

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

**Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC**

**CURSO ACADÉMICO 2014/2015**

**Trabajo Fin de Master**

# **Análisis del Efecto del Apalancamiento Financiero**

**Ainhoa Vallina Temprano**

Oviedo, Julio 2015

## ÍNDICE

1. Introducción .....	3
2. Objetivos empresariales.....	3
3. Apalancamiento financiero .....	4
3.1 Endeudamiento.....	4
3.2 Autofinanciación .....	6
3.3 El efecto del apalancamiento financiero .....	7
4. Análisis práctico del efecto apalancamiento financiero.....	10
4.1 Aspectos metodológicos .....	10
4.1.1 Selección de las empresas objeto de análisis .....	10
4.1.2 Información utilizada en el análisis .....	11
4.2 Análisis práctico.....	11
4.2.1 Análisis de Papeles y Cartones de Europa S.A (EUROPAC).....	12
4.2.1.1 Ratios de endeudamiento .....	12
4.2.1.2 Ratios de autofinanciación .....	14
4.2.1.3 Ratios del efecto apalancamiento financiero .....	17
4.2.2 Análisis de Miquel y Costas & Miquel S.A. ....	21
4.2.2.1 Ratios de endeudamiento .....	21
4.2.2.2 Ratios de autofinanciación .....	23
4.2.2.3 Ratios del efecto apalancamiento financiero .....	26
4.2.3 Análisis interempresas .....	30
5. Conclusiones .....	36
6. Bibliografía.....	38

## ÍNDICE GRÁFICOS

Gráfico 3.1 Número de trabajadores, 2014 .....	10
Gráfico 3.2 Facturación, 2014 .....	11
Gráfico 3.3 Total activo, 2014 .....	11
Gráfico 4.1 Ratio de endeudamiento remunerado .....	30
Gráfico 4.2 Ratio de calidad de la deuda .....	31
Gráfico 4.3 Ratio de grado de capitalización .....	31
Gráfico 4.4 Ratio Payout .....	32
Gráfico 4.5 Ratio de capacidad de la deuda mediante autofinanciación ...	32
Gráfico 4.6 Ratio de rentabilidad financiera (R1).....	33
Gráfico 4.7 Ratio de rentabilidad económica (R2).....	33
Gráfico 4.8 Margen.....	34
Gráfico 4.9 Rotación.....	34
Gráfico 4.10 Ratio de coste efectivo del endeudamiento (i).....	35
Gráfico 4.11 Ratio de apalancamiento financiero.....	35

## 1. Introducción

Este trabajo aborda el estudio del apalancamiento financiero, cuya relevancia en el ámbito empresarial radica en el hecho de que el apalancamiento financiero o endeudamiento afecta tanto a la solvencia (a más endeudamiento, mayor riesgo de insolvencia) como a la rentabilidad (concretamente a la rentabilidad financiera, que es un concepto de rentabilidad relevante para el accionista).

Se plantea por tanto un dilema para todo administrador o gestor, que es el eje central que inspira el presente trabajo. Si el efecto apalancamiento financiero es positivo, lo razonable desde un punto de vista económico sería endeudarse para conseguir la máxima rentabilidad para los accionistas (maximizar la rentabilidad financiera). Ahora bien, ese endeudamiento debería tener un límite, pues conforme se endeuda la empresa, aumenta el riesgo de insolvencia, y si nos endeudamos en exceso se podría comprometer la estabilidad empresarial. Por tanto, los administradores o gestores, deben gestionar el endeudamiento asegurándose de que exista un adecuado equilibrio entre solvencia y rentabilidad.

El trabajo se estructura en dos partes básicas incluidas en los apartados 3 y 4. En primer lugar, se recogen los aspectos teóricos necesarios para el análisis del apalancamiento financiero, que se concretan en la definición e interpretación de varios ratios de endeudamiento, autofinanciación y del efecto apalancamiento financiero. A continuación, mediante la aplicación práctica de dichos ratios a dos importantes compañías españolas del sector papelero (Europac y Miquel y Costas & Miquel, S.A.), se realiza el diagnóstico de la estructura económico-financiera de cada una de ellas, identificando los puntos fuertes y débiles de cada compañía, y proponiendo en su caso las medidas correctoras oportunas.

Con la realización de este trabajo, se trata de poner de manifiesto la utilidad del análisis contable, como herramienta gerencial y analítica clave, tanto para accionistas como prestamistas.

## 2. Objetivos empresariales

La empresa es un tipo de organización que surge para cubrir las necesidades que se plantean del desarrollo de la producción. Este tipo de organizaciones tomarán decisiones acerca de cuánto producir y cuántos empleados contratar, entre otras cosas. Hay que tener en cuenta que la empresa repartirá el valor añadido de lo producido entre la remuneración de los empleados (salario previamente pactado), las amortizaciones, los pagos que se deban realizar a los prestamistas y el beneficio que se quedará el propio empresario (o accionistas de la empresa). Los ingresos del empresario resultan, por tanto, más variables y arriesgados que los de los empleados de la empresa.

Para que la empresa consiga mantenerse en el tiempo y producir valor añadido con su actividad, debe cumplir dos objetivos empresariales básicos: solvencia y rentabilidad (García Martín y Fernández Gamez, 1992, p. 15).

La solvencia se puede interpretar cómo la capacidad que posee la empresa para cumplir sus compromisos de pago al vencimiento. La solvencia y por tanto la estabilidad de la empresa dependerán en gran medida de la capacidad de autofinanciación, esto es, de la capacidad de generar recursos suficientes con la actividad ordinaria para atender con puntualidad las deudas (García Martín y Fernández Gamez, 1992, pp. 23-26). La capacidad de autofinanciación viene dada por

la suma del beneficio de la actividad principal, los deterioros de valor y las amortizaciones y por la política de dividendos de la empresa (González Pascual, 2008, p. 314).

Por su parte, la rentabilidad es calculada como el beneficio obtenido entre el capital invertido. La rentabilidad es muy utilizada como indicador de la eficacia en el empleo del capital, siendo un buen indicador para evaluar la capacidad para generar beneficios por parte de la empresa. También, se recurre a él para predecir beneficios futuros mediante su progresión histórica (García Martín y Fernández Gamez, 1992, pp. 93-94).

Se puede decir, por tanto, que rentabilidad y solvencia están estrechamente interrelacionados, de modo que a mayor rentabilidad (mayor capacidad para generar beneficios), mayor probabilidad de ser solvente (mayor capacidad de autofinanciación) (Jiménez Cardoso et al, 2000, p. 222).

Por tanto, una empresa es solvente desde el punto vista financiero cuando está en condiciones de hacer frente al pago de obligaciones corrientes, presenta una situación patrimonial y unas expectativas de beneficio que garantizan su supervivencia en el futuro, lo cual suele comportar la necesidad de realizar inversiones de renovación, modernización y expansión que le permitan mantener su capacidad productiva y distributiva actual. Toda rentabilidad nula o demasiado baja, termina en una insolvencia financiera (incapacidad para hacer frente al pago de sus deudas con regularidad) (Suárez Suárez, 2005, p. 786).

### **3. Apalancamiento financiero**

En este apartado se introducen los aspectos teóricos necesarios para el análisis del apalancamiento financiero. En primer lugar, se analiza el riesgo de insolvencia mediante los ratios de endeudamiento. A continuación, se complementa el análisis del endeudamiento con la autofinanciación, que nos informa de los recursos generados por la empresa con su actividad ordinaria y que ésta podrá destinar a la devolución de la deuda; es decir, nos sirve para evaluar la capacidad de devolución de la deuda financiera. Por último, se debe conocer el efecto que la deuda ha tenido sobre la rentabilidad financiera (rentabilidad del accionista), denominado efecto apalancamiento financiero. El análisis conjunto de los tres aspectos señalados es necesario para poder pronunciarnos sobre si la gestión realizada por los administradores o gestores ha permitido lograr el equilibrio entre solvencia y rentabilidad.

#### **3.1. Endeudamiento**

La empresa precisa de recursos financieros para desarrollar su actividad. Dichos recursos pueden ser propios o ajenos. Dentro de los recursos propios hay que distinguir entre los externos (ampliaciones de capital) y los internos (venta de elementos de inmovilizado y autofinanciación). Por otro lado, a diferencia de los recursos propios, los recursos financieros ajenos precisan de devolución a terceros, clasificándose según su exigibilidad sea a corto o largo plazo (González Pascual, 1992, p. 193).

Cabe destacar que la principal fuente de financiación de toda empresa debería ser la autofinanciación. No obstante, ésta resulta normalmente insuficiente para satisfacer las necesidades financieras de la firma y por ello deberá acudir a la financiación externa, bien sea emitiendo acciones (ampliando capital) o emitiendo obligaciones, o

acudiendo al mercado de crédito para obtener préstamos a corto, medio o largo plazo (Suárez Suárez, 2005, pp. 325-331).

El endeudamiento se corresponde con los recursos financieros ajenos, los cuales se caracterizan por su exigibilidad. Siempre es conveniente analizar el endeudamiento, ya que pone de manifiesto los riesgos financieros implícitos de la estructura financiera. En efecto, el riesgo financiero es una consecuencia de la utilización por la empresa de capitales ajenos, y estará en función de la utilización de los mismos (Parra Guerrero, 1986, p. 76).

Los accionistas o propietarios de capital de una empresa tendrán que decantarse por aquella combinación “rendimiento-riesgo” que mejor responda a sus preferencias, lo que supone la elección previa de una determinada estructura financiera (relación entre los recursos financieros ajenos y los propios) (Suárez Suárez, 2005, p. 551).

Para poder analizar el endeudamiento de una empresa se pueden analizar los siguientes ratios:

- Ratio de endeudamiento total: trata de medir el grado de dependencia financiera de una empresa. Para ello analiza su estructura financiera y muestra el grado de dependencia de la empresa con respecto a sus acreedores para el normal desarrollo de la actividad empresarial (Rivero Torre, 1998, p.207).

$$\text{Ratio de endeudamiento total} = \frac{\text{Capitales ajenos}}{\text{Capitales propios}}$$

- Ratio de endeudamiento remunerado: el ratio anterior es demasiado amplio, por lo que conviene matizarlo con la deuda que se tiene en cuenta en el numerador. Una de las propuestas que pueden aportar mayor información es el ratio de endeudamiento remunerado. Este ratio ofrece una mejor visión del riesgo financiero de la empresa, ya que únicamente tiene en cuenta la deuda financiera o deuda remunerada que conlleva el pago de intereses. El valor de referencia se encuentra en torno a la unidad, equilibrio entre los fondos ajenos remunerados (deuda financiera) y los capitales propio (Archel Domench et al, 2010, p. 414).

$$\text{Ratio de endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Capitales propios}}$$

El endeudamiento remunerado puede reducirse con un incremento del denominador y/o una disminución del numerador. Esto sería posible ampliando el capital, reteniendo beneficios, o disminuyendo el exigible por amortización o capitalización de deudas por canje o conversión. Hay que tener en consideración que las empresas tienden a animarse a asumir unos mayores niveles de endeudamiento en épocas de mayor estabilidad económica, ya que los tipos de interés son bajos. Por otro lado, cuando existen altos tipos de interés ocurre lo contrario, las empresas son más reacias a utilizar como recurso de financiación la deuda (Archel Domench et al, 2010, p. 414).

- Ratio de la calidad de la deuda remunerada: es muy importante saber la composición del pasivo o exigible de la empresa, puesto que se pueden detectar situaciones de estabilidad o inestabilidad financiera. Por ello, es interesante analizar el ratio de la calidad de la deuda remunerada, considerándose el exigible a corto plazo como de poca calidad y el de largo

plazo como de mejor calidad. Pero hay que tener en cuenta que muchas empresas por su reducida dimensión o por la actividad que realizan, tienen dificultades para encontrar financiación a largo plazo o para acceder a los mercados bursátiles (Amat Salas, 2005, p. 64).

$$\text{Ratio calidad deuda rem.} = \frac{\text{Deuda financiera a corto plazo}}{\text{Deuda financiera a } \frac{c}{p} + \text{Deuda financiera a } \frac{l}{p}}$$

Se busca que el coeficiente sea lo menor posible, puesto que refleja una mayor facilidad para devolver los fondos ajenos remunerados, ya que existe un mayor periodo de tiempo para este fin (Amat Salas, 2005, p. 64).

### 3.2. Autofinanciación

Un aspecto básico del análisis de la solvencia consiste en evaluar la capacidad de la empresa para generar internamente recursos con su actividad ordinaria que permitan la devolución de las deudas contraídas y ayuden a mantener o alcanzar una situación de equilibrio, debiendo centrarnos, por tanto en la autofinanciación (González Pascual, 1992, pp. 192-193).

Entre los ratios que permiten evaluar la capacidad de autofinanciación que presenta una empresa destacan:

- Ratio del grado de capitalización: informa acerca del peso específico de la autofinanciación de enriquecimiento (suma de las reservas por beneficios retenidos) sobre el total de los capitales propios de la empresa (Rivero Torre, 1998, p. 214)

$$\begin{aligned} \text{Ratio de grado de capitalización} &= \\ &= \frac{\text{Autofinanciación de enriquecimiento}}{\text{Capitales propios}} \end{aligned}$$

- Ratio de cobertura de los gastos financieros: indica si los beneficios obtenidos por la empresa son lo suficientemente altos como para hacer frente a los gastos financieros. Lo ideal es que se obtenga un valor lo más alto posible, por encima de la unidad, puesto que mostraría que el beneficio obtenido es suficiente para cubrir los gastos financieros (Amat Salas, 2005, p.66).

$$\begin{aligned} \text{Ratio de cobertura de los gastos financieros} &= \\ &= \frac{\text{Resultado antes de impuestos} + GF}{\text{Gastos Financieros (GF)}} \end{aligned}$$

El pago de intereses por parte de la empresa, es una valla que deben saltar para poder cumplir con sus obligaciones (Brealey y Myers, 2002, p.573).

- Ratio de capacidad de devolución de la deuda financiera con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE): muestra el

número de años que serían necesarios para devolver la deuda financiera con la tesorería generada por la explotación del negocio durante el ejercicio. Interesa un bajo valor, ya que a menor valor, mayor capacidad para devolver las deudas financieras con la tesorería generada por la explotación del negocio (Cuervo Huergo, 2010, pp. 97-98).

*Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE =*

$$= \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}}$$

Ratio de capacidad de devolución de la deuda financiera con FEAE libres: existen alternativas al ratio interior como puede ser cambiar los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE) por una medida de autofinanciación efectiva, es decir, que tenga en cuenta los recursos efectivamente disponibles para reembolsar deudas financieras. Para ello, en el denominador, habría que restar de los FEAE el importe de los dividendos satisfechos a los accionistas, ya que los dividendos en ningún caso se podrán tener presentes a la hora de calcular la autofinanciación efectiva, al tratarse de recursos que salen de la empresa para pasar a manos de los accionistas de la misma.

*Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE libres =*

$$= \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE} - \text{Dividendos}}$$

- Ratio de *payout*: de lo expuesto en el apartado anterior resulta evidente que en esta parte del análisis es muy interesante conocer la política de distribución de beneficios adoptada por la empresa mediante el ratio de *payout*, que nos permite conocer qué porcentaje del beneficio se destina al pago de dividendos (y que consiguientemente, al no ser retenido en la empresa, no formará parte de la autofinanciación efectiva). Este ratio mide la rentabilidad efectiva para el accionista mediante la política de distribución de beneficios de la empresa. (De Andrés Suárez, 2010, p.125)

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

### 3.3. El efecto apalancamiento financiero

El análisis del efecto apalancamiento financiero trata de evaluar la incidencia del endeudamiento (apalancamiento financiero) sobre la rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios, que es un concepto de rentabilidad relevante para el accionista. Cuando el efecto apalancamiento financiero es positivo, la utilización de deuda provoca un incremento de la rentabilidad financiera que beneficia al accionista. Por el contrario, si el efecto apalancamiento financiero es negativo, la deuda estaría restando rentabilidad a los fondos propios y por tanto, perjudicando a los accionistas (Muñoz Merchante, 2008, p. 370).

El efecto apalancamiento financiero se puede calcular cómo (Muñoz Merchante, 2008, pp. 372 -376):

$$\text{Efecto apalancamiento financiero} = \frac{\text{Rentabilidad Financiera}}{\text{Rentabilidad Económica}}$$

El efecto apalancamiento financiero puede ser de dos tipos, dada una determinada estructura financiera o coeficiente de endeudamiento (García Martín y Fernández Gamez, 1992, p. p 112-113):

- **Expansivo** (ratio mayor a la unidad): el efecto apalancamiento financiero es positivo, es decir, la utilización de deuda provoca un incremento de la rentabilidad financiera que beneficia al accionista.  
En este caso, la rentabilidad económica (o rentabilidad de la inversión) es superior al coste de los recursos financieros ajenos. Es decir, la rentabilidad obtenida con los fondos ajenos utilizados tiene una rentabilidad superior al coste que se paga por ellos.  
En este caso se daría que la rentabilidad económica es mayor que el coste efectivo de la deuda, y al mismo tiempo que es inferior a la rentabilidad financiera.
- **Contractivo** (ratio menor a la unidad): el efecto apalancamiento financiero es negativo, es decir, la deuda estaría restando rentabilidad a los recursos propios y por tanto, perjudicando a los accionistas.  
En este caso, la rentabilidad económica es inferior a la tasa de interés de la financiación ajena. Por tanto, la rentabilidad económica sería inferior al coste efectivo de la deuda, pero superior a la rentabilidad financiera.

Si todos los recursos utilizados por la empresa son propios, no habría costes financieros. La rentabilidad financiera sería igual a la rentabilidad económica (Sánchez Ballesta, 2002, p. 21).

Para poder llegar, por tanto, a calcular el efecto apalancamiento es necesario calcular ambas rentabilidades y el coste del endeudamiento.

- La rentabilidad financiera: también denominada como rentabilidad de los recursos propios, es la rentabilidad de los capitales propios con independencia de que el beneficio empresarial se reparta en forma de dividendos o se acumule en la empresa en forma de reservas. (Suárez Suárez, 2005, p. 791)  
Mide la capacidad de la empresa para poder remunerar a sus accionistas, que en última instancia serían los dueños de los fondos propios de la empresa. (Pérez-Carballo et al, 1997, p.175)

$$R. \text{Financiera} = \frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Capitales Propios}_{\text{medios}}}$$

- La rentabilidad económica: es la rentabilidad del activo o rentabilidad de los fondos totales. En su formulación hay que tener en cuenta el efecto impositivo (t), ya que los gastos financieros son deducibles cuando se determina la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

$$R. Económica = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + Gf(1 - t)}{\text{Capitales Propios}_{medios} + \text{Deuda financiera}_{media}}$$

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 (i) se determina cómo (Amat Salas, 2005, p.65):

$$i = \frac{Gf(1 - t)}{\text{Deuda financiera}_{media}}$$

Cuanto menor sea el resultado de este ratio, más barata será la deuda remunerada contraída por la empresa (Amat Salas, 2005, p.65).

Incluso se podría profundizar en el análisis, descomponiendo la rentabilidad económica en dos componentes, margen y rotación (Sánchez Ballesta, 2002, pp. 8-9):

$$\text{Margen} = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + Gf(1 - t)}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}} \times 100$$

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

- El margen: mide el beneficio que consigue la empresa por cada unidad monetaria vendida. Da el porcentaje que la empresa consigue con los ingresos procedentes de su actividad de explotación (Sánchez Ballesta, 2002, pp. 8-9).
- La rotación: permite obtener en número de veces que se recupera el activo mediante la actividad principal de explotación de la empresa estudiada. Sería el número de unidades monetarias que la empresa es capaz de conseguir por cada unidad monetaria invertida.  
Se trata de una medida de la eficiencia de la utilización de inversión en activos para conseguir un cierto nivel de ingresos. Si se consigue una baja rotación esto puede significar que la empresa está utilizando ineficazmente los capitales invertidos, que se encuentra en un sector con un fuerte inmovilizado o en un sector con una baja tasa de ocupación (Sánchez Ballesta, 2002, pp. 8-9).

Al descomponer la rentabilidad económica en estos dos factores se consigue saber dónde reside el factor explicativo del valor obtenido (Sánchez Ballesta, 2002, p. 10). Identificado el punto o puntos débiles que han propiciado una disminución en la rentabilidad económica, se podrán implementar las políticas correctoras oportunas (González Pascual, 2008, p. 609).

## 4. Análisis del efecto apalancamiento financiero

Una vez explicados los conceptos se pasa a realizar un análisis práctico a través del estudio de dos importantes empresas españolas pertenecientes al sector papelerero, ambas cotizadas en la Bolsa de Madrid.

Hay que tener en cuenta que para poder analizar correctamente una empresa es conveniente que se disponga de datos de varios años, de esta forma se puede evaluar la tendencia que sigue. Por ello se tomará un periodo de tiempo que irá desde el 2010 al 2014 (ambos incluidos).

También hay que tener presente que el sector al que pertenezca la empresa también condicionará en gran medida los resultados obtenidos por la misma. Por ello, se analizan dos empresas del mismo sector, lo que permitirá complementar el estudio con la realización de un análisis interempresas.

### 4.1. Aspectos metodológicos

Como paso previo, se comentarán algunos datos importantes acerca de las empresas que se van a estudiar, así como la información utilizada para realizar el análisis práctico.

#### 4.1.1 Selección de las empresas objeto de análisis

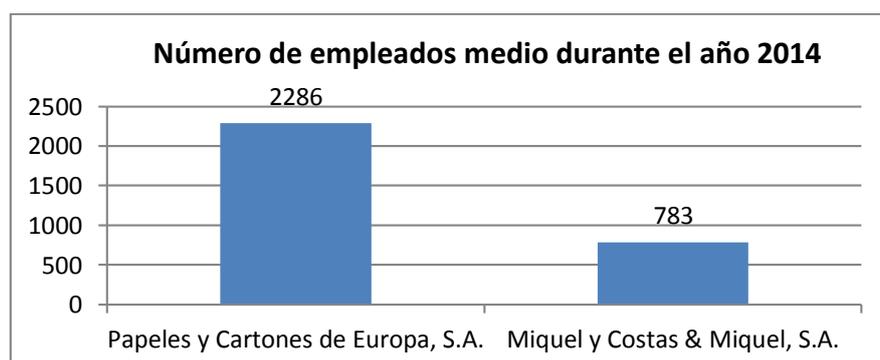
El estudio se centrará en dos importantes empresas españolas pertenecientes al sector papelerero: Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac) y Miquel y Costas & Miquel, S.A. Ambas compañías cotizan en la Bolsa de Madrid, donde figuran clasificadas dentro del subsector “papel y artes gráficas”.

Europac es una empresa presente en todos los sectores de la industria del papel y el cartón destinados al embalaje. Comienza a cotizar en el mercado de capitales en el año 1998.

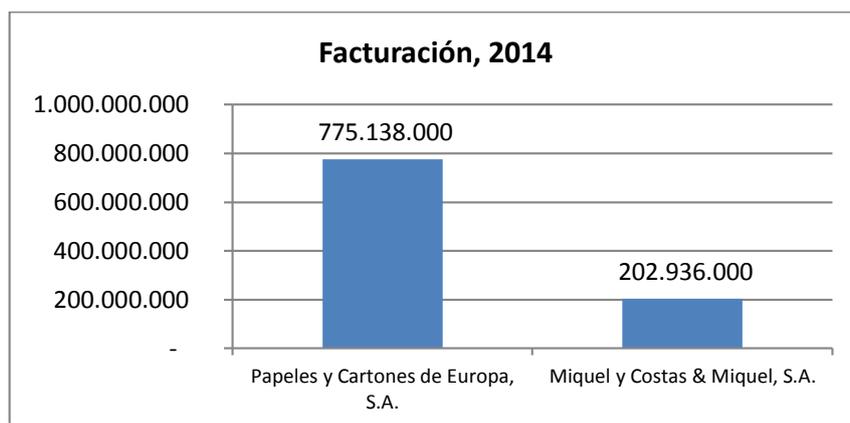
La empresa Miquel y Costas & Miquel, S.A. es una empresa que se dedica principalmente a la fabricación y comercialización de papel para la industria tabacalera. Aunque, también se dedica a la fabricación de papeles de impresión, industriales y pastas textiles. Entra a cotizar en bolsa en el año 1978.

Seguidamente se facilitan algunos datos financieros de síntesis relativos a ambas empresas:

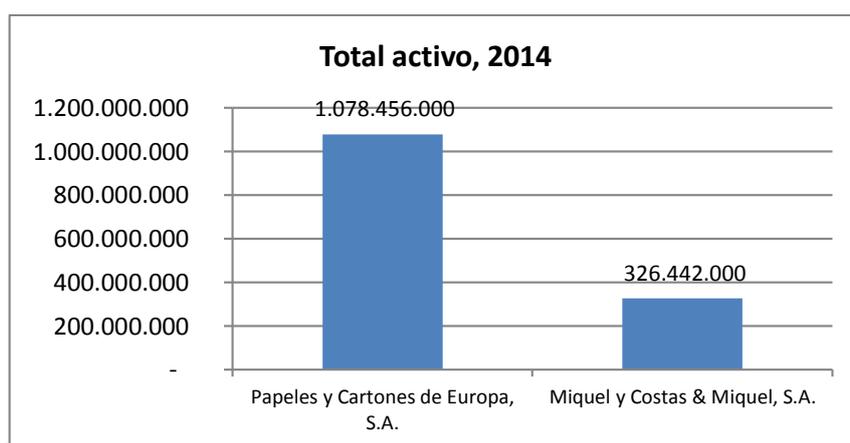
**Gráfico 3.1 Número de trabajadores, 2014**



**Gráfico 3.2 Facturación, 2014**



**Gráfico 3.3 Total del activo, 2014**



#### 4.1.2 Información utilizada en el análisis

El análisis práctico de ambas empresas se realizará a partir de las cuentas anuales consolidadas y auditadas relativas al periodo 2010 a 2014 (ambos inclusive)

Dichas cuentas anuales consolidadas son representativas de la situación económico-financiera de ambas empresas, ya que los informes de auditoría para los ejercicios analizados recogen una opinión favorable del auditor. Por ello, se puede proceder a realizar el análisis directo de dichas cuentas anuales.

Asimismo, cabe destacar que los resultados del análisis de ambas empresas son comparables ya que aplican ambas empresas las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.

#### 4.2. Análisis práctico

El análisis práctico se basa en la estructura financiera, así como de la autofinanciación y del efecto apalancamiento financiero de las empresas Europac y Miquel y Costas & Miquel, S.A. a través de la utilización de los ratios explicados en el epígrafe 3 de este

trabajo. Se analizará la evolución sufrida por ambas empresas durante el periodo comprendido entre el 2010 y el 2014 (ambos inclusive).

Los datos que se manejarán durante el análisis están expresados en miles de euros.

#### 4.2.1 Análisis de Papeles y Cartones de Europa, S.A. (EUROPAC)

Para elaborar el análisis práctico de esta empresa, se parte de las cuentas anuales consolidadas, a partir de las cuales se calculan los ratios explicados en la parte teórica del trabajo. Los resultados serán analizados posteriormente.

Se ha tenido que realizar una modificación en el resultado del año 2014 ya que en la contabilización del impuesto sobre beneficios de dicho ejercicio la empresa ha reconocido "ajustes de ejercicios anteriores". El importe de dicha corrección asciende a 6.603 miles de euros procedentes del incentivo fiscal positivo en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de ese año por importe de 1.078 miles de euros.

Por tanto, para la realización del análisis ha sido preciso eliminar de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de ese ejercicio dicho importe, debido a las siguientes razones:

- El carácter atípico de dicho ajuste
- La inversión que origina el incentivo se ha realizado en ejercicio anteriores
- La no eliminación de dicho ajuste implicaría el reconocimiento de un impuesto sobre beneficios positivo que distorsionaría el análisis del efecto apalancamiento financiero. El análisis que se va a realizar tiene en cuenta el tipo impositivo del impuesto de sociedades a la hora de calcular el coste efectivo del endeudamiento.

##### 4.2.1.1 Ratios de endeudamiento

Se comenzará por analizar los ratios de endeudamiento de la empresa. Esto determinará si existe dependencia con el exterior por parte de la empresa y el grado de dicha dependencia para la realización de sus actividades de explotación.

- Ratio de endeudamiento total:

$$\text{Ratio de endeudamiento total} = \frac{\text{Capitales ajenos}}{\text{Capitales propios}}$$

- $\text{Ratio de endeudamiento total 2014} = \frac{476.341+265.010}{337.105} = 2,20$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2013} = \frac{417.738+320.044}{334.329} = 2,21$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2012} = \frac{409.927+333.580}{318.686} = 2,33$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2011} = \frac{392.305+360.017}{321.033} = 2,34$

- $Ratio\ de\ endeudamiento\ total\ 2010 = \frac{442.324+342.606}{287.016} = 2,73$

Con este ratio se puede apreciar cómo el endeudamiento total desciende a lo largo del periodo estudiado.

No obstante, este ratio no se tendrá en consideración para analizar detalladamente el endeudamiento de la empresa, puesto que toma como fondos ajenos el total de los mismos (sin importar si la empresa debe incurrir en gastos financieros para su devolución). Para analizar con mayor precisión el endeudamiento, se procede a calcular el ratio de endeudamiento remunerado.

- Ratio de endeudamiento remunerado:

$$Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado = \frac{Deuda\ financiera}{Capitales\ propios}$$

- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2014 = \frac{329.788+43.598}{337.105} = 1,11$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2013 = \frac{320.074+88.945}{334.329} = 1,22$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2012 = \frac{307.616+97.888}{318.686} = 1,27$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2011 = \frac{291.432+113.013}{321.033} = 1,26$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2010 = \frac{362.992+49.144}{287.016} = 1,44$

Se puede observar con los datos obtenidos que el nivel de endeudamiento se ha reducido considerablemente y está aproximándose cada vez más al valor de referencia (la unidad).

- Ratio de la calidad de la deuda remunerada:

$$Ratio\ calidad\ deuda\ rem. = \frac{Deuda\ financiera\ a\ corto\ plazo}{Deuda\ financiera\ a\ \frac{c}{p} + Deuda\ financiera\ a\ \frac{l}{p}}$$

- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2014 = \frac{43.598}{329.788+43.598} = 0,12$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2013 = \frac{88.945}{320.074+88.945} = 0,22$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2012 = \frac{97.888}{307.616+97.888} = 0,24$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2011 = \frac{113.013}{291.432+113.013} = 0,28$

- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2010 = \frac{49.144}{362.992+49.144} = 0,12$

La calidad de la deuda remunerada es muy buena, ya que la mayor parte de las deudas financieras de la empresa se encuentran concentradas en exigible a largo plazo.

#### 4.2.1.2 Ratios de autofinanciación

En segundo lugar se proceden a calcular los ratios de autofinanciación para la empresa, se trata de observar la capacidad que tiene la empresa para obtener recursos de su actividad de explotación, ya que es la principal fuente de obtención de liquidez para poder hacer frente a los pagos de su deuda financiera.

- Grado de capitalización

$$Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización = \frac{Autofinanciación\ de\ enriquecimiento}{Capitales\ propios}$$

- $Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización\ 2014 = \frac{147.053}{337.105} = 0,44$
- $Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización\ 2013 = \frac{140.271}{334.329} = 0,42$
- $Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización\ 2012 = \frac{138.356}{318.686} = 0,43$
- $Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización\ 2011 = \frac{115.175}{321.033} = 0,36$
- $Ratio\ de\ grado\ de\ capitalización\ 2010 = \frac{100.025}{287.016} = 0,35$

Se ha aumentado el porcentaje de capitales propios que proceden de reservas por beneficios retenidos a lo largo del periodo. En el año 2014 se puede apreciar cómo el 44% de los capitales propios de la empresa se deben a la retención de dichos beneficios.

- Cobertura de gastos financieros

$$Ratio\ de\ cobertura\ de\ gastos\ financieros = \frac{Resultado\ antes\ de\ impuestos\ +\ GF}{Gastos\ financieros\ (GF)}$$

- $Ratio\ de\ cobertura\ de\ gastos\ financieros\ 2014 = \frac{19.588+23.703}{19.588} = 2,2$
- $Ratio\ de\ cobertura\ de\ gastos\ financieros\ 2013 = \frac{18.367+34.043}{18.367} = 2,9$

- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2012* =  $\frac{21.696+14.812}{21.696} = 1,7$
- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2011* =  $\frac{18.796+51.035}{18.796} = 3,7$
- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2010* =  $\frac{20.481+35.147}{20.481} = 2,7$

Los gastos financieros del periodo han sido cubiertos con suficiente holgura por el resultado de la empresa, por lo que se puede decir que la cobertura es suficiente. En sentido negativo cabe destacar que la cobertura decrece en el tiempo.

- Capacidad de devolución de la deuda

$$\text{Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}}$$

- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2014* =  $\frac{329.788+43.598}{78.549} = 4,8$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2013* =  $\frac{320.074+88.945}{95.400} = 4,3$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2012* =  $\frac{307.616+97.888}{69.337} = 5,8$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2011* =  $\frac{291.432+113.013}{92.769} = 4,4$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2010* =  $\frac{362.992+49.144}{111.785} = 3,7$

Este ratio nos da la el número de años que la empresa tardaría en amortizar sus deudas financieras con el nivel de FEAE de dicho año. Se puede apreciar que la capacidad de devolución de la deuda financiera decrece en el tiempo (pasa de 3,7 años en 2010 a 4,8 años en 2014)

- Autofinanciación

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

- *Autofinanciación 2014* =  $78.549 - 13.710 = 64.839$
- *Autofinanciación 2013* =  $95.400 - 13309 = 82.091$

- *Autofinanciación* 2012 = 69.337 – 16000 = 53.337
- *Autofinanciación* 2011 = 92.769 – 10387 = 82.382
- *Autofinanciación* 2010 = 111.785 – 0 = 111.785

Para poder realizar un buen análisis es indispensable que se eliminen de los flujos de efectivo de las actividades de explotación, los dividendos. Estos últimos se irán de la empresa, por lo que no se introducirán en los recursos de los que la empresa puede destinar a su actividad de explotación.

- Capacidad de devolución de la deuda

Se utiliza la autofinanciación calculada con anterioridad.

$$\begin{aligned} \text{Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE libres} &= \\ &= \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE} - \text{Dividendos}} \end{aligned}$$

- *Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres* 2014 =  $\frac{329.788+43.598}{64.839} = 5,8$
- *Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres* 2013 =  $\frac{32.0074+88.945}{82.091} = 5,0$
- *Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres* 2012 =  $\frac{307.616+97.888}{53.337} = 7,6$
- *Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres* 2011 =  $\frac{291.432+113.013}{82.382} = 4,9$
- *Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres* 2010 =  $\frac{362.992+49.144}{111.785} = 3,7$

Teniendo en cuenta los dividendos pagados por la empresa a sus accionistas vemos cómo el número de años varía considerablemente (excepto en el año 2010 donde no se pagan dividendos por parte de la empresa de estudio). Durante el resto de años se aprecia cómo el número de ejercicios necesarios para amortizar la deuda aumenta alrededor de un año, con excepción del año 2012 donde se aumenta el tiempo necesario en casi dos años.

Se confirma el deterioro de la capacidad de devolución de la deuda financiera, que es incluso mayor en el caso del ratio anterior (pasa de 3,7 años en 2010 a 5,8 años en 2014)

A la vista de lo anterior, podría cuestionarse la política de dividendos de la empresa (quizá no es excesivamente conservadora). Para ello se pasa a analizar el ratio de *payout*.

- Payout. Si observamos los datos de dividendos netos y beneficio por acción proporcionados por el diario económico “El Economista” (consultado el 5 de julio de 2015) obtenemos:

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

- $\text{Pay - out 2014} = \frac{0,15}{0,28} = 57\%$
- $\text{Pay - out 2013} = \frac{0,12}{0,30} = 40\%$
- $\text{Pay - out 2012} = \frac{0,06}{0,16} = 38\%$
- $\text{Pay - out 2011} = \frac{0,18}{0,45} = 40\%$

#### 4.2.1.3 Ratios del efecto apalancamiento financiero

Se procede ahora a analizar el efecto apalancamiento financiero en Europac. Teniendo en cuenta la rentabilidad financiera, económica y el coste efectivo del endeudamiento. Estos factores, son los que ayudarán en el cálculo final del efecto apalancamiento financiero.

En primer lugar se realizarán unos cálculos auxiliares de promedios:

$$\text{Capitales Propios}_{\text{medios}} = \frac{\text{Capitales Propios}_n + \text{Capitales Propios}_{n+1}}{2}$$

- $\text{Capitales Propios}_{\text{medios}} 2014 = \frac{334.329+337.105}{2} = 335.717$
- $\text{Capitales Propios}_{\text{medios}} 2013 = \frac{318.686+334.329}{2} = 326.508$
- $\text{Capitales Propios}_{\text{medios}} 2012 = \frac{321.033+318.686}{2} = 319.860$
- $\text{Capitales Propios}_{\text{medios}} 2011 = \frac{287.016+321.033}{2} = 304.025$

$$\text{Deuda financiera}_{\text{media}} = \frac{D. \text{financiera}_n + D. \text{financiera}_{n+1}}{2}$$

- $\text{Deuda financiera}_{\text{media}} 2014 = \frac{(320.074+88.945)+(329.788+43.598)}{2} = 391.203$
- $\text{Deuda financiera}_{\text{media}} 2013 = \frac{(307.616+97.888)+(320.074+88.945)}{2} = 407.262$
- $\text{Deuda financiera}_{\text{media}} 2012 = \frac{(291.432+113.013)+(307.616+97.888)}{2} = 404.975$

- $Deuda\ financiera_{media} 2011 = \frac{(362.992+49.144)+(291.432+113.013)}{2} = 408.291$

Para llegar al apalancamiento financiero se deben realizar tres pasos:

1. Tasa de rentabilidad financiera

$$R.Financiera = \frac{Resultado\ del\ ejercicio}{Capitales\ Propios_{medios}}$$

- $Rf\ 2014 = \frac{18.178}{335.717} \times 100 = 5,41\%$
- $Rf\ 2013 = \frac{27.434}{326.508} \times 100 = 8,40\%$
- $Rf\ 2012 = \frac{14.291}{319.860} \times 100 = 4,47\%$
- $Rf\ 2011 = \frac{41.265}{304.025} \times 100 = 13,57\%$

En esta parte se puede ver cómo la rentabilidad financiera ha sufrido grandes variaciones durante el periodo estudiado. Se ve un significativo decrecimiento a lo largo del periodo estudiado. Esto muestra que la empresa cada vez no consigue mantener los mismos resultados con los fondos propios disponibles.

2. Tasa de rentabilidad económica

$$R.Económica = \frac{Resultado\ del\ ejercicio + Gf(1 - t)}{Capitales\ Propios_{medios} + Deuda\ financiera_{media}}$$

- $Re\ 2014 = \frac{18.178 + \left(19.588 * \left(1 - \left(\frac{5.525}{23.703}\right)\right)\right)}{335717 + 391203} \times 100 = 4,57\%$
- $Re\ 2013 = \frac{27.434 + \left(18.367 * \left(1 - \left(\frac{6.609}{34.043}\right)\right)\right)}{326.508 + 407.262} \times 100 = 5,76\%$
- $Re\ 2012 = \frac{14.291 + \left(21.696 * \left(1 - \left(\frac{521}{14.812}\right)\right)\right)}{319.860 + 404.975} \times 100 = 4,86\%$
- $Re\ 2011 = \frac{41.265 + \left(18.796 * \left(1 - \left(\frac{9.770}{51.035}\right)\right)\right)}{304.025 + 408.291} \times 100 = 7,93\%$

La rentabilidad económica también decrece a lo largo del periodo estudiado. Para ver más detenidamente el factor que ha provocado dicha disminución se desglosará la rentabilidad económica.

La rentabilidad económica se puede desglosar en dos ratios. Desglosando en margen y rotación:

- Margen:

$$\text{Margen} = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + Gf(1 - t)}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}} \times 100$$

- Margen 2014 =  $\frac{18.178 + \left(19.588 * \left(1 - \left(\frac{5.525}{23.703}\right)\right)\right)}{775.138} \times 100 = 4,28\%$
- Margen 2013 =  $\frac{27.434 + \left(18.367 * \left(1 - \left(\frac{6.609}{34.043}\right)\right)\right)}{801.959} \times 100 = 5,27\%$
- Margen 2012 =  $\frac{14.291 + \left(21.696 * \left(1 - \left(\frac{521}{14.812}\right)\right)\right)}{723.792} \times 100 = 4,87\%$
- Margen 2011 =  $\frac{41.265 + \left(18.796 * \left(1 - \left(\frac{9.770}{51.035}\right)\right)\right)}{723.468} \times 100 = 7,80\%$

El margen mide la relación existente entre el beneficio obtenido por cada unidad monetaria vendida. En este caso se puede ver cómo el margen va en disminución a lo largo del periodo, lo que explica que la rentabilidad económica que la empresa consigue obtener de los fondos invertidos es cada vez menor.

- Rotación:

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

- Rotación 2014 =  $\frac{775.138}{335.717 + 391.203} = 1,07$
- Rotación 2013 =  $\frac{801.959}{326.508 + 407.262} = 1,09$
- Rotación 2012 =  $\frac{723.792}{319.860 + 404.975} = 1,00$
- Rotación 2011 =  $\frac{723.468}{304.025 + 408.291} = 1,02$

La rotación muestra el número de veces que se recupera el activo con la actividad de explotación principal de la empresa.

El deterioro de la rentabilidad económica, se debe principalmente a la caída del margen de beneficio sobre las ventas, ya que la rotación ha seguido una tendencia más o menos constante a lo largo del periodo.

### 3. Coste efectivo del endeudamiento

$$i = \frac{Gf(1-t)}{\text{Deuda financiera}_{media}}$$

- $i_{2014} = \frac{19.588 * \left(1 - \left(\frac{5.525}{23.703}\right)\right)}{335.717 + 391.203} \times 100 = 3,84\%$
- $i_{2013} = \frac{18.367 * \left(1 - \left(\frac{6.609}{34.043}\right)\right)}{326.508 + 407.262} \times 100 = 3,63\%$
- $i_{2012} = \frac{21.696 * \left(1 - \left(\frac{521}{14.812}\right)\right)}{319.860 + 404.975} \times 100 = 5,17\%$
- $i_{2011} = \frac{18.796 * \left(1 - \left(\frac{9.770}{51.035}\right)\right)}{304.025 + 408.291} \times 100 = 3,72\%$

El coste efectivo de la deuda no ha sufrido grandes modificaciones a lo largo del periodo. Ha permanecido para los cuatro años entorno al 4%.

El efecto apalancamiento despejando de la siguiente fórmula para cada uno de los años sería:

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

- $\text{Efecto apalancamiento } 2014 = \frac{5,41\%}{4,57\%} = 1,19$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2013 = \frac{8,40\%}{5,76\%} = 1,46$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2012 = \frac{4,47\%}{4,86\%} = 0,92$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2011 = \frac{13,57\%}{7,93\%} = 1,71$

Hay un efecto apalancamiento positivo o amplificador (es decir, la utilización de deuda ha provocado un incremento de la rentabilidad financiera que ha beneficiado al accionista) durante todo el periodo, excepto en el año 2012. Se puede decir, por tanto, que la rentabilidad obtenida con los fondos ajenos es superior al coste que se debe pagar por ellos (excepto en el 2012 donde la rentabilidad es inferior al coste efectivo de la deuda).

No obstante, en sentido negativo, cabe reseñar que la fuerza o intensidad del efecto apalancamiento financiero se ha reducido considerablemente a lo largo del periodo estudiado (pasa de 1,71 en 2011 a 1,19 en 2014)

➤ Alternativa para el estudio del efecto apalancamiento: diferencial Rentabilidad económica menos coste efectivo del endeudamiento

- Diferencial año 2014=4,57% – 3,84% = 0,73%
- Diferencial año 2013=5,76% – 3,63% = 2,12%
- Diferencial año 2012=4,86% – 5,17% = –0,31%
- Diferencial año 2011=7,93% – 3,72% = 4,20%

Un valor positivo se corresponde con un efecto apalancamiento financiero positivo y un valor negativo implicaría un efecto apalancamiento financiero negativo. En este caso, dado que el coste efectivo del endeudamiento permanece relativamente estable, es el deterioro de la rentabilidad económica (por la caída del margen) el factor explicativo de que la intensidad o fuerza del efecto apalancamiento financiero se haya visto considerablemente reducido a lo largo del periodo objeto de estudio.

#### 4.2.2 Análisis de Miquel y Costas & Miquel, S.A.

Para elaborar el análisis práctico de esta empresa, se parte de las cuentas anuales consolidadas, a partir de las cuales se calculan los ratios explicados en la parte teórica del trabajo. Los resultados serán analizados posteriormente.

##### 4.2.2.1 Ratios de endeudamiento

Se comenzará por analizar los ratios de endeudamiento de la empresa. Esto determinará si existe dependencia con el exterior por parte de la empresa y el grado de dicha dependencia para la realización de sus actividades de explotación.

- Ratio de endeudamiento total:

$$\text{Ratio de endeudamiento total} = \frac{\text{Capitales ajenos}}{\text{Capitales propios}}$$

- $\text{Ratio de endeudamiento total 2014} = \frac{55.456+52.475}{218.511} = 0,49$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2013} = \frac{77.538+45.696}{211.129} = 0,58$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2012} = \frac{61.647+51.663}{192.250} = 0,59$
- $\text{Ratio de endeudamiento total 2011} = \frac{51.514+47.600}{174.367} = 0,57$

- $Ratio\ de\ endeudamiento\ total\ 2010 = \frac{20.126+48.557}{161.366} = 0,43$

La empresa en este caso obtendría un endeudamiento total bajo a lo largo del periodo estudiado.

Este ratio no se tendrá en consideración para analizar detalladamente el endeudamiento de la empresa, puesto que toma como valores de referencia el total de los fondos ajenos de la empresa (sin importar si la empresa debe incurrir en gastos financieros para su devolución). Para analizar correctamente el endeudamiento, se procede a calcular el ratio de endeudamiento remunerado.

- Ratio de endeudamiento remunerado:

$$Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado = \frac{Deuda\ financiera}{Capitales\ propios}$$

- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2014 = \frac{48.475+11.478}{218.511} = 0,27$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2013 = \frac{68.495+7.118}{211.129} = 0,36$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2012 = \frac{50.555+5.679}{192.250} = 0,29$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2011 = \frac{42.819+8.185}{174.367} = 0,29$
- $Ratio\ de\ endeudamiento\ remunerado\ 2010 = \frac{17.280+8.809}{161.366} = 0,16$

El ratio de endeudamiento remunerado es muy bajo, muy inferior al valor de referencia (la unidad). Existe una elevado autonomía financiera (libertad de acción). Es decir, la empresa tiene la capacidad de elegir aquellas fuentes de financiación, tanto propias como ajenas, que más le interesen. La empresa dispone de un amplio margen para captar financiación ajena adicional.

Cabe esperar que los gastos financieros derivados de deudas que deba soportar la empresa también sean bajos.

- Ratio de la calidad de la deuda:

$$Ratio\ calidad\ deuda\ rem. = \frac{Deuda\ financiera\ a\ corto\ plazo}{Deuda\ financiera\ a\ \frac{c}{p} + Deuda\ financiera\ a\ \frac{l}{p}}$$

- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2014 = \frac{11.478}{48.475+11.478} = 0,19$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2013 = \frac{7.118}{68.495+7.118} = 0,09$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2012 = \frac{5.679}{50.555+5.679} = 0,10$
- $Ratio\ de\ la\ calidad\ de\ la\ deuda\ rem.\ 2011 = \frac{8.185}{42.819+8.185} = 0,16$

- *Ratio de la calidad de la deuda rem. 2010* =  $\frac{8.809}{17.280+8.809}=0,34$

La calidad de la deuda ha sufrido variaciones a lo largo del periodo, pero durante todo él se puede ver cómo el porcentaje de pasivo exigible a corto plazo es bastante bajo. Por tanto, se puede decir que la empresa tiene una muy buena calidad de la deuda financiera, y que esta se encuentra mayoritariamente concentrada en exigible a largo plazo.

#### 4.2.2.2 Ratios de autofinanciación

En segundo lugar se proceden a realizar los ratios de generación de recursos para la empresa, se trata de observar la capacidad que tiene la empresa para obtener recursos de su actividad de explotación, ya que es la principal fuente de obtención de liquidez para poder hacer frente a los pagos de su deuda financiera.

- Grado de capitalización

$$\text{Ratio de grado de capitalización} = \frac{\text{Autofinanciación de enriquecimiento}}{\text{Capitales propios}}$$

- *Ratio de grado de capitalización 2014* =  $\frac{207.169}{218.511} = 0,95$
- *Ratio de grado de capitalización 2013* =  $\frac{190.306}{211.129} = 0,90$
- *Ratio de grado de capitalización 2012* =  $\frac{171.427}{192.250} = 0,89$
- *Ratio de grado de capitalización 2011* =  $\frac{155.125}{174.367} = 0,89$
- *Ratio de grado de capitalización 2010* =  $\frac{144.540}{161.366} = 0,90$

Se ha aumentado el porcentaje de capitales propios que proceden de reservas por beneficios retenidos a lo largo del periodo. En el año 2014 se puede apreciar cómo el 95% de los capitales propios de la empresa se deben a la retención de dichos beneficios, esto representa que la empresa está siguiendo una política de retención de recursos, no está dejando salir todos los beneficios obtenidos vía dividendos, sino que se estaría “aprovisionando” de recursos propios.

- Cobertura de gastos financieros

$$\text{Ratio de cobertura de gastos financieros} = \frac{\text{Resultado antes de impuestos} + \text{GF}}{\text{Gastos financieros (GF)}}$$

- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2014* =  $\frac{2.023+29.910}{2.023} = 15,8$

- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2013* =  $\frac{1.918+31.635}{1.918} = 17,5$
- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2012* =  $\frac{1.479+37.595}{1.479} = 26,4$
- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2011* =  $\frac{845+32.059}{845} = 38,9$
- *Ratio de cobertura de gastos financieros 2010* =  $\frac{299+27.587}{299} = 93,3$

Los gastos financieros del periodo han sido cubiertos por el resultado de la empresa, existiendo en todos los casos un gran excedente de resultado. No obstante, aunque la cobertura sea muy alta, decrece en el tiempo.

- Capacidad de devolución de la deuda

$$\text{Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE} = \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE}}$$

- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2014* =  $\frac{48.475+11.478}{32.159} = 1,9$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2013* =  $\frac{68.495+7.118}{27.926} = 2,7$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2012* =  $\frac{50.555+5.679}{39.473} = 1,4$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2011* =  $\frac{42.819+8.185}{33.127} = 1,5$
- *Ratio de capacidad de devolución de la deuda 2010* =  $\frac{17.280+8.809}{37.859} = 0,7$

Este ratio nos da la el número de años que la empresa tardaría en amortizar sus deudas financieras con el nivel de FEAE de dicho año. Se puede decir que la empresa tiene una buena capacidad de devolución de la deuda financiera (bastarían dos años para reembolsar toda la deuda financiera con el nivel de FEAE obtenido en 2014).

- Autofinanciación

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

- *Autofinanciación 2014* =  $32.159 - 6.221 = 25.938$
- *Autofinanciación 2013* =  $27.926 - 5.944 = 21.982$
- *Autofinanciación 2012* =  $39.473 - 5.951 = 33.522$
- *Autofinanciación 2011* =  $33.127 - 5.642 = 27.485$

- $Autofinanciación\ 2010 = 37.859 - 5.543 = 32.316$

Para poder realizar un buen análisis es indispensable que se eliminen de los flujos de efectivo de las actividades de explotación, los dividendos. Estos últimos se irán de la empresa, por lo que no se introducirán en los recursos de los que la empresa puede destinar a su actividad de explotación.

- Capacidad de devolución de la deuda

Se utiliza la autofinanciación calculada con anterioridad.

$$\begin{aligned} \text{Ratio capacidad devolución deuda financiera con FEAE libres} &= \\ &= \frac{\text{Deuda financiera}}{\text{FEAE} - \text{Dividendos}} \end{aligned}$$

- $\text{Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres } 2014 = \frac{48.475+11.478}{25.938} = 2,3$
- $\text{Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres } 2013 = \frac{68.495+7.118}{21.982} = 3,4$
- $\text{Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres } 2012 = \frac{50.555+5.679}{33.522} = 1,7$
- $\text{Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres } 2011 = \frac{42.819+8.185}{27.485} = 1,9$
- $\text{Ratio de cap. de dev. de la deuda finan. FEAE libres } 2010 = \frac{17.280+8.809}{3.2316} = 0,8$

Teniendo en cuenta los dividendos pagados por la empresa a sus accionistas vemos cómo el número de años no varía considerablemente. Esto enlazaría con la idea de la política de retención de beneficios seguida por la empresa. Es decir, la empresa retiene mayoritariamente sus beneficios dentro de la propia empresa.

La capacidad de devolución de la deuda financiera sigue siendo buena, ya que la empresa sería capaz de devolver toda la deuda financiera en poco más de 2 años con el nivel de autofinanciación efectiva o FEAE libres (FEAE-dividendos) alcanzado en el ejercicio 2014.

- Payout. Si observamos los datos de dividendos netos y beneficio por acción proporcionados por el diario económico "El Economista" (consultado el 5 de julio de 2015) obtenemos:

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

- $\text{Pay} - \text{out } 2014 = \frac{0,57}{2,09} = 27\%$

- $Pay - out\ 2013 = \frac{0,55}{2,17} = 25\%$
- $Pay - out\ 2012 = \frac{0,53}{2,20} = 24\%$
- $Pay - out\ 2011 = \frac{0,52}{1,83} = 28\%$

#### 4.2.2.3 Ratios del efecto apalancamiento financiero

Se procede ahora a analizar el efecto apalancamiento financiero en Miquel y Costas & Miquel, S.A. Teniendo en cuenta la rentabilidad financiera, económica y el coste efectivo del endeudamiento. Estos factores, son los que ayudaran en el cálculo del efecto apalancamiento financiero.

En primer lugar se realizarán unos cálculos auxiliares de promedios:

$$Capitales\ Propios_{medios} = \frac{Capitales\ Propios_n + Capitales\ Propios_{n+1}}{2}$$

- $Capitales\ Propios_{medios}\ 2014 = \frac{211.129+218.511}{2} = 214.820$
- $Capitales\ Propios_{medios}\ 2013 = \frac{192.250+211.129}{2} = 201.690$
- $Capitales\ Propios_{medios}\ 2012 = \frac{174.367+192.250}{2} = 183.309$
- $Capitales\ Propios_{medios}\ 2011 = \frac{161.366+174.367}{2} = 167.867$

$$Deuda\ financiera_{media} = \frac{D.\ financiera_n + D.\ financiera_{n+1}}{2}$$

- $Deuda\ financiera_{media}\ 2014 = \frac{(68.495+7.118)+(48.475+11.478)}{2} = 67.783$
- $Deuda\ financiera_{media}\ 2013 = \frac{(50.555+5.679)+(68.495+7.118)}{2} = 65.924$
- $Deuda\ financiera_{media}\ 2012 = \frac{(42.819+8.185)+(50.555+5.679)}{2} = 53.619$
- $Deuda\ financiera_{media}\ 2011 = \frac{(17.280+8.809)+(42.819+8.185)}{2} = 38.547$

Para llegar al apalancamiento financiero se deben realizar tres pasos:

1. Tasa de rentabilidad financiera

$$R. Financiera = \frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Capitales Propios}_{medios}}$$

- $Rf\ 2014 = \frac{24.696}{214.820} \times 100 = 11,50\%$
- $Rf\ 2013 = \frac{27.114}{201.690} \times 100 = 13,44\%$
- $Rf\ 2012 = \frac{27.407}{183.309} \times 100 = 14,95\%$
- $Rf\ 2011 = \frac{23.140}{167.867} \times 100 = 13,78\%$

En esta parte se puede ver cómo la rentabilidad financiera aunque decrece durante el periodo estudiado, se mantiene en altas cuotas. Esto indica que la empresa cada vez consigue mantener resultados altos con los fondos propios disponibles.

## 2. Tasa de rentabilidad económica

$$R. Económica = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + Gf(1 - t)}{\text{Capitales Propios}_{medios} + \text{Deuda financiera}_{media}}$$

- $Re\ 2014 = \frac{24.696 + \left(2.023 * \left(1 - \left(\frac{5.214}{29.910}\right)\right)\right)}{214.820 + 67.783} \times 100 = 9,33\%$
- $Re\ 2013 = \frac{27.114 + \left(1.918 * \left(1 - \left(\frac{4.521}{31.635}\right)\right)\right)}{201.690 + 65.924} \times 100 = 10,75\%$
- $Re\ 2012 = \frac{27.407 + \left(1.479 * \left(1 - \left(\frac{10.188}{37.595}\right)\right)\right)}{183.309 + 53.619} \times 100 = 12,02\%$
- $Re\ 2011 = \frac{23.140 + \left(845 * \left(1 - \left(\frac{8.919}{32.059}\right)\right)\right)}{167.867 + 38.547} \times 100 = 11,51\%$

La rentabilidad económica decrece ligeramente a lo largo del periodo estudiado. Para ver lo que provoca dicha disminución se pasa a analizar detenidamente la tasa.

La rentabilidad económica se puede desglosar en dos ratios. Desglosando en margen y rotación:

- Margen:

$$\text{Margen} = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + Gf(1 - t)}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}} \times 100$$

### Análisis del Efecto del Apalancamiento Financiero

- $\text{Margen 2014} = \frac{24.696 + \left(2.023 * \left(1 - \left(\frac{5.214}{29.910}\right)\right)\right)}{202.936} \times 100 = 12,41\%$
- $\text{Margen 2013} = \frac{27.114 + \left(1.918 * \left(1 - \left(\frac{4.521}{31.635}\right)\right)\right)}{190.367} \times 100 = 14,30\%$
- $\text{Margen 2012} = \frac{27.407 + \left(1.479 * \left(1 - \left(\frac{10.188}{37.595}\right)\right)\right)}{199.165} \times 100 = 15,11\%$
- $\text{Margen 2011} = \frac{23.140 + \left(845 * \left(1 - \left(\frac{8.919}{32.059}\right)\right)\right)}{191.352} \times 100 = 12,99\%$

En este caso se puede ver cómo el margen cae ligeramente durante el periodo estudiado.

- Rotación:

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

- $\text{Rotación 2014} = \frac{202.936}{214.820 + 67.783} = 0,72$
- $\text{Rotación 2013} = \frac{190.367}{201.690 + 65.924} = 0,71$
- $\text{Rotación 2012} = \frac{199.165}{183.309 + 53.619} = 0,84$
- $\text{Rotación 2011} = \frac{191.352}{167.867 + 38.547} = 0,93$

La rotación también cae en el tiempo, lo que denota una menor eficiencia en la gestión del activo.

El menor grado de aprovechamiento de los activos (caída de la rotación), junto con la ligera contracción del margen, explican la disminución de la rentabilidad económica.

### 3. Coste efectivo del endeudamiento

$$i = \frac{Gf(1-t)}{\text{Deuda financiera}_{\text{media}}}$$

- $i \text{ 2014} = \frac{2.023 * \left(1 - \left(\frac{5.214}{29.910}\right)\right)}{67.783} \times 100 = 2,46\%$
- $i \text{ 2013} = \frac{1.918 * \left(1 - \left(\frac{4.521}{31.635}\right)\right)}{65.924} \times 100 = 2,49\%$

$$\circ i_{2012} = \frac{1.479 * \left(1 - \left(\frac{10.188}{37.595}\right)\right)}{53.619} \times 100 = 2,01\%$$

$$\circ i_{2011} = \frac{845 * \left(1 - \left(\frac{8.919}{32.059}\right)\right)}{38.547} \times 100 = 1,58\%$$

El coste efectivo de la deuda no ha sufrido grandes modificaciones a lo largo del periodo. Ha permanecido relativamente estable en torno al 2,5%.

El efecto apalancamiento despejando de la siguiente fórmula para cada uno de los años sería:

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

- $\text{Efecto apalancamiento } 2014 = \frac{11,50\%}{9,33\%} = 1,23$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2013 = \frac{13,44\%}{10,75\%} = 1,25$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2012 = \frac{14,95\%}{12,02\%} = 1,24$
- $\text{Efecto apalancamiento } 2011 = \frac{13,78\%}{11,51\%} = 1,20$

Hay un efecto apalancamiento positivo o amplificador (es decir, la utilización de deuda ha provocado un incremento de la rentabilidad financiera que ha beneficiado al accionista), que mantiene su intensidad a lo largo de todo el periodo. Se puede decir, por tanto, que la rentabilidad obtenida con los fondos ajenos es superior al coste que se debe pagar por ellos.

Lo que sugiere esta situación es que la empresa podría haber incrementado el endeudamiento para aumentar con ello la rentabilidad de los fondos propios durante el periodo analizado.

- Alternativa para el estudio del efecto apalancamiento: diferencial Rentabilidad económica menos coste efectivo del endeudamiento
  - $\text{Diferencial año } 2014 = 9,33\% - 2,46\% = 6,87\%$
  - $\text{Diferencial año } 2013 = 10,75\% - 2,49\% = 8,25\%$
  - $\text{Diferencial año } 2012 = 12,02\% - 2,01\% = 10,01\%$
  - $\text{Diferencial año } 2011 = 11,51\% - 1,58\% = 9,92\%$

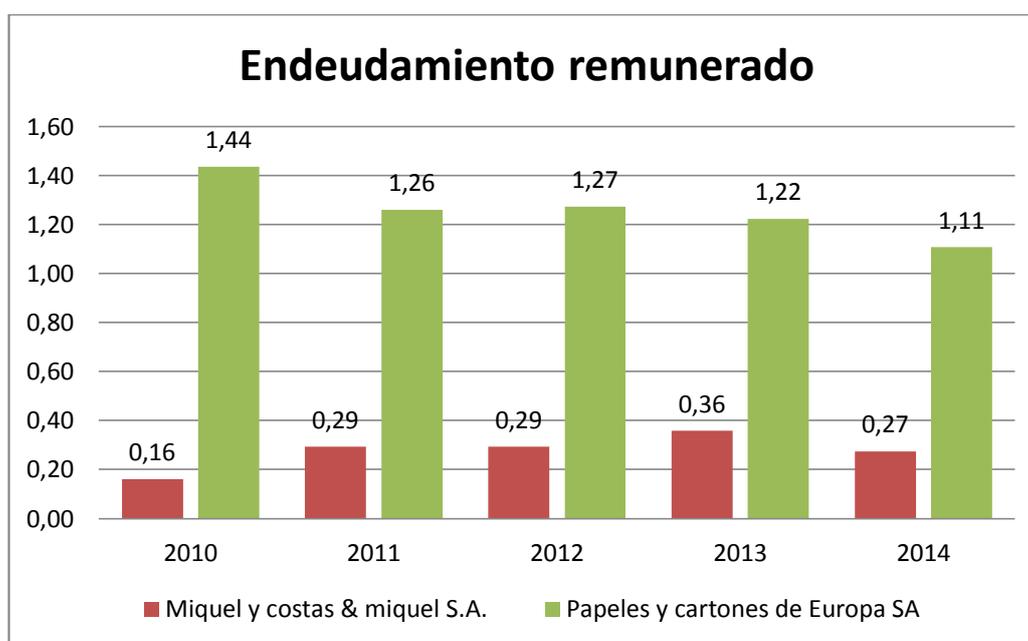
Un valor positivo se corresponde con un efecto apalancamiento financiero positivo y un valor negativo implicaría un efecto apalancamiento financiero negativo.

Se obtiene como resultado un amplio diferencial positivo en beneficio de los intereses de los accionistas, esto explica el signo positivo del efecto apalancamiento financiero (el endeudamiento tiene un efecto expansivo sobre la rentabilidad financiera del accionista).

### 4.2.3 Análisis interempresas

Mediante este análisis se van a comparar los ratios de ambas empresas, centrándose en aquellos aspectos que son de mayor relevancia.

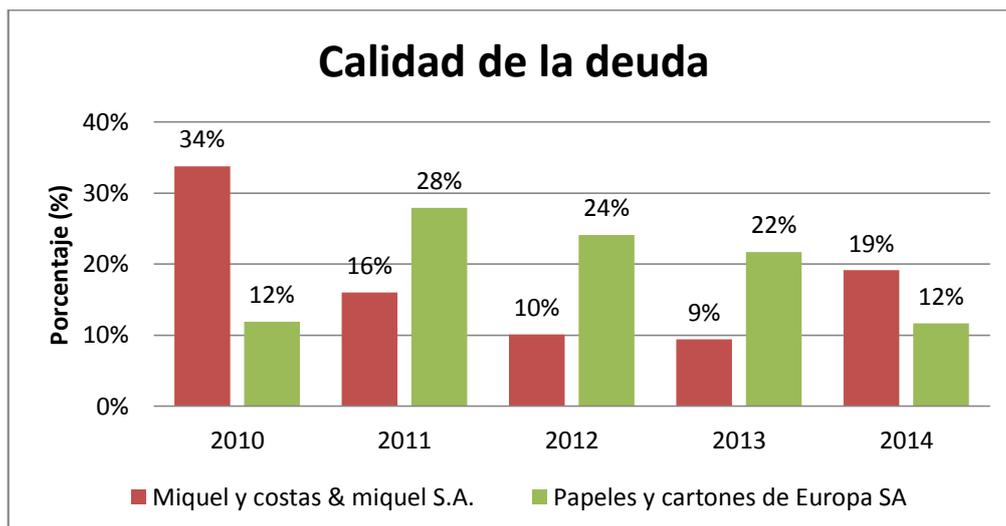
Gráfico 4.1 Ratio de endeudamiento remunerado



Miquel y Costas & Miquel S.A. tiene un endeudamiento remunerado muy bajo (valor de referencia: unidad) y por tanto disfruta de una elevada autonomía financiera (libertad de acción), la empresa tiene la capacidad de elegir aquellas fuentes de financiación, tanto propias como ajenas, que más le interesen. Se puede decir, por tanto, que la empresa dispone de amplio margen para captar financiación ajena adicional.

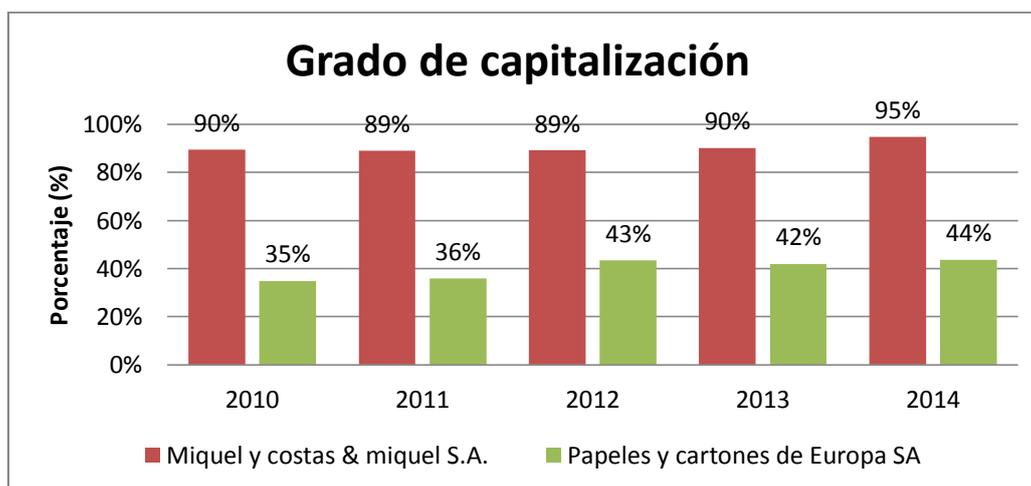
Aunque Europac haya reducido su ratio de endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia a finales de 2014, podría afirmarse que la empresa dispone de poca autonomía financiera, ya que la capacidad de endeudamiento futuro está en límites de saturación y es por tanto reducida.

Gráfico 4.2 Ratio de calidad de la deuda



La calidad de la deuda sufre grandes cambios a lo largo del periodo, lo más significativo es el aumento de la calidad en Miquel y Costas & Miquel S.A. Ambas empresas tienen una buena calidad de la deuda financiera, que se encuentra mayoritariamente concentrada en deudas a largo plazo.

Gráfico 4.3 Ratio de grado de capitalización



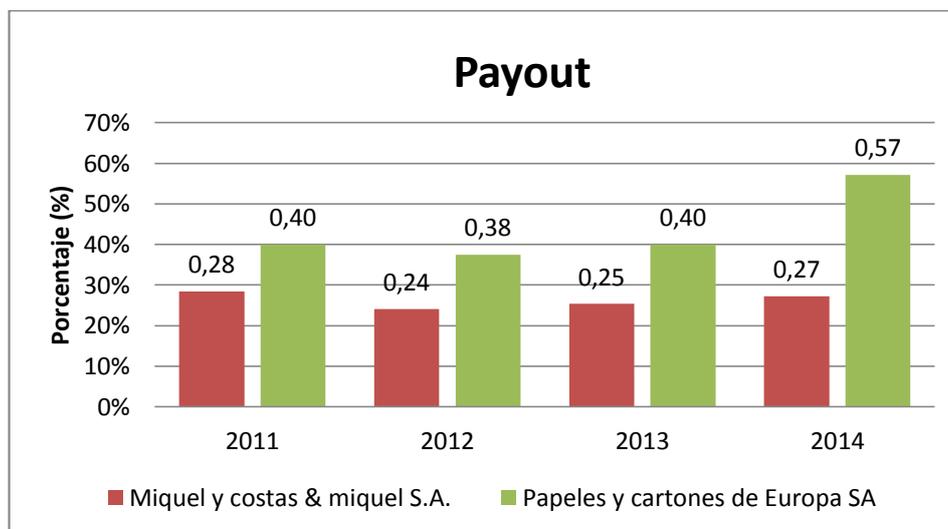
El porcentaje de capitales propios que proceden de reservas por beneficios retenidos va en aumento a lo largo del periodo en ambos casos. Sin embargo, en el caso de Miquel y Costas & Miquel S.A. es mucho más significativo (prácticamente el doble que el de su competidora). En Europac se aproxima al final a cerca del 50%, por otro lado en su competidora casi se llega al 95%.

La política de retención de beneficios en ambas empresas, por tanto, es bastante diferente. Europac sigue una política de dividendos más alta, mientras que su competidora opta por la retención de beneficios engrosando la autofinanciación de enriquecimiento.

La cuantía del ratio depende en gran medida de la política de la empresa, así como de la situación que ésta presente en cada ejercicio. Por otro lado, hay que tener en

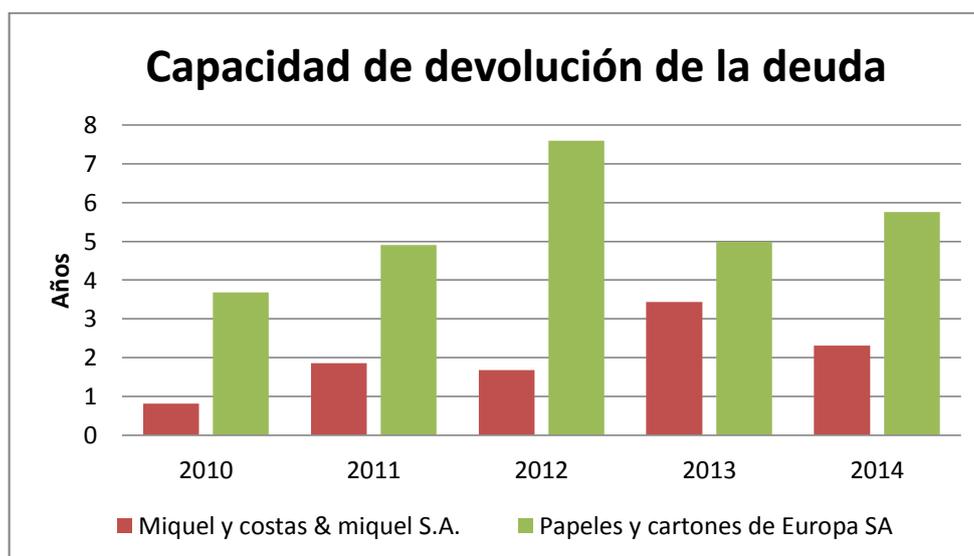
cuenta que algunos inversores optarán por aquellas empresas que reporten una rentabilidad en el presente en forma de dividendos (Gómez Calvet et al, 2006, pp. 252-253). En efecto, si observamos el ratio de *payout* de ambas empresas se observa una gran diferencia:

**Gráfico 4.4 Ratio Payout**



La política de dividendos o *payout* de Miquel y Costas & Miquel S.A. es más conservadora. Europac no sólo destina un mayor porcentaje del beneficio al pago de dividendos a los accionistas, sino que además, ha aumentado su ratio de *payout* en 2014, prácticamente duplicando al de Miquel y Costas & Miquel S.A.

**Gráfico 4.5 Ratio de capacidad de devolución de la deuda mediante autofinanciación**

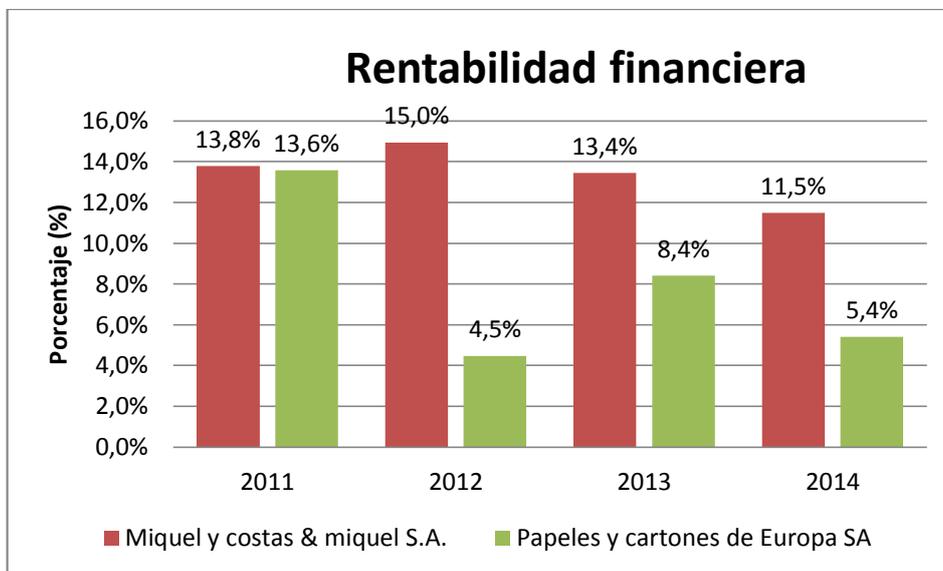


La capacidad de devolución de la deuda es superior en Miquel y Costas & Miquel S.A., puesto que el número de años de dicha empresa para devolver los fondos ajenos de los que dispone con sus Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE) libres (eliminando los dividendos, ya que estos no permanecerán en la empresa) es menor a la de Europac (éste último necesitaría casi 6 años para devolver toda su

deuda financiera frente a los aproximadamente 2 años de Miguel y costas & miquel S.A)

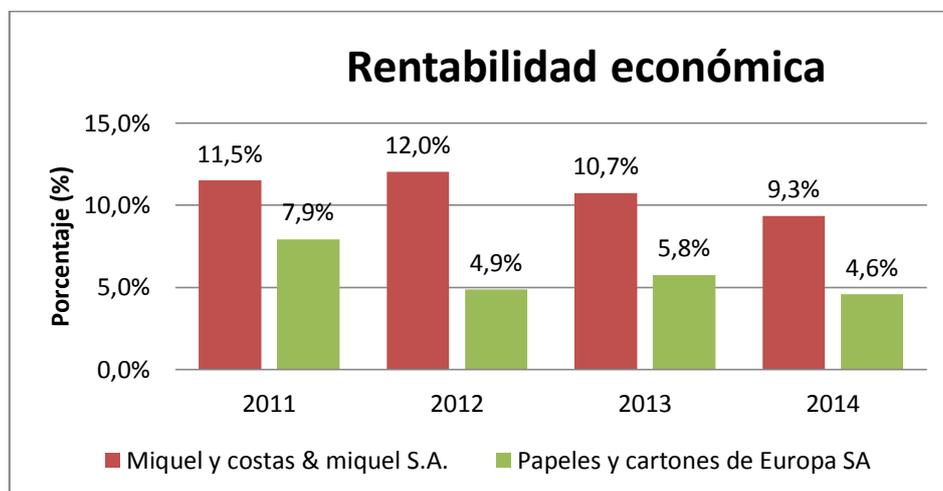
La empresa Europac, además, tiene una evolución negativa, lo que evidencia que la capacidad de devolución de la deuda financiera de esta empresa se ha deteriorado a lo largo del periodo objeto de análisis.

**Gráfico 4.6 Ratio de rentabilidad financiera**



La rentabilidad financiera de ambas empresas comienza en niveles similares, sufriendo Europac una fuerte disminución de la que no se recupera a lo largo del periodo estudiado. Es decir, la rentabilidad financiera es significativamente más elevada en el caso de Miquel y Costas & Miquel S.A. (ésta duplica a la de Europac en 2014), qué además presenta una evolución más favorable del ratio. En efecto, aunque la rentabilidad financiera decrece a lo largo del periodo analizado para ambas empresas, la disminución es mucho más pronunciada en el caso de Europac.

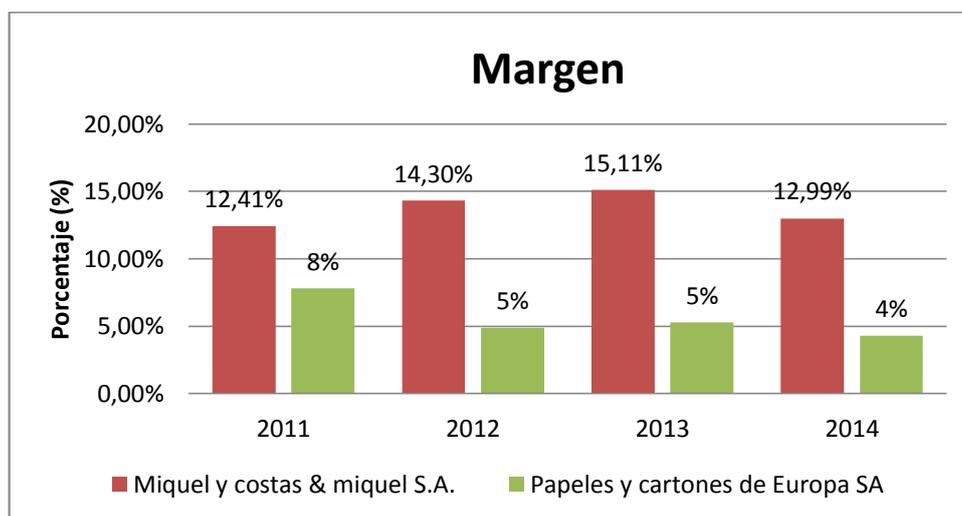
**Gráfico 4.7 Ratio de rentabilidad económica**



La rentabilidad económica es significativamente más elevada en el caso de Miquel y Costas & Miquel S.A. (la rentabilidad económica de esta empresa duplica a la de Europac en 2014), y además presenta una evolución más favorable del ratio. En efecto, aunque la rentabilidad económica decrece a lo largo del periodo analizado para ambas empresas, la disminución es mucho más pronunciada en el caso de Europac.

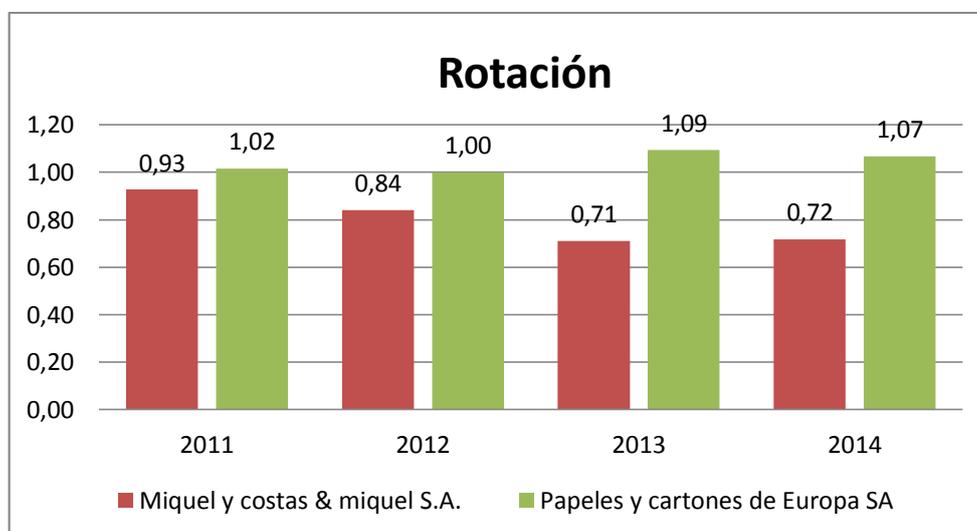
Se procede a desglosar el ratio en margen y rotación para ver las diferencias entre ambas empresas en las tendencias seguidas para la disminución de la rentabilidad económica a lo largo del periodo de estudio.

**Gráfico 4.8 Margen**



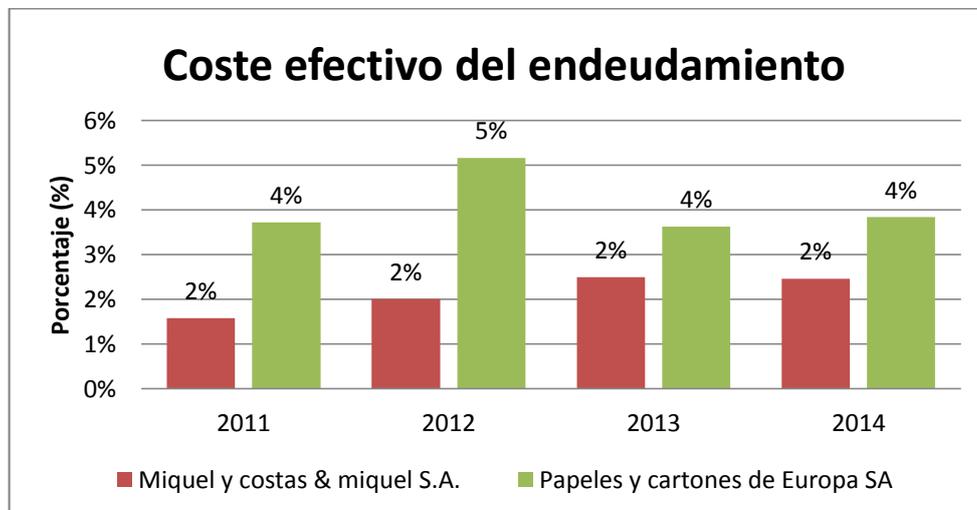
El margen es muy superior en el caso de Miquel y Costas & Miquel S.A que en el de Europac. Se puede apreciar, además, que Europac ha disminuido considerablemente su margen a lo largo del periodo estudiado, lo que explica como anteriormente se ha expuesto, que su rentabilidad económica haya sufrido un importante descenso.

**Gráfico 4.9 Rotación**



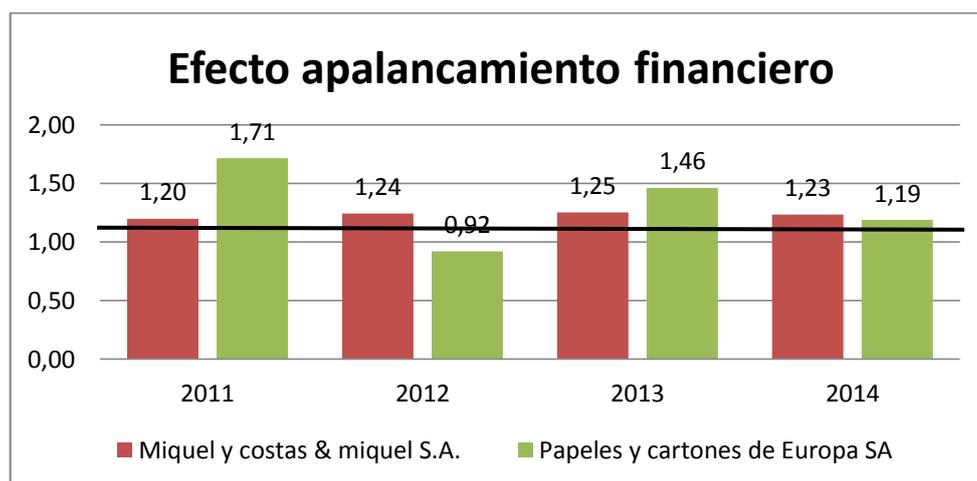
En el caso de la rotación, es Miquel y Costas & Miquel S.A la que mayor descenso ha sufrido, lo que ha impactado negativamente sobre su rentabilidad económica.

**Gráfico 4.10 Coste efectivo del endeudamiento (i)**



El coste efectivo de los recursos ajenos tomados en préstamos es menor y por tanto, más favorable en el caso de Miquel y Costas & Miquel S.A. que en el de Europac.

**Gráfico 4.11 Ratio del efecto apalancamiento financiero**



Tomando como referencia la unidad para determinar si existe apalancamiento financiero positivo o negativo, se aprecia cómo ambas empresas tendrían un apalancamiento financiero positivo a lo largo del periodo, excepto Europac en el año 2012.

Esto significa que las empresas son capaces de ofrecer a sus accionistas una remuneración superior si ésta utiliza recursos financieros ajenos.

Para Miquel y Costas & Miquel S.A., la intensidad o fuerza del efecto apalancamiento financiero permanece intacta a lo largo del periodo analizado. Por su parte, la

intensidad o fuerza del efecto apalancamiento financiero de Europac se reduce significativamente durante el periodo estudiado. De hecho, en 2011 la intensidad del efecto apalancamiento financiero de Europac era comparativamente muy superior a la de Miquel y Costas & Miquel S.A., mientras que en 2014, debido a la dispar evolución de ambas empresas, la intensidad del efecto apalancamiento financiero de Europac ha pasado a ser inferior a la de Miquel y Costas & Miquel S.A.

## 5. Conclusiones

Este trabajo aborda el estudio del apalancamiento financiero, cuya relevancia en el ámbito empresarial radica en el hecho de que el apalancamiento financiero (endeudamiento) afecta tanto a la solvencia como a la rentabilidad (concretamente a la rentabilidad financiera, que es un concepto de rentabilidad relevante para el accionista).

A más endeudamiento, mayor riesgo de insolvencia (efecto sobre la solvencia). Un endeudamiento muy elevado podría comprometer la estabilidad de la empresa, que sería más vulnerable ante cualquier adversidad sobrevenida. Por su parte, en función del signo del efecto apalancamiento financiero (positivo o negativo), la utilización de deuda será beneficiosa o perjudicial para el accionista, ya que aumenta o disminuye la rentabilidad financiera.

Se plantea por tanto un dilema para todo administrador o gestor, que es el eje central que inspira el presente trabajo. Si el efecto apalancamiento financiero es positivo, lo razonable desde un punto de vista económico sería endeudarse para conseguir la máxima rentabilidad para los accionistas (maximizar la rentabilidad financiera). Ahora bien, ese endeudamiento debería tener un límite, pues conforme se endeuda la empresa, aumenta el riesgo de insolvencia, y si nos endeudamos en exceso se podría comprometer la estabilidad empresarial. En definitiva, los administradores o gestores, deben gestionar el endeudamiento asegurándose de que exista un adecuado equilibrio entre solvencia y rentabilidad.

Este trabajo recoge los aspectos teóricos necesarios para el análisis del apalancamiento financiero, que se concretan en la definición e interpretación de varios ratios de endeudamiento, autofinanciación y del efecto apalancamiento financiero. Mediante la aplicación práctica de dichos ratios a dos importantes compañías españolas del sector papelerero (Europac y Miquel y Costas & Miquel, S.A.), se ha podido realizar un valioso diagnóstico de la estructura económico-financiera de cada una de ellas, identificando los puntos fuertes y débiles de cada compañía, y proponiendo en su caso las medidas correctoras oportunas.

Concretamente, Europac se encuentra en un nivel de endeudamiento que supera los niveles aconsejables, por lo que la capacidad de endeudamiento futuro está en límites de saturación y su autonomía financiera es muy reducida. Además, el grado de capitalización es comparativamente bajo y su política de reparto de dividendos dista de ser austera. El efecto apalancamiento financiero ha sido positivo a lo largo del periodo 2010-2014 (excepto en 2012), pero cabe reseñar, en sentido negativo, que la fuerza o intensidad del mismo se ha visto drásticamente reducida en el tiempo. El principal factor explicativo de este deterioro es la fuerte disminución del margen sobre ventas, que ha arrastrado a la baja a las rentabilidades económica y financiera. Las medidas correctoras pasarían por reducir el endeudamiento hasta el valor de referencia (unidad), optar por una política de dividendos más conservadora y adoptar medidas comerciales y de control de costes orientadas a aumentar el margen sobre las ventas.

Por otro lado, Miquel y Costas & Miquel, S.A presenta un nivel de endeudamiento bajo y un elevado grado de capitalización, fruto de una política de reparto de dividendos bastante conservadora. El efecto apalancamiento financiero es positivo para todo el periodo analizado y las rentabilidades económica y financiera no han se han visto comprometidas, a pesar de que el periodo 2010-2014 ha coincidido con años de severa recesión económica. Cabe destacar que se trata de una empresa rentable y con una amplia capacidad para elegir aquellas fuentes de financiación, tanto propias como ajenas, que más le interesen. El hecho de que la empresa disponga de amplio margen para captar financiación ajena adicional, hace que se encuentre en una situación ideal de cara a acometer cualquier proyecto de expansión futura.

Con la realización de este trabajo, se ha podido comprobar cómo el análisis conjunto de los ratios de endeudamiento, capacidad de autofinanciación y del efecto apalancamiento financiero, constituye una metodología válida para enjuiciar si la gestión realizada por los administradores o gestores ha conducido al logro del difícil equilibrio entre solvencia y rentabilidad, aspecto de sumo interés tanto para accionistas como prestamistas.

## 6. Bibliografía

- Amat Salas, O., 2005, *Análisis económico-financiero*, Gestión 2000, Barcelona.
- Archel Domench P., Lizarraga Dallo, F., Sánchez Alegría, S., Cano Rodríguez, M., 2010, *Estados contables, elaboración, análisis e interpretación*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- Brealey, R. y Myers S., 2002, *Principios de finanzas corporativas*, Mc Grawhill, Madrid.
- La capacidad de autofinanciación viene dada por la suma del beneficio y las amortizaciones y por la política de dividendos de la empresa
- Cuervo Huergo, J.C., 2010. Análisis financiero (II), en: Cuervo Huergo, J.C., Cabal García, E., De Andrés Suarez, J. y García Fernández, V., 2010, *Manual de análisis contable*, Oviedo: Universidad de Oviedo, Tema 5, pp. 89-106
- De Andrés Suárez, 2010. Análisis económico, en: Cuervo Huergo, J.C., Cabal García, E., De Andrés Suarez, J. Y García Fernández, V., 2010, *Manual de análisis contable*, Oviedo: Universidad de Oviedo, Tema 5, pp. 89-106
- García Martín, V. Y Fernández Gamez, M.A., 1992, *Solvencia y rentabilidad de la empresa española*, Gráficas Muriel S.A., Madrid
- Gómez Calvet, A.R., Piñol Espasa, J.A., Reig Pérez, A. y Rodrigo González, A., 2006, *Teoría de la financiación II. OPT, estructura de capital y dividendos*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- González Pascual, J, 1992, *Análisis de la Empresa a través de su Información Económico-Financiera Fundamentos teóricos y aplicaciones*, Ed. Pirámide, Madrid
- González Pascual, J., 2008, *Análisis de la Empresa a través de su Información Económico-Financiera Fundamentos teóricos y aplicaciones*, Ed. Pirámide, Madrid
- Jiménez Cardoso, S.M., García-Ayuso Corvasi, M. Y Sierra Molina, G.J., 2000, *Análisis financiero*, Ed. Pirámide S.A., Madrid
- Muñoz Merchante, A., 2008, *Análisis de Estados Financieros Teoría y Práctica*, Ed. Académicas, Madrid
- Parra Guerrero, F., 1986, *Conceptos básicos sobre el subsistema financiero en la empresa*, Cámara oficial de comercio e industria de Jaén, Jaén.
- Pérez-Carballo, A., Pérez-Carballo, J. y Vela Sasttre, E., 1997, *Principios de gestión financiera de la empresa*, Alianza Editorial, Madrid.
- Sánchez Ballesta, J.P., 2002, *Análisis de rentabilidad de la empresa*. <http://ciberconta.unizar.es/leccion/anarenta/> [Consultado 1 junio de 2015]
- Suárez Suárez, A., 2005, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Ediciones Pirámide, Madrid

- Rivero Torre, P. (Dir.), 1998, *Análisis por ratios de los estados contables financieros (análisis externo)*, Ed. Civitas, Madrid.