



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de
fin de grado

Análisis económico-
financiero del sector
del transporte de
viajeros por
carretera.

Alejandro Novas Roca

Tutor/a: María Dolores Lagoa
Varela

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Año 2016

Resumen

En este trabajo se realiza un análisis económico financiero de cinco empresas del sector del transporte de viajeros por carretera (Arriva Noroeste, Alsa, Avanza, Autocares Vázquez y la Compañía de Tranvías de A Coruña) a partir de la información financiera extraída del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Con ello se pretende, a partir del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias de cada una de ellas, establecer las principales diferencias en la composición de sus masas patrimoniales, así como comprender su funcionamiento.

Se pueden observar importantes consecuencias de la reciente crisis económica en las cuentas de las empresas analizadas, tales como el alto nivel de endeudamiento que presentan Avanza y Autocares Vázquez, lo que deriva en problemas de solvencia y en valores bajos de rentabilidad financiera. El hecho de operar en comunidades tan competitivas como Madrid, en el caso de Avanza, o de dedicarse principalmente a un subsector (discrecional) muy afectado por la recesión económica como Vázquez, tiene un gran reflejo en estos resultados. Por otra parte, Arriva Noroeste, Alsa y Tranvías A Coruña presentan, en general, una buena situación económica-financiera, destacando los excelentes resultados que presenta la compañía de buses urbanos de A Coruña. Un factor clave que influye en la buena situación presentada por estas tres compañías es su bajo nivel de endeudamiento, lo que se puede deber, en gran medida, a la pertenencia a grandes grupos multinacionales que facilitan la financiación (Arriva Noroeste y Alsa) y a los excelentes resultados obtenidos en el horizonte temporal analizado (Tranvías A Coruña).

Palabras clave: Compañías de autobuses, estructura de financiación, indicadores financieros, rentabilidades.

Número de palabras: 20.769.

Abstract

In this work was carried out an economic and financial analysis of five passenger transport services by road companies (Arriva Noroeste, Alsa, Avanza, Autocares Vázquez and Compañía de Tranvías), getting its financial information from Sistema de Análisis de Balances Ibéricos. Establishing the main differences in the composition of its equity components and to understand its operation from the balance sheet and earnings and losses's account of each was the purpose of this present study.

Important consequences of the recent economic crisis in the accounts of the analyzed companies were observed, such as the high level of indebtedness in Avanza and Autocares Vázquez, resulting in solvency problems and low values of financial profitability. On the one hand, the fact of working in such competitive communities such as Madrid, in the case of Avanza, or being mainly dedicated to a very affected subsector (discretionary) very affected by the economic crisis such as Vázquez, has a large reflection on these results. On the other hand, Arriva Noroeste, Alsa and Tranvías A Coruña presented generally a good economic and financial situation, highlighting the excellent results it has urban bus company La Coruña. A key factor that influences in the good situation displayed by these three companies was the low level of indebtedness, which can be caused by belonging to large multinational groups facilitating financing (Arriva Noroeste and Alsa) and the excellent results obtained during the analyze period (Tranvías A Coruña).

Key words: Bus companies, financing structure, financial indicators, profitabilities.

Índice

Introducción	7
1. Justificación de la elección del sector y de las empresas a analizar	9
2. El transporte terrestre de viajeros por carretera	11
2.1. Análisis del sector.....	11
2.2. Descripción de las empresas seleccionadas.....	16
3. Datos, metodología y objetivos del estudio	22
3.1. Datos.....	22
3.2. Metodología.....	23
3.3. Objetivos.....	24
4. Análisis Financiero	25
4.1. Estructura de las masas patrimoniales.....	25
4.1.1. Masas patrimoniales del Activo.....	25
4.1.2. Masas patrimoniales del Pasivo.....	28
4.2. Capital circulante.....	31
4.3. Análisis de la liquidez y la solvencia a corto plazo.....	35
4.3.1. Liquidez de primer grado o de tesorería.....	35
4.3.2. Liquidez de segundo grado o prueba ácida.....	37
4.3.3. Solvencia a corto plazo o Circulante.....	38
4.3.3.1. Solvencia a corto plazo de explotación.....	40
4.3.3.2. Solvencia a corto plazo ajena a la explotación.....	42
4.4. Coeficiente básico de financiación.....	43
4.5. Solvencia a largo plazo.....	45
4.5.1. Garantía.....	45
4.5.2. Consistencia.....	46
4.6. Endeudamiento y Autonomía financiera.....	48
4.6.1. Endeudamiento total.....	48
4.6.2. Endeudamiento a corto y largo plazo.....	50
4.6.3. Autonomía financiera.....	51
5. Análisis Económico	53
5.1. Análisis de la rentabilidad económica.....	53
5.1.1. Margen de beneficios y Rotación de los activos.....	56
5.2. Análisis de la rentabilidad financiera.....	61
5.3. Apalancamiento financiero.....	63
Conclusiones	65
Bibliografía	69

Índice de gráficas

Gráfica 1. Viajeros totales transportados por las compañías de autobuses.....	12
Gráfica 2. Distribución del total de viajeros en autobús en el año 2011.....	13
Gráfica 3. Composición del Activo. Arriva Noroeste.....	26
Gráfica 4. Composición del Activo. Alsa.....	26
Gráfica 5. Composición del Activo. Avanza.....	27
Gráfica 6. Composición del Activo. Autocares Vázquez.....	27
Gráfica 7. Composición del Activo. Tranvías A Coruña.....	27
Gráfica 8. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Arriva Noroeste.....	29
Gráfica 9. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Alsa.....	29
Gráfica 10. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Avanza.....	29
Gráfica 11. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Autocares Vázquez.....	30
Gráfica 12. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Tranvías A Coruña.....	30
Gráfica 13. Capital Circulante. Arriva Noroeste.....	32
Gráfica 14. Capital Circulante. Alsa.....	32
Gráfica 15. Capital Circulante. Avanza.....	33
Gráfica 16. Capital Circulante. Autocares Vázquez.....	34
Gráfica 17. Capital Circulante. Tranvías A Coruña.....	34
Gráfica 18. Liquidez de primer grado.....	36
Gráfica 19. Liquidez de segundo grado.....	37
Gráfica 20. Solvencia a corto plazo o Circulante.....	39
Gráfica 21. Solvencia a corto plazo de explotación.....	41
Gráfica 22. Solvencia a corto plazo ajena a la explotación.....	42
Gráfica 23. Coeficiente Básico de Financiación.....	44
Gráfica 24. Garantía.....	46
Gráfica 25. Consistencia.....	47
Gráfica 26. Endeudamiento Total.....	49
Gráfica 27. Endeudamiento a corto plazo.....	50
Gráfica 28. Endeudamiento a largo plazo.....	50
Gráfica 29. Autonomía Financiera.....	52
Gráfica 30. Rentabilidad Económica.....	55
Gráfica 31. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Arriva Noroeste.....	57
Gráfica 32. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Alsa.....	58
Gráfica 33. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Avanza.....	59
Gráfica 34. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Autocares Vázquez.....	59
Gráfica 35. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Tranvías A Coruña.....	60
Gráfica 36. Rentabilidad Financiera.....	61
Gráfica 37. Apalancamiento Financiero.....	64

Índice de tablas

Tabla 1. Análisis DAFO del sector del transporte de viajeros por carretera.....	14
Tabla 2. Definición de las CNAES comprendidas en este estudio.....	16

Introducción

Muy pocos fueron los sectores económicos que no sufrieron los efectos de la crisis económica mundial, que comenzó, aproximadamente, en el 2008 y que aún estamos sufriendo, aunque de manera más suave. Dicha crisis económica influyó de una forma realmente brusca en España, provocando una muy alta tasa de paro así como una gran caída de la demanda en la mayor parte de las actividades económicas del país. Todas las dificultades financieras soportadas por las empresas a raíz del comienzo de dicha crisis se agravaron por los grandes problemas sufridos por un buen número de las entidades financieras que operan en España, ya que esto imposibilitaba la concesión de crédito a las empresas, de las cuales, un elevado número tuvieron que suspender pagos o peor aún, liquidar la sociedad.

El sector del transporte de viajeros por carretera no fue una excepción en cuanto a los efectos de dicha crisis económica. Desde finales del año 2007, y como consecuencia de los efectos que la recesión ha tenido en esta actividad económica, han desaparecido más de 353 empresas del sector en España. Entre estos aspectos, destaca, en primer lugar, la constante caída de la demanda, la cual desde el inicio de la crisis ha disminuido, en valores acumulados medios entre los diferentes segmentos del sector, en un 18%. En segundo lugar, también tiene un efecto negativo en el sector la creciente morosidad de las Administraciones, que afecta principalmente a las empresas especializadas en servicios regulares, y que desde el 2007 adeudan al sector más de 300 millones de euros. En tercer lugar, otra consecuencia muy importante de la crisis es el aumento del precio del combustible, lo que afecta muy negativamente a las empresas de autobuses ya que el gasto en combustible representa un 30%, de media, de sus gastos totales. Por último, otro aspecto a tener en cuenta, tal como adelantamos en el párrafo anterior, es la dificultad para obtener crédito de las entidades financieras, lo que dificulta en gran medida la renovación de flota y otros inmovilizados importantes para el desarrollo de esta actividad económica.

A día de hoy, la perspectiva de futuro para este sector ha mejorado considerablemente. Las expectativas de evolución de la demanda son bastantes favorables, aunque ésta no se reparte de manera homogénea entre los distintos subsectores ni entre las distintas

zonas geográficas de operación de las compañías. Por todo ello, en el presente trabajo, se analizarán tanto económica como financieramente y para el horizonte temporal 2009-2013, empresas del mismo sector pero que se dedican, principalmente, a diferentes subsectores o que operan en distintas zonas geográficas. Aunque la estructura de este sector siempre se caracterizó por comprender a unas pocas grandes empresas y un gran número de empresas de pequeño tamaño, esta estructura competitiva está cambiando en los últimos años. Factores como la concentración empresarial y la entrada de grandes grupos internacionales en el mercado español han contribuido significativamente a aumentar el tamaño de la estructura competitiva. Aunque la situación del sector está mejorando, no hay que olvidar que existen importantes amenazas que pueden suponer un freno, sobre todo en ciertas actividades dentro del sector, como pueden ser la llegada del AVE a todo el territorio español o la proliferación de las plataformas de coche compartido, como por ejemplo, Blablacar.

En el presente estudio, a partir de un detallado análisis económico-financiero se ponen de manifiesto importantes diferencias entre las cinco compañías de autobuses, las cuales pueden ser reflejo de la adopción de diferentes estrategias financieras por cada una de las entidades o simplemente el hecho de centrarse en diferentes segmentos del sector. El presente estudio nos permitirá dar respuesta a preguntas tales como el segmento del mercado que obtiene mejores resultados, cuál de ellos ofrece un mayor nivel de endeudamiento, si la zona geográfica en la que opera la entidad puede condicionar los resultados obtenidos, etc.

Para el logro de los objetivos marcados en el presente estudio, el trabajo se organiza en cinco apartados. En el primer apartado se explicarán las causas de la elección del sector y de las cinco compañías de autobuses objeto de estudio. En el segundo apartado se acometerá un análisis del sector (situación actual, diferentes subsectores y entorno) así como una breve descripción de cada una de las empresas estudiadas. Posteriormente, en el bloque tres, se hará referencia a los datos, metodología y objetivos del trabajo. Los dos apartados siguientes, cuatro y cinco, serán la parte fundamental de este estudio. En primer lugar, en el apartado cuatro se lleva a cabo el análisis financiero, en el que se analizan aspectos tan importantes de la empresa como la estructura patrimonial, niveles de liquidez, solvencia o endeudamiento. Por otro lado, en el apartado cinco, se realiza el análisis económico, en el cuál, a partir de la información financiera contenida en la cuenta de pérdidas y ganancias, se analizan las rentabilidades y el apalancamiento financiero. Por último, en el apartado seis se expondrán las conclusiones más significativas obtenidas en el estudio realizado.

1. Justificación de la elección del sector y de las empresas a analizar

Para desarrollar este estudio se ha elegido el sector del transporte de viajeros por carretera, más concretamente, “Transporte terrestre y por tubería” (CNAE 49) y dentro de este “Transporte terrestre urbano y suburbano de pasajeros” (CNAE 4931) y “Tipos de transporte terrestre de pasajeros n.c.o.p¹” (CNAE 4939).

El motivo que me llevó a elegir este sector tiene dos vertientes, una emocional y otra más científica. En primer lugar, existe una motivación adicional para realizar un estudio sobre este sector, ya que estuve involucrado indirectamente en él al ser ésta la actividad económica a la que se dedicó mi familia paterna. En segundo lugar, puede ser un sector interesante para el análisis por tres razones principalmente: porque su funcionamiento económico es desconocido para la mayoría de la población, por el hecho de que las actividades que realizan sus empresas son muy diversas dentro del transporte de viajeros (servicios regulares², regulares especiales³, transporte urbano...), y por último, por la convivencia entre grupos empresariales multinacionales con empresas tradicionales.

En cuanto a la elección de las empresas a analizar, se elige como criterio primordial que sus actividades principales (pero no las únicas áreas de negocio) dentro del transporte de viajeros por carretera sean lo más diversas posible, con el objetivo de que esto se vea reflejado en sus estados financieros y económicos. Una vez aplicado este criterio, se realiza un análisis básico de las cinco compañías seleccionadas, que son Arriva Noroeste, Alsa, Avanza, Autocares Vázquez y la Compañía de Tranvías de A Coruña.

Arriva Noroeste S.L se dedica principalmente a la realización de servicios regulares de corta distancia en el norte de Galicia. Alsa Grupo S.L, realiza, principalmente, servicios regulares de largo recorrido que unen los principales puntos de España y Europa. En

1. No comprendidos en otras partes.

2. Son aquellos servicios que aseguran el transporte de personas con una frecuencia y un itinerario determinados. Estos servicios tienen unas paradas previamente fijadas (fomento.es).

3. Son servicios regulares que garantizan el transporte de determinadas categorías de viajeros, como trabajadores y escolares (fomento.es).

tercer lugar, se ha elegido a Avanza Spain S.A; este grupo tiene varias áreas de negocio muy importantes, llegando a ser el primer operador en transporte urbano de varias ciudades españolas y transporte de cercanías en la Comunidad de Madrid. Con la elección de una compañía que es puntera en una zona geográfica diferente a Galicia como es el caso de Avanza, se quiere constatar la necesidad de una estructura económica y financiera diferente para poder competir en una Comunidad Autónoma tan competitiva como es Madrid. En cuarto lugar, se eligió a Autocares Antonio Vázquez S.A, la cual se centra principalmente en servicios discrecionales⁴ y servicios regulares especiales. Por último, se incluyó a Compañía de Tranvías de La Coruña S.A, la cual se dedica al transporte urbano de viajeros dentro de la ciudad de A Coruña. Éstas son sus áreas de negocio más fuertes, pero no las únicas en las que operan estas compañías.

El sector del transporte de viajeros por carretera incluye a multitud de empresas con estrategias competitivas muy diversas y que se centra en actividades que, aunque desde el punto de vista externo al sector son prácticamente iguales, la realidad no es esa. Por poner un ejemplo, “el sector ha evolucionado de forma desigual, el transporte urbano ha registrado importantes aumentos de facturación, mientras que el discrecional y el regular especial se han resentido notablemente” (ASINTRA, 2014, p. 20); y con respecto a los servicios regulares: “Se ha producido una caída interrumpida del número de viajeros de larga distancia, un 16% entre el 2009 y 2013” (ASINTRA, 2014, p. 20). El hecho de elegir empresas que, aunque dedicándose a la misma actividad económica presenten tales disparidades, esperamos que tenga su reflejo a la hora de encontrar importantes diferencias observables tanto en el análisis económico como financiero.

⁴.Se caracterizan fundamentalmente por el hecho de transportar grupos formados por encargo o por la propia compañía (fomento.es).

2. El transporte de viajeros por carretera

2.1 Análisis del sector

En la mayor parte de los países europeos utilizan, para regular la competencia en el sector del transporte de viajeros por carretera, un sistema basado en la asignación competitiva del monopolio franquiciado del servicio público de transporte (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 9). España no es una excepción en lo relativo a esto, y no sólo lo utiliza para la asignación de los servicios regulares, sino también la mayoría de servicios urbanos y regulares especiales.

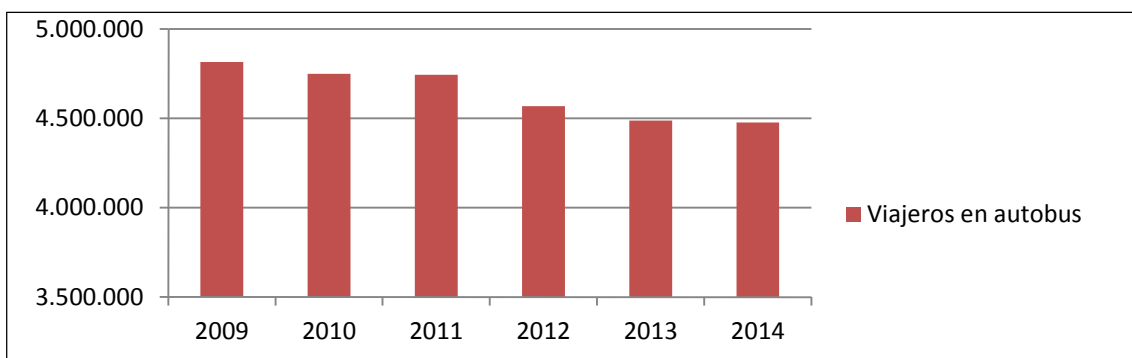
Este modelo concesional se basa en la competencia por el mercado, no en el mercado. El proceso es el siguiente: en primer lugar, sale la explotación de un servicio de transporte a concurso regulado por la correspondiente Administración Pública y con los correspondientes pliegos de condiciones; y en segundo lugar, las empresas interesadas en la explotación de ese servicio compiten por ofrecerle a la Administración las mejores condiciones (calidad, disponibilidad, precios, etc.) para ganar dicho concurso (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 10). Una vez ganado el concurso, la compañía tiene el derecho exclusivo a la explotación económica de dicho servicio, es decir, “este queda obligado a aplicar una tarifa regulada por la Administración y a prestar el servicio en las condiciones de oferta y calidad estipuladas, utilizando sus propios activos y haciéndose cargo de los costes y de los ingresos” (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 11). Este es el motivo por el que afirmamos que es una competencia por el mercado, ya que “una vez otorgada la concesión, se crea un monopolio legal para la explotación de dicha línea que cierra por completo el mercado durante el período de vigencia de la concesión” (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 11).

Como la gran mayoría de actividades empresariales, el transporte de viajeros por carretera también sufrió y está sufriendo la crisis económica que estamos viviendo en la mayor parte de Europa. Muchas empresas, sobre todo tradicionales, concentran sus energías en reducir costes y sobrevivir este período con escasos márgenes de beneficios, con la esperanza de que llegarán tiempos mejores. Este es el motivo por el que en los últimos tiempos se está detectando en el sector una tendencia creciente tanto a la concentración empresarial, con la consecuencia de la formación de grupos

empresariales de mayor dimensión, como a la entrada de capitales provenientes de otros sectores económicos (construcción, eléctricas, etc.) (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 93). Como ejemplo, podemos poner dos compañías que están incluidas en nuestro estudio: la introducción de Alsa en el gigante británico National Express o de Arriva en el enorme grupo empresarial alemán Deutsche Bahn.

En la Gráfica 1 se muestra, a partir de los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística, la variación de la totalidad de viajeros transportados por compañías pertenecientes al sector de transporte de viajeros por carretera durante los años 2009-2014, que se corresponde con el horizonte temporal elegido para nuestro estudio.

Gráfica 1. Viajeros totales transportados por las compañías de autobuses.



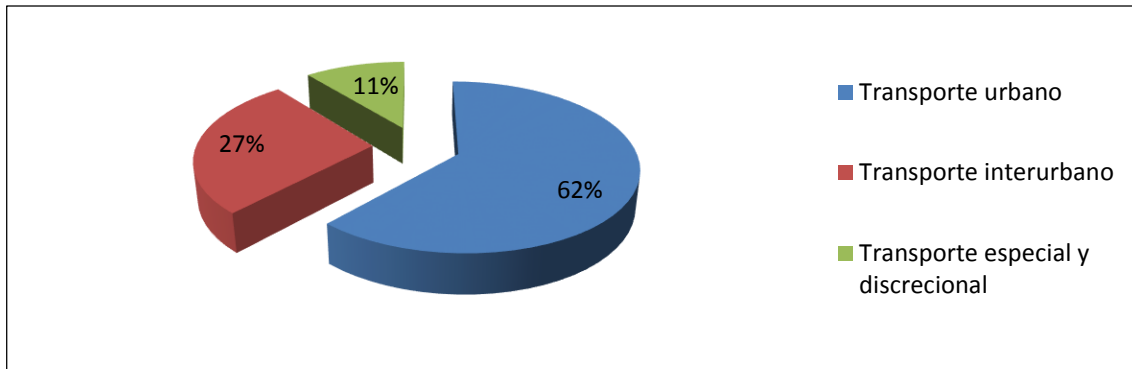
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Como podemos observar, el número total de viajeros en autobús en nuestro país va en recesión. Aunque en los primeros años de la crisis esta caída no fue notoria, es a partir del año 2011 cuando este desplome se ve acentuado con un descenso de aproximadamente 200.000 viajeros en un año. Esta caída se debe fundamentalmente a dos motivos: el primero y más evidente es la crisis económica, por culpa de la cual los habitantes españoles tienen que prescindir de ciertos servicios no incluidos en los de movilidad forzada⁵. Por otro lado, otra causa importante y que será comentada posteriormente en el análisis DAFO, es la sustitución del autobús por otros medios de transporte, sobre todo en los servicios regulares de larga distancia. Este hecho contrasta con la excelente tasa de crecimiento de viajeros, en estos mismos servicios, del

⁵. Líneas urbanas o interurbanas de autobús que transportan a un gran porcentaje de usuarios para los que esa movilidad es obligada y no poseen otro medio de transporte alternativo. La mayoría de estos usuarios son trabajadores o estudiantes.

transporte ferroviario (Federación Nacional Empresarial de Transporte en Autobús, 2014).

Gráfica 2. Distribución del total de viajeros en autobús en el año 2011.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Con esta gráfica, realizada a partir de los datos obtenidos en el INE para un año concreto incluido en nuestro estudio y para el territorio español, los lectores se pueden hacer una idea de cómo es el reparto del sector en unidades de negocio. Tomando como orientación el año 2011, vemos que más de la mitad de los viajeros en autobús son usuarios del transporte urbano. Dicha unidad de negocio del sector de transporte de viajeros por carretera es la que mayor demanda tiene en nuestro país; esta puede ser una de las razones de que las compañías de transporte urbano se dediquen exclusivamente a esta actividad, a excepción de grandes grupos empresariales como Avanza o Alsa. Por detrás del transporte urbano está el transporte interurbano con un 27% del total de viajeros en autobús que son usuarios de líneas regulares. De ese porcentaje, la mayor parte corresponde a líneas de movilidad forzada para dichos clientes, teniendo un menor peso las líneas de larga distancia. Por último, con tan sólo un 11% se encuentra el transporte regular especial y discrecional. Esta es la unidad de negocio con menos peso dentro del sector y cuya demanda se sigue desplomando progresivamente.

Un elemento determinante para la evolución de las compañías y de su futuro es el entorno, y más en una situación de inestabilidad económica como en la que estamos inmersos en nuestro país. Para hacer un estudio más profundo del entorno de este sector, a continuación se plantea un breve análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) de las compañías incluidas en nuestro estudio.

Tabla 1. Análisis DAFO del sector del transporte de viajeros por carretera.

<u>Debilidades</u>	<u>Amenazas</u>
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Bajo porcentaje de vehículos adaptados a personas con movilidad reducida. ✓ Poca financiación para las PYMES. ✓ Fallos en el sistema concesional que repercuten en la calidad de los servicios ofrecidos. ✓ Márgenes de beneficios estrechos. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Implantación del AVE en gran parte del territorio nacional. ✓ Plataformas de transporte compartido. ✓ Mala imagen del sector percibida por potenciales clientes. ✓ Caída progresiva de la demanda en los últimos años. ✓ Aumento del precio del combustible.
<u>Fortalezas</u>	<u>Oportunidades</u>
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Progresiva implantación de las nuevas tecnologías en el sector. ✓ Modo de transporte con un índice de siniestralidad muy bajo. ✓ Renting, una fórmula de optimización de costes. ✓ Excelente formación de los profesionales de la carretera. ✓ Buen aprovechamiento del fuerte atractivo turístico de España. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Los billetes conjuntos con otros medios de transporte como el tren o el avión. ✓ Existencia de nuevos nichos de mercado, como el segmento del lujo o la explotación de los aeropuertos. ✓ Aumento del precio del combustible. ✓ Amplio número de servicios que son de movilidad forzada para los clientes. ✓ Saturación del mercado del transporte aéreo de viajeros, en ciertos trayectos y épocas.

Fuente: Elaboración propia.

Se va a hacer mención a los puntos que se consideran más relevantes de este análisis.

- En primer lugar, los fallos en el sistema concesional se explican de manera que una vez que las compañías se hacen con el derecho a la explotación de un determinado servicio, no hay controles intermedios en los que se pueda interrumpir esa concesión por falta de calidad en la prestación del servicio, por lo que entra en juego el oportunismo y la relajación a la hora de ofrecer dicho servicio (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 29).
- Otra de las debilidades más significativas del sector son los escasos márgenes de beneficios que les queda a las compañías por cada servicio que realizan. Esto se debe, principalmente, a la gran dependencia que tienen éstas a los costes no

controlables, como por ejemplo, los carburantes (Instituto Sindical de Trabajo, Ambiente y Salud, 2002).

- Por otro lado, hablando ahora de las fortalezas, algunos ejemplos importantes de las nuevas tecnologías implantadas en el sector son, por un lado, el sistema de pago mediante el dispositivo móvil NFC o sofisticados programas de asignación de planes de trabajo diarios o semanales a los empleados, con el fin de fomentar la rotación y encuadrar a la perfección todos los servicios de una compañía (Editec, 2010, p. 34).
- Una gran fortaleza, pero que solo es aprovechada por compañías situadas en determinadas zonas de España, es la buena adaptación de las líneas de autobús de zonas turísticas españolas a las necesidades de ocio demandadas por la multitud de turistas que llegan año tras año a nuestro país (Instituto Sindical de Trabajo, Ambiente y Salud, 2002).
- En cuanto a las posibles amenazas para el sector, existen dos competidores principales que pueden hacer daño a la demanda del transporte de viajeros por carretera. En primer lugar, la implantación del AVE en nuestro país y, especialmente, de su modalidad “low cost” que puede influir de manera negativa en la demanda, sobre todo en la de los servicios de largo recorrido. Esta modalidad de bajo coste de los trenes de alta velocidad consiste en ofrecer el asiento al coste más bajo posible mediante el aumento de la capacidad de pasajeros, es decir, a costa de una gran reducción de la comodidad. Por otra parte, otro tipo de competencia que puede llegar a ser desleal son las plataformas de transporte compartido. Estas son plataformas online que conectan viajeros con conductores privados con el objetivo de compartir el gasto del viaje a un mismo destino (Editec, 2010, p. 40).
- Por último, se puede observar que el aumento del precio del combustible está incluido tanto en amenazas como en oportunidades. Por un lado, es una importante amenaza, ya que el gasto en la adquisición de combustible es uno de los principales a los que tiene que hacer frente una compañía de autobuses. Por otro lado, esta subida del precio del combustible también afecta a los vehículos privados, lo que puede fomentar el uso del autobús entre la población con el afán de ahorrar.

2.2 Descripción de las empresas seleccionadas

Antes de hacer una pequeña descripción de cada una de las empresas seleccionadas, se detallará la actividad realizada por las mismas. Como ya comentamos anteriormente, el sector elegido es “Transporte terrestre y por tubería” (CNAE 49) y, dentro de este están incluidas en el estudio tanto las actividades de “Transporte terrestre urbano y suburbano de pasajeros” (CNAE 4931) como “Tipos de transporte terrestre de pasajeros n.c.o.p” (CNAE 4939). Por lo tanto, el epígrafe 49 se divide en dos sub-epígrafes, 4931 y 4939, cuyas definiciones las pone a disposición de los interesados el Instituto Nacional de Estadística (INE) (2012) en su página web, y son las siguientes:

Tabla 2. Definición de las CNAES comprendidas en este estudio.

CNAE 4931	CNAE 4939
<p>Esta clase comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ El transporte de pasajeros, urbano y suburbano, por itinerarios regulares. Estos servicios pueden ser realizados por autobuses, ferrocarriles, tranvías, etc. ➤ Las líneas de servicio al aeropuerto o a la estación. ➤ La explotación de funiculares, teleféricos, etc., si forman parte de los sistemas de tránsito urbanos o suburbanos. <p>Esta clase no comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ El transporte de pasajeros por ferrocarril interurbano. 	<p>Esta clase comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Otros transportes de viajeros por carretera no incluidos en el CNAE 4931. ➤ Los servicios regulares de autobuses de larga distancia. ➤ Los servicios discrecionales de autobús. ➤ Los servicios de autobuses dentro de los aeropuertos. ➤ La explotación de funiculares, teleféricos, etc., si no forman parte de los sistemas de tránsito urbanos o suburbanos. ➤ Los servicios regulares especiales de autobús. ➤ El transporte de pasajeros en vehículos de tracción animal o manual. <p>Esta clase no comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ El transporte por ambulancia.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Como ya se comentó anteriormente, las empresas seleccionadas para este estudio son Arriva Noroeste S.L (en adelante, Arriva Noroeste), Alsa Grupo S.L (en adelante, Alsa), Avanza Spain S.A (en adelante, Avanza), Autocares Antonio Vázquez S.A (en adelante, Vázquez) y Compañía de Tranvías de La Coruña S.A (en adelante, Tranvías A Coruña).

Ahora vamos a referirnos a las diferencias obvias que hay en su historia, procedencia, financiación, etc. y que también pueden dar pie a diferencias en los resultados del análisis que realizaremos posteriormente.

En primer lugar, vamos a hablar de Arriva Noroeste, la cual nace en 1999 con la adquisición de las compañías Ideal Auto S.A., Transportes Finisterre S.A. y Rutabús S.A. por el gran gigante del transporte británico Arriva, el cual bautizó a la empresa resultante de la fusión de estas tres compañías gallegas como Arriva Noroeste S.L. Actualmente, el grupo Arriva es filial de Deutsche Bahn, un grupo alemán que es uno de los líderes europeos en movilidad y logística, operando en más de 130 países (Arriva.es).

Arriva Noroeste es la principal proveedora de servicios en autobús en concepto de líneas de corta distancia en el norte de Galicia. Esta es la actividad principal de esta compañía, pero también es uno de los principales operadores de servicios regulares especiales (transporte escolar y de funcionarios o trabajadores), y, en menor medida, de servicios discrecionales.

Atendiendo a los datos, Arriva Noroeste cuenta con una plantilla de 240 trabajadores incluyendo conductores/as, personal de administración, mecánicos/as, personal de taquilla y personal de limpieza. En cuanto a la flota, dicha compañía cuenta con 142 vehículos, incluyendo los de transporte urbano y los adaptados para movilidad reducida, para servir a las principales poblaciones de A Coruña y Lugo (Arriva.gal).

Por último, con respecto a algún aspecto diferencial de esta compañía, cabe destacar la implantación pionera en su zona de operación de conexión wifi gratuita en la línea directa A Coruña-Ferrol o en todas las estaciones gestionadas por Arriva Noroeste (Arriva, 2009, p. 5).

En segundo lugar, Alsa nació a finales del siglo XIX a partir de la compañía La Ferrocarrilana. En 1923, apoyándose en la experiencia acumulada en el transporte de viajeros y mercancías, se constituyó la actual Sociedad Automóviles Luarca S.A (ALSA). Desde el año 2005, esta compañía forma parte del operador de transporte público internacional presente en cuatro continentes National Express (Alsa.es).

En cuanto a sus actividades, Alsa está especializada, sobre todo, en el transporte de viajeros en servicios regulares de larga distancia tanto a territorio nacional como internacional. Pero además de su área de negocio más importante, esta compañía también realiza líneas regulares regionales y autonómicas, las cuáles fueron sus orígenes, transporte urbano mediante Alsa City en más de 20 ciudades españolas más Marrakech y servicios regulares especiales. Por último, otra de las actividades en las que entró recientemente, es el transporte ferroviario a través de Alsa Rail, el cual está especializado en tranvías, ferrocarriles periurbanos y de cercanías (Alsa.es).

Para poner de manifiesto la magnitud de esta compañía, se exponen algunas de las cifras más significativas: en el 2012, Alsa facturó 659,1 millones de euros, transportó a 243,9 millones de viajeros, los cuales fueron atendidos por los 7.465 empleados con los que cuenta esta compañía y transportados por los 2.573 vehículos propiedad de Alsa (Alsa.es).

Por último, se puede destacar algún aspecto diferencial de esta compañía, basados la mayoría en la innovación, como es el servicio “Supra”, el cual se trata de un servicio de alta calidad para las líneas de larga distancia, en el cual los viajeros disponen de azafatas a bordo, comida y bebida incluida en el billete, control por pantalla de sus maletas en cada parada, etc. Otra idea pionera y muy importante para el futuro del transporte de viajeros, es el “Bus & Fly”, que surgió en el 2012 mediante la unión para esta idea de Iberia y Alsa, y consiste en el primer producto intermodal que combina en un solo billete el viaje en autobús y avión (Alsa.es). Un año más tarde, en el 2013, firma un convenio con Renfe para fomentar este tipo de transporte intermodal, que en este caso concreto combina el viaje en tren y bus. Este modo de transporte multimodal puede ser el futuro del transporte de viajeros, ya que aporta al cliente comodidad “al ofrecerle una solución integral de transporte para satisfacer sus necesidades de movilidad” (Renfe.com).

En tercer lugar, en cuanto al grupo Avanza cabe destacar que es un grupo joven nacido en el 2002, pero que se fundó mediante la fusión de tres empresas con mucha experiencia en el transporte de viajeros por carretera, como son Tuzsa, Auto-Res y Vitrasa. A partir de este momento, el crecimiento mediante la adjudicación de concesiones de transporte público y la adquisición de otras compañías no cesó hasta nuestros días, convirtiéndose en el primer operador de servicios interurbanos de corto/medio recorrido del Área Metropolitana de Madrid y en un operador muy importante en otros subsectores, como el transporte urbano, dentro del territorio nacional. Otro hecho muy importante para la compañía, aunque no influya en el presente estudio⁶, es la adquisición de Avanza por el grupo de transporte mexicano ADO a finales del 2013 (avanzabus.com).

En cuanto a las áreas de negocio que explota Avanza, tenemos en primer lugar y como una de las dos más importantes, el transporte regular, en el cual Avanza gestiona 22

⁶. La adquisición de Avanza por ADO no influye en el presente estudio al producirse en los últimos meses del horizonte temporal analizado, por lo que se hablará de Avanza como una agrupación empresarial compuesta por empresas del sector pero que no forma parte de ningún gran grupo multinacional.

concesiones autonómicas en las regiones que tiene presencia, principalmente en la Comunidad de Madrid. En segundo lugar, otra área de negocio muy importante para dicha compañía es el transporte urbano, la cual tiene presencia en 28 ciudades españolas y 2 portuguesas. Aparte de estos 2 subsectores, Avanza también cuenta con 10 concesiones nacionales y una internacional (para unir la capital de España con la capital portuguesa) de servicios de larga distancia, y es pionera en la gestión de estaciones de autobuses (avanzabus.com).

En cuanto a las dimensiones en cifras de Avanza, cabe indicar que en el 2013, el personal empleado por este grupo era de 5.041 personas, con un peso enorme en esta cifra sus dos grandes áreas de negocios, el transporte urbano y de cercanías. La flota con la que cuenta el grupo es de 1.823 autobuses, de los que más de un 50% son de la unidad de cercanías, y los cuales recorrieron unos 146,1 millones de kilómetros. Por último, las personas transportadas por Avanza en dicho año ascendieron a unas 248 millones (avanzabus.com).

Como un aspecto diferenciador de Avanza, se puede exponer la línea estratégica que lleva a cabo, la cual consiste en centrarse y hacerse fuerte en los mercados de movilidad forzada, es decir, las áreas de negocio del transporte de viajeros por carretera que notaron menos la incidencia de la crisis al ser servicios con un alto grado de obligatoriedad para un gran número de personas, como puede ser el transporte urbano y muchas líneas del transporte regular. Es por esto por lo que en los últimos tiempos Avanza se hizo con multitud de concesiones de estas características en sus zonas de operación, y puso especial hincapié en ofrecer un servicio de calidad para poder renovarlas una vez expiradas (avanzabus.com).

Por otro lado, Autocares Vázquez se fundó el 24 de septiembre de 1980 en A Coruña como una empresa familiar dedicada al transporte de viajeros por carretera. A pesar de crecer mucho en sus inicios, siempre mantuvo al cargo de la compañía a la familia Vázquez, de hecho, a día de hoy el accionariado de esta empresa está formado por descendientes de dicha familia (autocaresvazquez.net).

Las áreas de negocio más fuertes de Autocares Vázquez son los servicios discrecionales y los servicios regulares de uso especial. Entre los servicios discrecionales que realiza, destacan las excursiones de colegios y de tercera edad, intercambio de estudiantes, circuitos por España y Europa, congresos o el transporte de todos los equipos del Real Club Deportivo de la Coruña. Por otro lado, en cuanto a los servicios regulares de uso especial, realiza una gran parte del transporte de escolares

y de trabajadores de la ciudad de A Coruña. Autocares Vázquez, a medida que fue creciendo y modernizándose, se hizo con la explotación de varios servicios regulares de segunda línea, es decir, líneas de autobús en la zona de A Coruña que no son principales en términos de facturación. Por último, un área de negocio de menor volumen, pero que también explota de manera rentable esta empresa es el alquiler de vehículos con conductor, servicio usado principalmente en ocasiones especiales como bodas, alquilando desde monovolúmenes para los invitados hasta coches de época para los novios (autocaresvazquez.net).

En cuanto a su flota, Vázquez cuenta con 120 vehículos, que van desde 16 plazas, adaptados a los servicios discrecionales y regulares especiales con un número reducido de viajeros con el afán de ahorrar en costes, hasta los de 60 plazas, destinados a servicios regulares o regulares especiales y discrecionales con un número elevado de usuarios (autocaresvazquez.net).

Como muchas empresas del sector, acentuándose aún más en las empresas familiares o tradicionales, Vázquez no es una excepción en cuanto a sufrir los efectos de la crisis económica de los últimos años. Es por esta razón que la estrategia llevada a cabo por esta compañía desde el 2008 en adelante es la del ahorro de costes a la hora de ofrecer el servicio, sobre todo en el caso del discrecional. Esto se lleva a cabo mediante un exhaustivo estudio de costes para ofrecer el servicio siempre con un pequeño margen y con el objetivo de la supervivencia en estos tiempos difíciles para el sector (ASINTRA, 2014, p. 59) Aparte del ahorro de costes, otra medida estratégica fundamental para todas las empresas de autobuses que tienen como actividad principal el transporte discrecional, y acentuándose más en empresas tradicionales como Autocares Vázquez, es la oferta de un servicio de alta calidad, ya que en este tipo de servicios el grado de fidelidad suele ser alto.

Por último, hablamos de la Compañía de Tranvías de La Coruña S.A. Esta compañía nació en 1903 con la inclusión de un tranvía de mulas que realizaba la línea Puerta Real-Estación de ferrocarril con bifurcaciones a Riazor y Cocheras. Hasta que a finales de los años 70 llegaron a la ciudad los primeros autobuses, dichos tranvías fueron evolucionando teniendo que superar numerosas dificultades como la guerra civil o la segunda guerra mundial. A partir de los años 80, la compañía fue evolucionando en cuanto a mejora de los autobuses y de las líneas, hasta conocerla como es hoy en día (tranviascoruna.com).

El área de negocio principal, y prácticamente única, que explota la Compañía de Tranvías, es el transporte en autobús de los habitantes de A Coruña entre la totalidad de puntos geográficos de la ciudad. Otra área de negocio que explota esta compañía de manera muy puntual es el tranvía turístico, que recorre, en los meses estivales y no todos los años por diferencias con el gobierno municipal, el paseo marítimo de la ciudad.

Hablando de la compañía en cifras, Tranvías cuenta actualmente con una flota de 93 autobuses adaptados para el transporte urbano y dotados cada vez con las mayores novedades tecnológicas del sector. Dichos buses son conducidos, controlados, limpiados y arreglados por un equipo profesional de casi 250 empleados altamente cualificados y especializados en sus respectivas tareas. Gracias al inmenso trabajo realizado por todos ellos, la nombrada compañía transporta a más de 21 millones de pasajeros cada año (tranviascoruna.com).

El servicio ofertado por esta compañía es de uso forzado para muchos de sus clientes que no tienen otro medio de movilidad para desplazarse por la ciudad. Por lo tanto, es fundamental que esta compañía lleve a cabo una política competitiva basada en la comodidad y en la calidad, con el objetivo, por un lado, de que dichos clientes estén satisfechos y, por otro lado, de fidelizar a otros potenciales clientes que sí cuentan con otro medio alternativo de transporte. En esta política de comodidad se incluyen atributos que son muy importantes en la rutina de los ciudadanos, como puede ser la frecuencia de horarios, la puntualidad de las líneas, la rapidez en la medida de lo posible, los menores errores técnicos y mecánicos posibles y la comodidad del servicio (Cuervo, González y Montoro, 2005, p. 23). Dentro de estos atributos hay que incluir los sistemas de accesibilidad para que todos los ciudadanos de A Coruña puedan utilizar este servicio y los que progresivamente la Compañía de Tranvías está instalando en sus buses. En la política nombrada anteriormente, entra el tema medioambiental, el cual tiene mucha importancia hoy en día. La Compañía de Tranvías lanzó una campaña para concienciar a los más jóvenes de la importancia del uso del transporte urbano público con el fin de reducir las emisiones contaminantes a la atmósfera, las cuales son debidas al masivo empleo de los coches privados en los desplazamientos dentro de la ciudad (tranviascoruna.com).

3. Datos, metodología y objetivos del estudio

3.1 Datos

En primer lugar, se seleccionó una muestra de empresas del sector con la única premisa de que operaran en Galicia. Posteriormente se procede a la descarga de la información financiera de las empresas seleccionadas a partir de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Para obtener la muestra final, se redujo la misma a 5 empresas utilizando como requisitos: en primer lugar, como se comentó anteriormente, que operaran en territorio gallego, aunque posteriormente se incluyó una compañía que no cumple este requisito por su importancia dentro del sector y su atractivo para este estudio. En segundo lugar, la disponibilidad de datos; muchas compañías tenían disponibilidad de información en años diferentes, por lo que la elección del período de tiempo de análisis se fundamenta principalmente en la mayor disponibilidad de información por parte de las empresas de la muestra en el período comprendido entre 2009 y 2013. Por último, como explicamos en el apartado 1, otro criterio de elección, aunque no tenga relación directa con sus datos y una vez comprobada la disponibilidad de información, fue la búsqueda de un número significativo de diferencias en sus características.

Para terminar, una incertidumbre importante en cuanto a la obtención de los datos es si tratar con las cuentas consolidadas o no consolidadas de las empresas. Una vez contrastada debidamente esta duda, se llegó a la conclusión de que se tratará con las cuentas consolidadas de las empresas que pertenezcan a grupos empresariales formados, en su totalidad, por empresas del sector estudiado. Por el contrario, en el caso de empresas que formen parte de grupos multinacionales, los cuales abarquen varios sectores, no será conveniente utilizar sus cuentas consolidadas al poder estar éstas contaminadas por las de empresas de otros sectores. Por lo tanto, concretando en nuestro estudio, en el caso de Avanza se van utilizar sus cuentas consolidadas, mientras que en las compañías restantes se utilizarán las no consolidadas.

3.2 Metodología

La metodología empleada en este estudio será la siguiente:

Búsqueda y análisis de la información de las cinco empresas estudiadas. Dada la limitación de tiempo y, en algunos casos, de información, el estudio se ha centrado en explicar los aspectos más destacados por los diferentes autores consultados, siendo la obra de referencia utilizada “Contabilidad directiva” del profesor Fernando Ruiz Lamas (2013).

Posteriormente se han obtenido los datos de las compañías seleccionadas a través, como mencionamos anteriormente, de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

El siguiente paso fue trasladar los datos obtenidos de la base de datos a la hoja de cálculo Microsoft Office Excel para la elaboración de una plantilla con el objetivo de facilitar los cálculos necesarios para el estudio como son las diferentes ratios, rentabilidades, etc. A partir de esta plantilla también se realizaron gráficas para observar la evolución de dichas variables a lo largo del horizonte temporal y en concreto del período de tiempo a analizar.

Por último, se analizará la información financiera resultante con el objetivo de entender el funcionamiento tanto de las empresas como del sector a estudiar, además de finalizar con la presentación de conclusiones sobre dicho estudio.

Dicho trabajo comprenderá los siguientes apartados:

- En primer lugar, se realizará un análisis financiero en profundidad en el que se estudiará el equilibrio financiero, la liquidez, la solvencia a largo plazo o la financiación mediante el coeficiente básico de financiación. Para la correcta interpretación de las ratios de este apartado, se han utilizado unos valores óptimos proporcionados por los diferentes autores consultados en la realización de este estudio. Con relación a esto, cabe destacar que estos valores óptimos son utilizados como referencia, pero luego hay que tener en cuenta las características del sector y de las empresas estudiadas.

- En segundo lugar, se abordará el análisis económico donde se estudiará en profundidad la rentabilidad, tanto económica como financiera, y el apalancamiento financiero.
- Se terminará con las conclusiones del trabajo que se centrarán principalmente en los resultados obtenidos en estos dos análisis de estados contables.

3.3 Objetivos

El análisis económico financiero tiene como objetivos principales evaluar la evolución económica y financiera de una o varias empresas. Es decir, la capacidad de generar beneficios (evolución económica) y la capacidad de atender adecuadamente a los compromisos de pago (evolución financiera) (Mariño, 2009, p. 12).

Con el fin de cumplir los objetivos redactados anteriormente, se ha realizado este análisis económico financiero de cinco compañías del sector del transporte de viajeros por carretera. Para alcanzar dicho fin, se han elaborado una serie de análisis de diferentes aspectos de las empresas, como son: la estructura patrimonial, la tenencia de un nivel de tesorería óptimo para hacer frente a los compromisos de pago, si tienen dificultades en la financiación, el ofrecimiento de garantías patrimoniales frente a terceros, o, por último, la capacidad de generar beneficios. Además, también se realizaron e interpretaron otras importantes ratios que estudian trascendentales aspectos de la empresa, como la solvencia o el endeudamiento.

Cabe recordar que el objetivo financiero de la empresa debe ser el de conseguir el mayor valor posible para los accionistas o titulares del capital de la empresa (de Jaime, 2008, p. 21), eso sí, “reduciendo al mínimo la incertidumbre a la que se encuentran expuestos dichos agentes” (Mariño, 2009, p. 12). Por lo tanto, este análisis tiene como fin último, el juicio, utilizando exclusivamente los resultados obtenidos en este estudio, de si las empresas de autobuses seleccionadas alcanzan estos objetivos mediante la realización de su actividad económica.

4. Análisis Financiero

4.1 Estructura de las masas patrimoniales

Como introducción al análisis financiero más profundo que se hará posteriormente, se va a hacer una comparación, tanto horizontal como vertical, de las principales masas patrimoniales de las cinco empresas que forman parte del estudio. En primer lugar, “las ratios de estructura o porcentajes verticales comparan por cociente valores referidos a un mismo estado contable” (Ruiz, 2013). Por otro lado, “las ratios de diferencias o porcentajes horizontales indican para una serie temporal de datos, su variación porcentual con respecto a un período de referencia o año base” (Ruiz, 2013).

Por lo tanto, analizaremos el activo y el pasivo de cada empresa por separado, centrándonos en las partidas más relevantes para el sector. Esto se llevará a cabo mediante gráficas de barras que combinen, tanto la comparación del peso que tienen las partidas en su total, como su variación temporal.

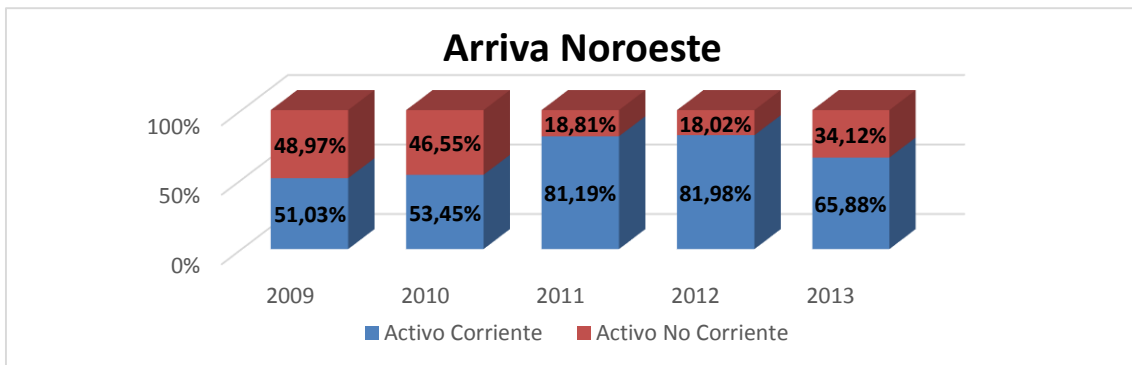
4.1.1 Masas patrimoniales del Activo

Empezando por los activos, “reflejan el empleo que la empresa ha hecho de los fondos puestos a su disposición, es decir, las inversiones realizadas, que deberán producir una rentabilidad en el futuro” (Mariño, 2009, p. 28). El activo se divide en activo no corriente y activo corriente. El no corriente refleja los activos que permanecen en él más de un año, mientras que el corriente refleja los activos vinculados al ciclo normal de explotación de la empresa (Mariño, 2009, p. 28-29).

Dentro del activo de las compañías del sector del transporte de viajeros por carretera destacan dos partidas: por un lado, el inmovilizado material (ya que en él están incluidos los autobuses y las instalaciones necesarias para llevar a cabo la actividad tales como garajes, talleres, etc.), y por otro lado, y cada vez con una mayor intensidad, las inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p (ya que como comentamos anteriormente, en la última década, existe una tendencia creciente a la agrupación empresarial en el sector). Estas dos partidas pertenecen al activo no corriente, lo que pone de manifiesto un mayor peso de éste en el activo total de las compañías del sector

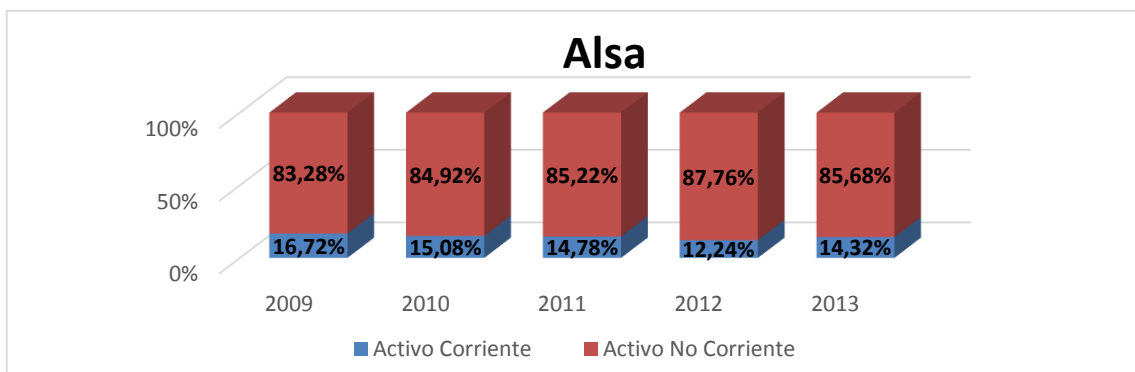
(aunque con algunas excepciones tal como se observará posteriormente). Otro aspecto destacable de las compañías de autobuses es su escaso nivel de tesorería, representando un valor medio (calculado a partir de la información financiera de una muestra de 8 empresas del sector) del 7.81% sobre el activo total. En las siguientes gráficas (3,4,5,6 y 7) se comparará mediante porcentajes el peso que el activo no corriente y el corriente tienen en el activo total.

Gráfica 3. Composición del Activo. Arriva Noroeste.



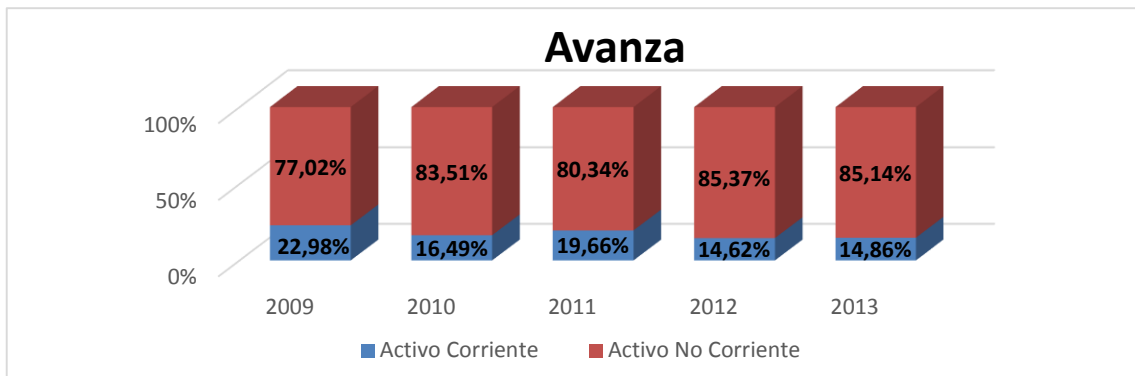
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 4. Composición del Activo. Alsa.



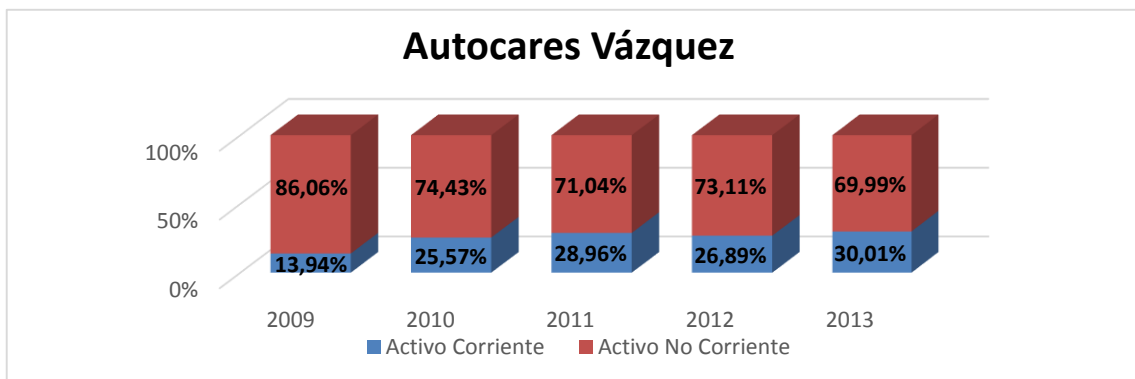
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 5. Composición del Activo. Avanza.



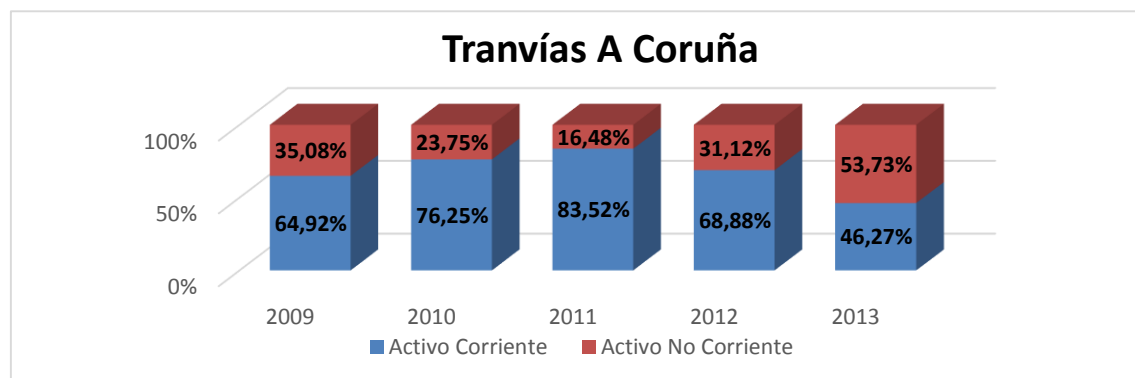
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 6. Composición del Activo. Autocares Vázquez.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 7. Composición del Activo. Tranvías A Coruña.



Fuente: Elaboración propia.

Una vez observadas las gráficas, vemos que la estructura del activo de tres de las compañías a estudiar sigue una tendencia muy similar en el horizonte temporal analizado: un gran peso del activo no corriente en el activo total. Esto se explica

mediante la importancia que tiene una partida concreta y diferente para cada una de ellas en su activo. Estas partidas indispensables para estas tres compañías son: inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p en Alsa, al formar parte de un gran grupo internacional; el inmovilizado intangible en Avanza, provocado, posiblemente, por las valiosas concesiones administrativas de las que dispone en su haber; y, por último, el inmovilizado material en Autocares Vázquez, como se acaba de comentar, por la importancia de esta partida en las compañías del sector.

En cuanto a Arriva Noroeste, en los dos primeros años de estudio, el peso del activo corriente y el del no corriente estuvo equilibrado, pero a partir del 2010 este equilibrio se rompe por la gran disminución del valor del activo no corriente. Esta caída es debida, principalmente, a la gran disminución sufrida por el inmovilizado intangible, el cual, en el horizonte temporal de análisis, disminuyó un 95,45%.

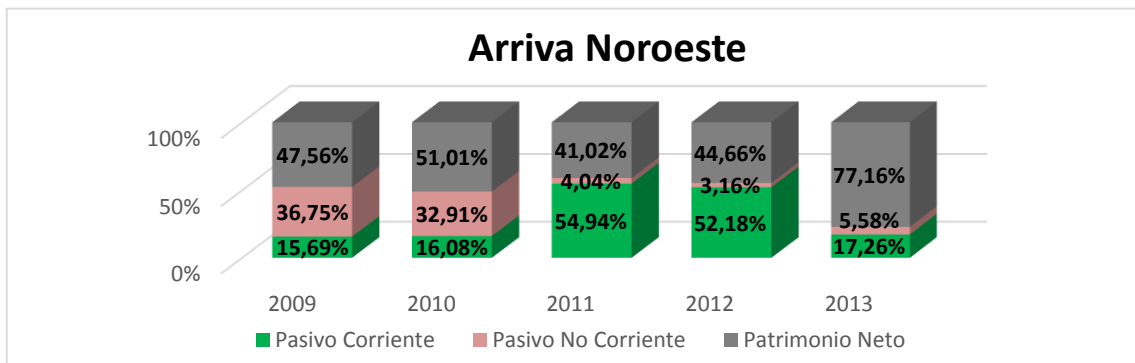
Por último, en cuanto a Tranvías A Coruña, se puede observar claramente el mayor peso del activo corriente en el activo total hasta el año 2013, año en el que se equilibran. Esto se debe, fundamentalmente, a la gran importancia que tiene en esta compañía el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, lo que supone una tendencia contraria a la media del sector.

4.1.2 Masas patrimoniales del Pasivo

En este apartado se va a analizar la estructura financiera de las cinco empresas estudiadas, en la cual se incluyen tanto el patrimonio neto como los pasivos exigibles. En primer lugar, en cuanto a los pasivos exigibles, “son fondos financieros ajenos utilizados por la empresa con exigencias de devolución” (de Jaime, 2008, p. 48). Las exigencias de devolución serán a corto plazo en el caso de los pasivos corrientes y, a largo plazo en el de los pasivos no corrientes. Por otra parte, el patrimonio neto “son los fondos que proceden de los propios propietarios o accionistas de la empresa, o bien, de las revaloraciones de ciertos activos de la empresa” (de Jaime, 2008, p. 50).

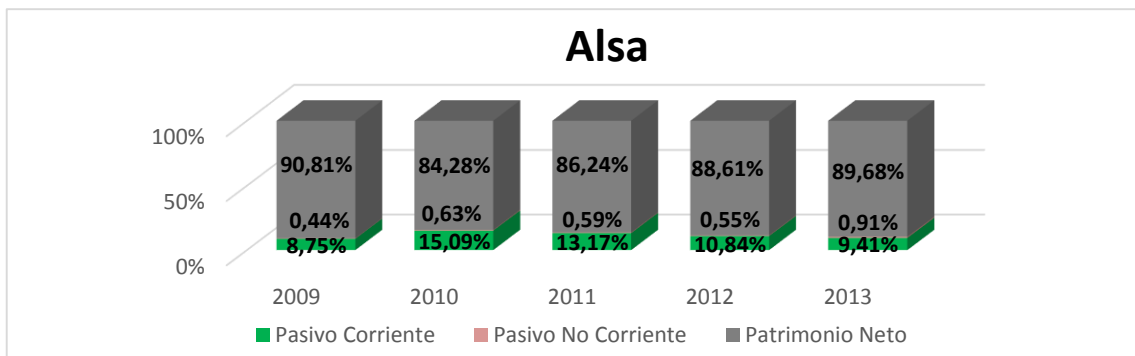
Por lo tanto, un aspecto muy importante dentro de una empresa, es analizar las fuentes de financiación, es decir, si la financiación procede, en mayor medida, de recursos propios o ajenos (Mariño, 2009, p. 28). En las siguientes gráficas se puede observar el peso que tienen estas dos formas de financiación en los pasivos totales. Para que se vea de forma intuitiva, en las siguientes gráficas de barras se ha seleccionado el gris para la financiación propia (Patrimonio Neto) y colores más vivos como el rojo y el verde para la financiación ajena (Pasivo Corriente y No Corriente).

Gráfica 8. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Arriva Noroeste.



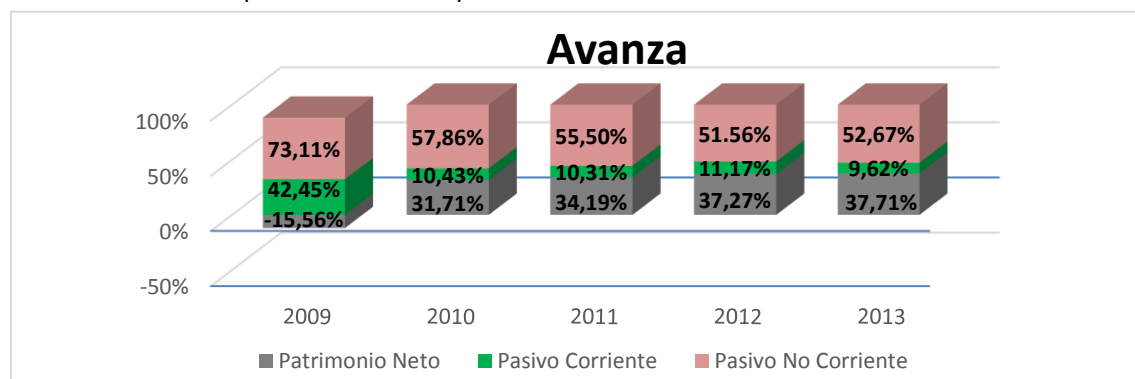
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 9. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Alsa.



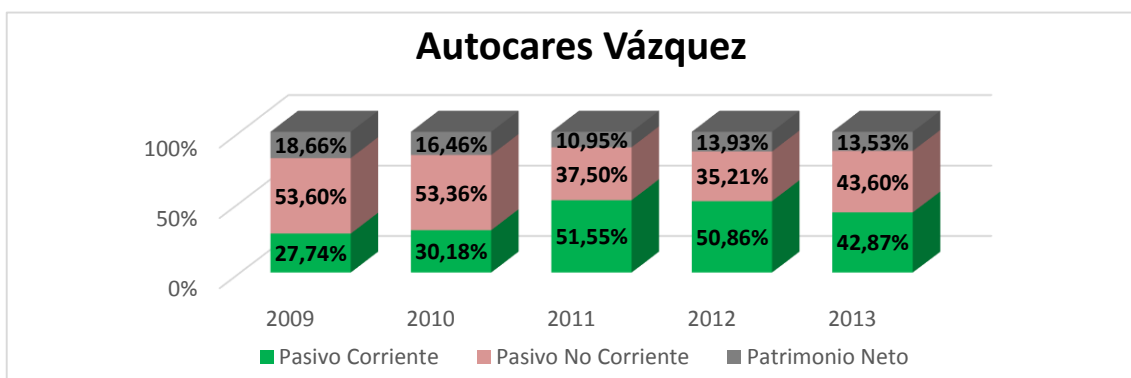
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 10. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Avanza.



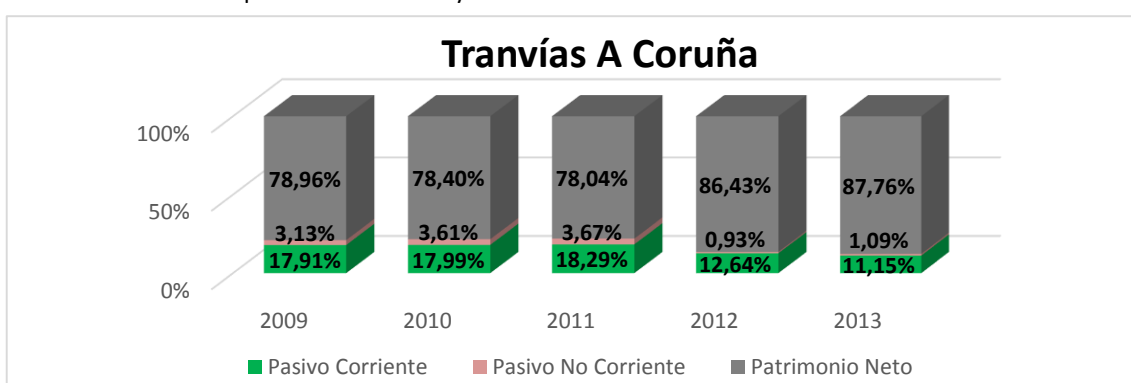
Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 11. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Autocares Vázquez.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 12. Composición del Pasivo y Patrimonio Neto. Tranvías A Coruña.



Fuente: Elaboración propia.

Tal como se puede observar en las gráficas mostradas anteriormente, las compañías de este sector no siguen una línea similar de actuación en cuanto a su método de financiación, como se podrá verificar con mayor detalle en el análisis del endeudamiento realizado en apartados posteriores. Dentro de esta diversidad de resultados, cabe destacar los de Avanza en el año 2009. Como se puede observar, en ese año concreto, su patrimonio neto resultó negativo. Esta circunstancia está originada por la compensación de una importante cifra de resultados negativos de ejercicios anteriores, con las reservas de la compañía. Otra consecuencia es el aumento, tanto del pasivo corriente como no corriente, es decir, la ampliación de financiación ajena, al no poder financiarse por sí mismo en ese año concreto. Como visión general, se puede observar que hay dos compañías, Avanza y Autocares Vázquez, que basan su estructura de financiación en la financiación ajena, mientras que por el contrario, Alsa y Tranvías A Coruña, presentan un alto valor de patrimonio neto y unas deudas con terceros

relativamente bajas. En una situación intermedia se encuentra Arriva Noroeste, la cual presenta un gran equilibrio entre la financiación propia y ajena. En el apartado del endeudamiento se profundizará más en la estructura de financiación de las cinco compañías de autobuses estudiadas.

4.2 Capital Circulante

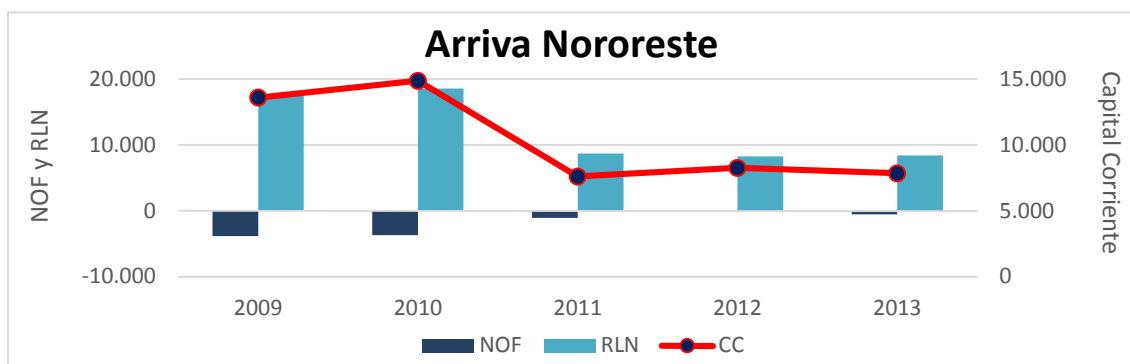
El capital circulante (en adelante, CC) o fondo de maniobra es el volumen de activo corriente requerido para mantener un determinado nivel de producción y venta (Mariño, 2009, p. 80), es decir, “la cantidad de liquidez operativa disponible en el día a día de la gestión empresarial” (de Jaime, 2008, p. 130).

El CC se puede definir desde dos puntos de vista, que son equivalentes. Por un lado, se puede entender de manera que parte del activo corriente está financiado por recursos fijos: $CC = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$. Por otro lado, que parte de los recursos fijos (Patrimonio Neto y Pasivo No Corriente) financian el activo corriente: $CC = \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente} - \text{Activo No Corriente}$ (Mariño, 2009, p. 80-81).

El CC se descompone en las necesidades operativas de fondos (en adelante, NOF) y en los recursos líquidos netos (en adelante, RLN). Las NOF son la parte del CC que se corresponden exclusivamente con partidas de explotación (Ruiz, 2013) y vienen dadas por la diferencia entre el activo corriente operativo (en adelante, ACO) y el pasivo corriente operativo (en adelante, PCO). Dentro del ACO se incluyen las existencias, clientes y tesorería operativa, mientras que dentro del PCO, los acreedores e impuestos o cuotas a la Seguridad Social pendientes de pago (Mariño, 2009, p. 83). Por otro lado, los RLN “representan el saldo neto de activos corrientes menos pasivos corrientes ajenos a la explotación” (Ruiz, 2013).

A continuación, se presentan los gráficos de cada una de las cinco empresas estudiadas, en los cuáles se analizan de manera más práctica los tres conceptos descritos anteriormente. Antes de empezar a comentar los resultados reflejados en las siguientes gráficas, hay que hacer especial hincapié en que, para una buena comprensión de estos resultados, hay que tener en cuenta las diferencias en cuanto a dimensión que hay entre alguna de las compañías incluidas en el estudio.

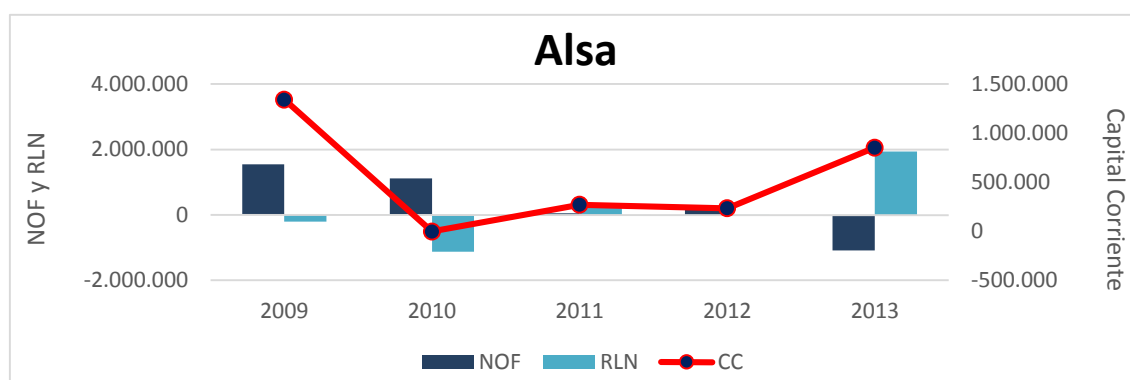
Gráfica 13. Capital Circulante. Arriva Noroeste.



Fuente: Elaboración propia.

Observando los resultados de Arriva Noroeste, destaca la fuerte caída de su CC en el 2011, como consecuencia del fuerte incremento de las deudas con empresas del grupo. Comparando el CC con las NOF, se puede observar que en todo el horizonte temporal estudiado, el CC es mayor que las NOF, lo que indica un excedente de tesorería que se ve reflejado en los RLN. Este excedente de tesorería lo podría destinar a acometer inversiones con el objeto de mejorar su rentabilidad. La explicación de que las NOF sean negativas en esta compañía se debe a que, tanto las existencias como la tesorería tienen poca importancia, en líneas generales, en las compañías de autobuses, agravado en este caso concreto por la importancia que tienen en su pasivo los acreedores así como por los valores relativamente bajos que presenta la partida deudores.

Gráfica 14. Capital Circulante. Alsa.

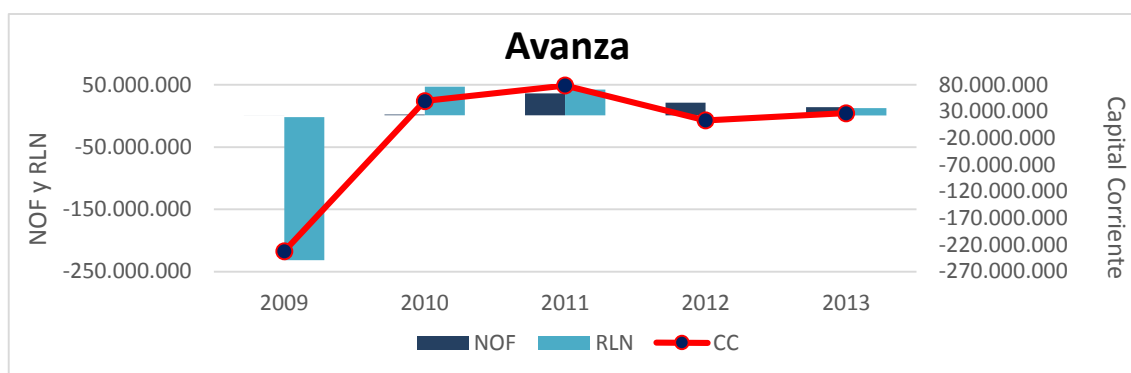


Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a Alsa, vemos que su CC sigue una tendencia muy variable en el período de tiempo analizado. En tres de los años estudiados (2010, 2011 y 2012) el CC es inferior

a las NOF, es decir, la empresa tendrá necesidades de recursos que, por lo general, deberán ser financiados en un mercado financiero (Mariño, 2009, p. 84). Por otro lado, en el año 2009, el valor del CC y de las NOF está muy cercano, por lo que, en ese año, la tesorería resultante sería prácticamente nula (hay una pequeña necesidad de fondos pero poco significativa atendiendo a la dimensión de la empresa). Cuando el CC coincide con las NOF, la única tesorería de la que dispone la empresa es la operativa (Mariño, 2009, p. 84). Por último, en el año 2013, hay un excedente de tesorería, tal como refleja el valor positivo y elevado de los RLN.

Gráfica 15. Capital Circulante. Avanza.

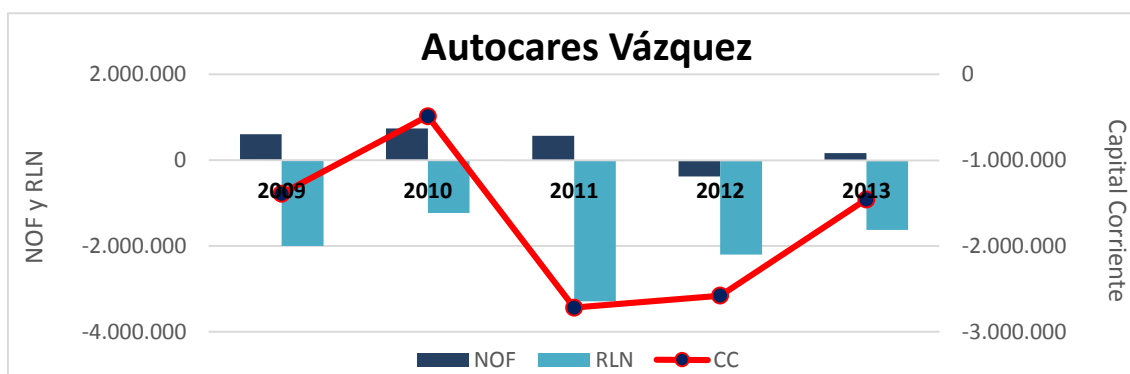


Fuente: Elaboración propia.

Lo primero destacable en cuanto a Avanza son los 231 millones de euros negativos que proporciona de resultado su CC en el año 2009. Esta circunstancia se debe, a que en ese año concreto Avanza tuvo un patrimonio neto negativo, tal como ya se comentó en el apartado anterior. Este hecho evidencia importantes problemas de financiación, ya que sus recursos permanentes no son suficientes, además por una diferencia importante, para financiar las actividades corrientes de la empresa. Pero en el 2010 cambia esta situación, y durante el resto del período temporal analizado, a excepción del 2012, presenta un CC superior a las NOF, lo que indica que tiene un excedente de la tesorería resultante. La excepción a estos buenos resultados es el año 2012, en el cual su CC es inferior a las NOF, como se puede observar en los RLN negativos, provocado principalmente por una disminución del activo corriente a causa de una significativa bajada del valor del efectivo y otros activos líquidos. Algunas de las medidas que se pueden proponer para evitar esta tesorería negativa podrían ser, por un lado, incrementar el CC, por ejemplo, incrementando la autofinanciación. Por otro lado, otra

de las medidas podría ser reducir las necesidades de CC, por ejemplo, aumentando el plazo de pago a proveedores (Mariño, 2009, p. 85).

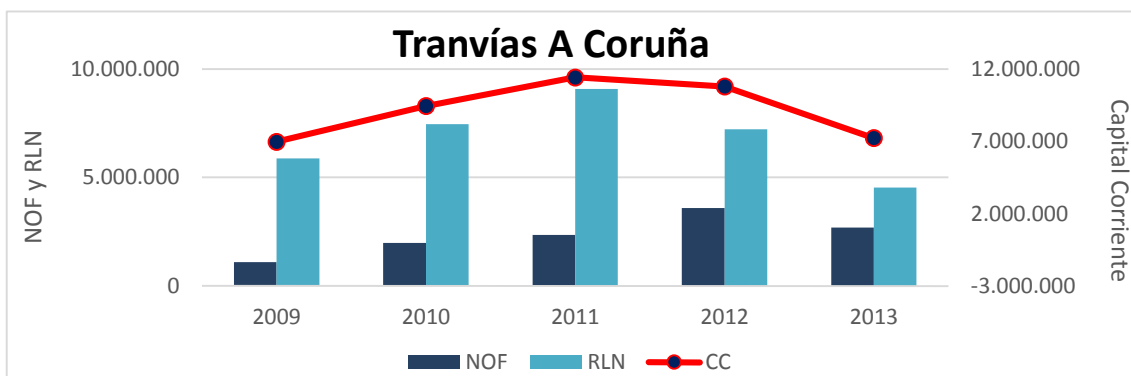
Gráfica 16. Capital Circulante. Autocares Vázquez.



Fuente: Elaboración propia.

El CC de Autocares Vázquez es negativo en el período temporal estudiado, con una tendencia muy variable en cuanto a su valor, pero constante en el signo. Esto nos indica que parte del activo no corriente está financiado con recursos a corto plazo, por lo que la empresa podría tener problemas para pagar sus deudas (de Jaime, 2008, p. 130). Además, se puede ver que el CC es inferior a las NOF en estos 5 años, lo que pone de manifiesto, aún más, estos problemas y necesidades de recursos y financiación, y lo que deriva en unos valores negativos de sus RLN en el horizonte temporal analizado. Estos RLN negativos nos indican que esta compañía también presenta problemas en sus actividades ajenas a la explotación, y confirma los problemas diagnosticados a partir de los resultados de su CC.

Gráfica 17. Capital Circulante. Tranvías A Coruña.



Fuente: Elaboración propia.

Por último, en cuanto a la compañía Tranvías A Coruña, se puede observar que durante el período de tiempo analizado su CC es positivo. Esta es la situación ideal ya que supone que parte del activo corriente está financiada con recursos a largo plazo, lo que le da un margen operativo a la empresa (de Jaime, 2008, p. 130). Además, el CC es superior a sus NOF, por lo que esta compañía tiene un excedente de tesorería por la diferencia, es decir, por el valor de los RLN. En conclusión, esta compañía tiene un margen importante sobre los problemas de liquidez y financiación.

4.3 Análisis de la liquidez y la solvencia a corto plazo

“Una empresa debe tener suficiente dinero en el futuro inmediato para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo” (de Jaime, 2008, p. 141). Esto es lo que se entiende por liquidez, mientras que la solvencia se refiere al mantenimiento de una estructura financiera de su endeudamiento, es decir, equilibrar los recursos propios y los ajenos, en este caso, a corto plazo (de Jaime, 2008, p. 141). Controlar la liquidez es muy importante para las empresas, de manera que no haya recursos ociosos ni, por el contrario, hacer una mala planificación de los recursos necesarios que provoque problemas al afrontar los pagos (Mariño, 2009, p. 86).

Para analizar estos importantes conceptos en las empresas estudiadas, se han utilizado las siguientes ratios: la tesorería o liquidez de primer grado; prueba ácida o liquidez de segundo grado; ratio de solvencia a corto plazo; ratio de solvencia a corto plazo de explotación; y, por último, ratio de solvencia a corto plazo ajena a la explotación.

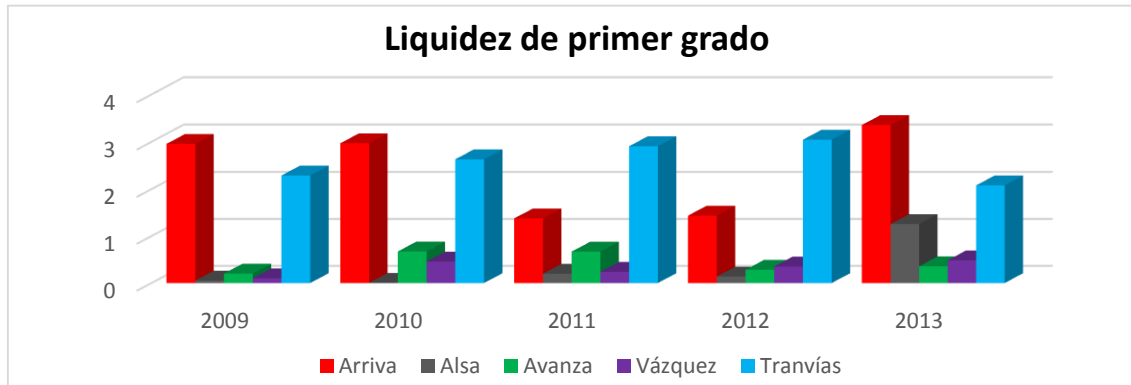
4.3.1 Liquidez de primer grado o de tesorería

Esta ratio pretende medir la capacidad para hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo teniendo en cuenta los activos más líquidos, es decir, su dinero disponible en tesorería (de Jaime, 2008, p. 145). En el numerador se incluyen las disponibilidades más líquidas, es decir, la tesorería, mientras que en el denominador se incluye el pasivo corriente, tal como se puede observar en la siguiente fórmula (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Efectivo} + \text{Inversiones financieras temporales}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

En la siguiente gráfica se comparan de manera visual los resultados proporcionados por la liquidez de primer grado de las 5 compañías objeto de este estudio.

Gráfica 18. Liquidez de primer grado.



Fuente: Elaboración propia.

Antes de comenzar comentando los resultados plasmados en la gráfica anterior, cabe destacar que los valores óptimos que debería tomar dicha ratio serían cercanos a la unidad. En este caso la empresa tendría una capacidad suficiente para hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo, ya que mantiene de forma líquida una parte importante de su activo corriente. Sin embargo, cabe señalar que los resultados de esta ratio dependen mucho del sector estudiado, y como ya se comentó anteriormente, las compañías de autobuses se caracterizan por un escaso nivel de tesorería, por lo que, en líneas generales, no se prevé obtener resultados en la línea con los recomendados por la literatura financiera.

Como reflexión general, se puede observar que la ratio de liquidez de primer grado en las compañías de transporte de viajeros por carretera proporciona resultados bajos en tres de las cinco compañías analizadas. Tanto Arriva Noroeste como Tranvías A Coruña obtienen unos resultados superiores a la unidad, por lo que se puede afirmar que estas dos compañías tienen capacidad suficiente para afrontar los compromisos de pago a corto plazo en el horizonte temporal analizado. Destaca el caso de Arriva Noroeste, cuyos buenos resultados se deben principalmente a sus elevadas inversiones financieras a corto plazo en empresas del grupo y asociadas, ya que sus niveles de inversiones financieras temporales y de efectivo no son muy altos.

Por otro lado, Alsa, Avanza y Autocares Vázquez presentan problemas en cuanto a liquidez inmediata ya que los resultados obtenidos en esta ratio son bastantes inferiores, de media, a la unidad. En el caso de Alsa, estos bajos valores obtenidos se deben principalmente a unos niveles de efectivo poco significativos. Por otro lado, en el caso de Avanza y Autocares Vázquez, los problemas de liquidez de primer grado están provocados, en mayor medida, por un pasivo circulante elevado, lo que puede ser consecuencia de sus estructuras de financiación.

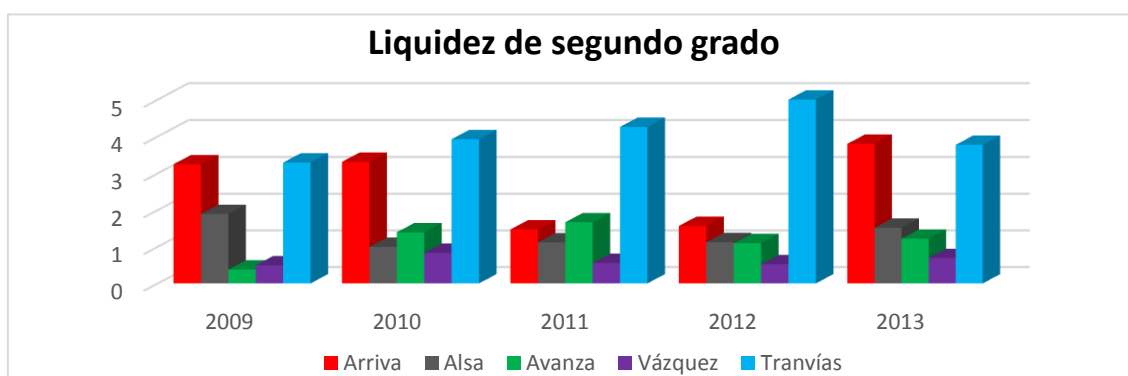
4.3.2 Liquidez de segundo grado o prueba ácida

Esta ratio implica un paso más en la medida del nivel de liquidez de las empresas. Su objetivo es informar de la capacidad de las empresas para generar recursos financieros líquidos suficientes con el objetivo de hacer frente a las deudas a corto plazo. Dicha prueba ácida es muy importante, ya que, al no incluir las existencias, el análisis de la solvencia depende directamente de las ventas (Mariño, 2009, p. 88). Esta exclusión de las existencias se debe a que es la partida menos líquida del activo corriente y su conversión rápida en liquidez puede suponer un problema (de Jaime, 2008, p. 145). En este análisis se empleará la siguiente fórmula (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Efectivo} + \text{Inversiones financieras temporales} + \text{Deudores}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Los resultados obtenidos de la aplicación de la fórmula anterior a la información financiera de las cinco compañías de autobuses incluidas en este estudio, se plasman y se comparan en la siguiente gráfica.

Gráfica 19. Liquidez de segundo grado.



Fuente: Elaboración propia.

Se considera que si el valor de esta ratio se sitúa por encima de la unidad, la compañía analizada, en principio, no va a tener ningún problema en el futuro para generar recursos con el objetivo de hacer frente a las deudas a corto plazo. Pero valores comprendidos entre 0,8 y 1 también se consideran aceptables.

Desde un punto de vista global, vemos que los valores de esta ratio han crecido significativamente si los comparamos con los de la liquidez de primer grado. Esto se debe, principalmente, a la gran importancia que tienen, en las compañías del sector analizado, los deudores comerciales, ya que esta partida en el 2013, representa, de media, el 32,67% del activo corriente de las cinco compañías estudiadas. Por lo tanto, al incluir dicha partida en el numerador de la fórmula con la que se calcula la prueba de ácido, es de esperar que los valores aumenten considerablemente.

Centrándonos ahora en las cinco compañías del estudio, destacan, en primer lugar, los valores elevados obtenidos por Arriva Noroeste y Tranvías A Coruña, las cuales presentan una situación muy buena en cuanto a liquidez, tanto de primer como de segundo grado. Pero por otro lado, estas compañías alcanzan en algunos años valores superiores a 3, lo que puede suponer un riesgo de mantener recursos ociosos.

Por otra parte, Alsa y Avanza obtienen, de media, resultados superiores a la unidad, por lo que no presentan problemas en cuanto a generar recursos líquidos para hacer frente a las deudas a corto plazo. Esto pone de manifiesto la importancia de la partida deudores para estas dos compañías de autobuses, ya que en el anterior análisis presentaban problemas de liquidez. Por último, la única empresa analizada que presenta problemas en esta ratio es Autocares Vázquez, la cual obtiene resultados por debajo de la unidad durante todo el horizonte temporal analizado. Los valores obtenidos han mejorado con respecto al análisis de la liquidez de primer grado, pero la partida deudores de Vázquez no tiene el suficiente peso como para situar a esta ratio en los valores considerados óptimos.

4.3.3 Solvencia a corto plazo o Circulante

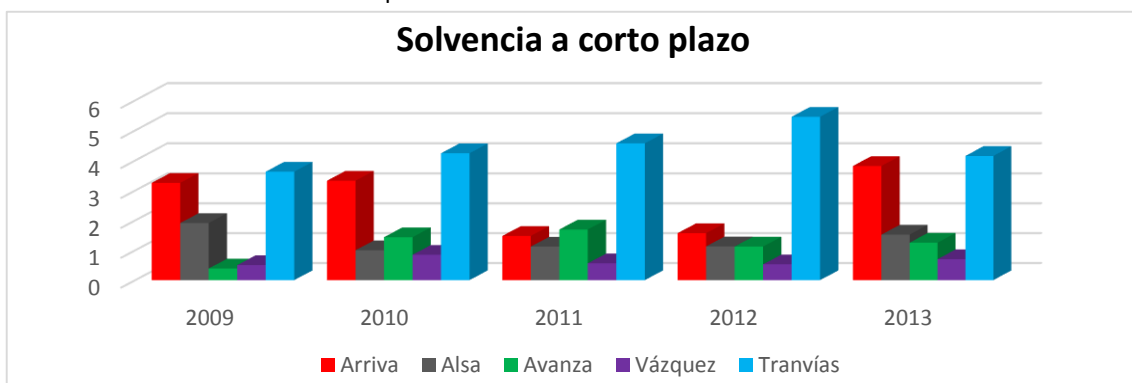
Esta ratio, también denominada distancia a la suspensión de pagos, pretende medir y evaluar el CC, ya que la importancia de este radica en que una falta de equilibrio en su composición puede llevar a la empresa a la suspensión de pagos (de Jaime, 2008, p. 144). Para su correcta interpretación conviene entender sus resultados a la vista de las dos gráficas anteriores ya que, aunque dos empresas presenten los mismos resultados en esta ratio, la composición del numerador puede ser muy diferente (Ruiz, 2013). Con

equilibrio en la composición del CC, estos dos autores se refieren a que no es lo mismo que el numerador de esta fórmula esté compuesto por existencias que por inversiones financieras temporales, ya que hay una gran diferencia en su liquidez. La fórmula utilizada para su cálculo es la siguiente (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

En la gráfica siguiente se pueden observar los resultados obtenidos por las cinco empresas estudiadas en cuanto a su ratio de solvencia a corto plazo o circulante.

Gráfica 20. Solvencia a corto plazo o Circulante.



Fuente: Elaboración propia.

Se aconseja que los valores resultantes de esta ratio se encuentren entre 1 y 1,6, aunque el valor del mismo estará muy condicionado por las características concretas de cada sector (Ruiz, 2013). Cuanto mayor sea su valor, mayor será la seguridad de que la empresa pueda cumplir con sus obligaciones a corto plazo. Concretando en las compañías de autobuses analizadas, esta ratio junto con las vistas anteriormente, nos aproxima a una situación de alto riesgo para Autocares Vázquez, ya que tiene unos valores de solvencia a corto plazo muy bajos, un CC cercano a 0 o negativo y las ratios de liquidez de primer y segundo grado nos presentan problemas importantes para esta compañía. Esta situación, como ya comentamos en el apartado anterior, se debe, sobre todo, a las importantes deudas a c/p que posee.

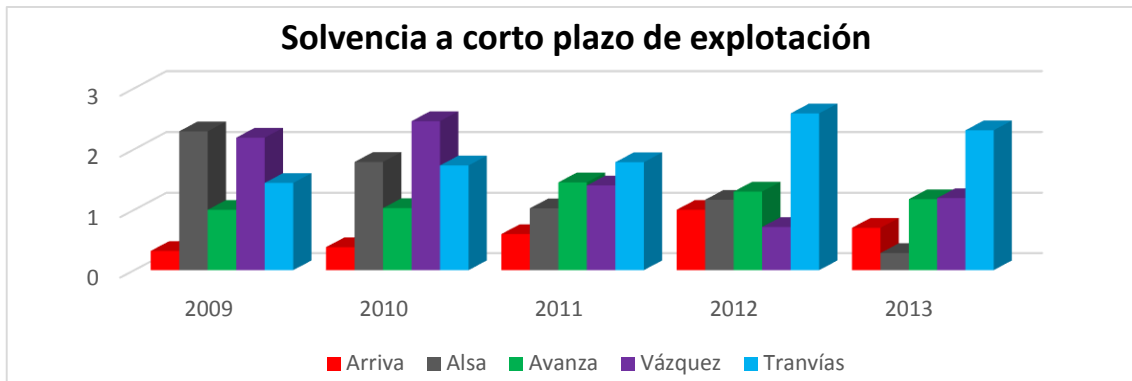
La ratio de circulante de Arriva Noroeste y Tranvías A Coruña sigue una tendencia similar a las ratios de liquidez anteriores, proporcionando unos valores elevados que ponen de manifiesto la buena situación de estas dos compañías en cuanto a liquidez y

solvencia a corto plazo. Por otro lado, Alsa y Avanza presentaban problemas en la liquidez de primer grado, pero interpretando conjuntamente estas tres ratios de liquidez y teniendo en cuenta las características del sector (niveles bajos de tesorería), se puede concluir que no presentan problemas en cuanto a hacer frente a las deudas a corto plazo.

Esta ratio nos da una aproximación de la situación financiera de las empresas, pero tiene un importante inconveniente, y es que puede proporcionar unos valores buenos que prevén una buena situación financiera, sin embargo, no analiza la composición del activo corriente, es decir, del numerador de la fórmula. Por lo tanto, los buenos resultados podrían deberse a una gran importancia de las existencias en el activo corriente, las cuales tienen una mayor dificultad para convertirse en líquido, lo que podría suponer un hándicap a la hora de hacer frente a las deudas a corto plazo (Ruiz, 2013). Para solucionar este inconveniente se utilizan las ratios: solvencia a corto plazo de explotación y solvencia a corto plazo ajena a la explotación.

4.3.3.1 Solvencia a corto plazo de explotación

Esta ratio pretende analizar los componentes, tanto del activo corriente como del pasivo corriente, que intervienen directamente en el proceso de explotación de la empresa, por lo que se define como el cociente entre el activo corriente de explotación y el pasivo corriente de explotación. Estos son los componentes de las NOF, por lo que cuanto más elevadas sean éstas, mayor será el valor de la solvencia a corto plazo de explotación (Ruiz, 2013). La siguiente gráfica nos presenta los resultados provenientes de esta ratio, la cual, analizada en conjunto con las anteriores, podrá proporcionar unas conclusiones más firmes en cuanto a la liquidez y solvencia a corto plazo de las compañías objeto de estudio.

Gráfica 21. Solvencia a corto plazo de explotación.

Fuente: Elaboración propia.

Esta es una ratio muy importante para medir la liquidez a corto plazo ya que, mediante sus resultados podemos comparar y verificar los resultados de las ratios analizadas anteriormente. Concretando en las empresas de autobuses analizadas, vamos empezar por las dos empresas que obtienen los mejores resultados en cuanto a liquidez y solvencia a corto plazo, Arriva Noroeste y Tranvías A Coruña. Por un lado, Arriva Noroeste obtiene unos valores bajos en esta ratio, los cuales indican problemas de solvencia en las partidas relacionadas con la explotación. Por lo tanto, resulta obvio concluir que esta compañía obtendrá unos valores elevados en la ratio de solvencia a corto plazo ajena a la explotación, ya que todas las ratios de solvencia analizadas anteriormente le preveían una buena situación financiera a corto plazo. Por otro lado, Tranvías A Coruña obtiene unos buenos resultados en esta ratio, pero interpretándola conjuntamente con las ratios de liquidez realizadas anteriormente, se pueden pronosticar unos valores más elevados en la solvencia a c/p ajena a la explotación. Estos resultados ponen de manifiesto una situación financiera a corto plazo muy buena para esta compañía, pero corre un alto riesgo de mantener una gran cantidad de recursos ociosos.

En cuanto a ALSA y Avanza, vemos que los valores obtenidos en esta ratio son, en general, aceptables, en la línea con los resultados obtenidos en la ratio de circulante. Esto pone de manifiesto una situación estable en cuanto a solvencia a corto plazo para estas dos compañías de autobuses, pero con poco margen entre sus recursos y compromisos de pago a corto plazo, por lo que tendrán que poner una especial atención en estos aspectos financieros. Por último, Autocares Vázquez presentó importantes problemas durante todo el presente estudio de liquidez y solvencia a corto plazo, sin embargo, se puede observar que los resultados de esta ratio son aceptables, lo que

indica que, obviamente, los valores proporcionados por la ratio de solvencia a corto plazo ajena a la explotación serán muy bajos. Esto pone de manifiesto que la causa de los importantes problemas de liquidez que presenta esta compañía son las partidas ajenas a la explotación, como se verá en el apartado siguiente.

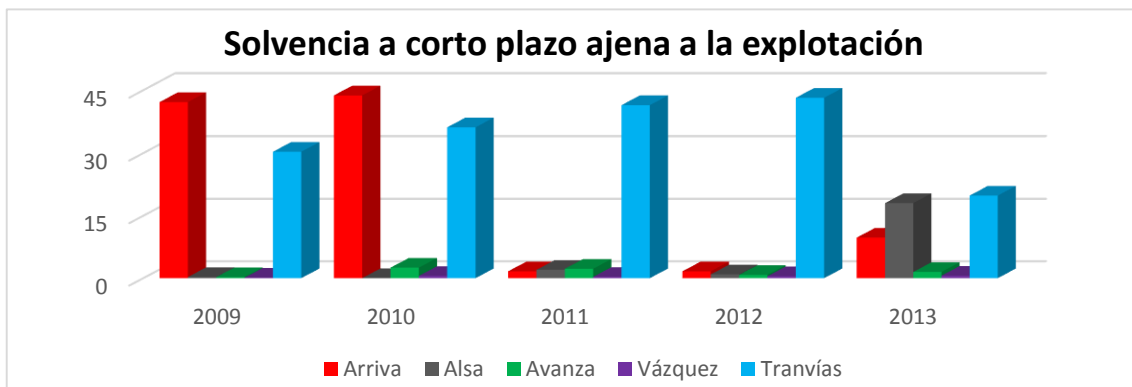
4.3.3.2 Solvencia a corto plazo ajena a la explotación

Esta ratio se calcula con las partidas del CC que no están directamente relacionadas con el ciclo de explotación. Su valor está directamente relacionado con los RLN: cuando los RLN sean positivos, esta ratio será mayor que la unidad, y cuando los RLN sean negativos tomará valores inferiores a 1, por lo que su valor resultante deberá ser superior a la unidad (Ruiz, 2013). Su fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\frac{\text{Activo Circulante ajeno a la explotación}}{\text{Pasivo Circulante ajeno a la explotación}}$$

En la siguiente gráfica se presentan los resultados derivados de la aplicación de la anterior fórmula a la información financiera de las compañías estudiadas.

Gráfica 22. Solvencia a corto plazo ajena a la explotación.



Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar que para una correcta interpretación de esta ratio se debe analizar conjuntamente con las dos anteriores, ya que están directamente relacionadas. Empezando por Arriva Noroeste, se puede observar que obtiene unos resultados, de media, elevados, debidos principalmente a unas elevadas inversiones financieras a corto plazo en empresas del grupo y asociadas. Estos elevados valores de la solvencia

a corto plazo ajena a la explotación compensan el déficit de recursos de explotación a corto plazo presentado por la compañía, situando a Arriva Noroeste en una buena situación financiera a corto plazo en términos generales.

Por otro lado, Alsa y Avanza presentan resultados dispersos en esta ratio, alternando años que presentan una buena solvencia a corto plazo ajena a la explotación con años de problemas en este aspecto financiero. Cabe destacar el valor elevado obtenido por Alsa en el 2013, el cual compensa los problemas de solvencia a c/p de explotación presentados por esta compañía en ese año concreto debido a un aumento significativo en las inversiones en empresas del grupo y asociadas.

La solvencia a corto plazo ajena a la explotación de Tranvías A Coruña sigue la misma tendencia de las ratios de liquidez analizadas anteriormente, presentando valores elevados. Como se puede observar, sus valores son mucho mayores que uno, lo que indica que esta compañía está sobre financiada en exceso. Por último, como ya se comentó en el apartado anterior, los importantes problemas de liquidez y solvencia a corto plazo que presenta Autocares Vázquez vienen provocados, principalmente, por un déficit en las partidas corrientes ajenas a la explotación, como muestran claramente los valores inferiores a la unidad que obtiene en esta ratio, al contrario de los resultados aceptables que presentó en la solvencia a c/p de explotación. Esto se debe al importante nivel de endeudamiento que presenta esta compañía.

Como conclusión, se puede exponer que los resultados de la solvencia a corto plazo de las compañías de autobuses estudiadas vuelven a ser diversos. Entre ellos hay que destacar, en primer lugar, los recursos ociosos, sobre todo los ajenos a la explotación, de Tranvías A Coruña, y en segundo lugar, los importantes problemas que presenta Autocares Vázquez. Con respecto a las otras tres compañías estudiadas, no presentan problemas en cuanto a este concepto financiero, aunque en el caso de Alsa y Avanza tienen un escaso superávit de recursos a corto plazo, por lo que les convendría aumentar un poco el margen sobre los compromisos de pago con vencimiento inferior a un año.

4.4 Coeficiente Básico de Financiación

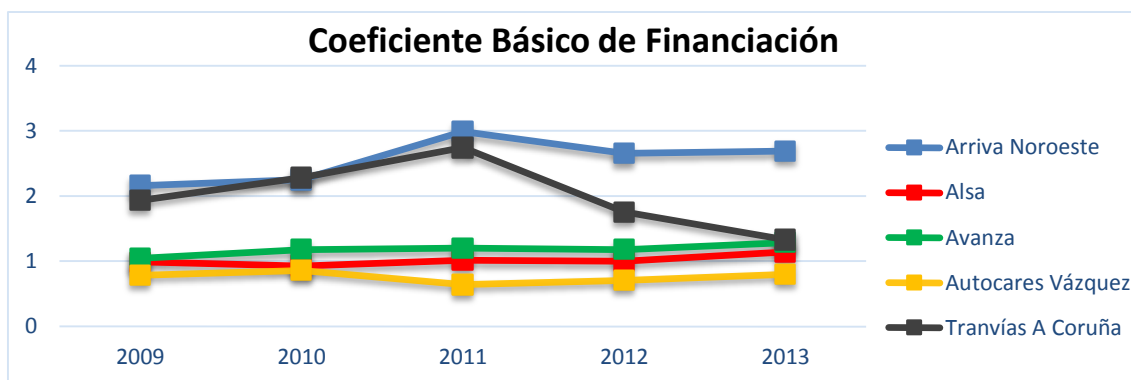
Esta ratio completa la información proporcionada por el análisis de liquidez y solvencia a corto plazo realizado anteriormente, ya que “mide el valor relativo de los recursos líquidos netos en relación al capital circulante total” (Ruiz, 2013). El coeficiente básico de financiación (en adelante, CBF) refleja si las fuentes permanentes de financiación

financian la totalidad de las inversiones permanentes. Por lo tanto, en el caso de que el CBF sea superior a 1, las fuentes de financiación permanente financian la totalidad de las inversiones permanentes (ANC + NOF), lo que implica que el CC es superior a las NOF (RLN positivos). En el caso contrario, si el CBF es inferior a 1, el CC sería inferior a las NOF (RLN negativos), lo que significa que hay un endeudamiento a corto plazo excesivo, o lo que es lo mismo, un déficit de financiación a largo plazo (Ruiz, 2013). Para la obtención de esta ratio se utiliza la siguiente fórmula:

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

En la siguiente gráfica de líneas se puede ver de manera visual los resultados proporcionados por el CBF para las compañías de autobuses estudiadas, los cuales serán debidamente analizados posteriormente.

Gráfica 23. Coeficiente Básico de Financiación.



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la gráfica, cuatro de las cinco empresas analizadas tienen, en el período temporal estudiado, un valor medio de su CBF por encima de la unidad (Arriva Noroeste, Alsa, Avanza y Tranvías A Coruña), lo que nos muestra que sus recursos permanentes son suficientes para financiar las inversiones permanentes en el largo plazo. Sin embargo, Autocares Vázquez, puede llegar a tener problemas de financiación a largo plazo debido a su déficit de recursos permanentes, influenciado esto, probablemente, por la tenencia de un patrimonio neto escaso en comparación con las inversiones permanentes de la compañía.

A continuación se va a profundizar en las variaciones del CBF más significativas mostradas en la gráfica anterior, además de analizar la tendencia del CBF de alguna de las compañías analizadas. En primer lugar, destaca el gran incremento del coeficiente de Arriva Noroeste que tuvo lugar en el 2011. Esto fue provocado, principalmente, por la gran disminución de valor que sufrió su inmovilizado intangible, y por lo tanto, sus inversiones permanentes. Por otro lado, otra variación significativa, fue el descenso de coeficiente que sufrió Tranvías A Coruña en el 2013, el cual fue provocado por un gran aumento de las inversiones financieras a largo plazo. En cuanto a alguna tendencia del CBF que llama la atención, Alsa tiene un comportamiento constante, siempre entorno al 1, lo que pone de manifiesto unos recursos permanentes suficientes, pero justos, para hacer frente a las inversiones permanentes a largo plazo. Por otro lado, Avanza tiene una tendencia de moderado crecimiento de su CBF, influenciado por un pequeño aumento de sus fondos propios en los últimos años del período estudiado. Por último, Autocares Vázquez presenta un comportamiento medianamente constante, siempre por debajo de la unidad, lo que pone de manifiesto problemas financieros provocados, posiblemente, por un patrimonio neto relativamente escaso para sus inversiones permanentes, como ya se comentó anteriormente.

4.5 Solvencia a largo plazo

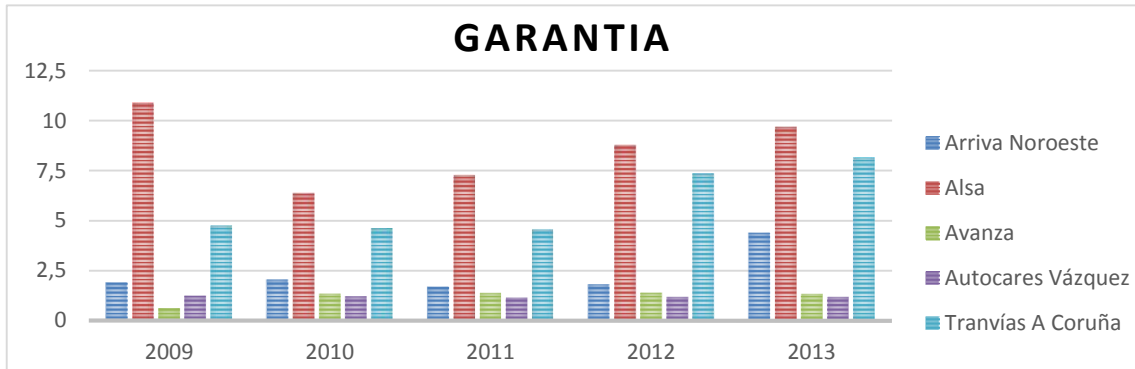
La solvencia a largo plazo es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a todos sus compromisos de pago que tengan un vencimiento superior a un año con los recursos que genera y los activos que posee (Mariño, 2009, p. 95). A pesar de las numerosas ratios que existen para medir la solvencia a l/p de una empresa, se han elegido para este estudio las ratios de garantía y consistencia, además de analizar en el siguiente apartado el endeudamiento y la autonomía financiera, las cuales guardan un estrecho vínculo con este aspecto financiero de las empresas.

4.5.1 Garantía

El objetivo de esta ratio, también denominada distancia a la quiebra, es medir la capacidad que le aportan los activos de los que dispone una empresa, para afrontar la totalidad de sus deudas, es decir, la garantía que la empresa ofrece a sus acreedores. Su valor óptimo debe estar entre 1,5 y 2,5. “Por debajo de la unidad pondrá de manifiesto una situación de quiebra” (Ruiz, 2013), probablemente causada por el frecuente consumo de capital propio, al tener pérdidas de ejercicios anteriores (Mariño, 2009, p. 117). Para su cálculo se utiliza el siguiente cociente:

$$\frac{\text{Activo Real}}{\text{Pasivo Exigible}}$$

Gráfica 24. Garantía.



Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar, en primer lugar, el incremento sufrido por la ratio de garantía de Arriva Noroeste en el año 2013, alcanzando un 4,37. Este incremento es llamativo ya que en los años anteriores del horizonte temporal analizado esta compañía sigue una línea de resultados en torno a 2 (valores óptimos). La causa de este aumento de valor es la liquidación de las deudas con empresas del grupo y asociadas llevada a cabo por esta compañía, las cuales pasan de 11,46 millones de euros a 0. Por otro lado, tanto Alsa como Tranvías A Coruña tienen unos valores muy superiores de 2,5, por lo tanto ofrecen una gran garantía de pago a sus acreedores. Estos valores tan elevados se deben a que estas dos compañías tienen unas deudas muy bajas en relación a sus activos. Por el contrario, tanto Avanza como Autocares Vázquez tienen unos valores, de media, por debajo del límite de los valores óptimos (1,5), pero por encima de la unidad. Esto pone de manifiesto, por un lado, que estas dos compañías de autobuses no pueden transmitirle una gran garantía de pago a sus acreedores, y por otro lado, que no tienen un gran margen por encima de la quiebra técnica, por lo que sería recomendable para ellas un incremento de los valores de esta ratio. El gran equilibrio que existe entre sus activos y pasivos exigibles, superando a veces el pasivo al activo, provoca estos escasos valores de la ratio de garantía.

4.5.2 Consistencia

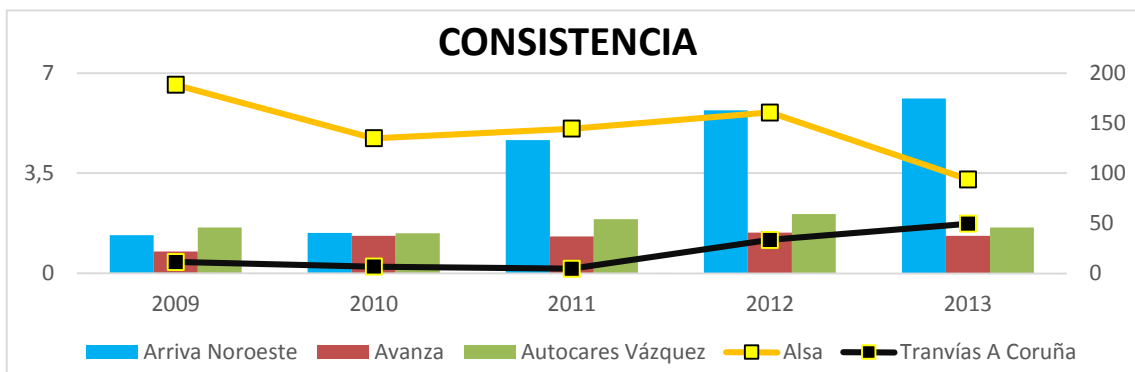
Esta ratio informa sobre el grado de seguridad, en cuanto a recuperar los capitales prestados, que la empresa le proporciona a sus acreedores a largo plazo. Su valor óptimo se encuentra en torno a 2, lo que indicaría que la mitad del activo fijo está

financiado por el pasivo exigible a largo plazo. Además, para que exista una garantía adecuada y suficiente para sus acreedores, el valor de la ratio debe ser superior a 1 (Mariño, 2009, p. 117). Su valor se obtiene a partir del cociente entre el activo fijo y el pasivo exigible a largo plazo (Ruiz, 2013), tal como se muestra a continuación:

$$\frac{\text{Activo Fijo}}{\text{Pasivo Exigible a l/p}}$$

La siguiente gráfica es una combinación de barras con líneas por el simple motivo de la amplitud de los resultados de esta ratio, de manera que un gráfico de barras o de líneas simple no reflejaría con claridad los valores más bajos resultantes de la ratio de consistencia. Estos resultados serán analizados una vez presentada la gráfica.

Gráfica 25. Consistencia.



Fuente: Elaboración propia.

Las cinco compañías de autobuses analizadas nos proporcionan unos resultados muy distintos entre sí en cuanto a su consistencia y que siguen una tendencia similar a su ratio de garantía. Por un lado, se encuentran ALSA y Tranvías A Coruña, las cuáles alcanzan unos valores muy elevados, destacando en mayor medida los de ALSA ya que alcanzan, en el 2009, un valor de 188. Estos resultados ponen de manifiesto la fuerte garantía de recuperar los capitales prestados con la que cuentan los acreedores a l/p de estas dos compañías de autobuses, además de la importancia que tiene para una empresa estar tan alejada de la quiebra técnica. Por el contrario, tanto Avanza como Autocares Vázquez presentan unos resultados por debajo de 2 (valor óptimo), incluso Avanza llegó a situarse en situación de quiebra técnica en el 2009. La razón principal de estos malos resultados es la tenencia de unas importantes deudas a largo plazo,

destacando el significativo peso de las deudas con entidades de crédito de Avanza durante el período temporal analizado. Por último, cabe destacar los valores de la ratio de garantía presentados por Arriva Noroeste, la cual vuelve a ser la única compañía estudiada que no sigue una tendencia uniforme dentro del período temporal analizado: en los dos primeros años de estudio (2009 y 2010) presenta malos resultados (1,33 y 1,41), aunque con margen por encima de la situación de quiebra técnica. Sin embargo, en el año 2011 se produce un incremento de su consistencia que pasa de 1,41 a 4,65, lo que significa un aumento considerable de la garantía de pago proporcionada a sus acreedores a largo plazo. Este gran incremento de su ratio de consistencia se debe, principalmente, a una importante disminución de su pasivo exigible a largo plazo provocada por la bajada de las deudas con empresas del grupo a largo plazo.

4.6 Endeudamiento y Autonomía Financiera

Un aspecto muy importante para la empresa es, tanto el nivel como la composición de su endeudamiento, es decir, la proporción de deuda sobre su patrimonio neto, ya sea la deuda total, a corto o a largo plazo (de Jaime, 2008, p.103). Otro de los análisis que se realizará en este apartado será la de la autonomía financiera. Con el objetivo de la correcta interpretación de estos aspectos de la empresa se utilizarán las siguientes ratios: endeudamiento total, endeudamiento a corto plazo, endeudamiento a largo plazo y, por último, autonomía financiera.

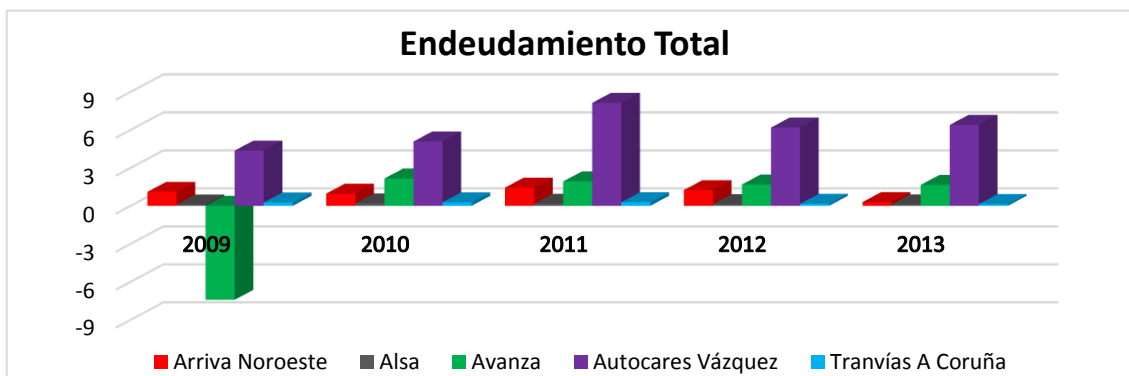
4.6.1 Endeudamiento total

El objetivo de esta ratio es medir la solvencia y la fortaleza financiera de la empresa, mediante la comparación de la relación existente entre los recursos aportados por los accionistas (patrimonio neto) y los que fueron aportados por terceros ajenos a la explotación (pasivo exigible). Para una buena interpretación de esta ratio, es necesario complementar sus resultados con los ofrecidos por la rentabilidad de las inversiones y el coste de la financiación. Una opinión extendida entre directivos empresariales y analistas financieros es que un objetivo óptimo de endeudamiento podría ser el fifty-fifty, es decir, financiarse a partes iguales tanto de recursos propios como ajenos (de Jaime, 2008, p. 103-104). Para calcularlo se emplea el siguiente cociente (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Pasivo Exigible}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

La siguiente gráfica representa el endeudamiento total de las empresas de transporte de viajeros por carretera analizadas.

Gráfica 26. Endeudamiento Total.



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados de la ratio de endeudamiento total vuelven a ser muy diversos entre las compañías de transporte de viajeros por carretera. En primer lugar, destaca el valor negativo de Avanza en el año 2009, circunstancia que se explica por el valor negativo del patrimonio neto presentado por la compañía, como ya se explicó en este estudio, lo que hace que esta ratio también lo sea. Pero en el 2010 encauza correctamente la situación gracias a otras aportaciones de socios, y asienta su endeudamiento en valores cercanos a 2, reduciendo la deuda ajena en los últimos años del período analizado. Otro aspecto destacable que se observa en esta gráfica, son los valores desorbitados que alcanza Autocares Vázquez en esta ratio, llegando a tener un 800% de deudas ajenas por encima de su patrimonio neto. Como en el caso del CBF, esto se debe, principalmente, a un patrimonio neto que resulta escaso teniendo en cuenta las inversiones y el pasivo exigible de esta compañía. Una de las razones de este insuficiente patrimonio neto podría ser el hecho de ser una empresa de menor tamaño y de índole tradicional, agravado esto, por los malos resultados obtenidos en los ejercicios analizados. En cuanto a Arriva Noroeste, destacan sus valores muy cercanos al valor óptimo de esta ratio entre los años 2009 y 2012, sufriendo una gran disminución en el año 2013 a causa, como ya se comentó anteriormente, de la liquidación de deudas a corto plazo con empresas del grupo y asociadas. Por último, tanto Alsa como Tranvías A Coruña presentan unos resultados bajos en esta ratio, lo que indica que en su estructura económica tiene un mayor peso la financiación propia en detrimento de la financiación ajena.

4.6.2 Endeudamiento a corto y largo plazo

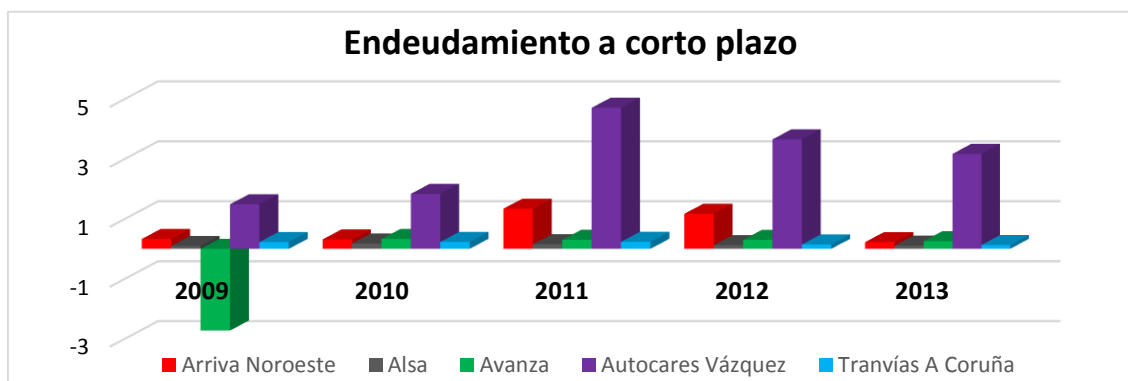
El estudio del endeudamiento de la empresa requiere que éste se descomponga en endeudamiento a corto y largo plazo para un análisis más profundo de este concepto. El objetivo de estas dos ratios es medir la relación existente entre los fondos financieros aportados por terceros (a corto y largo plazo) y los fondos financieros aportados por los propietarios (de Jaime, 2008, p. 105). Las fórmulas utilizadas para su cálculo son las siguientes (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Pasivo Exigible a c/p}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\frac{\text{Pasivo Exigible a l/p}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

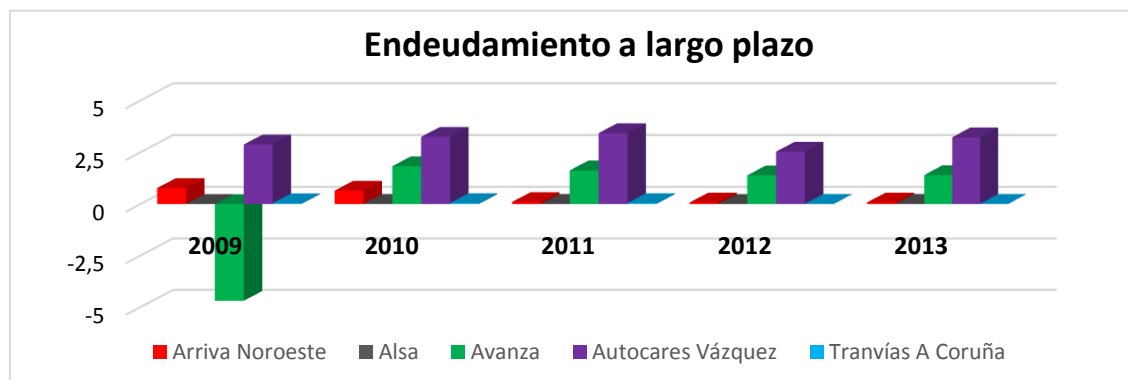
Las dos gráficas siguientes representan la diversificación del endeudamiento total en endeudamiento a corto y largo plazo.

Gráfica 27. Endeudamiento a corto plazo.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica 28. Endeudamiento a largo plazo.



Fuente: Elaboración propia.

Comparando estas dos ratios, se sacan conclusiones acerca de qué deudas (en función de su vencimiento) tienen un mayor peso dentro de la financiación proporcionada por terceros. Se analizarán estas dos ratios para cada empresa con el objetivo de completar la información proporcionada por la ratio de endeudamiento total. Empezando por Arriva Noroeste, en los años 2009, 2010 y 2013, hay bastante equilibrio en el reparto de la financiación ajena entre las deudas a corto y largo plazo. Pero, en cambio, en los años 2011 y 2012 casi la totalidad de las deudas con terceros son a corto plazo. Esto se debe a un importante aumento de las deudas con empresas del grupo y asociadas con un vencimiento inferior a un año, que pasaron de 112.000 a 12.888.000 euros entre los años 2010 y 2011, y manteniéndose una cifra aproximada en el año 2012. En cuanto a Alsa, como ya comentamos en el apartado anterior, su financiación procede principalmente de sus fondos propios, pero dentro de las deudas con terceros, destaca el peso casi insignificante que tienen las deudas a largo plazo, dato que sorprende en una empresa de este tamaño. Un caso parecido a este, es el de Tranvías A Coruña, cuya financiación ajena también es poco significativa presentando un mayor peso las deudas con terceros con un vencimiento inferior a un año. Por otro lado, la financiación de Avanza se basa principalmente en capitales prestados por terceros, tal como se comentó anteriormente. Dentro de este tipo de financiación tienen un mayor peso las deudas a largo plazo, más concretamente, las deudas con entidades de crédito a largo plazo, las cuales representan un 70% de su pasivo exigible total en el año 2011. Esta partida representa los préstamos bancarios y otros débitos recibidos con un vencimiento superior a un año (plangeneralcontable.com). Por último, Autocares Vázquez reparte su enorme endeudamiento ajeno de manera más o menos equilibrada entre las deudas a corto plazo y las deudas a largo plazo.

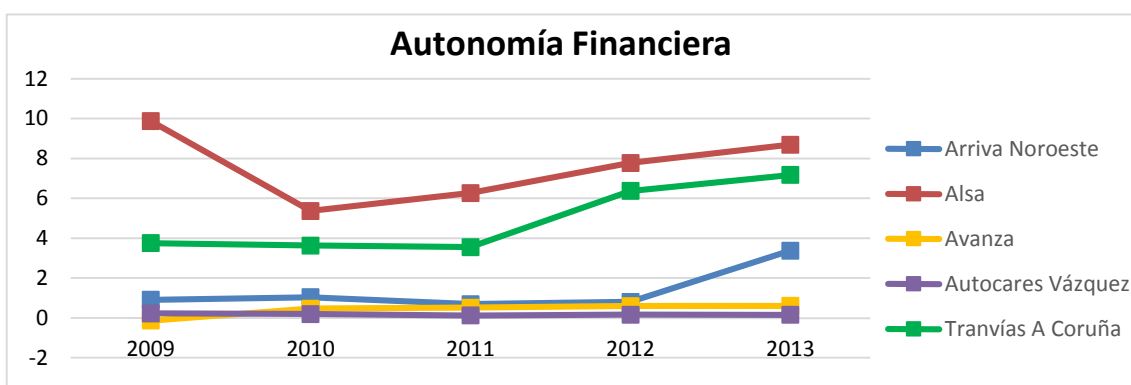
4.6.3 Autonomía Financiera

Para finalizar con el análisis financiero, se va a estudiar ahora la autonomía financiera. Esta ratio “mide la capacidad de inversión de la empresa con independencia de la disponibilidad o no de crédito bancario y otras fuentes de financiación ajena” (Ruiz, 2013). Indica, por cada unidad monetaria de recursos ajenos utilizados, cuánto se utiliza de recursos propios. Su valor óptimo se encuentra en torno a 1, pero para la correcta interpretación de los resultados de esta ratio hay que matizar algunos aspectos. En el caso de que los fondos ajenos de una empresa estén formados por deudas a largo plazo y su tesorería sea significativa, se podrían tomar como óptimos resultados más bajos. Pero, si por el contrario, los fondos ajenos de una empresa están formados por deudas

a corto plazo y su tesorería tiene poco peso en el activo, debe endurecerse esta interpretación de los resultados (Mariño, 2009, p. 113-114). La fórmula para alcanzar dichos resultados es el siguiente cociente (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Exigible total}}$$

Gráfica 29. Autonomía Financiera.



Fuente: Elaboración propia.

La autonomía financiera mide la relación inversa que la ratio de endeudamiento total, por lo que sus resultados serán contrarios. En primer lugar, se puede observar que tanto Alsa como Tranvías A Coruña tienen unos resultados muy por encima de la unidad, lo que corrobora la poca dependencia que tiene la estructura de financiación de estas dos compañías de los créditos bancarios y otras formas de financiación ajena, gracias a sus significativos fondos propios. Esta interpretación coincide con los valores bajos que les proporciona la ratio de endeudamiento total analizada con anterioridad. Por otro lado, Arriva Noroeste sigue una tendencia uniforme de resultados cercanos a la unidad entre el 2009 y 2012 por su buen equilibrio entre la financiación ajena y propia. Sin embargo, en el 2013 se produce un aumento de su autonomía financiera causada por la liquidación absoluta de sus deudas con empresas del grupo y asociadas, como se viene comentando en las ratios anteriores. Por último, tanto Avanza como Autocares Vázquez, toman valores por debajo de la unidad ya que su estructura de financiación depende en gran medida de la financiación ajena, siendo mucho más preocupante la situación de Vázquez.

En cuanto al endeudamiento de las compañías del sector del transporte de viajeros por carretera, los resultados son dispares, pero analizando los balances de las cinco

compañías estudiadas se pueden sacar conclusiones importantes. Se observa que Alsa, Tranvías A Coruña y Arriva Noroeste (su inclusión en este grupo se fundamenta en la tendencia creciente con la que finalizó el período de estudio, aunque su estructura de financiación está bastante equilibrada) basan su financiación en los recursos propios para llevar a cabo su actividad. Para Alsa y Arriva Noroeste, esto se puede explicar basándose en que forman parte de un gran grupo empresarial internacional que ejerce de capitalizador para sus empresas filiales. En cuanto a Tranvías A Coruña, su financiación propia procede de sus reservas, es decir, de beneficios no repartidos entre los accionistas, explicado de un modo amplio. Por otra banda, Autocares Vázquez y Avanza, tienen una gran dependencia de los recursos prestados por terceros para llevar a cabo su actividad económica. En el caso de la primera, esto se puede deber, como ya se explicó anteriormente, a tratarse de una compañía humilde y tradicional, acentuado esto por los malos resultados económicos provocados por la crisis en el período de análisis. Por otro lado, Avanza es un grupo empresarial nacido de la agrupación de varias empresas del sector. Esto, desde un punto de vista económico y financiero, no es lo mismo que pertenecer a un grupo empresarial internacional que sirve de capitalizador a empresas de varios sectores diferentes, por lo que así se ve reflejado en las ratios de endeudamiento y en la estructura de financiación de las empresas.

5. Análisis Económico

5.1 Análisis de la Rentabilidad Económica

“La rentabilidad económica pretende medir la capacidad del activo de una empresa para generar beneficios” (de Jaime, 2008, p. 81). Este es uno de los indicadores más importantes del presente análisis, ya que, definido de un modo sencillo, representa los euros ganados por cada euro invertido. Como en el análisis financiero se profundizaba en el equilibrio financiero, ahora se va a analizar el equilibrio económico, el cual se refiere a la consecución de unos resultados acordes con los recursos empleados y con

la posición competitiva de la empresa dentro del sector (Ruiz, 2013). La rentabilidad económica se obtiene a partir de la división de los beneficios antes de intereses e impuestos entre el activo total neto. Pero este cociente lo hay que interpretar teniendo en cuenta matices, tanto en el numerador como en el denominador. En primer lugar, es importante saber que “en el cálculo de la rentabilidad económica no debe influir la estructura financiera de la empresa, es decir, el reparto entre medios de financiación propios y ajenos” (Ruiz, 2013). Es por esta razón por la que en el numerador de esta ratio se incluyen los beneficios antes de intereses. Por otro lado, se debe tomar el promedio del activo total neto, ya que éste se va a comparar con un flujo (resultados) cuyo devengo se va produciendo a lo largo del ejercicio, y no de una sola vez a la fecha de cierre (Ruiz, 2013). Es decir, se realizará el promedio del activo total neto, ya que de esta manera los beneficios que se fueron obteniendo a lo largo del año serán comparados con una media simple de los activos empleados a lo largo de dicho año. La fórmula para calcular la rentabilidad económica es la siguiente:

$$\frac{\textit{Beneficios antes de Interes e Impuestos}}{\textit{Activo total neto promedio}}$$

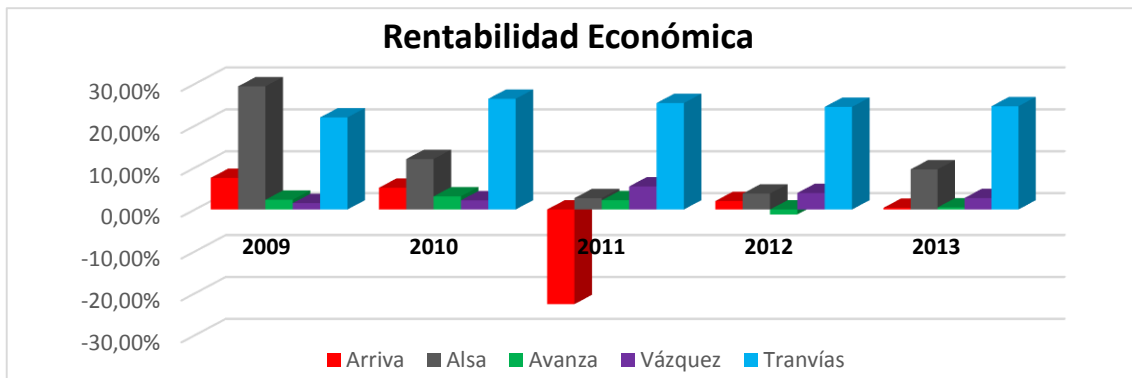
Asimismo, la interpretación de la rentabilidad económica, tal como se explicó anteriormente, debe ser independiente de la estructura financiera de la empresa, por lo que en el numerador de la misma se incluyen los beneficios antes de intereses e impuestos, los cuales se calculan mediante la siguiente fórmula (Ruiz, 2013):

$$BAIT = BAT + GF$$

siendo el BAT los resultados antes de impuestos que aparecen en la cuenta de pérdidas y ganancias de todas las empresas analizadas, mientras que GF se refiere a los gastos financieros, los cuáles son sumados para dar lugar a los beneficios brutos.

A continuación, se presentará una gráfica de barras representando los resultados de la rentabilidad económica para las cinco empresas de transporte de viajeros por carretera estudiadas durante el horizonte temporal analizado. Este será un primer análisis general de sus rentabilidades, para, posteriormente, profundizar en este concepto mediante la descomposición del mismo en el margen de beneficios y en la rotación de sus activos, lo que permitirá conocer, en parte, las causas de sus altas o bajas rentabilidades.

Gráfica 30. Rentabilidad Económica.



Fuente: Elaboración propia.

Antes de empezar a comentar los resultados obtenidos en esta ratio por las compañías de autobuses analizadas, es imprescindible poner una referencia con la cual comparar dichos resultados, ya que de lo contrario será muy complicada su interpretación. Esta referencia será la rentabilidad económica media del sector del transporte de viajeros por carretera⁷, la cual toma valores cercanos al 4% durante el período temporal estudiado.

Empezando este análisis por Tranvías A Coruña, se puede observar que su rentabilidad económica es elevada, tomando más valor aún este resultado a sabiendas que las rentabilidades del subsector del transporte urbano de viajeros por carretera, subsector al que se dedica esta compañía, son las más bajas del sector. Estos resultados ponen de manifiesto el buen funcionamiento de esta compañía durante una época de crisis económica. En cuanto a ALSA, obtiene unos muy buenos resultados en los años 2009, 2010 y 2013, siendo en el primer año causados por unos enormes ingresos financieros, sobre todo provenientes de participaciones en instrumentos de patrimonio, mientras que en el 2010 y 2013 fueron originados por unos buenos resultados de explotación. Por otra parte, tanto Avanza como Autocares Vázquez obtienen unos resultados, en general, en la línea de la media del sector, no obstante, con algunos pequeños altibajos en el horizonte temporal analizado. En el caso concreto de Autocares Vázquez, estos resultados pueden adquirir más valor al tratarse de una empresa que se dedica principalmente al transporte discrecional, lo que, como ya comentamos anteriormente, dificulta en gran medida la obtención de unas rentabilidades suficientes que garanticen la sostenibilidad de la empresa. Finalmente, Arriva Noroeste, como en la mayor parte del presente estudio, presenta valores muy diversos. En los años 2009 y 2010, dicha

⁷. La rentabilidad económica media del sector se obtuvo a partir de una muestra de las empresas de transporte de viajeros por carretera que representan más de un 80% de la facturación total del sector.

ratio tomó valores muy buenos, alcanzando en el 2009 un 7,55%. Pero, a partir del 2011 los resultados empeoran, situándose por debajo de la media del sector. Dentro de estos malos resultados, destaca la enorme caída sufrida por estos en el 2011, los cuales pasan de 5,19% a -22,59%. Esta bajada significativa de su rentabilidad económica se debe, principalmente, a la fuerte caída de su resultado de explotación provocada por el elevado valor negativo que tomó la partida resultados por enajenaciones y otras. Esta partida representa una pérdida por la enajenación de inmovilizado, causada por la enajenación o baja del activo del inmovilizado intangible, el cual, se puede observar que entre el 2010 y 2011, se reduce en más de 10 millones de euros.

5.1.1 Margen de beneficios y Rotación de los activos

Después de analizar de forma general las rentabilidades económicas de las cinco compañías de autobuses estudiadas, en este apartado se va a acometer un análisis más profundo de un indicador tan importante para la sostenibilidad de las empresas mediante su descomposición en el margen de beneficios y en la rotación de los activos.

En primer lugar, el margen de beneficios o sobre ventas expresa los euros de beneficio obtenidos por cada euro de ventas (de Jaime, 2008, p. 83). El objetivo de la dirección empresarial será incrementar esta ratio mediante una serie de acciones empresariales como, por ejemplo, incrementar los precios o la productividad, o, desde otro punto de vista, reducir gastos de aprovisionamiento o gastos del ámbito comercial. Estas acciones deberán hacerse deliberadamente y pensando en las posibles consecuencias, que en algunos casos son contrarias a los objetivos empresariales (Mariño, 2009, p. 128). La fórmula empleada para su cálculo, tal como se muestra a continuación, es el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y las ventas:

$$\frac{\text{Beneficios antes de Interes e Impuestos}}{\text{Ventas}}$$

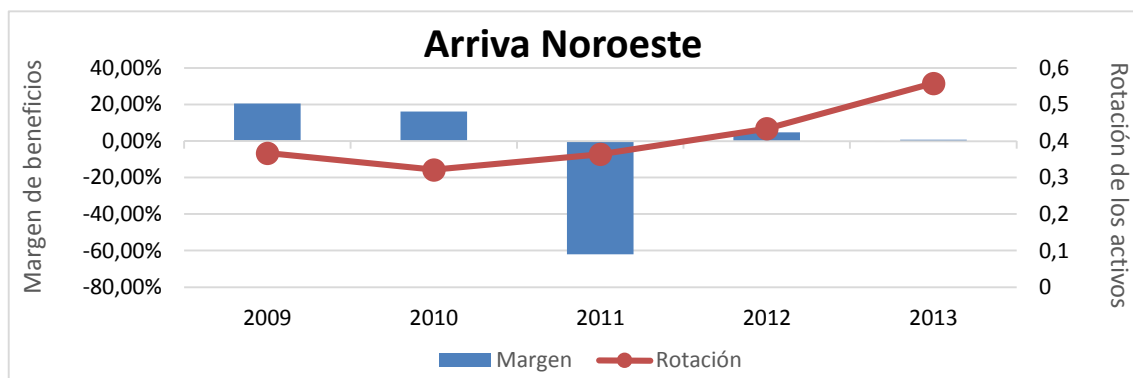
En segundo lugar, la rotación de activos es una ratio que indica “el volumen de euros vendidos por cada euro invertido” (de Jaime, 2008, p. 84). Es, por tanto, un indicador de la eficiencia con la que se utilizan los recursos invertidos en el negocio. Para mejorar la rentabilidad actuando sobre la rotación, *ceteris paribus*, se deben incrementar las ventas en mayor medida que lo hagan los activos. Esta ratio se halla a través del cociente entre las ventas y el activo total neto promedio (Ruiz, 2013), como se presenta a continuación:

Ventas
Activo total neto promedio

Por lo que, atendiendo a lo explicado anteriormente, el incremento de la rentabilidad económica de una empresa se puede llevar a cabo aumentando el margen, aumentando la rotación o aumentando ambas, en cuyo caso la mejora que se produciría en su rentabilidad sería cuantiosa. Esto depende, en gran medida, de la estrategia llevada a cabo por cada compañía y del sector al que pertenezca. Concretando en el sector del transporte de viajeros por carretera, un ejemplo de medida para aumentar el margen de las empresas de autobuses, podría ser el hecho de disminuir al máximo posible los trayectos vacíos⁸ mediante una mejor asignación de conductores y servicios de trabajo, lo cual podría dar lugar a una importante reducción de costes. Por otro lado, una medida que se podría llevar a cabo con el objetivo de incrementar la rotación sería con una mejor asignación de paradas y horarios, mediante la cual se podrían llegar a conseguir incrementar las ventas.

A continuación, se presentará una gráfica para cada compañía de autobuses estudiada con los resultados de las ratios de margen y rotación, los cuáles serán comentados posteriormente.

Gráfica 31. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Arriva Noroeste.



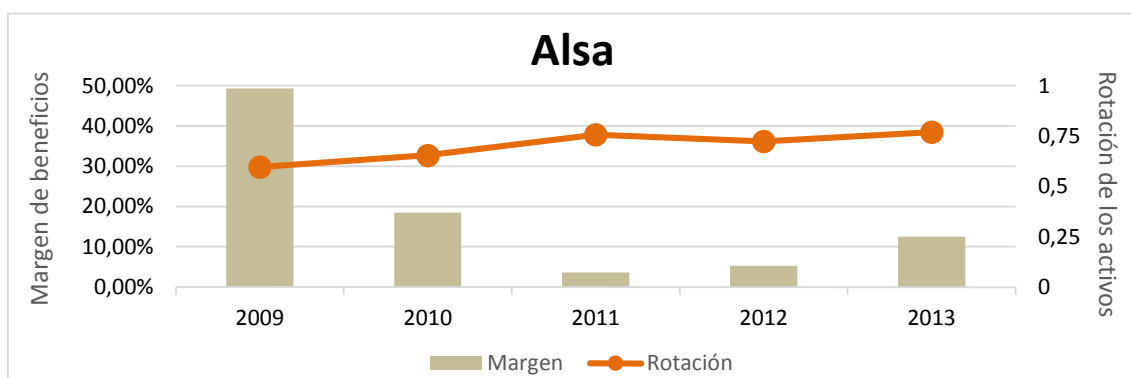
Fuente: Elaboración propia.

⁸. Son los desplazamientos obligatorios que tiene que realizar un autobús entre su lugar de estacionamiento y el lugar de inicio del servicio y viceversa.

En cuanto a Arriva Noroeste, se puede observar que su margen toma valores altos en los dos primeros años de estudio, alcanzando un 20% de beneficio sobre ventas. Sin embargo, a partir del año 2011, la tendencia del margen cambia, reduciendo mucho sus resultados. En dicho año, destaca la caída significativa del margen de beneficios, lo que causa un importante descenso de la rentabilidad de esta compañía, llegando alcanzar un -62,11%.

Las tendencias muy similares de la rentabilidad económica y del margen de beneficios de Arriva Noroeste, ponen de manifiesto el significativo peso que tiene el margen en la rentabilidad económica de esta compañía, ya que, como manifiestan los resultados, la rotación de dicha compañía es medianamente constante y va en crecimiento.

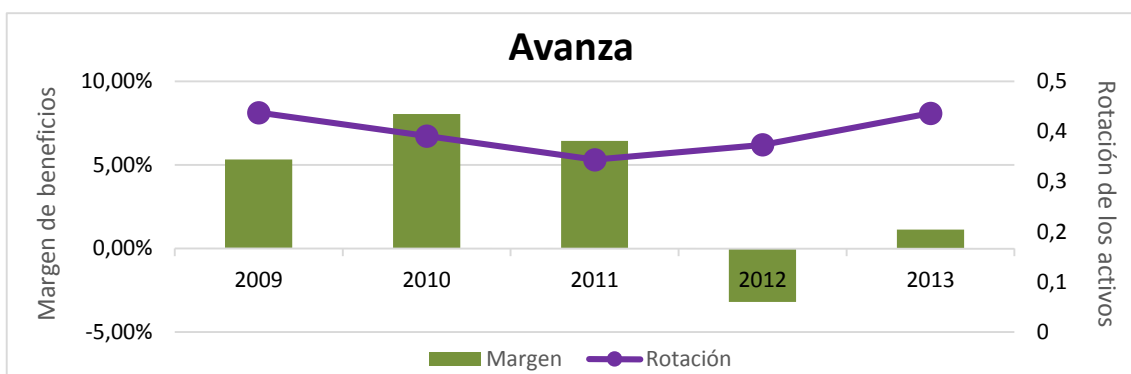
Gráfica 32. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Alsa.



Fuente: Elaboración propia.

En segundo lugar, en cuanto a Alsa, destaca su margen de beneficios del año 2009, en el cual el 50% de cada euro vendido se convirtió en beneficios, lo que, en comparación con el sector representa unos resultados excelentes. Los años 2010 y 2013, también fueron positivos en cuanto al margen, aunque no tan extraordinarios, lo que coincide con los resultados de su rentabilidad económica. Por lo que, como en el caso de Arriva Noroeste, se puede observar que el margen tiene un peso significativo en la rentabilidad económica de esta compañía. Al ser la rotación de los activos medianamente constante, las variaciones del margen se reflejarán de manera más significativa en la rentabilidad económica, siguiendo tendencias muy similares, como se puede observar en estas dos compañías.

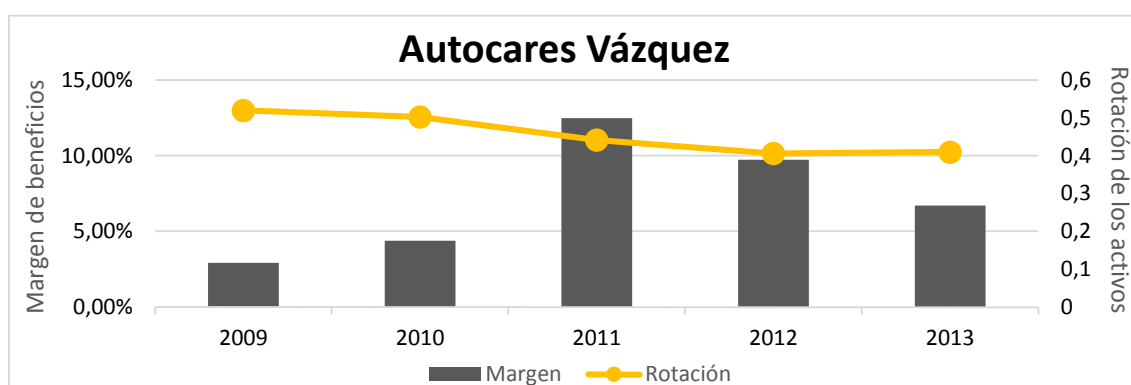
Gráfica 33. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Avanza.



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a Avanza, en los tres primeros años del horizonte temporal analizado, presenta un margen de beneficios aceptable. Sin embargo, estos buenos márgenes de beneficios no se ven excesivamente reflejados en los resultados de la rentabilidad económica, ya que durante todo el período temporal analizado ésta fue inferior a la media del sector. Esto es debido a unas insuficientes ventas en relación con su activo, es decir, a una escasa rotación de sus activos. Por lo que, al disminuir el margen en los años 2012 y 2013 mientras que su rotación permanece medianamente constante, la rentabilidad económica de Avanza empeoró en los dos últimos años de estudio.

Gráfica 34. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Autocares Vázquez.

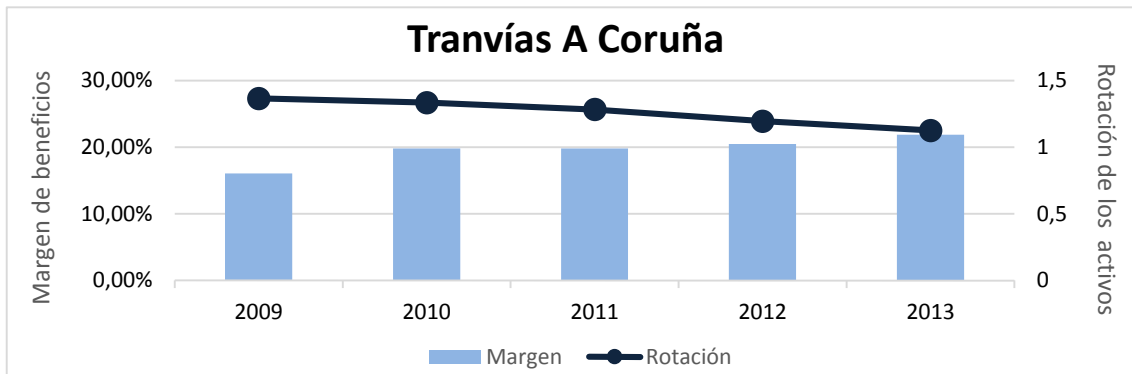


Fuente: Elaboración propia.

A excepción de los dos primeros años analizados, Autocares Vázquez obtuvo unos buenos márgenes de beneficios, márgenes que adquieren más valor aún al tener en cuenta las características, ya comentadas en apartados anteriores, de esta compañía. Como en el caso de Arriva Noroeste y Alsa, su rentabilidad económica y su margen de

beneficios presentan unos valores similares provocados por el comportamiento constante que sigue su rotación de los activos, la cual proporciona valores comprendidos entre 0,4 y 0,5. Por lo que, como en el caso de las empresas anteriores, en el horizonte temporal analizado, el margen de beneficios tiene una importancia significativa en las variaciones de la rentabilidad económica.

Gráfica 35. Margen de beneficios y Rotación de los activos. Tranvías A Coruña.



Fuente: Elaboración propia.

Por último, se puede observar que los resultados de la compañía de buses urbanos de A Coruña relativos a rentabilidad económica son excelentes. Sus márgenes de beneficio son muy buenos y tienen una tendencia creciente, alcanzando en el último año del estudio un 21,90%. Pero, además de su extraordinario margen, destaca significativamente su rotación de los activos, sobre todo al compararlo con las anteriores compañías estudiadas, ya que en el horizonte temporal estudiado toma un valor superior a la unidad, lo que significa que por cada euro invertido vende una cantidad superior a 1 euro.

A modo de conclusión se podría destacar que, aunque a priori y dados los resultados obtenidos pueda parecer que ninguna de las entidades presente problemas de rentabilidad, se deberían tener en cuenta las características presentadas por cada una de ellas a la hora de interpretar estos resultados. Tal es el caso de las compañías Arriva Noroeste y Avanza, las cuales, por su tamaño, posición competitiva, pertenencia a grandes grupos, y demás características empresariales, deben centrar sus esfuerzos en incrementar esta ratio para asegurar su futura sostenibilidad.

Por otro lado, en cuanto a su descomposición en margen y rotación, destaca el comportamiento constante de este último en las compañías de autobuses estudiadas durante el período temporal analizado. Por lo tanto, a partir de la tendencia uniforme de

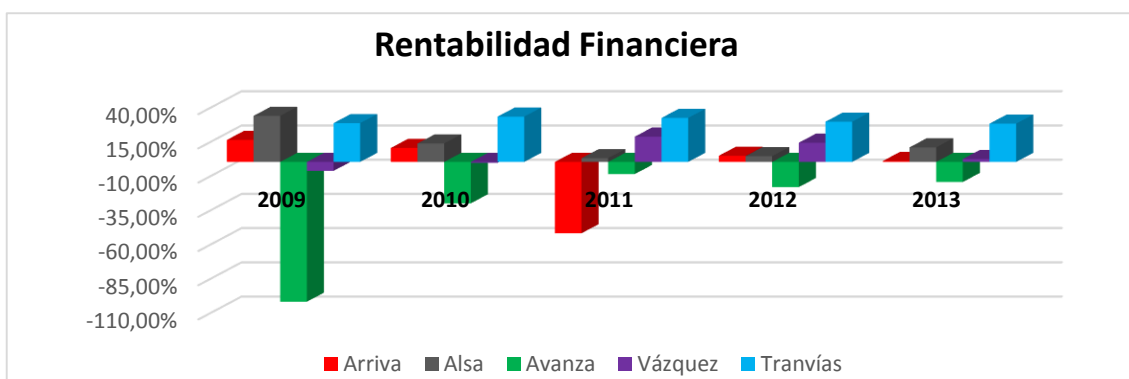
la rotación, se puede concluir que en la rentabilidad económica de las empresas de autobuses estudiadas tiene un peso más significativo el margen de beneficios. Esto es debido a que la rotación de las empresas de autobuses, por lo general, presenta valores bajos y constantes al ser un sector que necesita de unas grandes inversiones en activos fijos para competir, por lo que es complicado obtener unas ventas que superen al activo de las compañías.

5.2 Rentabilidad Financiera

Otra ratio que mide la rentabilidad operativa es la rentabilidad financiera, la cual, a diferencia de la rentabilidad económica, mide la capacidad de la empresa para remunerar a sus accionistas. Esta ratio es, para muchos financieros, la más importante desde el punto de vista de las finanzas empresariales, ya que al medir los beneficios que quedan para repartir entre los accionistas, si proporciona un valor alto significará que la actividad económica va por buen camino al generar esto un alto precio de sus acciones, lo que facilitará la captación de nuevos recursos financieros (de Jaime, 2008, p. 89). La rentabilidad financiera, tal como se presenta a continuación, se define como el cociente entre el beneficio antes de impuestos y los recursos propios netos (Ruiz, 2013):

$$\frac{\text{Beneficios antes de Impuestos}}{\text{Fondos Propios promedio}}$$

Gráfica 36. Rentabilidad Financiera.



Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, como se puede apreciar en esta gráfica, tanto Alsa como Arriva Noroeste obtienen una rentabilidad financiera que sigue una tendencia similar a su

rentabilidad económica. En el caso concreto de Arriva Noroeste, destaca su rentabilidad financiera negativa en el año 2011, la cual representa unas pérdidas mayores al 50% de su patrimonio neto, y que coincide, en ese mismo año, con una rentabilidad económica también negativa. De la misma manera que ocurría con la rentabilidad económica negativa, este resultado refleja la tenencia de unas pérdidas importantes en la partida resultados por enajenaciones de inmovilizado que derivan en unas pérdidas de explotación significativas.

Por otro lado, destacan los malos resultados obtenidos por Avanza en esta ratio, presentando, durante todos los años analizados, una rentabilidad financiera negativa. Estos resultados ponen de manifiesto pérdidas significativas para sus accionistas, a diferencia de su rentabilidad económica, la cual no fue buena en el período temporal analizado, como ya se vio anteriormente, pero no transmitía problemas importantes. La causa principal de estos valores negativos son los elevados gastos financieros que soporta esta compañía, los cuales tienen una estrecha relación con su estructura de financiación basada fundamentalmente en la financiación ajena y con un elevado nivel de endeudamiento.

En cuanto a Autocares Vázquez, su rentabilidad financiera fue muy variable en el período temporal analizado, siguiendo la tendencia de la rentabilidad económica. En los años 2009 y 2010, se produjeron pérdidas para los accionistas de dicha compañía. Por el contrario, en los dos años siguientes se alcanzaron buenas rentabilidades financieras, llegando en el 2011 a un 18,49%. La rentabilidad financiera de esta compañía está influida de una manera significativa por sus resultados antes de impuestos, ya que sus fondos propios son relativamente constantes. Por lo que, la versatilidad de los beneficios antes de impuestos de Vázquez, provoca que la tendencia de su rentabilidad financiera sea muy variable.

Por último, cabe destacar las rentabilidades financieras obtenidas por Tranvías A Coruña en el horizonte temporal analizado, las cuales son excepcionales, alcanzando de media un 24,5%, lo que supone unas importantes ganancias para sus accionistas, y por consiguiente, para la compañía. Los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias de esta compañía durante el intervalo temporal 2009-2013 fueron muy buenos, lo que deriva en las elevadas rentabilidades que presentó Tranvías A Coruña en el presente estudio.

5.3 Apalancamiento Financiero

El apalancamiento financiero estudia la relación entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad de la totalidad de recursos empleados, ya sean de accionistas o acreedores (Ruiz, 2013).

La fórmula utilizada anteriormente para el cálculo de la rentabilidad financiera, se puede descomponer de una manera más compleja con el objetivo de profundizar en este concepto, tal como se muestra a continuación (de Jaime, 2008, p. 92-93):

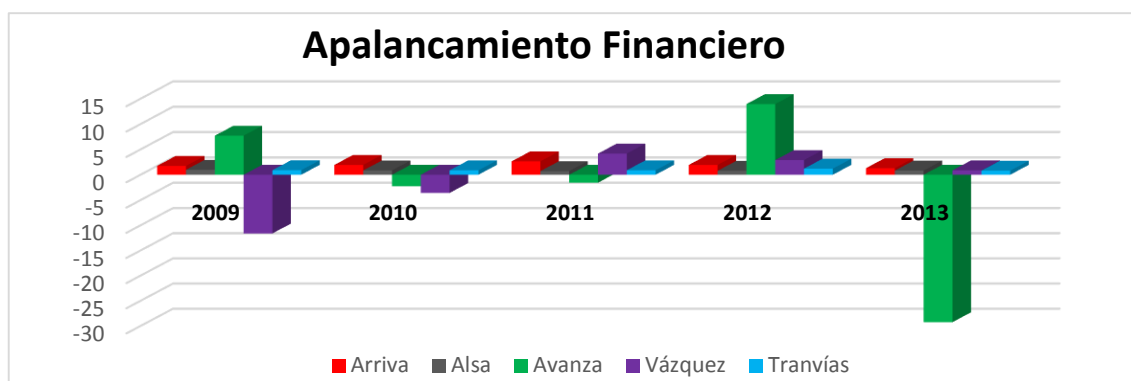
$$\frac{BAIT}{Ventas} \times \frac{Ventas}{AT} \times \frac{AT}{PN} \times \frac{BN}{BAIT}$$

Esta descomposición se lleva a cabo para obtener las dos ratios que proporcionarán el apalancamiento financiero. Los dos primeros cocientes representan el margen y la rotación, mientras que los dos últimos son los que componen el apalancamiento financiero. Por consiguiente, se observa claramente que la rentabilidad financiera se puede incrementar mediante el efecto del margen y rotación (rentabilidad económica) o, por otro lado, mediante el efecto del apalancamiento financiero. En relación con lo anterior, el apalancamiento financiero se incrementará cuando:

- Crezca el cociente entre el activo total y el patrimonio neto.
- Se produzca un aumento del pasivo exigible con coste, lo que supondrá un aumento de los intereses, siempre que no suponga una disminución mayor del beneficio neto.

Por lo tanto, una vez que se haya calculado el apalancamiento financiero, sus resultados positivos nos indicarán que la rentabilidad financiera es mayor que la rentabilidad económica, y, por el contrario, cuándo estos sean negativos la rentabilidad financiera será menor que la rentabilidad económica (de Jaime, 2008, p. 96).

En la siguiente gráfica se pueden observar claramente las distintas tendencias que sigue el apalancamiento financiero de las compañías de transporte de viajeros por carretera analizadas.

Gráfica 37. Apalancamiento Financiero.

Fuente: Elaboración propia.

Después de revisar la información facilitada por varios autores sobre este tema, se llegó a la conclusión de que los resultados del apalancamiento financiero se interpretarán de la siguiente forma: cuando sea superior a la unidad convendrá financiarse con deuda ya que al ser el efecto del apalancamiento financiero positivo hará incrementar la rentabilidad financiera. Por el contrario, cuando este sea inferior a la unidad, un aumento del endeudamiento reducirá la rentabilidad del accionista, por lo que no será conveniente. A continuación pasamos a profundizar en los valores obtenidos por las empresas objeto de estudio.

En primer lugar, destaca la tendencia casi paralela ofrecida por Alsa y Tranvías A Coruña en esta ratio. En el horizonte temporal analizado, estas dos compañías obtuvieron unos valores cercanos a la unidad, por lo que el hecho de aumentar o no el endeudamiento apenas afectará a la rentabilidad financiera. Estos resultados tan similares se pueden deber a la poca importancia que la financiación ajena tiene en la estructura financiera de estas dos compañías de autobuses.

Por otro lado, en cuanto a Arriva Noroeste, se puede observar que en todos los años estudiados su apalancamiento financiero fue superior a la unidad, lo que indica en términos generales, que el hecho de incurrir en unas mayores deudas aumentaría su rentabilidad financiera. Dichos resultados son superiores a 1, como se acaba de comentar, pero no alcanzan valores muy elevados, lo que puede ser consecuencia del gran equilibrio entre la financiación propia y ajena que posee en su estructura de financiación.

Por último, Avanza y Autocares Vázquez obtienen resultados muy dispersos. Tal es el caso de Avanza, que entre los años 2012 y 2013 esta ratio pasa de 13,94 a -29,25. Tanto en el caso de Avanza como en el de Autocares Vázquez, la causa principal de

tener un apalancamiento financiero negativo en alguno de los años estudiados es la tenencia, por un lado, de un beneficio neto negativo, y por otro lado, de unos gastos financieros superiores a su BAI negativo. Debido a esto, el último cociente de la fórmula de esta ratio se hace negativo provocando que la rentabilidad financiera de estas dos compañías sea menor que su rentabilidad económica en dichos años. Para concluir, se puede observar que en tres de los cinco años estudiados no sería conveniente, para estas dos empresas, financiarse incrementando las deudas con terceros, probablemente debido a que el peso de los costes financieros en sus estructuras de financiación es elevado.

Conclusiones

En este trabajo se realizó un análisis de los estados financieros de cinco compañías del sector del transporte de viajeros por carretera. En la parte empírica del mismo se acomete, a partir de los balances de situación así como de las cuentas de pérdidas y ganancias, el cálculo de una serie de ratios con el objetivo de conocer la situación económica y financiera de las entidades en el horizonte temporal comprendido entre el 2009 y el 2013. Mediante este análisis se ponen de manifiesto contrastes significativos en los resultados de estas empresas de autobuses, provocados muchos de ellos por las diferencias en la estrategia operativa llevada a cabo por cada una de ellas (en algunos casos condicionada por la orientación de la actividad principal o por la zona geográfica en la que opera) o, simplemente por sus circunstancias empresariales. A partir del análisis de dichos resultados, se han obtenido las conclusiones que se exponen a continuación. Cabe aclarar que dichas conclusiones están basadas, exclusivamente, en esta muestra de empresas y para un horizonte temporal concreto, por lo que no son fácilmente extrapolables a otras entidades y/o períodos temporales.

Uno de los aspectos financieros más importantes es la estructura de financiación, y se puede observar que las cinco compañías de autobuses estudiadas no presentan una tendencia similar. Por un lado, en Alsa y Tranvías A Coruña tiene un peso mucho más

importante la financiación propia, gracias, en gran medida, a la importancia de sus reservas. En una situación intermedia se encuentra Arriva Noroeste, en la cual destaca el gran equilibrio que presenta entre su financiación propia y ajena. Por otro lado, en el otro extremo se encuentran Avanza y Autocares Vázquez, las cuales tienen unos niveles de endeudamiento elevados, al provenir buena parte de su financiación de capitales prestados por terceros. La elección de esta fuente de financiación puede estar condicionada en gran parte, en el caso de Avanza, por las exigencias de inversión que requiere operar principalmente en una comunidad tan competitiva como es la madrileña. Mientras que, en el caso de Autocares Vázquez, esto puede estar influido por el hecho de dedicarse principalmente a un subsector, el discrecional, que está sufriendo en mayor medida los efectos de la crisis, lo que deriva en unos bajos resultados de los ejercicios analizados y por consiguiente, la empresa se ve obligada a financiarse mediante capitales ajenos para sobrevivir y realizar las inversiones necesarias.

Posteriormente, se quiere analizar la situación de las empresas en cuanto a liquidez y solvencia a corto plazo. El sector del transporte de viajeros por carretera se caracteriza, como ya se comentó anteriormente, por tener unos niveles escasos de tesorería y recursos líquidos. Teniendo en cuenta la liquidez general media del sector⁹, la cual es de 2,54, se puede concluir que todas las empresas estudiadas, a excepción de Autocares Vázquez, presentan una situación estable (Alsa y Avanza están por debajo de la media del sector, pero sin problemas importantes). Esta compañía presenta importantes problemas de liquidez, causados por el gran nivel de endeudamiento a corto plazo. Estos problemas son habituales en pymes de índole tradicional en épocas de regresión económica, ya que su elevado nivel de endeudamiento necesario para acometer inversiones que les permitan ser competitivos, hace que sea muy complicado tener, o generar, unos recursos suficientes para hacer frente a dichas deudas.

Otro de los aspectos financieros fundamentales para las empresas es la garantía de sostenibilidad en el futuro, es decir, la solvencia a largo plazo. Basándose en los valores óptimos de las ratios de garantía y consistencia, se puede concluir que, Arriva Noroeste, Alsa y Tranvías A Coruña no tendrán ningún problema para hacer frente a sus compromisos de pago que tengan un vencimiento superior a un año. Sin embargo, una vez más Vázquez, y en este caso también Avanza, presentan unos recursos, tanto totales como a largo plazo, insuficientes para hacer frente al pasivo exigible. Esto se

⁹. La liquidez general media del sector se obtuvo a partir de una muestra de las empresas de transporte de viajeros por carretera que representan más de un 80% de la facturación total del sector.

debe a un endeudamiento muy elevado, tal como se puede observar en la ratio ofrecida por la entidad. Atendiendo a esto, aunque aún no están en peligro de quiebra técnica, tendrán que llevar a cabo medidas para aumentar los beneficios y por consiguiente la autofinanciación, o por otro lado, subsanarlo mediante nuevas aportaciones de socios.

Una vez analizada la situación financiera de las empresas objeto de estudio, se quiere estudiar su evolución económica. Empezando este estudio por la rentabilidad económica, se puede concluir, basándose en su media del sector, la cual es de 4,15%, que el comportamiento es muy variable entre 2009 y 2013. Se ha podido observar que la rentabilidad económica de Arriva Noroeste, Avanza y Autocares Vázquez ha presentado valores por debajo de la media del sector durante el período temporal estudiado. Con relación a esto, destaca la caída significativa de la rentabilidad económica de Arriva Noroeste y Avanza en los dos últimos años estudiados, situándose por debajo de la rentabilidad económica media del sector, lo que puede poner en entredicho la rentabilidad del transporte interurbano (subsector al que se dedican principalmente estas dos compañías) en los últimos tiempos y tanto en Galicia como en Madrid. En cuanto a la rentabilidad financiera, las empresas analizadas siguen una tendencia muy similar a la rentabilidad económica, con la única excepción de Avanza. En esta compañía la rentabilidad para los accionistas presenta unos valores significativamente más bajos que su rentabilidad económica al ser negativa durante todo el horizonte temporal analizado. Esto puede suponer una dificultad añadida para atraer a nuevas aportaciones de socios, derivando en un aumento del endeudamiento. Como conclusión, hay que destacar las excepcionales rentabilidades, tanto económicas como financieras, de la compañía de autobuses urbanos de A Coruña, con unos muy buenos márgenes de beneficios y una destacada rotación de los activos, ya que fue la única compañía estudiada que por cada euro invertido vendía una cantidad superior a dicha cantidad. Por lo tanto, con respecto a esto se puede concluir que, atendiendo a los resultados expuestos en el presente estudio, la compañía cuya actividad se centra única y exclusivamente en el transporte urbano de viajeros proporciona las mejores rentabilidades de las cinco empresas analizadas.

Por último, para concluir, se expondrán los principales efectos de la crisis económica del 2008 en las compañías de autobuses estudiadas, que se pueden resumir en tres. En primer lugar, la mala situación financiera que presenta Autocares Vázquez a causa de su elevado nivel de endeudamiento. En segundo lugar, los problemas de solvencia a largo plazo de Avanza causadas por sus enormes deudas con un vencimiento superior a un año, lo que, a través de sus elevados gastos financieros, deriva en unos valores

negativos de su rentabilidad financiera durante todo el horizonte temporal analizado. Por último, es llamativo el hecho de que la empresa que presenta unos mejores resultados entre las estudiadas sea una compañía de transporte urbano, ya que este subsector está considerado como el que peores rentabilidades proporciona dentro del sector. Por lo tanto, aparte de los problemas mencionados anteriormente, en general, las compañías analizadas en el presente estudio no ofrecen una mala situación económica-financiera teniendo en cuenta las importantes secuelas que la recesión económica provocó en la demanda y en la estructura de costes del sector del transporte de viajeros por carretera.

Bibliografía

- Arriva. (2009). Arriva Noroeste, mejor compañía del sector. *Arriva ahora!*, Nº 09, 5.
- ASINTRA. (2014). El transporte en autocar, una solución sostenible para la movilidad de las personas. *La revista de ASINTRA*, Nº 14, 20-59. Recuperado de http://www.asintra.org/prensa/147_low.pdf
- Cuervo García. A, González Díaz. M & Montoro Sánchez. M.A. (2005). Las concesiones de servicios de transporte de viajeros: algunas lecciones basadas en la teoría de los incentivos. *Competencia y regulación en el transporte de viajeros por carretera en España*, Nº 4/2005, 7-105.
- De Jaime Eslava, J. (2008). *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*. Madrid: ESIC.
- Federación Nacional Empresarial de Transporte en autobús. (2014). *Barómetro del autobús*. Recuperado de http://www.fenebus.es/barometro_autobus/doc/Perspectivas/BBus_3Q2014.pdf
- Grupo Editorial Editec. (2010). *Viajeros de transporte público en España y Portugal*, Nº 161.
- Instituto Nacional de Estadística. (2012). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE): Notas explicativas*. Recuperado de http://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/notasex_cnae_09.pdf
- Instituto Sindical de trabajo, ambiente y salud. (2002). *Organización del trabajo en el sector del transporte por carretera*. Recuperado de <http://www.istas.ccoo.es/descargas/asesora/OT%20en%20el%20sector%20del%20transporte%20por%20carretera.pdf>
- Mariño Garrido, T. (2009). *Claves para el análisis económico-financiero*. Santiago de Compostela: Escuela de Negocios Caixanova-Andavira.
- Ruiz Lamas, F. (2013). *Contabilidad directiva*. Unpublished Manuscript.

- Páginas web consultadas:

Alsa. (2013). Sobre Alsa. Recuperado el 9 de Marzo de 2015 de <https://www.alsa.es/sobre-alsa>

Arriva. (2015). Historia de éxito de un grupo europeo de transporte de viajeros: Arriva. Recuperado el 9 de Septiembre de 2015 de <http://www.arriva.es/index.php/es/historia-y-crecimiento>

Arriva Noroeste. (2014). Acerca de ARRIVA Noroeste. Recuperado el 3 de Marzo de 2015 de http://arriva.gal/index.php?option=com_content&view=article&id=47&Itemid=69&lang=es

Autocares Vázquez. (2014). Recuperado el 23 de Marzo de 2015 de <http://autocaresvazquez.net/>

Avanza. (2008). Grupo AVANZA, un gran paso adelante. Recuperado el 19 de Marzo de 2015 de <http://www.avanzabus.com/web/acerca-de-avanza-grupo.html>

Compañía de Tranvías de la Coruña. (2013). Sobre nosotros. Recuperado el 3 de Abril de 2015 de <http://www.tranviascoruna.com/sobre-nosotros/>

Ministerio de Fomento. España. (2015). Transporte terrestre. Recuperado el 21 de Octubre de 2015 de http://www.fomento.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/DIRECCIONES_GENERALES/TRANSPORTE_TERRESTRE/

Plan General Contable. (2005). Deudas a largo plazo con entidades de crédito. Recuperado el 3 de Diciembre de 2015 de http://www.plangeneralcontable.com/?tit=170-deudas-a-largo-plazo-con-entidades-de-credito&name=GeTia&contentId=pgc_170&lastCtg=ctg_7

Renfe. (2015). Combinado Tren + Autobús. Recuperado el 4 de Noviembre de 2015 de <http://www.renfe.com/viajeros/tarifas/combinadotrenbus.html>

SABI: Sistema de análisis de balances ibéricos. (2015). Recuperado el 18 de Febrero de 2015 de <http://sabi.bvdinfo.com/>

