

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

CURSO ACADÉMICO 2013-2014

Trabajo Fin de Máster

**ANALISIS POR RATIOS DE LA SOLVENCIA Y
RENTABILIDAD EMPRESARIAL**

Covadonga Pérez Pérez

Oviedo, a Julio de 2014

INDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. OBJETIVOS DE LA GESTIÓN EMPRESARIAL: SOLVENCIA Y RENTABILIDAD	4
3. MÉTODOS DEL ANÁLISIS CONTABLE	5
3.1 PRINCIPALES TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE ANÁLISIS	5
3.2 CONCEPTO Y USO DE LOS RATIOS	7
3.3. RATIOS DE SOLVENCIA	8
3.3.1 Ratios de Liquidez	9
3.3.2 Ratios de Endeudamiento	9
3.3.3 Ratios de Estructura	10
3.3.4 Ratios de Cobertura del Servicio de la Deuda	11
3.4 RATIOS DE RENTABILIDAD	12
3.4.1 Rentabilidad Económica	12
3.4.2 Rentabilidad Financiera.....	13
4. ANÁLISIS PRÁCTICO DE LA SOLVENCIA Y RENTABILIDAD EMPRESARIAL	15
4.1. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	15
4.1.1 Selección de las Empresas Objeto del Análisis	15
4.1.2. Información Utilizada en el Análisis	15
4.2. ANÁLISIS INTRAEMPRESA.	16
4.2.1. Análisis de Telefónica.	16
4.2.1.1 Ratios de Solvencia	16
4.2.1.2 Ratios de Rentabilidad.....	21
4.2.1.3 Diagnóstico económico-financiero de Telefónica	24
4.2.2 Análisis de Jazztel	24
4.2.2.1 Ratios de Solvencia	25
4.2.2.2 Ratios de Rentabilidad.....	30
4.2.2.3 Diagnóstico económico-financiero de Jazztel.....	33
4.3 ANÁLISIS INTEREMPRESAS.....	33
4.3.1 Ratios de Solvencia	33
4.3.2 Ratios de Rentabilidad	36
4.3.3 Diagnostico Económico-Financiero	38
5. CONCLUSIONES	39
6. BIBLIOGRAFÍA	41

ÍNDICE GRÁFICOS

Gráfico 4.1 Ratio de Endeudamiento Remunerado	34
Gráfico 4.2 Ratio de Garantía de la Deuda	34
Gráfico 4.3 Ratio de Capacidad Devolución Deuda (vía FEAE)	35
Gráfico 4.4 Ratio de Capacidad Devolución Deuda (vía Autofinanciación).....	35
Gráfico 4.5 Ratio de Rentabilidad Económica	36
Gráfico 4.6 Ratio de Margen.....	36
Gráfico 4.7 Ratio de Rotación	37
Gráfico 4.8 Ratio de Rentabilidad Financiera	37
Gráfico 4.9 Ratio de Apalancamiento Financiero	38
Gráfico 4.10 Ratio de Efecto Fiscal	38

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo presentar un análisis económico-financiero por ratios de las compañías Telefónica y Jazztel. El análisis por ratios reduce el gran número de conceptos que hay que analizar en el diagnóstico y pronóstico de la solvencia y rentabilidad empresarial a un conjunto relativamente pequeño de indicadores con significado económico-financiero que facilitan el análisis y permiten la comparación entre empresas.

Hemos incluido aquellos ratios más populares en la literatura financiera. Para un correcto análisis económico-financiero nos hemos centrado en los objetivos empresariales de solvencia y rentabilidad. Dentro de los ratios de solvencia, seleccionamos ratios que nos expliquen la liquidez, el endeudamiento, la estructura fundamental y el grado de cobertura del servicio de la deuda. Y para conocer la rentabilidad hemos desglosado tanto la rentabilidad económica como la rentabilidad financiera en sus componentes principales.

El trabajo se estructura en dos partes básicas incluidas en los capítulos 3 y 4. La primera parte es una introducción teórica al análisis de ratios. Donde tras evaluar las distintas alternativas de tipos de análisis económico-financiero, estudiamos las ventajas y problemas que presenta el análisis por ratios. Para todos los ratios seleccionados, explicaremos su cálculo y cuando sea posible, su valor de referencia.

La segunda parte la compone el análisis intraempresa e interempresa de dos compañías del Ibex 35: Telefónica y Jazztel. Estudiaremos en primer lugar la evolución de los ratios seleccionados en la parte teórica para el periodo comprendido entre 2009 y 2013 en dichas compañías, comparando siempre que sea posible el ratio empírico con su valor teórico. De esta manera, llegamos a un diagnóstico de solvencia y rentabilidad para cada empresa por separado. El análisis práctico se completa con un análisis comparativo de ratios entre las dos empresas, apoyándonos en gráficos de barras sobre la evolución de los ratios más significativos. Concluimos este apartado con un diagnóstico de la solvencia y la rentabilidad comparada.

El análisis práctico se ha realizado a partir de las cuentas anuales consolidadas y auditadas correspondientes a los ejercicios 2008 a 2013. Los resultados de ambas empresas son comparables porque ambas has aplicado las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea, para la elaboración de sus cuentas anuales consolidadas.

El interés de esta investigación es un interés académico, basado en avanzar en los conocimientos contables y conseguir una solidez en el análisis económico-financiero que faciliten la adopción de decisiones racionales por parte de los diversos usuarios de la información financiera.

2. OBJETIVOS DE LA GESTIÓN EMPRESARIAL: SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Rentabilidad y solvencia son dos conceptos que suelen identificarse en el lenguaje coloquial. Pero la solvencia está identificada con la capacidad de una empresa para generar fondos que permitan atender los compromisos adquiridos con terceros en las condiciones pactadas. Mientras que la rentabilidad no sólo hace referencia a la generación de recursos, sino que además éstos tienen el objetivo de remunerar a los socios y permitir la autofinanciación de las necesidades financieras de la empresa (Bohel, 2014, p. 1).

Toda empresa persigue como objetivo la consecución del beneficio (rentabilidad) y su mantenimiento en el tiempo a través de la solvencia financiera. De esta forma, los intereses que toda empresa aglutina se ven recompensados. Así, tanto accionistas, trabajadores, acreedores y clientes entre otros, verán satisfechas sus expectativas y necesidades.

Por eso, la maximización de beneficios para el accionista no es la única meta de la gestión empresarial. La empresa debe además cumplir ciertos objetivos económicos, sociales y éticos con los agentes que interrelaciona. Pero aunque no sea el único objetivo de la empresa, sí es el objetivo más importante en cuanto que permite la supervivencia y expansión de la empresa.

Para la toma de decisiones, los gestores han de formular permanentemente planes de actuación. Y esas decisiones no pueden realizarlas con fundamento si carecen de la información necesaria y de los medios adecuados para interpretar esa información. La información necesaria para el análisis de la solvencia y la rentabilidad está recogida de forma general en los estados financieros que conforman las Cuentas Anuales.

La solvencia y la rentabilidad están íntimamente unidas y muchas veces se confunden en el trato informal. La solvencia es la contrapartida equilibradora de la rentabilidad. Es lo que permite mantener la rentabilidad en el tiempo.

El objetivo es mantener ambas variables en tasas positivas. De lo contrario se produciría una quiebra que necesite de una reestructuración económica total y de una financiación excepcional sino se quiere terminar con la empresa. Si la rentabilidad fuera positiva pero la solvencia fuese negativa llegaríamos a la suspensión de pagos. Por otro lado, si la empresa tiene una buena situación de solvencia pero no genera beneficios, la solvencia irá degenerando hasta llevar a la quiebra de la empresa.

Por tanto, es necesaria la aplicación de políticas empresariales en ambas direcciones (rentabilidad y solvencia) para el funcionamiento correcto de la empresa. A través del estudio de ratios intentaremos descubrir las claves para esta correcta armonía.

3. MÉTODOS DEL ANÁLISIS CONTABLE

Mediante el análisis contable estudiamos la información de la empresa, recogida principalmente en las cuentas anuales. El objetivo es obtener un diagnóstico sobre la situación y evolución de la empresa, permitiendo extraer conclusiones válidas y fiables que sirvan de base para la adopción de decisiones económico-financieras.

3.1 PRINCIPALES TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE ANÁLISIS

El análisis contable o análisis de estados financieros pretende conocer las causas y efectos de la gestión que explican la situación actual de la empresa y así tratar de predecir su futuro, reduciendo la incertidumbre intrínseca a las decisiones económico-financieras que los usuarios de la información contable deben tomar.

El análisis contable se basa principalmente en las cuentas anuales y sus objetivos serían los siguientes (Sosa, 2011, pp. 5-6):

- Determinar la situación financiera de la empresa a una fecha específica.
- Evaluar los resultados de la compañía en un periodo específico
- Facilitar la planificación financiera de la compañía de acuerdo con el direccionamiento estratégico.

- Comparar los resultados esperados por la dirección de la compañía con los resultados reflejados en los estados financieros, a fin de hallar las desviaciones y sus causas para implementar acciones correctivas.
- Determinar la rentabilidad de la inversión total efectuada en la empresa.
- Evaluar la capacidad de endeudamiento de la empresa.
- Medir el crecimiento de la compañía y el logro del objetivo básico financiero para sus propietarios y/o dueños.

Para llevar a cabo esta tarea, las técnicas e instrumentos de análisis más usados son:

- Diferencias absolutas: permiten conocer la variación temporal de ciertas masas patrimoniales y epígrafes de los estados financieros de una misma compañía, o bien con otras de referencia. Es un método sencillo y fácilmente accesible desde los estados financieros.
- Porcentajes verticales: indican la proporción que una masa patrimonial absoluta o epígrafe representa sobre el total. Nos indican la importancia de esa masa o epígrafe en el total y su comparación con otras.
- Porcentajes horizontales o números índices: comparan el último ejercicio y el inmediatamente anterior a través de porcentajes de lo que suponen las masas patrimoniales o epígrafes de los estados financieros sobre las anteriores. Estas comparaciones se pueden extender dando lugar a series temporales que son susceptibles de análisis pormenorizados cuando alcanzan cierto tamaño.
- Ratios: un ratio es un cociente entre dos magnitudes procedentes de los estados financieros. No resulta nada adecuado utilizar ratios de forma aislada, deben conjugarse unos con otros, a fin de no caer en contradicciones y errores importantes. Su ventaja radica en que resumen mucha información y son relativamente fáciles de calcular.
- Rotaciones: la rotación es el número de veces que se renueva el saldo. Podremos saber si una variación del nivel de actividad provocaría una variación del saldo de la partida en la misma proporción (Jiménez et al., 2000, p. 147).
- Plazos o períodos medios de maduración: es el término medio que tardan los saldos de una partida en transformarse en otra. El periodo de maduración de una partida es el cociente entre la duración del periodo considerado (normalmente un año) y la rotación (Jiménez et al., 2000, p. 147).
- Gráficos: permiten de una manera visual y rápida entender gran cantidad de información contable y trabajar con ella mediante esquemas conceptuales sencillos y fáciles de comprender (Martínez, 1996, p. 315).
- Otros instrumentos especiales: existen análisis detallados para múltiples facetas de la empresa como pueden ser las previsiones de tesorería y el modelo del punto muerto o del punto de equilibrio (Martínez, 1996, p. 315).
- Simulación: es una técnica cuantitativa para evaluar las alternativas más factibles basadas en modelos matemáticos computerizados y así, reducir la incertidumbre, por ejemplo: el modelo Montecarlo.
- Programación matemática: es un conjunto de técnicas y algoritmos usados para maximizar beneficios o reducir costos, a través la modelización de las variables a mediante funciones y técnicas matemáticas para obtener los óptimos.

De todas las técnicas, el análisis por ratios es una de las más importantes y útiles a la hora de evaluar la situación económica-financiera de una empresa, puesto que a través de los ratios de solvencia y rentabilidad podemos interpretar y formular un completo diagnóstico de la misma, aspecto decisivo para la toma de decisiones por los diversos agentes económicos y sociales interesados en la buena marcha de la empresa. Por esta razón, ésta va a ser la técnica de análisis empleada para la realización del estudio práctico recogido en este trabajo.

3.2 CONCEPTO Y USO DE LOS RATIOS

La información que la empresa tiene recogida en sus estados contables puede ser resumida mediante asociaciones de distintas magnitudes a través de los ratios. Es un método ampliamente utilizado por la facilidad de su construcción y la funcionalidad de su análisis.

Según González (2010, p. 469), los ratios son usados con frecuencia como medida de control ante inminentes peligros, siendo básico homogeneizar la información para que puedan realizarse.

Los ratios han de hacer referencia a magnitudes relacionadas. No cualquier magnitud puede ser relacionada con cualquier otra, tiene que tener un sentido de relación. También puede ser un problema perdernos en la inmensidad de demasiados ratios. Se deben descartar aquellos ratios que aunque aporten una información marginal, no sean lo suficientemente relevantes para la toma de decisiones correcta. Tampoco se deben mirar los ratios sin una perspectiva global de las magnitudes a las que hace referencia, pues el ratio viene a complementar las medidas absolutas.

Según Amat (2008, pp. 47-48), los ratios no se acostumbra a estudiar solos sino que se comparan con:

- Ratios de la misma empresa para estudiar su evolución.
- Ratios ideales de tipo general para comprobar en qué situación se encuentra la empresa en relación a lo que se considera ideal.
- Ratios ideales de tipo sectorial para comprobar si la empresa obtiene la rentabilidad que tendría que tener en función del sector económico en que opera.

Ahora bien, si comparamos los ratios con un nivel de referencia como la media del sector y no conocemos la desviación de los ratios que dan esa media, no podemos saber si estamos en una posición normal o extraordinaria. Por eso resulta interesante saber cuántas empresas están por debajo y cuántas por encima a la hora de hacer esta comparación. Otro problema en nuestra búsqueda de información a través de los ratios es usar ratios para relacionar magnitudes absolutas con altas correlaciones lineales pues la información contenida en una sola y el ratio son prácticamente la misma.

Según González (2010, p. 469), no debemos establecer una franja de valoraciones con unos valores máximo y mínimo, pudiendo dar como razonable un valor intermedio. Si lo hacemos correremos el riesgo de malinterpretar una situación y su evolución, y por consiguiente, establecer erróneamente una política de actuación. La idea es utilizar los ratios desde una perspectiva amplia de la empresa y su sector, como un resumen que nos aporte la información necesaria para tomar decisiones correctas.

El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) propone en el 2002 la creación de unos ratios estándar para la normalización de denominaciones y entre los motivos de la selección de los ratios citan los siguientes (ICAC, 2002, pp. 165-166):

- Expresan relaciones funcionales entre determinadas variables financieras, que están unidas o enfrentadas entre sí por algún tipo de vinculación económica, de manera que la variación de una pueda explicar total o parcialmente, la variación de la otra.
- Constituyen una forma de agregación y resumen de información relevante para los usuarios de la información empresarial, permitiendo realizar fácilmente un seguimiento sobre la evolución de la entidad analizada.
- Cumplen una función de tipo comparativo, porque al tener la forma de proporciones o porcentajes las diferentes cifras puedan ser equiparables entre una entidad y otra de diferente dimensión, o entre empresa y la media del sector al que pertenece. Asimismo, los ratios facilitan extraordinariamente el análisis de la evolución de la empresa en el tiempo.

Según Van Horne (1997, pp. 758-759), la confianza depositada en determinados ratios depende de la percepción que tenga el analista de su poder de predicción en relación con el problema tratado (una percepción que se basa en ideas subjetivas o en un análisis empírico). La mayoría de las estimaciones del poder de predicción de los ratios financieros se basa en la experiencia que el analista haya tenido con ellos, de manera que, por su misma naturaleza, estos cálculos tienden a ser subjetivos y resultar diferentes de un analista a otro.

3.3. RATIOS DE SOLVENCIA

Los ratios financieros o ratios de solvencia tienen por objetivo dar la información necesaria para evaluar la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos a su vencimiento y garantizar el desarrollo estable de la actividad empresarial.

El tiempo es una variable muy importante en el trasfondo de estos ratios, pues la clasificación básica del balance se ordena fundamentalmente en relación al tiempo. En el Activo en cuanto a liquidez y en el Pasivo en cuanto a exigibilidad. De ahí que los distintos ratios se ordenen en cuanto al tiempo de devolución de la deuda y la capacidad para generar los recursos necesarios para hacerlo.

Así tendremos ratios de corto plazo, como el de liquidez, ratios de largo plazo, como el de endeudamiento, y ratios de aún más largo plazo o fundamentales, como los de estructura. Y finalmente estudiaremos mediante los ratios de cobertura del servicio de la deuda la interrelación que existe entre rentabilidad y solvencia como objetivos básicos de la empresa.

Los ratios financieros nos permiten conocer cuál el grado de equilibrio financiero de la empresa, que dependerá de la correcta proporción entre capitales propios y ajenos, así como de que se hayan empleado las fuentes de financiación adecuadas en función de las características y plazos de recuperación de las inversiones que conforman el activo. No se busca un valor único inalterable, sino ciertas proporciones que garanticen armonía y equilibrio empresarial. La solvencia depende de una estructura financiera equilibrada y estable, y de que la empresa sea capaz de generar recursos financieros por sí misma y de forma regular (Mallo, 1988, p. 651).

El análisis financiero de la solvencia debe considerar tanto la perspectiva estática como la dinámica. La perspectiva estática mediante ratios basados en magnitudes del Balance. Y la perspectiva dinámica mediante ratios basados en magnitudes de flujos económicos y financieros que recojan la capacidad de la empresa de generar beneficios y recursos de forma sostenible con su actividad ordinaria (Cuervo, 2010, p. 89).

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, se van a relacionar en el siguiente apartado los principales ratios para estudiar la liquidez, el endeudamiento, la estructura financiera y la capacidad de la empresa para hacer frente a su endeudamiento.

3.3.1 Ratios de Liquidez

Los diferentes ratios de liquidez miden, con las limitaciones y consideraciones que se expondrán, la liquidez o solvencia de la empresa a corto plazo.

Ratio de liquidez

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Este ratio expresa en forma de cociente el Capital Corriente de la empresa, donde el Activo Corriente representa aquellos bienes y derechos que se convertirán en liquidez a corto plazo y el Pasivo Corriente las deudas con vencimiento asimismo a corto, de modo que cuanto mayor sea el valor del ratio, mayor será la capacidad de la empresa para afrontar el pago de deudas a corto plazo (Cuervo, 2010, p. 79).

Según Amat (2008, p. 50) el valor de referencia de este ratio se sitúa entre 1,5 y 2. Pensar en la bondad de la cercanía a 1 significa asumir que no hay morosidad por parte de la clientela y que no hay dificultades en vender todas las existencias en el corto plazo. Por otro lado, si el ratio es muy superior a 2, podría indicar una pérdida de rentabilidad por mantener la empresa activos corrientes ociosos.

Test del Ácido

$$\text{Test del Ácido} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Alternativamente, se podría formular como disponible más realizable, dividido por el pasivo corriente. A diferencia del ratio de liquidez, este ratio excluye las existencias, por ser a priori, la partida más problemática en cuanto a su conversión en liquidez se refiere. De esta forma, en el numerador sólo se consideran las partidas del activo corriente que requieren únicamente de la última fase del proceso productivo y comercial para convertirse en disponibilidades o que ya lo son, es decir, solo las cuentas financieras (tesorería, inversiones financieras temporales, etc.) y de deudores (Rivero, 1998, p. 190).

Según Amat (2008, p. 51), el valor de este ratio ha de ser 1 aproximadamente. Cuanto más bajo sea el valor del ratio por debajo de 1, mayor riesgo de insolvencia a corto plazo. Incluso se podría dar el caso de un ratio de liquidez adecuado con un test ácido bajo, por tener un exceso de existencias y no tener realizable ni disponible con que hacer frente a los pagos a corto plazo. Por último, si está muy por encima de 1, podría indicar un exceso de liquidez con su consiguiente coste de oportunidad.

3.3.2 Ratios de Endeudamiento

Los ratios de endeudamiento se elaboran para emitir señales, información sobre situaciones estructurales del pasivo que faciliten, en base a ellos, un diagnóstico respecto a la cuantía y calidad de los compromisos de pago (a corto y largo plazo) adquiridos por la empresa (Rivero, 1998, p. 210).

Ratio de Endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Este ratio mide el grado de dependencia financiera a través de la composición estructural de las fuentes de financiación, es decir, en relación al origen de las fuentes de financiación utilizadas. Indica la intensidad de los fondos ajenos en relación con los fondos propios y, por tanto, el grado de dependencia de los acreedores en el desarrollo normal de la actividad, o sea, en el funcionamiento y equilibrio financiero permanente de la empresa, ya que, cuanto mayor sea la cuantía de la financiación ajena, más elevada será la volatilidad de los resultados. Por ello, este ratio se utiliza, con frecuencia como una medida del riesgo financiero asociado con los fondos aportados o retenidos por los accionistas, siendo reflejo del riesgo que corren, tanto éstos como los acreedores (Rivero, 1998, p. 207).

Para medir el riesgo financiero, suele utilizarse una versión del ratio de endeudamiento que sólo considera la deuda financiera o fondos ajenos remunerables, cuya formulación sería la siguiente:

$$\text{Endeudamiento Remunerado} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Respecto a la relación deudas totales-recursos propios, según Jaime (2008, p. 104), una opinión muy extendida entre los directivos empresariales y analistas financieros es la conocida popularmente como la referencia "fifty-fifty", es decir, que parece ser un objetivo ideal que la empresa se financie a partes iguales o al cincuenta por ciento (ratio de uno), tanto con recursos propios como con recursos ajenos.

Ratio de Calidad de la Deuda

$$\text{Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

El ratio se define como cociente entre fondos ajenos a corto plazo (Pasivo Corriente) y los fondos ajenos totales (Pasivo no corriente y Pasivo Corriente), informando del nivel relativo de endeudamiento a corto plazo. Mide, por tanto, el grado de inestabilidad financiera en función del vencimiento del exigible, interpretándose que la deuda es de mayor calidad cuanto más a largo plazo sea, ya que ello permitiría a la empresa disponer de un mayor margen de tiempo para adoptar las medidas correctoras que fuesen oportunas de cara a superar posibles situaciones de dificultad empresarial (Cuervo, 2010, pp. 94-95).

Como combinación de estos dos últimos ratios tenemos:

$$\text{Calidad Deuda Remunerada} = \frac{\text{Fondos Ajenos rem a c/p}}{\text{Fondos Ajenos rem a c/p} + \text{Fondos Ajenos rem a l/p}}$$

3.3.3 Ratios de Estructura

Mediante los ratios de estructura estudiamos las relaciones entre masas patrimoniales.

Ratio de Estabilidad

$$\text{Estabilidad} = \frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$$

Este ratio indica la proporción del Activo No Corriente financiado con recursos financieros a largo plazo (Patrimonio Neto y Pasivo No Corriente), por lo que su valor de referencia debe ser superior a la unidad (Cuervo, 2010, p. 94).

Un valor del ratio inferior a la unidad mostraría un déficit de recursos propios y ajenos a largo plazo, al estar financiado el Activo No Corriente, en parte, por recursos ajenos

a corto plazo, lo que se traduce normalmente en un desequilibrio en el tiempo entre disponibilidades y exigibilidades (Rivero, 1998, pp. 206-207).

Ratio de Garantía o Distancia a la Quiebra

$$\text{Garantía} = \frac{\text{Total Activo}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

Este ratio compara el activo total con el exigible total y nos indica la cercanía o lejanía que tiene la empresa respecto de la quiebra. Según Goxens y Gay (2005, pp. 278-279), se trata de un ratio relevante para los acreedores de la empresa, ya que informa de la seguridad que el activo empresarial ofrece los mismos de cara a poder cobrar sus créditos.

Interesan niveles superiores a la unidad, y conforme se incrementa, implica un alejamiento de la distancia a la quiebra y por tanto mayor será dicha garantía. Si el ratio, estando por encima de uno, está demasiado próximo a uno, cualquier pequeña complicación en el activo que lo disminuya o en el pasivo aumentándolo abocaría a la empresa a la quiebra. Evidentemente, un valor inferior a la unidad denota una situación de quiebra, ya que el activo, a través de su conversión en liquidez, será insuficiente para atender el pago de todas las deudas contraídas.

3.3.4 Ratios de Cobertura del Servicio de la Deuda

El análisis estático realizado en los apartados anteriores debe complementarse con el estudio de la capacidad de la empresa para generar beneficios y recursos con los que atender el servicio de la deuda. En efecto, el riesgo que asumen los acreedores puede evaluarse determinando el grado de cobertura de sus derechos (cobro de intereses y recuperación de los capitales prestados) con distintas magnitudes indicativas de la capacidad de la empresa para generar beneficios y efectivo (Muñoz, 2005, p. 389), que evaluaremos mediante los dos ratios siguientes.

Ratio de Cobertura de Gastos Financieros

$$\text{Cobertura de Gtos. Financieros} = \frac{\text{Resultado Antes de Imptos.} + \text{Gtos. Financieros}}{\text{Gastos Financieros}}$$

Este ratio mide si la empresa es capaz de generar beneficios suficientes para atender los costes de la deuda (Cuervo, 2010, p. 98). Lo ideal es que el valor de este ratio sea lo más alto posible, y por supuesto mayor que 1, pues lo contrario implicaría que la empresa incurre en pérdidas.

Ratio de Capacidad de Devolución de la Deuda

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía FEAE)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{FEAE}}$$

Este ratio informa del número de años que tardaría la empresa en amortizar o reembolsar su deuda financiera o fondos ajenos remunerados, de mantener en el futuro el mismo nivel de Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE) (Cuervo, 2010, p. 98).

Si del importe de FEAE deducimos los dividendos satisfechos por la empresa en el ejercicio, obtendríamos la Autofinanciación efectiva del periodo. De esta forma, podríamos calcular una nueva versión del ratio anterior que analiza la capacidad de reembolso de los fondos ajenos remunerados con la Autofinanciación efectiva procedente de la actividad de explotación:

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía Autofinanciación)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Rem.}}{\text{Autofinanciación}}$$

Donde:

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

3.4 RATIOS DE RENTABILIDAD

En puridad de criterios económicos, el objetivo fundamental de la empresa consiste en maximizar la rentabilidad de los recursos invertidos sin poner en peligro la continuidad de la actividad en el tiempo. Por tanto, el concepto de rentabilidad está destinado a medir el rendimiento obtenido por la empresa, en términos relativos y no en valores absolutos, con los capitales invertidos y utilizados durante un periodo determinado (Rivero, 1998, pp. 314-315). De forma genérica, su determinación viene dada por el cociente siguiente:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Renta o Beneficio}}{\text{Capitales o Fondos Invertidos}}$$

Uno de los objetivos de todo análisis económico-financiero es saber si la rentabilidad es la adecuada según la estructura de la empresa, así como conocer los mecanismos para mejorar esa rentabilidad. Para ello, es habitual descomponer la rentabilidad en sus factores explicativos, ya que el desglose de la rentabilidad en distintos ratios nos permitirá entender el complejo sistema que conlleva a la empresa a generar beneficios, estableciendo magnitudes relativas de medida de la gestión de la actividad, eficacia de la utilización de medios, así como retribución a los capitales empleados.

Debemos tener en cuenta que si una empresa conoce sus ratios, los ratios medios del sector y los ratios de la empresa considerada mejor, podría extraer unas conclusiones válidas para la toma de sus decisiones. Pero no ha de olvidarse que el mundo de la competencia consiste en la instauración aceptada de la dialéctica de contrarios, por lo que las informaciones verdaderamente estratégicas suelen ser celosamente ocultadas por las empresas que tienen éxito (Mallo, 1988, p. 654).

3.4.1 Rentabilidad Económica

Este ratio mide el rendimiento de las inversiones, o sea, el grado de aprovechamiento de los activos y el nivel de eficiencia en el desarrollo de las funciones operativas: aprovechamiento, fabricación y distribución.

La Rentabilidad Económica (RE), también denominada rentabilidad de los fondos totales o de las inversiones totales, o en sus expresiones anglosajonas ROI "return on investment", o ROA "return on assets", es la relación entre el Resultado Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas (RAIIOC) y el total de los capitales invertidos en su realización, o sea, el total del activo.

$$\text{RE} = \frac{\text{Resultado Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas (RAIIOC)}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

Según Urías (2004, pp. 325-327), el ratio de RE aporta una gran utilidad para decidir acometer o no una específica inversión y la forma de financiarla en virtud del coste financiero, ya que informa sobre la capacidad de la estructura económica para generar beneficios, independientemente de cómo se encuentre financiada la empresa. Supone, por tanto, comparar la renta o resultado obtenido en la actividad realizada en un periodo, antes de considerar y deducir la retribución de los recursos utilizados (ajenos

y propios) y los impuestos sobre dicho resultado, con las inversiones reales utilizadas en su obtención (que deberían ser consideradas en su valor medio para el citado periodo, lo que no siempre resulta fácil de conocer). Por tanto, es una rentabilidad de las inversiones totales al margen de cuál sea su financiación, o lo que es lo mismo, de la procedencia y los costes de los recursos financieros implicados.

La RE puede descomponerse en el producto de un margen por una rotación, y así poder actuar de forma más concreta sobre cada una de ellas. El Margen es el porcentaje de beneficios que hay en las ventas y la Rotación es el número de veces que está representado el activo en las ventas:

$$RE = \frac{\text{RAIIOC}}{\text{Ventas netas}} \times \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

RE = Margen x Rotación

Así pues, se puede alcanzar un incremento de la RE actuando de tres formas diferentes (González, 2010, p. 608):

- Aumentando el margen, siempre que la rotación permanezca invariable.
- Aumentando la rotación, siempre que el margen permanezca invariable.
- Disminuyendo cualquiera de las dos magnitudes, siempre que alternativamente, se produzca un incremento tal de la otra magnitud, de cuyo producto se deduzca una tasa de rentabilidad mayor.

Con respecto al primer componente, las vías de incremento del margen provienen bien de la elevación de los precios de venta o bien de la reducción de los precios de coste, presentando los primeros una problemática superior, al depender de comportamientos externos, a los segundos, que dependen de comportamientos internos (Rivero, 1998, p. 319).

Al descomponer el ratio de RE, podemos conocer mejor las causas del rendimiento obtenido. Para ello, deberíamos comparar los factores con datos históricos, ideales o previsionales de la propia empresa, así como con datos de otras empresas del mismo sector, preferiblemente las compañías líderes y más eficientes. Tendríamos así una perspectiva de gran utilidad para definir la actuación a seguir según los objetivos estratégicos de la empresa

Según González (2002, p. 344), si el Margen es menor que el del sector, podría ser indicativo de excesivos costes de actividad y consumo de existencias, que no se corresponderían con un incremento de beneficio. Esto puede deberse a la existencia de capacidad ociosa, exceso de personal, personal poco cualificado o productivo, inversiones obsoletas o sin rentabilidad acorde a su coste, etc. Si la rotación del activo es menor que la del sector, la empresa podría tener activos extrafuncionales y/o antifuncionales en exceso. Para cerciorarse de ello, se comprobaría la antigüedad de los equipos, ya que esto repercutiría negativamente en la productividad de los mismos, bien a través de una menor producción, o bien de mayores costes (de consumo, de mantenimiento, etc.).

3.4.2 Rentabilidad Financiera

La Rentabilidad Financiera (RF), también denominada rentabilidad de los fondos o capitales propios o en su expresión anglosajona ROE “return on equity”, hace referencia al rendimiento del capital de los accionistas, y su formulación viene dada por el cociente entre el Resultado del ejercicio procedente de Operaciones Continuas (ROC) y los capitales o recursos propios:

$$RF = \frac{\text{Resultado del Ejercicio precedente de Operaciones Continuas (ROC)}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}$$

La rentabilidad financiera supone comparar la renta o resultado repartible, el que es atribuible a la propiedad, con los recursos aportados a la actividad por dicha propiedad, bien desde el exterior (capital o prima de emisión) o por renuncia a los propios resultados de periodos anteriores con los que se ha ido constituyendo la autofinanciación. Para su correcta determinación y análisis se deben utilizar los fondos propios implicados realmente en la actividad durante el periodo, que son a los que les corresponde el resultado, o sea se considerarán en su estado medio (teniendo en cuenta ampliaciones y reducciones de capital, los desembolsos pendientes, etc.) (Martínez, 1996, p. 344).

Al igual que la rentabilidad económica, la RF también puede desgranar en varios componentes que afectan a distintas áreas de la empresa, lo que permite una actuación más detallada y eficiente para mejorarla. Concretamente, se puede descomponer la RF en tres ratios si la multiplicamos y dividimos por Ventas netas y Total Activo (Amat, 2008, pp. 72-73):

$$RF = \frac{ROC}{\text{Ventas netas}} \times \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}} \times \frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}$$

RF = Margen x Rotación x Apalancamiento

A partir de esta descomposición, si se quiere aumentar la RF se ha de:

- Aumentar el margen: elevando precios, reduciendo los gastos o llevando a cabo una mejor combinación de productos fabricados, dando un mayor impulso a aquellos que proporcionan un margen superior.
- Aumentar la rotación: vendiendo más, reduciendo el nivel de existencia o ambos.
- Aumentar el apalancamiento: esto significa, aunque parezca un contrasentido, que se ha de aumentar la deuda para que la división entre el activo y los capitales propios sea mayor.

Pueden hacerse descomposiciones mayores de la RF. En la descomposición siguiente se divide la RF en cinco ratios al multiplicarla y dividirla por Ventas netas, Total Activo, Resultado Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas (RAIIOC) y Resultado Antes Impuestos por Operaciones Continuas (RAIOC) (Amat, 2008, p. 72):

$$RF = \frac{ROC}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}} \times \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Ventas netas}} \times \frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}} \times \frac{\text{RAIIOC}}{\text{RAIIOC}} \times \frac{\text{RAIOC}}{\text{RAIOC}}$$

$$RF = \underbrace{\frac{\text{RAIIOC}}{\text{Ventas netas}}}_{\text{Margen}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}}_{\text{Rotación}} \times \underbrace{\frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}}_{\text{Apalancamiento Financiero}} \times \underbrace{\frac{\text{RAIOC}}{\text{RAIIOC}}}_{\text{Efecto Fiscal}} \times \frac{\text{ROC}}{\text{RAIOC}}$$

RF = Margen x Rotación x Apalancamiento Financiero x Efecto Fiscal

Con esta descomposición, denominada Método Parés, se puede explicar la RF a partir de la rotación, el margen, el apalancamiento financiero y el efecto fiscal, donde para que la RF aumente, cada uno de los ratios anteriores debe crecer.

El apalancamiento financiero relaciona la deuda con los gastos financieros que ocasiona. Para que la proporción entre la deuda y los gastos financieros correspondientes sea favorable, el producto de los ratios ha de ser superior a 1. Esto es así, porque los dos ratios están multiplicando a los otros tres y si son superiores, la RF aumentará.

El efecto fiscal mide la repercusión que tiene el impuesto sobre el beneficio sobre la RF.

4. ANÁLISIS PRÁCTICO DE LA SOLVENCIA Y RENTABILIDAD EMPRESARIAL

4.1. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Como paso previo al análisis práctico, es preciso reseñar determinados aspectos relativos a las empresas objeto de estudio y a la información utilizada en el análisis.

4.1.1 Selección de las Empresas Objeto del Análisis

Para nuestro estudio hemos seleccionado dos empresas del sector de telecomunicaciones: Telefónica y Jazztel. Son empresas que pertenecen al IBEX 35, índice de referencia español donde se incluyen las 35 empresas españolas de mayor liquidez entendida en términos de contratación, tanto en euros como en órdenes.

Telefónica es una empresa multinacional española de telecomunicaciones. Es la compañía de telecomunicaciones más importante de Europa y la quinta del mundo. Las marcas para la comercialización de sus productos son “Movistar” para España e Hispanoamérica, “O₂” para el resto de Europa y “Vivo” para Brasil.

Telefónica es la segunda compañía europea de telecomunicaciones por ingresos y la 20ª en el ranking Eurostoxx 50 de grandes empresas (2013). Se sitúa como una de las empresas más grandes de España en valor bursátil y base accionarial, con una ponderación de aproximadamente el 18% del total del IBEX 35.

Jazztel es un holding de empresas de las telecomunicaciones. Se funda en el año 1998, y aunque su sede está en Londres, sus operaciones principales se desarrollan en España. Entre en el Ibex 35 el 9 de abril del 2013.

El interés de estas empresas radica en el conocimiento de dos empresas punteras en el sector de las telecomunicaciones.

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.

4.2. ANÁLISIS INTRAEMPRESA.

A continuación, realizaremos un análisis financiero de las empresas Telefónica y Jazztel a través del uso de ratios. Éstos serán los ratios enunciados en la parte teórica. Como ratios financieros tendremos ratios de liquidez, endeudamiento, estructura y cobertura del servicio de la deuda. Como ratios económicos la rentabilidad económica y financiera.

4.2.1. Análisis de Telefónica.

Partiendo de las Cuentas Anuales consolidadas de Telefónica procedemos al cálculo y análisis de las mismas, interpretando los ratios explicados en la parte teórica.

4.2.1.1 Ratios de Solvencia

Los ratios de solvencia nos permiten conocer la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones y a sus compromisos con terceros en las condiciones pactadas.

Ratio de Liquidez

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Ratio de Liquidez}_{2013} = \frac{29.265}{29.144} = 1,004$$

$$\text{Ratio de Liquidez}_{2012} = \frac{25.596}{31.511} = 0,812$$

$$\text{Ratio de Liquidez}_{2011} = \frac{20.823}{32.578} = 0,639$$

$$\text{Ratio de Liquidez}_{2010} = \frac{21.054}{33.492} = 0,628$$

$$\text{Ratio de Liquidez}_{2009} = \frac{23.830}{26.936} = 0,884$$

La evolución de este ratio presenta una tendencia positiva, aunque es inferior al valor de referencia (entre 1,5 y 2). No obstante, cabe precisar que empresas como Telefónica, que cobran pronto de sus clientes y pagan en períodos aplazados a sus proveedores, operando con un ciclo de caja negativo, pueden funcionar con índices más reducidos, sin que ello indique problemas de liquidez (Cuervo, 2010, p. 79).

$$\text{Test del Ácido} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Test del Ácido}_{2013} = \frac{29.265 - 985}{29.144} = 0,970$$

$$\text{Test del Ácido}_{2012} = \frac{25.596 - 1.188}{31511} = 0,774$$

$$\text{Test del Ácido}_{2011} = \frac{20.823 - 1.164}{32.578} = 0,603$$

$$\text{Test del Ácido}_{2010} = \frac{21.054 - 1.028}{33.492} = 0,597$$

$$\text{Test del Ácido}_{2009} = \frac{23.830 - 934}{26.936} = 0,850$$

El valor del ratio en 2013 se aproxima al valor de referencia que es uno, con una evolución favorable durante el periodo objeto de análisis.

Ratios de Endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Endeudamiento}_{2013} = \frac{62.236 + 29.144}{27482} = 3,325$$

$$\text{Endeudamiento}_{2012} = \frac{70.601 + 31.511}{27661} = 3,691$$

$$\text{Endeudamiento}_{2011} = \frac{69.662 + 32.578}{27383} = 3,733$$

$$\text{Endeudamiento}_{2010} = \frac{64.599 + 33.492}{31.684} = 3,095$$

$$\text{Endeudamiento}_{2009} = \frac{56.931 + 26.936}{24.274} = 3,455$$

Aunque disminuye el nivel de endeudamiento, sigue teniendo niveles altos, lo que se traduce en un mayor riesgo de insolvencia a largo plazo. La empresa tendría una mayor necesidad de generar tesorería con la que atender el servicio de la deuda contraída.

$$\text{Endeudamiento Remunerado} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Donde:

Fondos Ajenos Remunerados = Fondos Ajenos Rem. Corto Plazo + Fondos Ajenos Rem. Largo Plazo

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2013} = \frac{51.172 + 9.527}{27.482} = 2,208$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2012} = \frac{56.608 + 10.245}{27.661} = 2,416$$

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2011} = \frac{55.659 + 10.652}{27.383} = 2,421$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2010} = \frac{51.356 + 9.744}{31.684} = 1,928$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2009} = \frac{47.607 + 9.184}{24.274} = 2,339$$

Si sólo consideramos deudas financieras, el nivel de endeudamiento sería alto en todos los años, muy por encima encima del valor de referencia que es uno.

$$\text{Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2013} = \frac{29.144}{62.236 + 29.144} = 0,318$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2012} = \frac{31.511}{70.601 + 31.511} = 0,308$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2011} = \frac{32.578}{69.662 + 32.578} = 0,318$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2010} = \frac{33.492}{64.599 + 33.492} = 0,341$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2009} = \frac{26.936}{56.931 + 26.936} = 0,321$$

La deuda está concentrada en Pasivo No Corriente, la calidad de la deuda se mantiene en valores estables en torno a 0,30. Alta calidad de la deuda con elevada proporción de deudas a largo plazo.

$$\text{Calidad Deuda Remunerada} = \frac{\text{Fondos Ajenos Rem. a c/p}}{\text{Fondos Ajenos Rem. a c/p} + \text{Fondos Ajenos Rem. a l/p}}$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2013} = \frac{9.527}{9.527 + 51.172} = 0,157$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2012} = \frac{10.245}{10.245 + 56.608} = 0,153$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2011} = \frac{10.652}{10.652 + 55.659} = 0,161$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2010} = \frac{9.744}{9.744 + 51.356} = 0,159$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2009} = \frac{9.184}{9.184 + 47.607} = 0,162$$

Buena calidad de la deuda remunerada para todos los años, con sólo un 16% de la deuda concentrada en el corto plazo.

Ratios de Estructura

$$\text{Estabilidad} = \frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$$

$$\text{Estabilidad}_{2013} = \frac{27.482 + 62.236}{89.597} = 1,001$$

$$\text{Estabilidad}_{2012} = \frac{27.661 + 70.601}{104.177} = 0,943$$

$$\text{Estabilidad}_{2011} = \frac{27.383 + 69.662}{108.800} = 0,891$$

$$\text{Estabilidad}_{2010} = \frac{31.684 + 64.599}{108.721} = 0,885$$

$$\text{Estabilidad}_{2009} = \frac{24.274 + 56.931}{84.311} = 0,963$$

Cobertura ajustada en el 2013 con una evolución favorable en el tiempo.

$$\text{Garantía} = \frac{\text{Total Activo}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Garantía}_{2013} = \frac{118.862}{62.236 + 29.144} = 1,301$$

$$\text{Garantía}_{2012} = \frac{129.773}{70.601 + 31.511} = 1,270$$

$$\text{Garantía}_{2011} = \frac{129.623}{69.662 + 32.578} = 1,267$$

$$\text{Garantía}_{2010} = \frac{129.775}{64.599 + 33.492} = 1,323$$

$$\text{Garantía}_{2009} = \frac{108.141}{56.931 + 26.936} = 1,289$$

El ratio está por encima a la unidad en todos los años de forma holgada, lo que nos indica que la Garantía que el activo empresarial ofrece a sus acreedores en el hipotético caso de liquidación está asegurada.

Ratios de Cobertura del Servicio de la Deuda

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros} = \frac{\text{Resultados Antes de Impuestos} + \text{Gastos Financieros}}{\text{Gastos Financieros}}$$

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2013} = \frac{6.280 + 3.629}{3.629} = 2,731$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2012} = \frac{5.864 + 4.025}{4.025} = 2,457$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2011} = \frac{6.488 + 3.609}{3.609} = 2,798$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2010} = \frac{13.901 + 3.329}{3.329} = 5,176$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2009} = \frac{10.387 + 3.581}{3.581} = 3,901$$

Altos valores del ratio. Cobertura holgada en todos los años llegando en el 2013 a un valor próximo a 3. Por tanto, la empresa es capaz de generar beneficios suficientes para atender el pago de los intereses de la deuda.

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía FEAE)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{FEAE}}$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2013} = \frac{60.699}{14.344} = 4,231$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2012} = \frac{66.853}{15.213} = 4,394$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2011} = \frac{66.311}{17.483} = 3,792$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2010} = \frac{61.100}{16.672} = 3,664$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2009} = \frac{56.791}{16.148} = 3,516$$

Los valores en general de la Capacidad de la Devolución de la Deuda aumentan durante el periodo de análisis, por lo que cada vez se necesitan más años para devolver los fondos ajenos remunerados con los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE). Así pues, la Capacidad de Devolución de la Deuda va empeorando.

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía Autofinanciación)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{Autofinanciación}}$$

Donde:

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

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2013} = \frac{60.699}{14.344 - 2.182} = 4,991$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2012} = \frac{66.853}{15.213 - 3.273} = 5,591$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2011} = \frac{66.311}{17.483 - 7.567} = 6,687$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2010} = \frac{61.100}{16.672 - 6.249} = 5,862$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2009} = \frac{56.791}{16.148 - 4.838} = 5,021$$

Aunque la capacidad de devolución de la deuda vía autofinanciación evoluciona favorablemente, su situación es peor que la capacidad de evolución de la deuda vía FEAE. El reparto de dividendos merma la capacidad de amortización de la deuda financiera.

4.2.1.2 Ratios de Rentabilidad

Los ratios de rentabilidad nos indican la capacidad de la empresa para obtener beneficios y remunerar al activo total (rentabilidad económica), y al capital (rentabilidad financiera).

Rentabilidad Económica

Es la rentabilidad sobre las inversiones. La rentabilidad que se obtiene del activo.

$$\text{RE} = \frac{\text{Resultado Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas (RAIIOC)}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

$$\text{RE}_{2013} = \frac{6.280 + 3.629}{124.317,5} = 7,97\%$$

$$\text{RE}_{2012} = \frac{5.864 + 4.025}{129.698} = 7,62\%$$

$$\text{RE}_{2011} = \frac{6.488 + 3.609}{129.699} = 7,78\%$$

$$\text{RE}_{2010} = \frac{13.901 + 3.329}{118.958} = 14,48\%$$

$$\text{RE}_{2009} = \frac{10.387 + 3.581}{104.019} = 13,43\%$$

En los últimos tres años se ha reducido drásticamente la Rentabilidad Económica de los dos primeros. Se llega en estos últimos años hasta niveles del 8%.

Para conocer en más profundidad la rentabilidad económica estudiaremos la evolución de los factores explicativos de Margen y Rotación del Activo. El Margen es el porcentaje de beneficio que hay en las ventas y la Rotación es el número de veces, que está representado el activo en las ventas, es decir, el grado de eficiencia en el uso de los activos:

$$\text{RE} = \text{Margen} \times \text{Rotación}$$

Donde:

$$\text{Margen} = \frac{\text{RAIIOC}}{\text{Ventas netas}}$$

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

$$\text{RE}_{2013} = 17,37\% \times 0,458 = 7,97\%$$

$$\text{RE}_{2012} = 15,86\% \times 0,480 = 7,62\%$$

$$\text{RE}_{2011} = 16,07\% \times 0,484 = 7,78\%$$

$$\text{RE}_{2010} = 28,37\% \times 0,510 = 14,48\%$$

$$\text{RE}_{2009} = 24,62\% \times 0,545 = 13,43\%$$

El Margen se reduce fuertemente desde los dos primeros años a los tres últimos. Se reduce casi a la mitad. Mientras que la Rotación tiene una reducción ligera y paulatina hasta llegar al 0,458 en 2013.

Por tanto, la reducción de la Rentabilidad Económica es principalmente debida a la reducción paralela del Margen y en menor medida, a una reducción de la Rotación.

Rentabilidad Financiera

El ratio de Rentabilidad Financiera indica la relación del beneficio con los capitales propios. Explica la remuneración de los capitales propios.

$$\text{RF} = \frac{\text{Resultado del Ejercicio procedente de Operaciones Continuas (ROC)}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2013} = \frac{4.969}{27.571,5} = 18,02\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2012} = \frac{4.403}{27.522} = 16,00\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2011} = \frac{6.187}{29.533,5} = 20,95\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2010} = \frac{10.072}{27.979} = 36,00\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2009} = \frac{7.937}{21.918} = 36,21\%$$

Tras dos años de alta Rentabilidades Financiera en torno al 36%, Telefónica ha reducido sustancialmente en los tres últimos años. Llegando a situarse en el 2013 en el 18%.

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

Para profundizar en el conocimiento de la Rentabilidad Financiera podemos descomponerla sus factores explicativos: Margen, Rotación, Apalancamiento Financiero y Efecto Fiscal.

$$\text{RF} = \underbrace{\frac{\text{RAIOC}}{\text{Ventas netas}}}_{\text{Margen}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}}_{\text{Rotación}} \times \underbrace{\frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}}_{\text{Apalancamiento Financiero}} \times \underbrace{\frac{\text{RAIOC}}{\text{RAIOC}}}_{\text{Efecto Fiscal}} \times \underbrace{\frac{\text{ROC}}{\text{RAIOC}}}_{\text{Efecto Fiscal}}$$

Como se ha visto anteriormente en el estudio de la rentabilidad económica, tanto Margen como Rotación han ido empeorando en los últimos años de estudio. Es decir, tanto el beneficio sobre las ventas (Margen), como el porcentaje que las ventas suponen del total del activo medio se han visto reducidos.

Con el Apalancamiento Financiero conocemos la capacidad de la empresa de generar con la inversión beneficios mayores que los intereses a pagar por la financiación ajena.

$$\text{Apalancamiento Financiero} = \frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}} \times \frac{\text{RAIOC}}{\text{RAIOC}}$$

$$\text{Apalancamiento Financiero}_{2013} = \frac{124.317,5}{27.571,5} \times \frac{6.280}{6.280 + 3.629} = 4,51 \times 0,63 = 2,857$$

$$\text{Apalancamiento Financiero}_{2012} = \frac{129.698}{27.522} \times \frac{5.864}{5.864 + 4.025} = 4,71 \times 0,59 = 2,794$$

$$\text{Apalancamiento Financiero}_{2011} = \frac{129.699}{29.533,5} \times \frac{6.488}{6.488 + 3.609} = 4,39 \times 0,64 = 2,822$$

$$\text{Apalancamiento Financiero}_{2010} = \frac{118.958}{27.979} \times \frac{13.901}{13.901 + 3.329} = 4,25 \times 0,80 = 3,430$$

$$\text{Apalancamiento Financiero}_{2009} = \frac{104.018,5}{21.918} \times \frac{10.387}{10.387 + 3.581} = 4,75 \times 0,74 = 3,529$$

El Apalancamiento Financiero es muy superior a la unidad en todos los ejercicios, por lo que la utilización de deuda tiene un fuerte efecto expansivo sobre la Rentabilidad Financiera, debido a que la rentabilidad de las inversiones empresariales es superior al coste de los fondos ajenos tomados en préstamo.

El efecto fiscal mide la repercusión que tiene el impuesto sobre el beneficio en la Rentabilidad Financiera.

$$\text{Efecto Fiscal} = \frac{\text{Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas}}{\text{Resultado antes de impuestos procedente operaciones continuadas}}$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2013} = \frac{4.969}{6.280} = 0,791$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2012} = \frac{4.403}{5.864} = 0,751$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2011} = \frac{6.187}{6.488} = 0,954$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2010} = \frac{10.072}{13.901} = 0,724$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2009} = \frac{7.937}{10.387} = 0,764$$

Salvo en 2011 con un valor cercano a 1, en el resto de años el ratio fluctúa entre 0,724 y 0,791, lo que significa que el tipo efectivo del Impuesto sobre Sociedades soportado por Telefónica en dichos ejercicios osciló entre el 27,6% y el 20,9%.

4.2.1.3 Diagnóstico económico-financiero de Telefónica

En cuanto al diagnóstico de la solvencia se refiere, cabe destacar que si bien la garantía del activo empresarial frente a los acreedores es suficiente, Telefónica presenta dos deficiencias importantes:

- Endeudamiento elevado, con un ratio de endeudamiento remunerado que duplica el valor de referencia (uno).
- Deterioro de la capacidad de devolución de la deuda, incrementándose el número de años necesarios para amortizar su deuda financiera. Este deterioro pone en entredicho la política de dividendos seguida por la compañía, ya que sería aconsejable una política de *payout* mucho más conservadora.

Ambos factores representan una causa potencial de inestabilidad financiera futura, que se ve no obstante atenuada por la buena calidad de la deuda, con tan sólo un 16% de la deuda financiera concentrada en el corto plazo. De esta forma, Telefónica dispone de un margen considerable de tiempo para implementar las medidas correctoras pertinentes orientadas a fortalecer su Patrimonio Neto y reducir el nivel actual de endeudamiento.

Con respecto a la rentabilidad, los aspectos más destacables serían:

- Rentabilidad Financiera elevada, pero que ha caído drásticamente a lo largo del periodo objeto de estudio.
- Fuerte efecto expansivo del endeudamiento sobre la Rentabilidad Financiera. La rentabilidad de las inversiones empresariales es superior al coste de los fondos ajenos tomados en préstamo, por lo que el endeudamiento deja un margen suplementario en beneficio de los accionistas.
- Deterioro significativo de la Rentabilidad Económica, debida principalmente a la caída del margen sobre ventas, que arrastra asimismo a la Rentabilidad Financiera a la baja.

4.2.2 Análisis de Jazztel

Partiendo de las Cuentas Anuales consolidadas de Jazztel procedemos al cálculo y análisis de las mismas, interpretando los ratios explicados en la parte teórica.

4.2.2.1 Ratios de Solvencia

Los ratios de solvencia nos permiten conocer la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones y atender a los compromisos con terceros en las condiciones pactadas.

Ratios de Liquidez

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$
$$\text{Ratio de Liquidez}_{2013} = \frac{277.832}{390.690} = 0,711$$
$$\text{Ratio de Liquidez}_{2012} = \frac{237.421}{304.980} = 0,778$$
$$\text{Ratio de Liquidez}_{2011} = \frac{176.599}{263.979} = 0,668$$
$$\text{Ratio de Liquidez}_{2010} = \frac{144.546}{230.467} = 0,627$$
$$\text{Ratio de Liquidez}_{2009} = \frac{132.640}{196.923} = 0,673$$

La evolución de este ratio presenta una tendencia ligeramente positiva, aunque es inferior al valor de referencia (entre 1,5 y 2). No obstante, cabe precisar que empresas como Jazztel, que cobran pronto de sus clientes y pagan en períodos aplazados a sus proveedores, operando con un ciclo de caja negativo, pueden funcionar con índices más reducidos, sin que ello indique problemas de liquidez (Cuervo, 2010, p. 79).

$$\text{Test del Ácido} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$$
$$\text{Test del Ácido}_{2013} = \frac{277.832 - 1.154}{390.690} = 0,708$$
$$\text{Test del Ácido}_{2012} = \frac{237.421 - 3.038}{304.980} = 0,768$$
$$\text{Test del Ácido}_{2011} = \frac{176.599 - 2.250}{263.979} = 0,660$$
$$\text{Test del Ácido}_{2010} = \frac{144.546 - 0}{230.467} = 0,627$$
$$\text{Test del Ácido}_{2009} = \frac{132.640 - 0}{196.923} = 0,673$$

La evolución de este ratio presenta una tendencia ligeramente positiva, aunque es inferior al valor de referencia (en torno a 1). Sin embargo, tal y como hemos precisado para el ratio anterior, cuando una empresa opera con un ciclo de caja negativo (capital corriente de explotación negativo), como ocurre en el caso de Jazztel, es posible

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

funcionar con índices más reducidos, sin que ello indique problemas de liquidez (Cuervo, 2010, p. 79).

Ratios de Endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Endeudamiento}_{2013} = \frac{219.478 + 390.690}{409.939} = 1,488$$

$$\text{Endeudamiento}_{2012} = \frac{131.455 + 304.980}{335.370} = 1,301$$

$$\text{Endeudamiento}_{2011} = \frac{149.847 + 263.979}{263.788} = 1,568$$

$$\text{Endeudamiento}_{2010} = \frac{181.059 + 230.467}{205.445} = 2,003$$

$$\text{Endeudamiento}_{2009} = \frac{196.276 + 196.923}{190.321} = 2,065$$

Se ha producido una disminución del ratio desde los dos primeros años a los tres últimos. La financiación ajena pasa de ser el doble de la propia, a situarse en el entorno del 150%.

$$\text{Endeudamiento Remunerado} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Donde:

Fondos Ajenos Remunerados = Fondos Ajenos Rem. Corto Plazo + Fondos Ajenos Rem. Largo Plazo

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2013} = \frac{318.354}{409.939} = 0,776$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2012} = \frac{241.827}{335.370} = 0,721$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2011} = \frac{240.966}{263.788} = 0,913$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2010} = \frac{269.565}{205.445} = 1,312$$

$$\text{Endeudamiento Remunerado}_{2009} = \frac{236.585}{190.321} = 1,243$$

Si sólo consideramos deudas financieras, el nivel de endeudamiento sería bajo, fuerte caída a lo largo del periodo de estudio, estando por debajo del valor de referencia que es uno.

$$\text{Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2013} = \frac{390.690}{219.478 + 390.690} = 0,640$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2012} = \frac{304.980}{131.455 + 304.980} = 0,698$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2011} = \frac{263.979}{149.847 + 263.979} = 0,637$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2010} = \frac{230.467}{181.059 + 230.467} = 0,560$$

$$\text{Calidad de la Deuda}_{2009} = \frac{196.923}{196.276 + 196.923} = 0,500$$

Ligero aumento del ratio a lo largo del periodo de estudio, con un 64% del pasivo concentrado en deudas a corto plazo.

$$\text{Calidad Deuda Rem.} = \frac{\text{Fondos Ajenos Rem. a c/p}}{\text{Fondos Ajenos Rem. a c/p} + \text{Fondos Ajenos Rem. a l/p}}$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2013} = \frac{58.536 + 43.550}{(58.536 + 43.550) + (91.463 + 124.805)} = 0,321$$

$$\text{Calidad de la Deuda Remunerada}_{2012} = \frac{38.806 + 33.961 + 46.379}{(38.806 + 33.961 + 46.379) + 122.681} = 0,573$$

$$\text{Calidad de la Deuda Rem.}_{2011} = \frac{234.952 + 33.876 + 28.036}{(234.952 + 33.876 + 28.036) + (33.399 + 110.703)} = 0,468$$

$$\text{Calidad de la Deuda Rem.}_{2010} = \frac{35.921 + 33.399 + 19.252}{(35.921 + 33.399 + 19.252) + (66.798 + 114.195)} = 0,375$$

$$\text{Cal. de la Deuda Rem.}_{2009} = \frac{18.911 + 18.867 + 3.389}{(18.911 + 18.867 + 3.389) + (856 + 100.197 + 94.365)} = 0,189$$

Baja calidad de la deuda con una elevada proporción de deuda financiera a corto, lo que no obstante no representa una causa potencial de inestabilidad financiera futura, ya que tal y como se ha analizado anteriormente, el nivel de endeudamiento de la empresa es bajo.

Ratios de Estructura

$$\text{Estabilidad} = \frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$$

$$\text{Estabilidad}_{2013} = \frac{409.939 + 219.478}{742.275} = 0,847$$

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

$$\text{Estabilidad}_{2012} = \frac{335.370 + 131.455}{534.384} = 0,873$$

$$\text{Estabilidad}_{2011} = \frac{263.788 + 149.847}{501.015} = 0,825$$

$$\text{Estabilidad}_{2010} = \frac{205.445 + 181.059}{472.425} = 0,818$$

$$\text{Estabilidad}_{2009} = \frac{190.321 + 196.276}{450.880} = 0,857$$

Valores ligeramente inferiores al de referencia (uno).

$$\text{Garantía} = \frac{\text{Total Activo}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}$$

$$\text{Garantía}_{2013} = \frac{1.020.107}{219.478 + 390.690} = 1,671$$

$$\text{Garantía}_{2012} = \frac{771.805}{131.455 + 304.980} = 1,768$$

$$\text{Garantía}_{2011} = \frac{677.614}{149.847 + 263.979} = 1,637$$

$$\text{Garantía}_{2010} = \frac{616.971}{181.059 + 230.467} = 1,499$$

$$\text{Garantía}_{2009} = \frac{583.520}{196.276 + 196.923} = 1,484$$

La garantía que la empresa ofrece a los acreedores en caso de impago presenta un ratio que está siempre por encima de 1. Por tanto, la garantía es adecuada. Pero además ha ido mejorando desde los dos primeros años a los tres últimos. Se pasa desde el entorno del 1,5 al del 1,70.

Ratios de Cobertura del Servicio de la Deuda

$$\text{Cobertura Gastos Financieros} = \frac{\text{Resultados Antes de Impuestos} + \text{Gastos Financieros}}{\text{Gastos Financieros}}$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2013} = \frac{60.801 + 18.812}{18.812} = 4,232$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2012} = \frac{61.970 + 18.077}{18.077} = 4,428$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2011} = \frac{37.826 + 19.148}{19.148} = 2,975$$

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2010} = \frac{7.243 + 20.761}{20.761} = 1,349$$

$$\text{Cobertura de los Gastos Financieros}_{2009} = \frac{-24.454 + 33.409}{33.409} = 0,268$$

Fuerte subida de la cobertura de los gastos financieros tras encontrarse comprometida en 2009. Los muy altos valores del 2012 y 2013 destacan la gran capacidad que tienen la empresa para pagar los gastos financieros.

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía FEAE)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Remunerados}}{\text{FEAE}}$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2013} = \frac{318.354}{125.057} = 2,545$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2012} = \frac{241.827}{154.293} = 1,567$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2011} = \frac{240.966}{156.755} = 1,537$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2010} = \frac{269.565}{75.078} = 3,590$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2009} = \frac{236.585}{40.224} = 5,881$$

En 2013 se estima que Jazztel necesitaría 2,5 años para devolver los fondos ajenos remunerados con los Flujos de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación (FEAE), observándose en términos generales, una mejora de la capacidad de devolución de la deuda a lo largo del periodo de estudio.

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda (vía Autofinanciación)} = \frac{\text{Fondos Ajenos Rem.}}{\text{Autofinanciación}}$$

Donde:

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

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2013} = \frac{318.354}{125.057 - 0} = 2,545$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2012} = \frac{241.827}{154.293 - 0} = 1,567$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2011} = \frac{240.966}{156.755 - 0} = 1,537$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2010} = \frac{269.565}{75.078 - 0} = 3,590$$

$$\text{Capacidad de Devolución de la Deuda}_{2009} = \frac{236.585}{40.224 - 0} = 5,882$$

Como no hay dividendos presenta una evolución igual al ratio anterior.

4.2.2.2 Ratios de Rentabilidad

Los ratios de rentabilidad nos indican la capacidad de la empresa para obtener beneficios y remunerar la inversión (rentabilidad económica), y al capital (rentabilidad financiera).

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{\text{Resultado Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas (RAIIOC)}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

$$RE_{2013} = \frac{60.801 + 18.812}{895.956} = 8,89\%$$

$$RE_{2012} = \frac{61.970 + 18.077}{724.709,5} = 11,05\%$$

$$RE_{2011} = \frac{37.826 + 19.148}{647.292,5} = 8,80\%$$

$$RE_{2010} = \frac{7.243 + 20.761}{600.245,5} = 4,67\%$$

$$RE_{2009} = \frac{-24.454 + 33.409}{572.467} = 1,56\%$$

La rentabilidad económica ha ido mejorando sustancialmente hasta el 2012, bajando ligeramente en 2013.

Para conocer en más profundidad la rentabilidad económica estudiaremos la evolución de los factores explicativos de Margen y Rotación del Activo. El Margen es el porcentaje de beneficio que hay en las ventas y la Rotación es el número de veces, que está representado el activo en las ventas, es decir, el grado de eficiencia en el uso de los activos:

$$RE = \text{Margen} \times \text{Rotación}$$

Donde:

$$\text{Margen} = \frac{\text{RAIIOC}}{\text{Ventas netas}}$$

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}$$

$$RE_{2013} = 7,91\% \times 1,123 = 8,89\%$$

$$RE_{2012} = 8,83\% \times 1,250 = 11,05\%$$

$$RE_{2011} = 7,57\% \times 1,162 = 8,80\%$$

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

$$RE_{2010} = 4,57\% \times 1,020 = 4,67\%$$

$$RE_{2009} = 1,98\% \times 0,789 = 1,56\%$$

El Margen ha evolucionado muy positivamente hasta llegar al 2013 a un 7,91%. La Rotación tiene una evolución similar pero mucho más ligera hasta situarse en 2013 en 1,123. Así pues, la Rentabilidad Económica aumenta principalmente porque se incrementa el Margen.

Rentabilidad Financiera

El ratio de rentabilidad financiera indica la relación del beneficio con los capitales propios. Explica la remuneración del accionista.

$$RF = \frac{\text{Resultado del Ejercicio procedente de Operaciones Continuas (ROC)}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2013} = \frac{67.572}{372.654,5} = 18,13\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2012} = \frac{61.964}{299.579} = 20,68\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2011} = \frac{50.672}{234.616,5} = 21,60\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2010} = \frac{7.243}{197.883} = 3,66\%$$

$$\text{Rentabilidad Financiera}_{2009} = \frac{-24.545}{126.192} = -19,45\%$$

Aunque disminuye ligeramente en el 2013, se constata una notable mejoría de la rentabilidad financiera desde que se produjeron pérdidas en 2009.

Para profundizar en el conocimiento de la rentabilidad financiera podemos descomponerla sus factores explicativos: Margen, Rotación, Apalancamiento Financiero y Efecto Fiscal.

$$RF = \underbrace{\frac{RAIIOC}{\text{Ventas netas}}}_{\text{Margen}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}}_{\text{Rotación}} \times \underbrace{\frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}}_{\text{Apalancamiento Financiero}} \times \underbrace{\frac{RAIIOC}{RAIIOC}}_{\text{Efecto Fiscal}}$$

Como en el estudio de la Rentabilidad Económica, el Margen ha tenido una evolución positiva y muy acusada, mientras que la Rotación aunque positiva tiene un papel más discreto.

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

Con el Apalancamiento Financiero conocemos la capacidad de la empresa para generar con la inversión beneficios mayores que los intereses a pagar por la financiación ajena.

$$\text{Apalancamiento Financiero} = \frac{\text{Total Activo}_{\text{medio}}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}} \times \frac{\text{RAIOC}}{\text{RAIIOC}}$$

$$\text{AF}_{2013} = \frac{895.956}{372.654,5} \times \frac{60.801}{60.801 + 18.812} = 2,40 \times 0,76 = 1,836$$

$$\text{AF}_{2012} = \frac{724.709,5}{299.579} \times \frac{61.970}{61.970 + 18.077} = 2,42 \times 0,77 = 1,873$$

$$\text{AF}_{2011} = \frac{647.292,5}{234.616,5} \times \frac{37.826}{37.826 + 19.148} = 2,76 \times 0,66 = 1,832$$

$$\text{AF}_{2010} = \frac{600.245,5}{197.883} \times \frac{7.243}{7.243 + 20.761} = 3,03 \times 0,26 = 0,788$$

$$\text{AF}_{2009} = \frac{572.467}{126.192} \times \frac{-24.454}{-24.454 + 33.409} = 4,54 \times (-2,73) = -12,388$$

El Apalancamiento Financiero mejora a lo largo del periodo de estudio, manteniéndose los últimos tres años estable en torno a 1,85. Al ser superior a la unidad en los últimos los ejercicios, la utilización de deuda tiene un efecto expansivo sobre la Rentabilidad Financiera, debido a que la rentabilidad de las inversiones empresariales es superior al coste de los fondos ajenos tomados en préstamo.

El efecto fiscal mide la repercusión que tiene el impuesto sobre el beneficio en la Rentabilidad Financiera.

$$\text{Efecto Fiscal} = \frac{\text{Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas}}{\text{Resultado antes de impuestos procedente operaciones continuadas}}$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2013} = \frac{67.572}{60.801} = 1,111$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2012} = \frac{61.964}{61.970} = 0,999$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2011} = \frac{50.672}{37.826} = 1,339$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2010} = \frac{7.243}{7.243} = 1$$

$$\text{Efecto Fiscal}_{2009} = \frac{-24.545}{-24.454} = 1,004$$

El efecto fiscal tiene una evolución dispar en el entorno de 1, lo que significa que el tipo efectivo del Impuesto sobre Sociedades soportado por Jazztel en dichos ejercicios fue nulo. Los años en que el ratio es superior a uno se deben a la política de activación de créditos fiscales por bases imponibles negativas seguida por Jazztel.

4.2.2.3 Diagnóstico económico-financiero de Jazztel

Con respecto al diagnóstico de la solvencia, cabe destacar los siguientes aspectos:

- La garantía del activo empresarial frente a los acreedores es suficiente.
- Endeudamiento reducido, con un ratio de endeudamiento remunerado que por debajo del valor de referencia (uno).
- Evolución positiva de la capacidad de devolución de la deuda financiera, observándose, a lo largo del periodo objeto de estudio, una disminución del plazo necesario para amortizar la deuda financiera. La política de *payout* conservadora seguida por la empresa (no ha repartido dividendos a lo largo del periodo estudiado) ha favorecido esta capacidad de devolución de la deuda.
- La mala calidad de la deuda, con un 32% de la deuda financiera concentrada en el corto plazo, no constituye un problema real, ya que el nivel de endeudamiento de Jazztel es bajo.

Por su parte, las conclusiones más significativas del análisis de la rentabilidad son las siguientes:

- La Rentabilidad Financiera se ha incrementado sustancialmente en el tiempo, estabilizándose en niveles cercanos al 20%. Se debe al aumento del margen y al efecto apalancamiento financiero.
- Fuerte efecto expansivo del endeudamiento sobre la Rentabilidad Financiera. La rentabilidad de las inversiones empresariales es superior al coste de los fondos ajenos tomados en préstamo, por lo que el endeudamiento deja un margen suplementario en beneficio de los accionistas.
- Mejora significativa de la Rentabilidad Económica, debida principalmente al aumento del margen sobre ventas, que empujan asimismo a la Rentabilidad Financiera al alza.

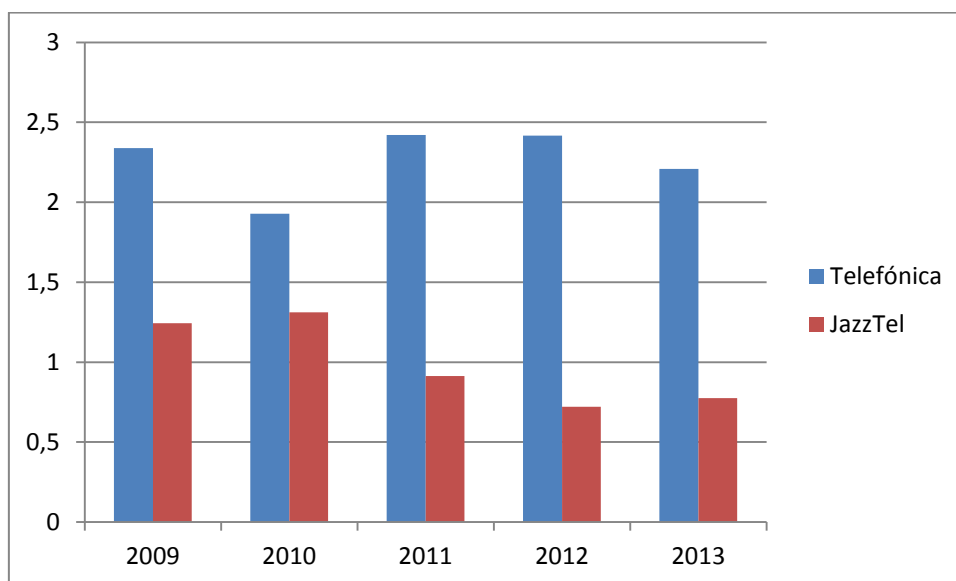
4.3 ANÁLISIS INTEREMPRESAS

Mediante este análisis comparamos las dos empresas mediante gráficos de barras. A la luz de las conclusiones de los análisis intraempresa de Telefónica y Jazztel, nos centraremos en los aspectos más significativos para el análisis interempresas.

4.3.1 Ratios de Solvencia

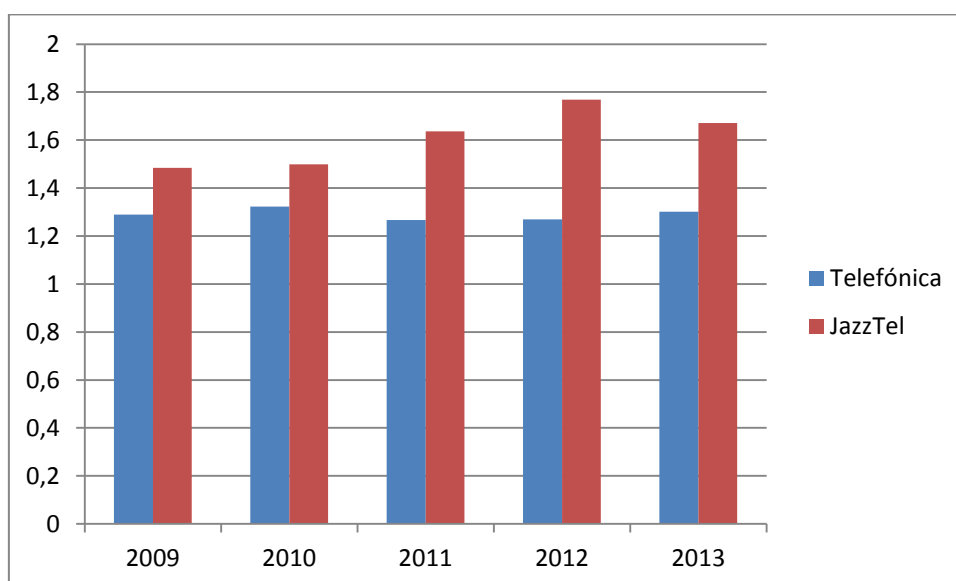
Ratios Endeudamiento

Gráfico 4.1 Ratio de Endeudamiento Remunerado



El endeudamiento incluyendo sólo la deuda financiera o remunerada, es mucho mayor en Telefónica que en Jazztel y a pesar de que ambas han reducido su endeudamiento remunerado en los últimos años, la diferencia entre ambas es notable.

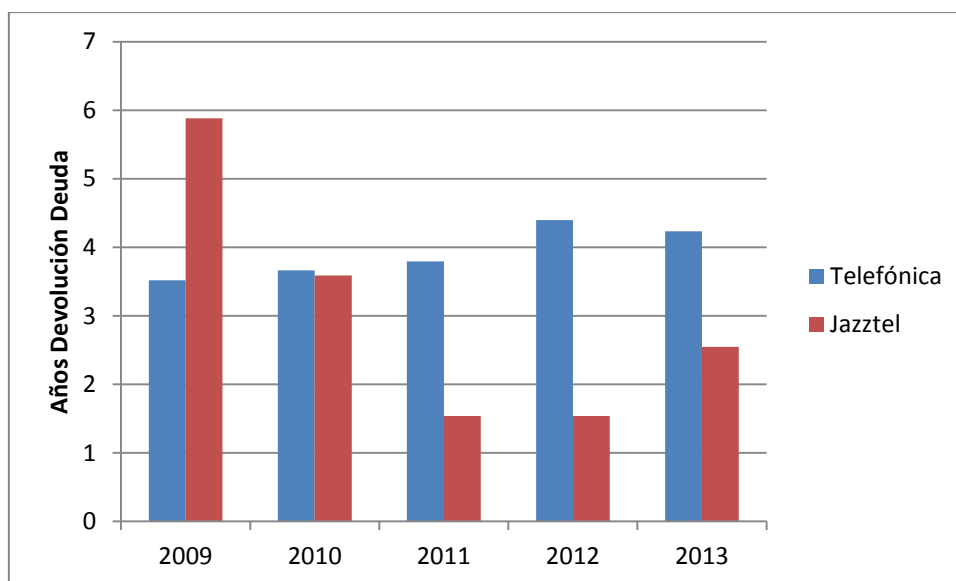
Gráfico 4.2 Ratio de Garantía de la Deuda



La garantía que ofrecen los activos frente a los acreedores está mejor cubierta por Jazztel para todos los años, aunque ambas tienen una garantía suficiente.

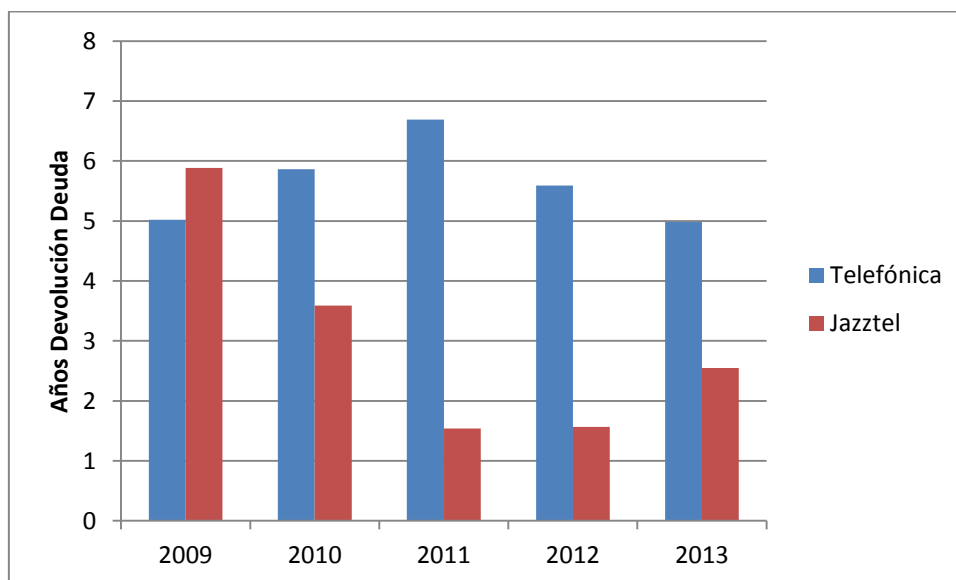
Ratios Cobertura del Servicio de la Deuda

Gráfico 4.3 Ratio de Capacidad Devolución Deuda (vía FEAE)



Telefónica va necesitando más años para reembolsar la deuda financiera con el nivel de Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación correspondientes a cada año. Mientras que Jazztel va necesitando menos años llegando a estar por debajo de Telefónica desde el 2010. Por tanto, mejor capacidad de devolución de la deuda de Jazztel.

Gráfico 4.4 Ratio de Capacidad Devolución Deuda (vía Autofinanciación)

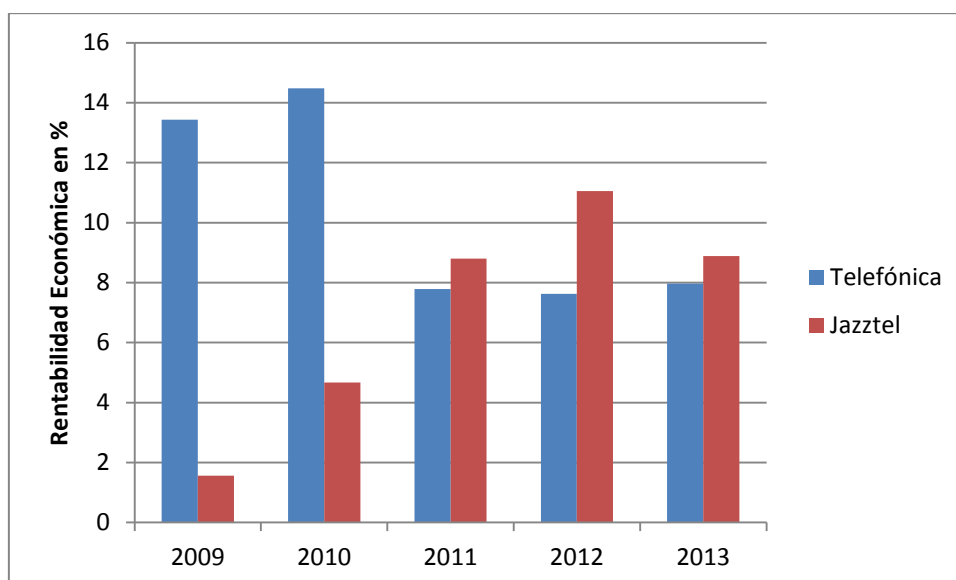


Telefónica necesita más años que Jazztel para amortizar la deuda financiera con la autofinanciación desde 2010. La diferencia entre Jazztel y Telefónica en la capacidad de devolución de la deuda aumenta cuando tenemos en cuenta los dividendos. Pues Jazztel no reparte dividendos lo que le hace mejora su situación con respecto a Telefónica.

4.3.2 Ratios de Rentabilidad

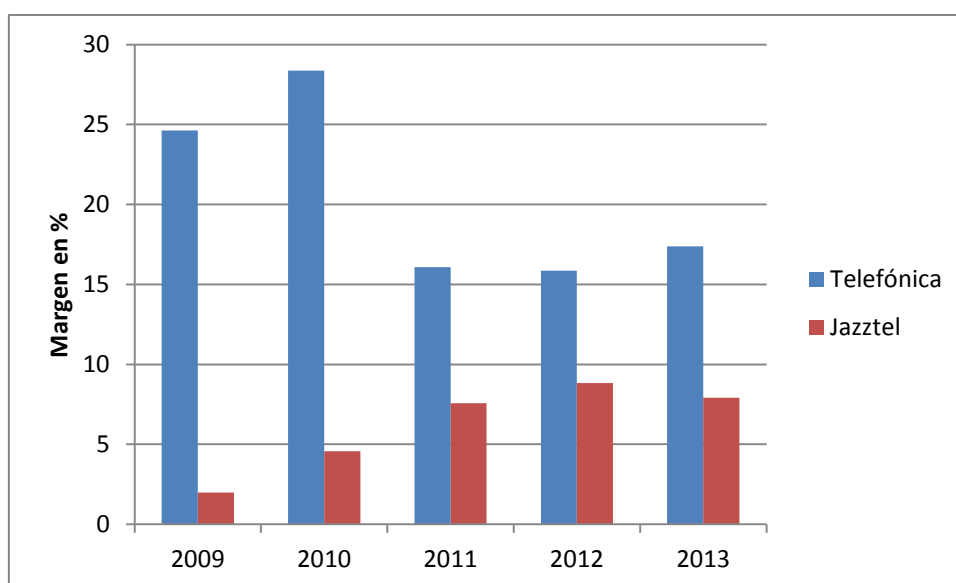
Rentabilidad Económica

Gráfico 4.5 Ratio de Rentabilidad Económica



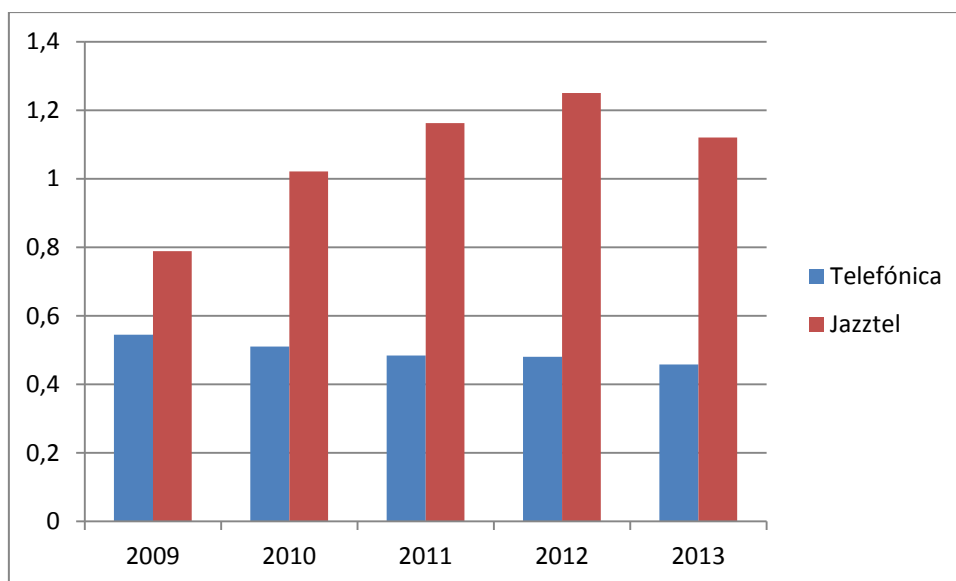
La Rentabilidad Económica de Telefónica se ha ido reduciendo, mientras que la de Jazztel ha ido aumentando, de manera que en el 2013 la Rentabilidad Económica de Jazztel supera a la de Telefónica.

Gráfico 4.6 Ratio de Margen



Mientras que el margen de Telefónica baja y se estabiliza sobre el 15%, en Jazztel crece hasta un 8% (quedando no obstante por debajo de Telefónica).

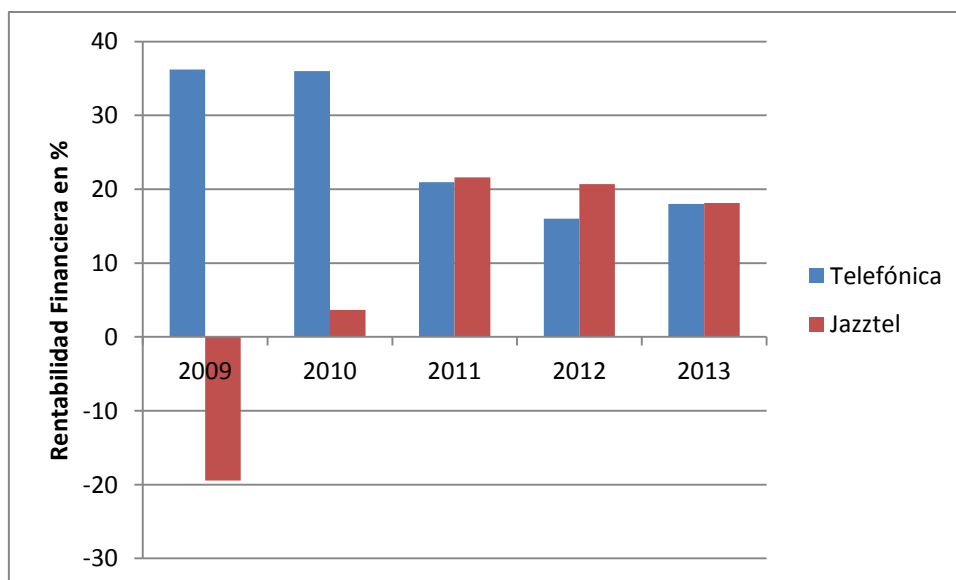
Gráfico 4.7 Ratio de Rotación



Aunque parten de una ligera superioridad de Jazztel, esta crece mientras que Telefónica disminuye. Así las diferencias finales son mayores. El grado de eficiencia del uso de los activos es mucho mejor en Jazztel.

Rentabilidad Financiera

Gráfico 4.8 Ratio de Rentabilidad Financiera



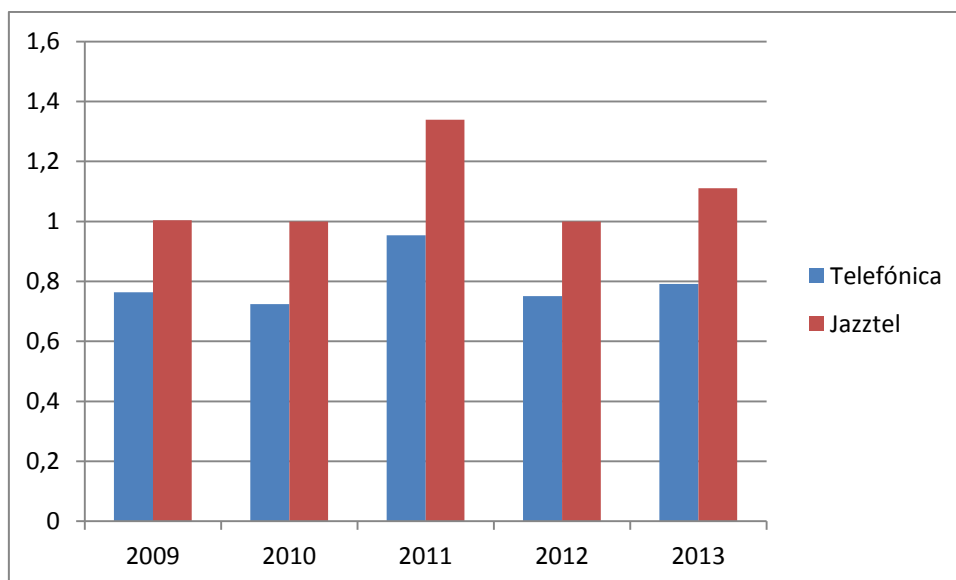
Telefónica parte de una grandísima rentabilidad financiera para llegar al 18% del 2013, mientras que Jazztel llega en 2013 a similar rentabilidad financiera partiendo de valores negativos.

Gráfico 4.9 Ratio de Apalancamiento Financiero



Al estar muy endeudada, Telefónica siempre está por encima de Jazztel con unos valores estables. Jazztel parte de un apalancamiento financiero muy negativo para ir creciendo y acercándose a Telefónica.

Gráfico 4.10 Ratio de Efecto Fiscal



El valor de este ratio para Telefónica es inferior al de Jazztel, lo que nos indica que Telefónica soporta una mayor carga impositiva en el Impuesto sobre Sociedades que Jazztel.

4.3.3 Diagnostico Económico-Financiero

Tras la comparación entre las empresas Telefónica y Jazztel llegamos a las siguientes conclusiones acerca de la solvencia:

- La empresa Telefónica está mucho más endeudada que Jazztel.
- Mejor capacidad de devolución de la deuda de Jazztel, tanto vía FEAE como Autofinanciación.

Las conclusiones de la comparación en cuanto a la rentabilidad se refiere:

- Rentabilidad económica pareja en 2013, pero desde una significativa caída en Telefónica y desde un notable crecimiento en Jazztel. El margen de Telefónica, duplica al de Jazztel. Por su parte, la rotación de Jazztel está muy por encima de Telefónica.
- Rentabilidad financiera pareja en 2013, si bien Telefónica llega desde un sustancial descenso y Jazztel desde un importante crecimiento. El apalancamiento financiero de Telefónica siempre es mayor que el de Jazztel, mientras que Jazztel paga menos impuestos sobre sus beneficios que Telefónica.

5. CONCLUSIONES

El análisis económico-financiero por ratios es un método ampliamente utilizado por la facilidad de construcción y la funcionalidad de su análisis, sobre todo como medida de control ante inminentes peligros.

El análisis por ratios necesita de la comparación para aportar utilidad. En nuestro caso, hemos comparado con los niveles de referencia generales y hemos comparado dos empresas del mismo sector.

Los ratios más útiles para el análisis económico-financiero, son los ratios de solvencia y rentabilidad. Con los ratios de solvencia conseguimos la información necesaria para evaluar la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos en su vencimiento y garantizar el desarrollo estable de la actividad empresarial. Hemos seleccionado ratios de liquidez, endeudamiento, estructura y cobertura del servicio de la deuda. Con los ratios de rentabilidad medimos el rendimiento de la empresa y conocemos los mecanismos que permiten mejorarlo. De esta manera, se remunera a accionistas, trabajadores, acreedores y clientes, que ven satisfechas sus expectativas y necesidades. Hemos seleccionado ratios de desglose de la rentabilidad económica y financiera.

Gracias al análisis por ratios podemos interpretar y formular un diagnóstico de la empresa, aspecto decisivo para la toma de decisiones por los diversos agentes económicos y sociales interesados en la buena marcha de la empresa.

Aplicado el análisis por ratios a dos empresas reales hemos llegado a valiosas conclusiones. Así, Telefónica tiene en la solvencia una causa potencial de inestabilidad futura. Presenta un endeudamiento elevado con un Ratio de Endeudamiento Remunerado que duplica el valor de referencia (uno). Además añade un deterioro de la capacidad de devolución de la deuda, por lo que sería aconsejable una política de pago de dividendos mucho más conservadora. La situación no es alarmante por la buena calidad de la deuda, con sólo un 16% concentrada en el corto plazo. Pero debería implementar medidas para fortalecer el Patrimonio Neto y reducir el nivel actual de endeudamiento.

La Rentabilidad Financiera de Telefónica es elevada, pero ha caído drásticamente a lo largo de los años objeto de estudio. La causa principal de esta caída es la reducción del margen sobre ventas. Aun así, la rentabilidad de las inversiones empresariales es superior al coste de los fondos ajenos. El endeudamiento deja un margen

suplementario en beneficio de los accionistas. La Rentabilidad Económica también ha tenido un deterioro significativo arrastrado también por el margen sobre ventas.

Por su parte, la empresa Jazztel tiene suficiente garantía con su activo frente a los acreedores, un endeudamiento reducido y una evolución positiva de la capacidad de devolución de la deuda, favorecida por una política de no reparto de dividendos en el periodo de estudio. Y aunque la calidad de la deuda es mala por tener un 32% concentrada en el corto plazo, no es problema por el bajo nivel de endeudamiento de Jazztel.

La Rentabilidad Financiera de Jazztel se ha ido incrementando hasta niveles próximos al 20% gracias al aumento del margen sobre ventas y del apalancamiento financiero. El endeudamiento deja un margen suplementario en beneficio de los accionistas. La Rentabilidad Económica ha ido mejorando de igual manera impulsada por el margen sobre ventas.

Del análisis comparativo de solvencia entre Telefónica y Jazztel, tenemos que Telefónica está mucho más endeudada que Jazztel y que Jazztel tiene mejor capacidad de devolución de la deuda tanto vía FEAE como Autofinanciación.

Comparando rentabilidades, tenemos que la Rentabilidad Económica de ambas es pareja en 2013. Pero Telefónica llega desde una caída y Jazztel desde un ascenso. El margen sobre ventas de Telefónica duplica al de Jazztel, aunque la rotación de Jazztel está muy por encima de Telefónica. La Rentabilidad Financiera de las dos compañías es pareja pero como en la Rentabilidad Económica, Telefónica desde un sustancial descenso y Jazztel desde un importante crecimiento. El apalancamiento de Telefónica siempre es mayor, pero Jazztel paga menos impuestos sobre sus beneficios.

Aunque ambas empresas cumplen los objetivos de solvencia y rentabilidad, la evolución a lo largo del periodo de estudio nos indica una evolución positiva de Jazztel y una evolución negativa de Telefónica.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Amat Salas, O., 2008. *Análisis Económico-Financiero*, Ed. Gestión 2000, Barcelona.
- Bohel Velasco, N., 2014, *Definición de Solvencia*, Diccionario Económico, Expansión. Disponible en <http://www.expansion.com/diccionario-economico/solvencia.html> [consultado el 10 de abril del 2014].
- 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.
- González Pascual, J., 2010. *Análisis de la Empresa a través de su Información Económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*, Ed. Pirámide, Madrid.
- González Sánchez, M., 2002. *Nuevas Metodologías para el análisis empresarial*, GAEF, Madrid.
- Goxens, M.A., y Gay, J.M., 1999. *Análisis de Estados Contables: Diagnóstico económico-financiero*, Ed. Prentice Hall, Madrid.
- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 2002. *Informe sobre la Situación Actual de la Contabilidad en España y Líneas Básicas para Abordar su Reforma (Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad en España)*. Edita Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Jaime Eslava, J., 2008. *Las Claves del Análisis Económico-financiero de la Empresa*. ESIC Editorial, Madrid.
- Jiménez Cardoso, S.M., García-Ayusi Covarsi, M. y Sierra Molina, G., 2000. *Análisis Financiero*, Edit. Pirámide, Madrid.
- Mallo, C., 1998. *Contabilidad de Costes y Gestión*, Edit. Pirámide, Madrid.
- Martínez García, F.J., 1996. *Análisis de Estados Contables. Comentarios y Ejercicios*, Ed. Pirámide, Madrid.
- Muñoz Merchante, A., 2005. *Análisis de Estados Financieros. Teoría y práctica*, Ediciones Académicas, Madrid.
- Rivero Torre, P. (Dir.), 1998. *Análisis por ratios de los estados contables financieros (análisis externo)*, Ed. Civitas, Madrid.
- Rivero Torre, P. 2009. *Análisis de Balances y Estados Complementarios*, Ed. Pirámide, Madrid.
- Sosa Sierra, M.C., 2011. *Breve Inventario de los Principales Ratios Financieros utilizados en el Análisis Financiero Empresarial*, Observatorio de la Economía Latinoamericana, N° 152, Disponible en <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/co/> [consultado el 22 de Abril de 2014].

Análisis por ratios de la solvencia y rentabilidad empresarial

Urías Valiente, J., 2004. *Análisis de Estados Financieros*, Ed. McGraw-Hill, Madrid.

Van Horne, J.C., 1997. *Administración Financiera*, Ed. Prentice Hall, México.