deudas contraídas** por la empresa (es decir, la amortización contable es inferior a la amortización financiera).

En consecuencia, **la estructura financiera de Telefónica es inestable**, por lo que, de no adoptar las medidas correctoras oportunas, la empresa se encontraría expuesta al **riesgo de insolvencia a largo plazo**.

Por su parte, el análisis del apalancamiento financiero nos ha permitido identificar los siguientes puntos débiles de Telefónica:

- **Endeudamiento elevado**, muy por encima de valores de referencia (baja autonomía financiera).
- **Deterioro de la capacidad para reembolsar la deuda financiera contraída**, incrementándose el número de años que la empresa necesita para devolver la deuda financiera con la tesorería generada por su actividad de explotación.

- **Deterioro significativo de la rentabilidad económica** que la empresa obtiene de las inversiones que conforman su activo a lo largo del periodo analizado, explicado fundamentalmente por la **caída del margen** con que opera la empresa. No obstante, en 2013 se observa una ligera mejora de ambos indicadores respecto al ejercicio precedente, por lo habría que vigilar su evolución futura, para ver si se confirma un cambio de tendencia.

Como puntos fuertes de Telefónica, cabría señalar que:

- El porcentaje de deuda financiera que vence a corto plazo es de tan solo el 16%, por lo que la empresa **dispone de margen de tiempo para reestructurar sus fuentes de financiación.**
- El endeudamiento, aunque excesivo, ha tenido un efecto expansivo sobre la rentabilidad de los capitales propios (rentabilidad financiera), por lo que **la financiación mediante deuda ha redundado en beneficio de los intereses de los accionistas.**

Las medidas correctoras propuestas pasarían por incrementar el Patrimonio Neto y utilizar los recursos así obtenidos para reducir el volumen de deuda financiera actual. Para ello, Telefónica debería **adoptar una política de dividendos más austera** (incluso suprimiendo el pago de dividendos), condicionada al estricto cumplimiento de las condiciones de equilibrio financiero. De hecho, esta parece ser la línea adoptada por la compañía, que para el ejercicio 2012 canceló el pago de dividendos, y en 2014 ha adoptado parcialmente la fórmula del “scrip dividend” (un 47% del dividendo se entregará en acciones). Alternativa o complementariamente, si la empresa no fuese capaz de alcanzar vía beneficios retenidos el montante de Patrimonio Neto que necesita, entonces la solución pasaría por **llevar a cabo una ampliación de capital.**

4.2.2. Análisis de Jazztel

Para llevar a cabo el estudio relativo a Jazztel, ha sido necesario construir, a partir de las cuentas anuales consolidadas, un estado de posición financiera de acuerdo a los objetivos del análisis previsto. La versión desglosada del estado de posición financiera aparece incluido como anexo al presente trabajo (véase tabla 4.2). A continuación se presenta una versión abreviada del estado de posición financiera elaborado a partir del Balance consolidado, junto con el resto de magnitudes económicas (recogidas en las Cuentas de Pérdidas y Ganancias consolidadas) y financieras (presentes en los Estados de Flujos de Efectivo consolidados) utilizadas en el estudio (véase cuadro 4.2).

Cuadro 4.2. Estado abreviado de posición financiera y principales magnitudes económico-financieras de Jazztel

Principales magnitudes económico-financieras (en miles de euros)	2013	2012	2011	2010	2009	2008
A) BALANCE						
1. CAPITALES PERMANENTES	675.105	538.391	469.802	439.089	407.995	399.753
1.1 Recursos propios o Patrimonio Neto	409.939	335.370	263.788	205.445	190.321	62.063
1.2 Recursos Ajenos a l/p	265.166	203.021	206.014	233.644	217.674	337.690
1.2.1 Deuda financiera a l/p	216.268	122.681	144.102	180.993	195.418	321.734
1.2.2 Vencimientos a corto de deuda financiera a l/p	48.898	80.340	61.912	52.651	22.256	15.956
2. INVERSIONES	675.105	538.391	469.802	439.089	407.995	399.753
2.1 Activo No Corriente	739.065	525.610	495.270	472.359	450.022	444.730
2.1.1 Amortizable	590.385	503.318	469.761	471.444	449.747	443.481
2.1.2 No amortizable	148.680	22.292	25.509	915	275	1.249
2.2 Capital Corriente Real	(63.960)	12.781	(25.468)	(33.270)	(42.027)	(44.977)
2.2.1 Activo Corriente	277.832	237.421	176.599	144.546	132.640	115.790
2.2.2 (-) Pasivo Corriente	(341.792)	(224.640)	(202.067)	(177.816)	(174.667)	(160.767)
3. TESORERÍA NETA	51.796	61.657	38.053	7.827	39.601	28.179
3.1 Capital Corriente de Explotación	(115.756)	(48.876)	(63.521)	(41.097)	(81.628)	(73.156)
3.1.1 Activo Corriente de Explotación	172.848	136.958	103.594	100.798	74.128	71.029
3.1.2 (-) Pasivo Corriente de Explotación	(288.604)	(185.834)	(167.115)	(141.895)	(155.756)	(144.185)
3.2 Tesorería Neta	51.796	61.657	38.053	7.827	39.601	28.179
3.2.1 Cuentas de Tesorería (activo)	104.984	100.463	73.005	43.748	58.512	44.761
3.2.2 (-) Cuentas de Tesorería (pasivo)	(53.188)	(38.806)	(34.952)	(35.921)	(18.911)	(16.582)
B) CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS						
(-) Amortización contable	(103.896)	(92.852)	(82.860)	(67.291)	(63.903)	(62.724)
(-) Gastos por intereses	(18.812)	(18.077)	(19.148)	(20.761)	(33.409)	(39.146)
Importe neto de la cifra de negocios	1.006.413	906.409	752.502	612.789	451.859	345.333
Resultado antes de impuestos procedente operaciones continuadas	60.801	61.970	37.826	7.243	(24.454)	(78.598)
(-) Impuesto sobre beneficios operaciones continuadas	(6.771)	6	(12.846)	0	0	0
Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas	54.030	61.976	24.980	7.243	(24.454)	(78.598)
C) ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO						
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE)	125.057	154.293	156.755	75.078	39.528	9.087
(-) Dividendos	0	0	0	0	(562)	(2.922)

4.2.2.1. Condiciones generales de equilibrio financiero

El primer paso para elaborar el análisis de Jazztel será comprobar si su estructura financiera cumple las tres condiciones de equilibrio financiero establecidas en el apartado 3.2 de este estudio.

La primera condición de equilibrio financiero determina que el Coeficiente Básico de Financiación (CBF) debe ser superior o igual a la unidad, o alternativamente, la Tesorería Neta (TN) debe ser superior o igual a cero. El CBF de Jazztel muestra los siguientes resultados:

$$CBF = \frac{\text{Capitales Permanentes}}{\text{Activo No Corriente} + \text{Capital Corriente de Necesario}}$$

$$CBF_{2013} = \frac{669.757}{739.065 - 115.756} = 1,07$$

$$CBF_{2012} = \frac{538.391}{525.610 - 48.867} = 1,13$$

$$CBF_{2011} = \frac{469.802}{495.270 - 63.521} = 1,09$$

$$CBF_{2010} = \frac{439.089}{472.359 - 41.097} = 1,02$$

$$CBF_{2009} = \frac{407.995}{450.022 - 81.628} = 1,11$$

Los cálculos llevados a cabo relacionan los capitales permanentes que posee la empresa (numerador del CBF) con los capitales que ésta necesita (denominador del CBF). Se cumple la primera condición para todos los ejercicios analizados puesto que los valores obtenidos son superiores a la unidad. Por ello, se puede determinar que **Jazztel dispone de suficientes recursos permanentes**, excediendo incluso de los recursos necesarios en un 7% en 2013, un 13% en 2012 y, así sucesivamente.

En cuanto al cálculo de la Tesorería Neta (TN), los resultados obtenidos para esta empresa se detallan a continuación (valores expresados en miles de euros):

$$TN = \text{Capital Corriente Real} - \text{Capital Corriente de Necesario}$$

$$TN_{2013} = -69.308 + 115.756 = 46.448$$

$$TN_{2012} = 12.781 + 48.867 = 61.657$$

$$TN_{2011} = -25.468 + 63.521 = 38.053$$

$$TN_{2010} = -33.270 + 41.097 = 7.827$$

$$TN_{2009} = -42.027 + 81.628 = 39.601$$

Los valores obtenidos son positivos en todos los ejercicios analizados, lo que evidencia la relación existente entre el CBF y la TN, de modo que un CBF superior a la unidad implica una TN positiva.

La segunda condición de equilibrio financiero relaciona el Patrimonio Neto real que posee la empresa, con aquel que ésta necesita. Para su cumplimiento, el Patrimonio Neto real debe ser superior al Patrimonio Neto necesario, expresado este último como el Activo No Corriente (ANC) no amortizable más el Capital Corriente Necesario (CCN) de la empresa. Mediante los cálculos mostrados a continuación, se obtienen los valores (expresados en miles de euros) que la entidad presenta ante esta condición de equilibrio:

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2013} = 409.939 - (148.680 - 115.756) = 377.015$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2012} = 335.370 - (22.292 - 48.867) = 361.954$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2011} = 263.788 - (25.509 - 63.521) = 373.382$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2010} = 205.445 - (915 - 41.097) = 375.552$$

$$[PN - (ANC \text{ no amortizable} + CCN)]_{2009} = 190.321 - (275 - 81.628) = 416.723$$

Puesto que todos los valores obtenidos son positivos, se cumple la segunda condición de equilibrio financiero en todos los periodos analizados, por tanto, se puede afirmar que **Jazztel dispone de suficientes recursos financieros no exigibles para financiar sus inversiones permanentes**. En efecto, el Patrimonio Neto real del que dispone la empresa es superior al necesario para financiar todas las inversiones en Activo No Corriente no amortizable y Capital Corriente Necesario con recursos financieros no exigibles, por lo que sus inversiones se encuentran debidamente financiadas con recursos propios.

El cumplimiento de la tercera condición de equilibrio financiero requiere que la amortización anual del inmovilizado presentada por la empresa sea igual o superior a la amortización anual de la deuda asociada a la financiación de ese inmovilizado. Ello se comprueba mediante el cálculo de la diferencia entre la amortización contable y la amortización financiera anuales de la empresa, cuyo valor deber ser superior o igual a cero. Se obtienen los siguientes resultados para la empresa estudiada (valores expresados en miles de euros):

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2013} = 103.896 - 80.340 = 23.556$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2012} = 92.852 - 61.912 = 30.940$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2011} = 82.860 - 52.651 = 30.209$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2010} = 67.291 - 22.256 = 45.035$$

$$[Amortización contable - Amortización financiera]_{2009} = 63.903 - 15.956 = 47.947$$

Como puede apreciarse, se cumple la tercera condición de equilibrio financiero, puesto que existe un adecuado equilibrio entre la amortización contable y la financiera en todos los ejercicios estudiados, de tal forma que, **Jazztel ha sido capaz de atender la amortización financiera de los préstamos asociados a la financiación del inmovilizado con los recursos procedentes de la recuperación anual de dichas inversiones.**

Adicionalmente, es relevante analizar la relación entre el valor de la deuda financiera contraída por la empresa y el de las inversiones efectuadas con la misma. Para llevarlo a cabo, se calcula la diferencia entre el valor del Activo No Corriente amortizable y el de la deuda financiera vinculada al mismo, obteniendo para Jazztel los resultados indicados a continuación (valores expresados en miles de euros):

$$\begin{aligned} & [ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda financiera vinculada}]_{2013} \\ & = 590.385 - (259.818 + 58.536) = 272.031 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & [ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda financiera vinculada}]_{2012} \\ & = 503.813 - (203.021 + 38.806) = 261.491 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & [ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda financiera vinculada}]_{2011} \\ & = 469.761 - (206.014 + 34.952) = 228.795 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & [ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda financiera vinculada}]_{2010} \\ & = 471.444 - (233.644 + 35.921) = 201.879 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & [ANC \text{ amortizable} - \text{Deuda financiera vinculada}]_{2009} \\ & = 449.747 - (217.674 + 18.911) = 213.162 \end{aligned}$$

Puede observarse que, en todos los ejercicios estudiados, el Activo No Corriente amortizable supera a la deuda financiera total. Estos datos nos llevan a interpretar que **la empresa será capaz de hacer frente a la devolución de la deuda financiera con los recursos procedentes de la amortización de sus inversiones no corrientes.**

Se puede concluir que, puesto que se cumplen las tres condiciones de equilibrio, en los cinco años analizados, **Jazztel presenta una estructura financiera equilibrada.**

4.2.2.2. Apalancamiento financiero

Una vez afirmado el equilibrio de la estructura financiera de Jazztel, se procede al estudio del apalancamiento financiero mediante el análisis de la autonomía financiera y endeudamiento, la capacidad de generación de recursos y el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*.

➤ Ratios de autonomía financiera y endeudamiento

El ratio de autonomía financiera nos indica la relación entre los recursos propios y los recursos ajenos aplicados en la actividad, de los cuales, los segundos suponen una deuda financiera para la empresa, que lleva asociado un coste en forma de intereses. En el caso de Jazztel se obtienen los valores mostrados a continuación:

$$\text{Autonomía financiera} = \frac{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}{\text{Deuda financiera}}$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2013} = \frac{409.939}{265.166 + 53.188} = 1,29$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2012} = \frac{335.370}{203.021 + 38.806} = 1,39$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2011} = \frac{263.788}{206.014 + 34.952} = 1,39$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2010} = \frac{205.445}{233.644 + 35.921} = 1,24$$

$$\text{Autonomía financiera}_{2009} = \frac{190.321}{217.674 + 18.911} = 1,42$$

El ratio calculado muestra, en todos los ejercicios estudiados, un resultado superior a la unidad, lo cual otorga a Jazztel una **situación de independencia frente al exterior**.

El ratio de endeudamiento remunerado (inverso al anterior) muestra los recursos ajenos que utiliza la empresa por cada unidad monetaria de recursos propios aportados a la actividad. En el cálculo aplicado a Jazztel se han obtenido los siguientes valores:

$$\text{Endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Recursos Propios o Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2013} = \frac{265.166 + 53.188}{409.939} = 0,78$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2012} = \frac{203.021 + 38.806}{335.370} = 0,72$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2011} = \frac{206.014 + 34.952}{263.788} = 0,72$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2010} = \frac{233.644 + 35.921}{205.445} = 0,80$$

$$\text{Endeudamiento remunerado}_{2009} = \frac{217.674 + 18.911}{190.321} = 0,71$$

Los valores obtenidos son inferiores al valor de referencia (la unidad), por tanto, muestran un **bajo nivel de endeudamiento**, lo que implica un bajo riesgo de insolvencia a largo plazo.

En tercer lugar, el ratio de calidad de la deuda estudia el margen de tiempo del que dispone la empresa para hacer frente a la devolución de la deuda financiera adquirida. Para Jazztel, se obtienen los resultados mostrados a continuación:

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Deuda financiera a c/p}}{\text{Deuda Financiera a l/p} + \text{Deuda financiera a c/p}}$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2013} = \frac{48.898 + 53.188}{265.166 + 53.188} = 0,32$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2012} = \frac{80.340 + 38.806}{203.021 + 38.806} = 0,49$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2011} = \frac{61.912 + 34.952}{206.014 + 34.952} = 0,40$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2010} = \frac{52.651 + 35.921}{205.445 + 35.921} = 0,33$$

$$\text{Calidad de la deuda}_{2009} = \frac{22.256 + 18.911}{217.674 + 18.911} = 0,17$$

Los valores de este ratio muestran una **baja calidad de la deuda**, la cual se ha ido reduciendo hasta el ejercicio 2012, produciéndose un leve incremento en 2013, donde un 32% de la deuda financiera adquirida debe ser cancelada a corto plazo. No obstante, la baja calidad de la deuda **no supone un problema por encontrarnos ante un nivel de endeudamiento bajo y una estructura empresarial que presenta equilibrio entre amortización financiera y contable**.

➤ Ratios de generación de recursos

Estudiamos la capacidad que presenta la empresa para devolver la deuda financiera contraída con los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE) a través del siguiente ratio:

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2013} = \frac{265.166 + 58.536}{125.057} = 2,5 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2012} = \frac{203.021 + 38.806}{154.293} = 1,6 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2011} = \frac{206.014 + 34.952}{156.755} = 1,5 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2010} = \frac{205.445 + 35.921}{75.078} = 3,6 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}} \right]_{2009} = \frac{217.674 + 18.911}{39.528} = 6 \text{ años}$$

La evolución de la capacidad de la empresa para devolver la deuda contraída es muy favorable hasta el año 2012, incluso se puede afirmar que en 2012 y 2011, la capacidad de reembolso de los fondos ajenos es muy alta, estimándose un periodo de aproximadamente 1,5 años para cancelar la deuda financiera. Aunque se ha visto reducida, **en 2013 la capacidad que presenta Jazztel para el reembolso de su deuda financiera continúa siendo alta, estimándose un plazo de 2,5 años.**

Analizamos además, a través del siguiente ratio, la capacidad de la empresa para reembolsar la deuda financiera adquirida mediante la autofinanciación, que se ha calculado deduciendo de los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE) el importe de los dividendos satisfechos por la empresa en el ejercicio. Los valores obtenidos para Jazztel se muestran a continuación:

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2013} = \frac{265.166 + 58.536}{125.057} = 2,5 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2012} = \frac{203.021 + 38.806}{154.293} = 1,6 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2011} = \frac{206.014 + 34.952}{156.755} = 1,5 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2010} = \frac{205.445 + 35.921}{75.078} = 3,6 \text{ años}$$

$$\left[\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Autofinanciación}} \right]_{2009} = \frac{217.674 + 18.911}{39.528 - 562} = 6,1 \text{ años}$$

Los resultados del ratio no han variado en ninguno de los ejercicios analizados (en 2009 la variación es insignificante) respecto al ratio anterior, por tanto, **la capacidad de Jazztel para reembolsar su deuda financiera continúa siendo la misma una vez deducidos los dividendos satisfechos a los accionistas.** Esto tiene su explicación en la política de dividendos adoptada por Jazztel en mayo de 2009³, fecha en la que firma un acuerdo de reestructuración con sus bonistas consistente en el compromiso de la empresa de no repartir dividendos a sus accionistas hasta saldar la deuda con los primeros, lo cual se estima que sucederá en 2013. A partir de entonces, se propone un nuevo Plan Estratégico, por el cual no se producirá el reparto de ningún beneficio en forma de dividendo hasta el año 2017⁴.

³ Para más información sobre la política de dividendos adoptada por Jazztel en 2009, consultar Marco, A., 2009. *La banca prohíbe a Jazztel pagar dividendos incluso cuando obtenga beneficios*. Inversión & Finanzas, 24 de junio de 2009. Disponible en http://www.finanzas.com/noticias/empresas/2009-06-24/178310_banca-prohibe-jazztel-pagar-dividendos.html [Consultado a 15 de mayo de 2014].

⁴ Para más información sobre la política de dividendos aplicada por Jazztel en 2013, consultar Muñoz, R., 2013. *Jazztel prevé no pagar dividendos en los próximos cinco años*. El País, 14 de mayo de 2013. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2013/03/14/actualidad/1363251266_783407.html [Consultado a 15 de mayo de 2014].

La aplicación de ésta política puede observarse en el porcentaje obtenido de *payout*, esto es, el porcentaje del beneficio obtenido que es destinado a la satisfacción de dividendos a los accionistas, en cada ejercicio⁵. En el cálculo de este ratio, se han obtenido los siguientes porcentajes para Jazztel:

$$Payout = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

$$Payout_{2013} = \frac{0}{0,26} = 0,00\%$$

$$Payout_{2012} = \frac{0}{0,25} = 0,00\%$$

$$Payout_{2011} = \frac{0}{0,21} = 0,00\%$$

$$Payout_{2010} = \frac{0}{0,3} = 0,00\%$$

Se puede observar cómo, **a partir del año 2010, Jazztel no ha repartido a los accionistas ningún porcentaje de sus beneficios**, cumpliendo el acuerdo de reestructuración pactado el año anterior.

➤ Ratios del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*

Para finalizar el análisis del efecto apalancamiento financiero de Jazztel, se llevará a cabo el estudio de los ratios de rentabilidad financiera, rentabilidad económica y coste del endeudamiento.

En primer lugar, el ratio de rentabilidad financiera muestra la rentabilidad obtenida sobre los fondos propios de que dispone la empresa. Para el caso estudiado, se obtienen los siguientes valores:

$$R. Financiera = \frac{\text{Rdo. antes de impuestos procedente op. continuadas}}{\text{Recursos Propios}_{medios}}$$

$$R. Financiera_{2013} = \frac{60.801}{(409.939 + 335.370)/2} = 16,32\%$$

$$R. Financiera_{2012} = \frac{61.970}{(335.370 + 263.788)/2} = 18,48\%$$

⁵ El ratio de *payout* se ha calculado a partir de la información financiera ofrecida por FACSET que se encuentra disponible en la página web de "eleconomista.es".

$$R. Financiera_{2011} = \frac{37.826}{(263.788 + 205.445)/2} = 11,28\%$$

$$R. Financiera_{2010} = \frac{7.243}{(205.445 + 190.321)/2} = 2,16\%$$

$$R. Financiera_{2009} = \frac{-24.454}{(190.321 + 62.063)/2} = -7,29\%$$

La tasa con que Jazztel ha remunerado a los accionistas o propietarios ha evolucionado de forma generalmente positiva a lo largo del periodo analizado, presentando en 2013, un 16,32%. Ello se debe fundamentalmente al gran incremento obtenido en el beneficio antes de impuestos obtenido en cada año respecto al anterior (exceptuando el año 2013, donde la reducción ha sido prácticamente insignificante).

En segundo lugar, el ratio de rentabilidad económica muestra la rentabilidad obtenida de las inversiones en activo llevadas a cabo por la empresa, con independencia del modo de financiación de las mismas. A partir de este ratio, se obtienen los resultados presentes a continuación:

$$R. Económica = \frac{Rdo. antes imptos. procde. op. continuadas + Gastos por intereses}{Recursos Propios_{medios} + Deuda financiera_{media}}$$

$$R. Econ_{2013} = \frac{60.801 + 18.812}{(409.939 + 335.370)/2 + (265.166 + 203.021 + 53.188 + 38.806)/2} = 12,20\%$$

$$R. Econ_{2012} = \frac{61.970 + 18.077}{(335.370 + 263.788)/2 + (203.021 + 206.014 + 38.806 + 34.952)/2} = 13,88\%$$

$$R. Econ_{2011} = \frac{37.826 + 19.148}{(263.788 + 205.445)/2 + (206.014 + 233.644 + 34.952 + 35.921)/2} = 9,65\%$$

$$R. Econ_{2010} = \frac{7.243 + 20.761}{(205.445 + 190.321)/2 + (233.644 + 217.674 + 35.921 + 18.911)/2} = 4,76\%$$

$$R. Econ_{2009} = \frac{-24.454 + 33.409}{(190.321 + 62.063)/2 + (217.674 + 337.690 + 18.911 + 16.582)/2} = 1,42\%$$

Al igual que ocurría con la rentabilidad financiera, la **rentabilidad económica o rentabilidad obtenida por la empresa sobre las inversiones que conforman su Activo, sin tener en cuenta cómo se han financiado, ha sufrido un continuo y pronunciado incremento a lo largo del periodo estudiado, situándose en un 12,20% en 2013** debido, como en el ratio anterior, al aumento en el resultado antes de impuestos obtenido por la empresa.

El ratio de rentabilidad económica, puede descomponerse a su vez, multiplicando numerador y denominador por el importe neto de la cifra de negocios (ventas) en dos ratios diferenciados, margen y rotación, a partir de los cuales puede obtenerse un análisis más preciso sobre la rentabilidad de la empresa.

El ratio de margen indica el porcentaje de beneficio obtenido por la empresa sobre las ventas realizadas. Los datos recogidos para Jazztel producen los siguientes resultados:

$$\text{Margen} = \frac{\text{Rdo. antes imptos. procde. op. continuadas} + \text{Gastos por intereses}}{\text{Importe neto cifra de negocios}}$$

$$\text{Margen}_{2013} = \frac{60.801 + 18.812}{1.006.413} = 7,91\%$$

$$\text{Margen}_{2012} = \frac{61.970 + 18.077}{906.409} = 8,83\%$$

$$\text{Margen}_{2011} = \frac{37.826 + 19.148}{752.502} = 7,57\%$$

$$\text{Margen}_{2010} = \frac{7.243 + 20.761}{612.789} = 4,57\%$$

$$\text{Margen}_{2009} = \frac{-24.454 + 33.409}{451.859} = 1,98\%$$

Según los cálculos obtenidos, se puede apreciar que **el margen de la empresa en 2013 se encuentra en un 7,91%, valor que se ha incrementado notablemente desde el inicio del periodo analizado**, pese a la ligera disminución sufrida en 2013 respecto al ejercicio anterior.

El ratio de rotación es una medida de la eficiencia mostrada por la utilización de los activos para la generación de ingresos. En el caso de Jazztel se obtienen los valores indicados a continuación:

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios}}{\text{Recursos Propios}_{\text{medios}} + \text{Deuda financiera}_{\text{media}}}$$

$$\text{Rotación}_{2013} = \frac{1.006.413}{(409.939 + 335.370)/2 + (265166 + 203.021 + 53.118 + 38.806)/2} = 1,54$$

$$\text{Rotación}_{2012} = \frac{906.409}{(335.370 + 263.788)/2 + (203.021 + 206.014 + 38.806 + 34.952)/2} = 1,57$$

$$\text{Rotación}_{2011} = \frac{752.502}{(263.788 + 205.445)/2 + (206.014 + 233.644 + 34.952 + 35.921)/2} = 1,27$$

$$\text{Rotación}_{2010} = \frac{612.789}{(205.445 + 190.321)/2 + (233.644 + 217.674 + 35.921 + 18.911)/2} = 1,04$$

$$\text{Rotación}_{2009} = \frac{451.859}{\frac{(190.321 + 62.063)}{2} + \frac{(217.674 + 337.690 + 18.911 + 16.582)}{2}} = 0,72$$

Los resultados muestran que **la eficiencia con que Jazztel utiliza sus activos ha experimentado un incremento constante desde el comienzo del periodo estudiado**, despreciando el leve descenso sufrido en 2013, por ser de cuantía mínima.

Por último, estudiamos el coste que supone para la empresa el uso de recursos ajenos, mediante el ratio de coste del endeudamiento. De acuerdo a los datos recogidos para la empresa analizada, se realizan los cálculos correspondientes a continuación:

$$\text{Coste Endeudamiento} = \frac{\text{Gastos por Intereses}}{\text{Deuda financiera}_{\text{media}}}$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2013} = \frac{18.812}{\frac{(259.818 + 203.021 + 58.536 + 38.806)}{2}} = 6,72\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2012} = \frac{18.077}{\frac{(203.021 + 206.014 + 38.806 + 34.952)}{2}} = 7,49\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2011} = \frac{19.148}{\frac{(206.014 + 233.644 + 34.952 + 35.921)}{2}} = 7,50\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2010} = \frac{20.761}{\frac{(233.644 + 217.674 + 35.921 + 18.911)}{2}} = 8,20\%$$

$$\text{Coste Endeudamiento}_{2009} = \frac{33.409}{\frac{(217.674 + 337.690 + 18.911 + 16.582)}{2}} = 11,31\%$$

La evolución presentada durante el periodo en los valores obtenidos para Jazztel ha sido positiva, soportando para 2013 unos costes sobre los fondos ajenos del 6,72%.

Aplicando el cálculo del cociente entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica estudiadas, se obtiene el ratio de efecto apalancamiento financiero o efecto leverage, el cual presenta efecto positivo cuando el valor obtenido es superior a la unidad; en caso contrario, hablaríamos de un apalancamiento financiero negativo. Para Jazztel, se obtienen los porcentajes presentados a continuación:

$$\text{Efecto Leverage} = \frac{R. Financiera}{R. Económica}$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2013} = \frac{16,32\%}{12,20\%} = 1,34$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2012} = \frac{18,48\%}{13,88\%} = 1,33$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2011} = \frac{11,28\%}{9,65\%} = 1,17$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2010} = \frac{2,16\%}{4,76\%} = 0,45$$

$$\text{Efecto Leverage}_{2009} = \frac{-7,29\%}{1,42\%} = -5,14$$

En los tres últimos ejercicios analizados, Jazztel presenta un apalancamiento financiero positivo, por lo que a los accionistas de la empresa les ha resultado beneficioso que ésta se endeude puesto que la rentabilidad de los fondos propios con deuda es superior a la que se obtendría en el caso de que no se hubiese utilizado deuda.

Desde un punto de vista económico, resulta beneficioso financiarse con deuda cuando el rendimiento ofrecido por las inversiones empresariales (rentabilidad económica) es superior al coste de la deuda vinculada (tipo de interés). El exceso de rendimiento respecto del tipo de interés supone una mayor retribución a los fondos propios lo que beneficia a los accionistas de la empresa.

El diferencial entre rentabilidad económica y coste del endeudamiento para Jazztel presenta los siguientes valores:

$$[R. Económica - Coste Endeudamiento]_{2013} = 12,20\% - 6,72\% = 5,48\%$$

$$[R. Económica - Coste Endeudamiento]_{2012} = 13,88\% - 7,49\% = 6,39\%$$

$$[R. Económica - Coste Endeudamiento]_{2011} = 9,65\% - 7,50\% = 2,15\%$$

$$[R. Económica - Coste Endeudamiento]_{2010} = 4,76\% - 8,20\% = -3,44\%$$

$$[R. Económica - Coste Endeudamiento]_{2009} = 1,42\% - 11,31\% = -9,89\%$$

Reflejando la relación existente entre este diferencial y el ratio de efecto *leverage*, podemos apreciar que el efecto apalancamiento financiero ha sido positivo en 2013, 2012 y 2011, y negativo para los dos ejercicios anteriores. **En 2013, Jazztel presenta un exceso del rendimiento respecto del tipo de interés del 5,48%**, por lo que los accionistas de la entidad se han visto beneficiados ante el endeudamiento de la entidad, a pesar de que presenta un leve decrecimiento respecto al ejercicio anterior.

4.2.2.3. Diagnóstico

Se puede afirmar que **Jazztel presenta una estructura financiera en equilibrio**, puesto que satisface correctamente las tres condiciones de equilibrio financiero:

- La entidad **dispone de suficientes capitales permanentes** puesto que su Coeficiente Básico de Financiación es superior a la unidad.
- Presenta **suficientes capitales propios para hacer frente a la financiación de sus inversiones permanentes**.
- Muestra un correcto equilibrio entre amortización financiera y contable, por lo que posee **capacidad suficiente para atender la devolución de la deuda financiera con los recursos procedentes de la amortización de su Activo No Corriente**.

El análisis del apalancamiento financiero realizado nos ha mostrado las siguientes referencias positivas acerca de Jazztel:

- **Independencia financiera frente al exterior** puesto que se obtuvo un ratio de autonomía financiera superior a la unidad.
- **Endeudamiento bajo**, con valores inferiores al de referencia.
- **Evolución positiva de la capacidad de devolución de la deuda financiera**, produciéndose, a lo largo del periodo estudiado, una reducción del plazo que se estima tardará la empresa en reembolsar la deuda financiera contraída.
- **Incremento pronunciado y positivo de las rentabilidades financiera y económica**, situándose en el ejercicio 2013, en un 16,32% y un 12,20%, respectivamente.
- **Efecto apalancamiento financiero positivo**, puesto que la rentabilidad de los fondos propios con deuda (rentabilidad financiera) es superior a la que se obtendría en el caso de que no se hubiese utilizado deuda (rentabilidad económica).

Respecto a los aspectos negativos evidenciados en nuestro estudio, puede mencionarse la **baja calidad de la deuda**. Un 32% de la deuda financiera adquirida debe ser cancelada en el corto plazo. No obstante, ello **no supone un problema real por encontrarnos ante un nivel de endeudamiento bajo y una estructura financiera equilibrada**.

5. Conclusiones

Con la realización de este trabajo hemos podido comprobar cómo solvencia y rentabilidad, los dos objetivos empresariales básicos, entran con frecuencia en conflicto. El conflicto entre ambos objetivos radica en el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*, puesto que si éste es positivo, la empresa puede verse atraída por un endeudamiento excesivo, con el objetivo de incrementar la rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera (relevante para el accionista). Al mismo tiempo, este exceso de deuda implicaría un riesgo respecto a la solvencia de la empresa.

A través de los requisitos establecidos, han sido estudiadas las condiciones requeridas para determinar el equilibrio financiero de la empresa a partir de la estructura de su Balance, de tal forma que, ante el cumplimiento de las mismas, la empresa presenta la

estabilidad necesaria para poder lograr los objetivos empresariales. El análisis práctico del equilibrio financiero nos ha permitido constatar cómo Telefónica y Jazztel, dos empresas competidoras directas entre sí en el mercado de las telecomunicaciones, pese a realizar la misma actividad productiva, presentan estructuras financieras con grandes diferencias.

Los datos obtenidos para Telefónica muestran una estructura financiera en desequilibrio, con niveles elevados de endeudamiento y dependencia financiera, y una evolución negativa de su capacidad para devolver la deuda financiera contraída, por lo que debe emplear determinadas medidas correctoras que le permitan una mejor configuración de su estructura financiera y así, reducir el riesgo de insolvencia financiera que presenta actualmente. Mientras que los valores de Jazztel indican que posee una estructura financiera equilibrada, con un endeudamiento bajo, gran autonomía financiera y una notable capacidad de reembolso de la financiación ajena, por lo que se prevé una situación de solvencia empresarial a largo plazo.

El estudio del efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage* realizado para ambas empresas, nos indica que Telefónica presenta un efecto expansivo del endeudamiento sobre la rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera (beneficioso para sus accionistas) superior al que presenta Jazztel. Esto se debe al mayor nivel de endeudamiento que muestra Telefónica con respecto a Jazztel.

El elevado endeudamiento contraído por Telefónica tiene su origen en el fácil acceso a la financiación ajena y los bajos tipos de interés que ofrecían los prestamistas financieros antes del comienzo de la actual crisis económica (2008). Los accionistas veían incrementados sus beneficios con la financiación mediante recursos ajenos, puesto que la rentabilidad económica obtenida era superior a los costes que suponían dichos recursos. Ello conllevó que la empresa contrajese una deuda financiera cada vez mayor.

En cambio, la situación de Jazztel ha sido distinta, puesto que es una empresa menos consolidada en el mercado, con un nivel inferior de ingresos y que ha presentado pérdidas contables. Por ello, su acceso a la financiación mediante recursos ajenos y los tipos de interés soportados no han sido tan ventajosos como lo fueron para Telefónica.

A primera vista, Telefónica parece ser más rentable que Jazztel, puesto que la rentabilidad financiera de Telefónica es superior a la de Jazztel. Sin embargo, si ignoramos la forma en que ambas empresas se encuentran financiadas, es decir, al margen del efecto apalancamiento financiero, obtenemos la rentabilidad económica que presentan ambas empresas, la cual es superior en el caso de Jazztel respecto al de Telefónica. Además, la rentabilidad económica de Jazztel presenta una evolución positiva, mientras que la de Telefónica muestra una evolución desfavorable.

El desequilibrio financiero presentado por Telefónica requiere la aplicación de ciertas medidas correctoras tendentes a incrementar el Patrimonio Neto y utilizar los recursos así obtenidos para reducir el volumen de deuda financiera actual. Para ello, Telefónica debería adoptar una política de dividendos más austera (incluso suprimiendo el pago de dividendos), condicionada al estricto cumplimiento de las condiciones de equilibrio financiero. De hecho, esta parece ser la línea adoptada por la compañía, que para el ejercicio 2012 canceló el pago de dividendos, y en 2014 ha adoptado parcialmente la fórmula del "scrip dividend" (un 47% del dividendo se entregará en acciones).

Si Telefónica continúa aplicando esta política, tendería a equilibrarse paulatinamente la proporción de capitales propios y ajenos de que dispone, ampliando los primeros y permitiendo la reducción del endeudamiento, de tal forma que la estructura financiera se acercase cada vez más al equilibrio. No obstante, esta medida tendrá

previsiblemente un efecto reductor sobre la rentabilidad financiera de Telefónica (pues al reducirse el endeudamiento, se reduce también el efecto apalancamiento financiero o efecto *leverage*), que iría en perjuicio de los intereses de sus accionistas.

En cambio Jazztel muestra una estructura financiera equilibrada, que no presenta problemas de solvencia, por lo que no requiere aplicar ninguna medida correctora. Es más, el Plan estratégico iniciado en 2013 consistente en la transformación de los beneficios obtenidos en reservas, con el objetivo de tener retenida en 2017 una magnitud importante de capitales propios, parece apoyar la conclusión de que Jazztel no ofrecerá en el corto ni en el largo plazo problemas de solvencia. En cuanto al objetivo de rentabilidad se refiere, cabe reiterar la evolución positiva de la rentabilidad económica de Jazztel, siendo la rentabilidad que esta empresa obtiene de sus inversiones empresariales superior a la de Telefónica.

ANEXO

Tabla 4.1. Estado de posición financiera y principales magnitudes económico-financieras de Telefónica

Principales magnitudes económico-financieras (en millones de euros)	Notas	2013	2012	2011	2010	2009	2008
A) BALANCE							
1. CAPITALES PERMANENTES		88.181	94.514	93.694	92.784	81.065	72.750
1.1 Recursos propios o Patrimonio Neto		27.482	27.661	27.383	31.684	24.274	19.562
1.1.1 Patrimonio Neto atribuido a la sociedad dominante		21.185	20.461	21.636	24.452	21.734	17.231
1.1.2 PN atribuible a intereses minoritarios		6.297	7.200	5.747	7.232	2.540	2.331
1.2 Recursos Ajenos a l/p		60.699	66.853	66.311	61.100	56.791	53.188
1.2.1 Deuda financiera a l/p		51.172	56.608	55.659	51.356	47.607	45.088
1.2.2 Vencimientos a corto de deuda financiera a l/p		9.527	10.245	10.652	9.744	9.184	8.100
2. INVERSIONES		88.181	94.514	93.694	92.784	81.065	72.750
2.1 Activo No Corriente		78.533	90.186	94.797	95.478	74.987	71.809
2.1.1 Amortizable		42.487	48.839	51.504	52.825	42.025	40.430
• Inmovilizado intangible		17.587	20.845	23.123	23.613	15.772	15.541
Gastos de desarrollo	(6)	0	0	209	206	162	175
Concesiones y licencias	(6)	12.034	13.545	14.764	14.566	8.842	8.697
Aplicaciones informáticas	(6)	3.044	3.529	3.732	3.526	2.948	2.394
Cartera de clientes	(6)	1.022	1.932	2.502	3.143	2.681	3.046
Otros intangibles	(6)	1.487	1.839	1.916	2.172	1.139	1.229
• Inmovilizado material		24.900	27.992	28.381	29.212	26.253	24.889
Construcciones	(8)	2.326	2.774	2.863	3.059	3.202	4.093
Instalaciones técnicas y maquinaria	(8)	21.246	23.213	23.708	24.206	21.391	19.250
Mobiliario, utillaje y otros	(8)	1.328	2.005	1.810	1.947	1.660	1.546
2.1.2 No amortizable		36.046	41.347	43.294	42.653	32.962	31.379
• Inmovilizado intangible		24.395	29.196	30.048	30.995	19.640	18.703
Fondo de comercio		23.434	27.963	29.107	29.582	19.566	18.323
Activos intangibles en curso	(6)	961	1.233	941	1.413	74	380
• Inmovilizado material		6.140	7.027	7.083	6.585	5.746	5.656
Terrenos	(8)	2.908	3.275	3.131	3.093	2.890	2.938

Inmovilizado material en curso	(8)	3.232	3.752	3.952	3.259	2.619	2.485
Anticipos de propiedad, planta y equipo	(8)	0	0	0	8	10	6
Materiales de instalación	(8)	0	0	0	225	227	227
• Propiedades de inversión		0	2	6	5	5	1
• Participaciones en empresas asociadas		2.424	2.468	5.065	5.212	4.936	2.777
• Activos financieros no corrientes		7.775	9.339	8.678	7.406	5.988	7.376
• (-) Provisiones a l/p		(6.300)	(7.064)	(7.172)	(4.865)	(4.993)	(5.421)
• (-) Acreedores y otras cuentas a pagar a l/p		(1.701)	(2.141)	(2.092)	(2.304)	(1.249)	(1.117)
• Activos por impuesto diferido		6.376	7.308	6.417	5.693	5.971	6.980
• (-) Pasivos por impuestos diferidos		(3.063)	(4.788)	(4.739)	(6.074)	(3.082)	(3.576)
2.2 Capital Corriente Real		9.648	4.330	(1.103)	(2.694)	6.078	941
2.2.1 Activo Corriente		29.265	25.596	20.823	21.054	23.830	17.973
2.2.2 (-) Pasivo Corriente		(19.617)	(21.266)	(21.926)	(23.748)	(17.752)	(17.032)
3. TESORERÍA NETA		9.930	4.175	(1.138)	(2.981)	5.343	1.491
3.1 Capital Corriente de Explotación		(282)	155	35	287	735	(550)
3.1.1 Activo Corriente de Explotación		12.289	13.727	14.062	14.785	12.802	11.473
• Existencias		985	1.188	1.164	1.028	934	1.188
• Deudores y otras cuentas a cobrar		9.640	10.711	11.331	12.426	10.622	9.315
• Administraciones públicas deudoras		1.664	1.828	1.567	1.331	1.246	970
3.1.2 (-) Pasivo Corriente de Explotación		(12.571)	(13.572)	(14.027)	(14.498)	(12.067)	(12.023)
• (-) Acreedores y otras cuentas a pagar a c/p		(10.368)	(11.050)	(11.459)	(11.676)	(9.301)	(9.748)
(-) Deudas por compras o prestaciones de servicios	(14)	(8.144)	(8.719)	(8.888)	(9.038)	(6.963)	(7.845)
(-) Anticipos recibidos por pedidos	(14)	(126)	(72)	(77)	(83)	(115)	(94)
(-) Remuneraciones pendientes de pago	(14)	(745)	(719)	(728)	(780)	(695)	(595)
(-) Ingresos diferidos	(14)	(1.353)	(1.540)	(1.766)	(1.775)	(1.528)	(1.214)
• (-) Administraciones públicas acreedoras		(2.203)	(2.522)	(2.568)	(2.822)	(2.766)	(2.275)
3.2 Tesorería Neta		9.930	4.175	(1.138)	(2.981)	5.343	1.491
3.2.1 Cuentas de Tesorería (activo)		16.976	11.869	6.761	6.269	11.028	6.500
• Activos financieros corrientes		2.117	1.872	2.625	1.574	1.906	2.216
• Efectivo y equivalentes de efectivo		9.977	9.847	4.135	4.220	9.113	4.277
• ANC mantenidos para la venta		4.882	150	1	475	9	7
3.2.2 (-) Cuentas de Tesorería (pasivo)		(7.046)	(7.694)	(7.899)	(9.250)	(5.685)	(5.009)
• (-) Acreedores y otras cuentas a pagar a c/p		(4.853)	(6.039)	(6.396)	(7.575)	(4.722)	(3.903)

(-) Dividendos de sociedades del grupo a pagar	(14)	(228)	(183)	(241)	(199)	(157)	(157)
(-) Proveedores de inmovilizado a c/p	(14)	(3.248)	(3.994)	(4.393)	(4.455)	(3.598)	(2.915)
(-) Otras deudas no comerciales de carácter no financiero	(14)	(799)	(1.351)	(1.322)	(751)	(680)	(649)
(-) Deudas con empresas asociadas	(14)	(578)	(511)	(440)	(193)	(287)	(182)
(-) Pago aplazado compra Brasilcel, N.V.	(14)	0	0	0	(1.977)	0	0
• (-) Provisiones a c/p		(1.271)	(1.651)	(1.503)	(1.675)	(963)	(1.106)
• (-) Pasivos asociados con ANC mantenidos para la venta		(922)	(4)	0	0	0	0
B) CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS							
(-) Amortización contable		(9.627)	(10.433)	(10.146)	(9.303)	(8.956)	(9.046)
(-) Gastos por intereses	(16)	(2.898)	(3.094)	(2.671)	(2.514)	(3.036)	(3.333)
Importe neto de la cifra de negocios		57.061	62.356	62.837	60.737	56.731	57.946
Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas		6.280	5.864	6.488	13.901	10.387	10.915
(-) Impuesto sobre beneficios de operaciones continuadas		(1.311)	(1.461)	(301)	(3.829)	(2.450)	(3.089)
Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas		4.969	4.403	6.187	10.072	7.937	7.826
C) ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO							
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE)		14.344	15.213	17.483	16.672	16.148	16.366
(-) Dividendos		(2.182)	(3.273)	(7.567)	(6.249)	(4.838)	(4.440)

Tabla 4.2. Estado de posición financiera y principales magnitudes económico-financieras de Jazztel

Principales magnitudes económico-financieras (en miles de euros)	Notas	2013	2012	2011	2010	2009	2008
A) BALANCE							
1. CAPITALES PERMANENTES		675.105	538.391	469.802	439.089	407.995	399.753
1.1 Recursos propios o Patrimonio Neto		409.939	335.370	263.788	205.445	190.321	62.063
1.2 Recursos Ajenos a l/p		265.166	203.021	206.014	233.644	217.674	337.690
1.2.1 Deuda financiera a l/p		216.268	122.681	144.102	180.993	195.418	321.734
• Deudas con entidades de crédito a l/p		91.463	0	0	0	856	4.183
• Obligaciones y otros valores negociables a l/p		0	0	33.399	66.798	100.197	229.488
• Obligaciones por arrendamientos financieros a l/p		124.805	122.681	110.703	114.195	94.365	88.063
1.2.2 Vencimientos a corto de deuda financ. a l/p		48.898	80.340	61.912	52.651	22.256	15.956
• Obligaciones y otros valores negociables a l/p		0	33.961	33.876	33.399	18.867	8.579
• Deudas con entidades de crédito a l/p	(17) (18)	5.348	0	0	0	0	0
• Obligaciones por arrendamientos financieros a l/p		43.550	46.379	28.036	19.252	3.389	7.377
2. INVERSIONES		675.105	538.391	469.802	439.089	407.995	399.753
2.1 Activo No Corriente		739.065	525.610	495.270	472.359	450.022	444.730
2.1.1 Amortizable		590.385	503.318	469.761	471.444	449.747	443.481
• Inmovilizado intangible		37.828	25.800	25.431	20.723	21.604	21.654
• Concesiones y licencias	(11)	5.344	5.372	6.202	165	292	295
• Aplicaciones informáticas	(11)	32.451	20.343	19.229	20.558	21.312	21.359
• Otros intangibles		33	85	0	0	0	0
• Inmovilizado material		552.557	477.518	444.330	450.721	428.143	421.827
• Construcciones		2.298	1.776	203	183	310	592
• Instalaciones técnicas y maquinaria	(12)	537.404	466.515	436.338	437.526	411.655	400.632
• Mobiliario, utillaje y otros	(12)	1.059	760	120	1.006	1.345	2.050
• Otro inmovilizado material	(12)	11.796	8.467	7.669	12.006	14.833	18.553
2.1.2 No amortizable		148.680	22.292	25.509	915	275	1.249
• Inmovilizado material		115.147	30	9.787	30	0	1.328
• Anticipos e inmovilizado en curso	(12)	115.147	30	9.787	30	0	1.328

• Inversiones financieras a l/p		1.010	990	1.011	951	1.133	815
• (-) Provisiones a l/p		(3.210)	(1.064)	(1.058)	(66)	(858)	(894)
• Activos por impuesto diferido		35.733	30.046	20.456	0	0	0
• (-) Pasivos por impuestos diferidos		0	(7.710)	(4.687)	0	0	0
2.2 Capital Corriente Real		(63.960)	12.781	(25.468)	(33.270)	(42.027)	(44.977)
2.2.1 Activo Corriente		277.832	237.421	176.599	144.546	132.640	115.790
2.2.2 (-) Pasivo Corriente		(341.792)	(224.640)	(202.067)	(177.816)	(174.667)	(160.767)
3. TESORERÍA NETA		51.796	61.657	38.053	7.827	39.601	28.179
3.1 Capital Corriente de Explotación		(115.756)	(48.876)	(63.521)	(41.097)	(81.628)	(73.156)
3.1.1 Activo Corriente de Explotación		172.848	136.958	103.594	100.798	74.128	71.029
• Existencias		1.154	3.038	2.250	0	0	0
• Deudores y otras cuentas a cobrar		171.694	133.920	101.344	100.798	74.128	71.029
3.1.2 (-) Pasivo Corriente de Explotación		(288.604)	(185.834)	(167.115)	(141.895)	(155.756)	(144.185)
• (-) Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		(288.273)	(184.905)	(166.194)	(141.895)	(155.756)	(144.185)
• (-) Impuesto s/renta		(331)	(929)	(921)	0	0	0
3.2 Tesorería Neta		51.796	61.657	38.053	7.827	39.601	28.179
3.2.1 Cuentas de Tesorería (activo)		104.984	100.463	73.005	43.748	58.512	44.761
• Activos financieros corrientes		12.991	16.350	21.714	19.121	20.368	22.241
• Efectivo y equivalentes de efectivo		91.993	84.113	51.291	24.627	38.144	22.520
3.2.2 (-) Cuentas de Tesorería (pasivo)		(53.188)	(38.806)	(34.952)	(35.921)	(18.911)	(16.582)
• (-) Deuda financiera a c/p		(58.536)	(38.806)	(34.952)	(35.921)	(18.911)	(16.582)
B) CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS							
(-) Amortización contable		(103.896)	(92.852)	(82.860)	(67.291)	(63.903)	(62.724)
(-) Gastos por intereses	(4)	(18.812)	(18.077)	(19.148)	(20.761)	(33.409)	(39.146)
Importe neto de la cifra de negocios		1.006.413	906.409	752.502	612.789	451.859	345.333
Resultado antes de impuestos precedente operaciones continuadas		60.801	61.970	37.826	7.243	(24.454)	(78.598)
(-) Impuesto sobre beneficios operaciones continuadas		(6.771)	6	(12.846)	0	0	0
Resultado del ejercicio precedente op. continuadas		54.030	61.976	24.980	7.243	(24.454)	(78.598)
C) ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO							
Flujo de Efectivo Actividades de Explotación (FEAE)		125.057	154.293	156.755	75.078	39.528	9.087
(-) Dividendos		0	0	0	0	(562)	(2.922)

BIBLIOGRAFÍA

Amat Salas, O., 2008. *Análisis Económico-financiero*. 20ª Edición. Barcelona: Gestión 2000.

Archel Domench, P., Lizarraga Dallo, F. y Sánchez Alegría, S., 2008. *Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación*. 2ª Edición. Madrid: Pirámide.

Cuervo Huergo, J.C., 2010. Análisis financiero (I), en: Cabal García, E., Cuervo Huergo, J.C., De Andrés Suárez, J. Y García Fernández, V., *Manual de Análisis Contable*. Oviedo: Universidad de Oviedo, Tema 4, pp. 71-87.

Cuervo Huergo, J.C., 2010. Análisis financiero (II), en: Cabal García, E., Cuervo Huergo, J.C., De Andrés Suárez, J. Y García Fernández, V., *Manual de Análisis Contable*. Oviedo: Universidad de Oviedo, Tema 5, pp. 89-106.

De Jaime Y Eslava, J., 2008. *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*. Madrid: ESIC.

Gómez Calvet, A.R., Piñol Espasa, J.A., Reig Pérez, A. y Rodrigo González, A.: *Teoría de la financiación II. OPT, estructura de capital y dividendos*. Madrid: Pirámide.

González Pascual, J., 2010. *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. 3ª Edición. Madrid: Pirámide.

Goxens, M.A. y Gay, J.M., 2002. *Análisis de Estados Contables. Diagnóstico económico-financiero*. Madrid: Prentice Hall.

Jiménez Cardoso, S.M., García-Ayuso Covarsí, M. y Sierra Molina, G.J., 2002. *Análisis financiero*. 2ª Edición. Madrid: Pirámide.

Marco, A., 2009. *La banca prohíbe a Jazztel pagar dividendos incluso cuando obtenga beneficios*. Inversión & Finanzas, 24 de junio de 2009. Disponible en http://www.finanzas.com/noticias/empresas/2009-06-24/178310_banca-prohibe-jazztel-pagar-dividendos.html [Consultado a 15 de mayo de 2014].

Martínez García, F.J. y Somohano Rodríguez, F.M., 2002. *Análisis de Estados Contables. Comentarios y ejercicios*. Madrid: Pirámide.

Muñiz, R., 2013. *Jazztel prevé no pagar dividendos en los próximos cinco años*. El País, 14 de mayo de 2013. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2013/03/14/actualidad/1363251266_783407.html [Consultado a 15 de mayo de 2014].

Muñoz Merchante, A., 2009. *Análisis de Estados Financieros. Teoría y práctica*. 2ª Edición. Madrid: Ediciones Académicas.

Pisón Fernández, I., 2001. *Dirección y gestión financiera de la empresa*. Madrid: Pirámide.

Rivero Torre, P., 2009. *Análisis de Balances y Estados Complementarios*. 2ª Edición. Madrid: Pirámide.

Royo Ramírez, A.A., 2011. *Análisis Económico-financiero de la empresa. Un análisis desde los datos contables*. Madrid: Garceta.

Sánchez-Galán, J.R. *Payout*. Expansión, Diccionario económico. Disponible en <http://www.expansion.com/diccionario-economico/pay-out.html> [Consultado 1 de mayo de 2014].

Telefónica, 2014. *Dividendos y otras remuneraciones. Política de retribución al accionista*. Disponible en http://www.telefonica.com/es/shareholders_investors/html/dividendos/politica.shtml [Consultado a 15 de mayo de 2014].

Urías Valiente, J., 1991. *Análisis de Estados Financieros*. Madrid: McGraw-Hill.