



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de
fin de grado

Análisis económico-
financiero del
sector metalúrgico

Francisco Núñez Riveiros

Tutora: Dra. María Dolores Lagoa Varela

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Año 2019

Trabajo de Fin de Grado presentado en la Facultade de Economía e Empresa da Universidade da Coruña para la obtención del Grado en Administración y Dirección de Empresas

Resumen

En el presente trabajo se realiza un análisis económico-financiero de cinco empresas líderes, según sus ingresos de explotación, en el sector metalúrgico a nivel nacional, siendo el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) la base de datos a la que se ha recurrido para la obtención de la información económico-financiera. Con ello, se pretende estudiar la composición de sus masas patrimoniales, analizando la posible existencia de una estructura patrimonial definida en la industria. Además, se puede observar que no existe una forma de financiación predominante en el sector, considerando un mayor empleo de los fondos propios o de los ajenos según la empresa en cuestión. También se realiza un análisis de la solvencia a corto y largo plazo mediante ratios, obteniendo unos mejores resultados para esta última. Y con respecto a las rentabilidades, es posible identificar la tendencia creciente que experimentan durante el horizonte temporal objeto de estudio (2013-2017).

Palabras clave: análisis financiero, rentabilidad económica y rentabilidad financiera.

Abstract

In the present work, an economic-financial analysis is carried out of five leading companies, according to their operating income, in the metallurgical sector at a national level, with the Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) being the database used to obtain the economic-financial information. The aim is to study the composition of their patrimonial masses, analysing the possible existence of a defined patrimonial structure in the industry. In addition, it can be observed that there is no predominant form of financing in the sector, considering a greater use of both equity or borrowed funds depending on the company in question. An analysis of the short and long term solvency is also carried out by means of ratios, obtaining better results for the latter. With regard to profitabilities, it is possible to identify the growing trend they experience during the time horizon under study (2013-2017).

Keywords: financial analysis, economic profitability and financial profitability.

Número de palabras: 13.522 palabras.

Índice

Introducción	7
1. Descripción de las empresas y sector industrial en el que se encuentran	8
1.1 Descripción de la actividad desarrollada	8
1.2 Análisis del entorno general	8
1.3 Análisis DAFO.....	12
2. Datos, metodología y objetivos del estudio	15
2.1 Datos.....	16
2.2 Metodología	16
2.3 Objetivos.....	17
3. Análisis Financiero Básico: análisis transversal y temporal	18
4. Análisis del equilibrio financiero	28
4.1 Análisis del fondo de maniobra	28
4.2 Análisis del equilibrio o la solvencia financiera a corto plazo.....	35
4.3 Análisis del equilibrio o la solvencia financiera a largo plazo	41
5. Análisis de la rentabilidad económica y financiera	47
5.1 Análisis de la Rentabilidad Económica.....	47
5.2 Apalancamiento Operativo.....	60
5.3 Análisis de la Rentabilidad Financiera	61
5.4 Apalancamiento Financiero	63
Conclusiones	65
Bibliografía	68

Índice de figuras

Figura 1: Índice de Producción Industrial en la Metalurgia	9
Figura 2: Índice de Entradas de Pedidos en la Metalurgia	10
Figura 3: Número de Ocupados en la Metalurgia	11
Figura 4: Número de Empresas en la Metalurgia	12
Figura 5: Composición del activo, promedio del sector	19
Figura 6: Composición del pasivo y patrimonio neto, promedio del sector.....	19
Figura 7: Composición del activo, Aluminios Cortizo S.A.	21
Figura 8: Composición del pasivo y patrimonio neto, Aluminios Cortizo S.A.....	21
Figura 9: Composición del activo, ArcelorMittal España, S.A.	22
Figura 10: Composición del pasivo y patrimonio neto, ArcelorMittal España, S.A.	22
Figura 11: Composición del activo, Compañía Española de Laminación, S.L.....	23
Figura 12: Composición del pasivo y patrimonio neto, Compañía Española Laminación S.L..	23
Figura 13: Composición del activo, Ferroatlántica S.A.U.	24
Figura 14: Composición del pasivo y patrimonio neto, Ferroatlántica S.A.U.	25
Figura 15: Composición del activo, Roldán S.A.	26
Figura 16: Composición del pasivo y patrimonio neto, Roldán S.A.	27
Figura 17: Fondo de maniobra y coeficiente básico financiación, ArcelorMittal España SA...	28
Figura 18: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Aluminios Cortizo S.A. .	29
Figura 19: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Compañía Española de Laminación S.L.....	30
Figura 20: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Ferroatlántica S.A.U. ...	31
Figura 21: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Roldán S.A.....	32
Figura 22: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, promedio del sector	33
Figura 23 y Figura 24.....	35
Figura 25: Ratio de tesorería, empresas consideradas y promedio del sector.....	36
Figura 26: Prueba ácida, empresas consideradas y promedio del sector	37
Figura 27: Ratio de solvencia a corto plazo, empresas consideradas y promedio del sector .	38
Figura 28: Ratio de solvencia a corto plazo de explotación, empresas consideradas y promedio del sector	39

Figura 29: Ratio de solvencia a corto plazo ajena a la explotación, empresas consideradas y promedio del sector	40
Figura 30: Ratio de garantía, empresas consideradas y promedio del sector	41
Figura 31: Ratio de consistencia, empresas consideradas y promedio del sector.....	42
Figura 32: Ratio de endeudamiento total, empresas consideradas y promedio del sector....	44
Figura 33: Ratio de endeudamiento a corto plazo, empresas consideradas y promedio del sector	45
Figura 34: Ratio de endeudamiento a largo plazo, empresas consideradas y promedio del sector	45
Figura 35: Ratio de autonomía financiera, empresas consideradas y promedio del sector ...	46
Figura 36: Rentabilidades económicas, ArcelorMittal España S.A.....	48
Figura 37: Margen de explotación y rotación del activo funcional, ArcelorMittal España S.A	49
Figura 38: Árbol de ratios, ArcelorMittal España S.A.	49
Figura 39: Rentabilidades económicas, Roldán S.A.	50
Figura 40: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Roldán S.A.	51
Figura 41: Árbol de ratios, Roldán S.A.....	51
Figura 42: Rentabilidades económicas, Compañía Española de Laminación S.L.	52
Figura 43: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Compañía Española de Laminación S.L.....	53
Figura 44: Árbol de ratios, Compañía Española de Laminación S.L.	54
Figura 45: Rentabilidades económicas, Ferroatlántica S.A.U.	54
Figura 46: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Ferroatlántica S.A.U.....	55
Figura 47: Árbol de ratios, Ferroatlántica S.A.U.	56
Figura 48: Rentabilidades económicas, Aluminios Cortizo S.A.....	56
Figura 49: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Aluminios Cortizo S.A.....	57
Figura 50: Árbol de ratios, Aluminios Cortizo S.A.	58
Figura 51: Rentabilidades económicas, promedio del sector	58
Figura 52: Margen de explotación y rotación del activo funcional, promedio del sector.....	59
Figura 53: Árbol de ratios, promedio del sector	60
Figura 54: Apalancamiento operativo, empresas consideradas y promedio del sector	61
Figura 55: Rentabilidad financiera, empresas consideradas y promedio del sector	62
Figura 56: Apalancamiento financiero, empresas consideradas y promedio del sector	64

Índice de tablas

Tabla 1. Análisis DAFO: fortalezas y oportunidades del sector	14
Tabla 2. Análisis DAFO: debilidades y amenazas del sector	15
Tabla 3: Período medio de maduración técnico y financiero	34
Tabla 4: Fondo de rotación real y necesario.....	34

Introducción

El sector del metal representa una de las industrias básicas más relevantes de los países desarrollados, permitiendo conocer en gran medida el grado de madurez industrial existente en cada país. Por ello, su organización y funcionamiento conlleva una evidente trascendencia en la evolución de otras industrias a las cuales abastece, tales como la construcción, la fabricación de automóviles o electrodomésticos, así como demás sectores dedicados a la producción de bienes y servicios. De ahí que exista una interacción entre la intensidad de la industria y la presencia del sector del metal, pudiendo apreciar una mayor concentración de esta rama de la industria en las regiones caracterizadas por un gran desarrollo.

Por todo esto, se considera de interés elaborar un estudio acerca del sector metal que permita conocer el comportamiento del mismo durante los últimos años caracterizados por la marcada recesión económica, así como la influencia ejercida a los demás sectores al tratarse de una de las industrias básicas más importantes.

En consecuencia, para la realización del presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) se ha seleccionado el sector metal, concretamente la rama de la metalurgia (CNAE 24), a la que corresponden las siguientes compañías: Roldán S.A, Aluminios Cortizo S.A, Ferroatlántica S.A.U, ArcelorMittal España S.A y Compañía Española de Laminación S.L. Estas empresas han sido seleccionadas teniendo en cuenta el liderazgo que ejercen en el sector, combinado con el factor determinante de disponer de la suficiente información para poder llevar a cabo el proyecto.

Dicho estudio tiene como objetivo reflejar la situación económico-financiera de las empresas mencionadas anteriormente durante el período transcurrido entre los años 2013 y 2017, con el objeto de analizar tanto las diferencias como las similitudes que presentan las mismas entre sí, y con respecto al promedio del sector.

Para ello, en primer lugar se expone la coyuntura general del sector desde el inicio de la recesión hasta la más inmediata actualidad, así como la descripción de la actividad desarrollada por parte de las empresas consideradas; posteriormente, se especifica la metodología seguida para la consecución de los objetivos propuestos, y se realiza el

análisis económico-financiero; por último, se plantean las conclusiones extraídas de dicho análisis.

1. Descripción de las empresas y sector industrial en el que se encuentran

1.1 Descripción de la actividad desarrollada

Tal como se ha mencionado con anterioridad, las distintas compañías objeto de análisis corresponden según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 2009, al sector metalúrgico con CNAE número 24. El Instituto Nacional de Estadística (INE) determina, a través de las notas explicativas de las actividades que se encuentran disponibles en su página web oficial, los distintos procesos realizados en dicha industria del modo siguiente:

“Esta división comprende las actividades de fundición o refinado de metales férreos y no férreos a partir del mineral, lingote o chatarra mediante técnicas electrometalúrgicas y otras técnicas metalúrgicas de tratamiento. Esta división comprende también la fabricación de aleaciones y superaleaciones metálicas introduciendo otros elementos químicos en los metales puros. El resultado de la fundición y refinado, normalmente en forma de lingotes, se utiliza en las operaciones de laminación, estirado y extrusión para fabricar chapas, flejes, barras, varillas, alambre o tubos, tuberías y perfiles huecos, y en forma licuada para hacer piezas fundidas y otros productos metálicos básicos.”

Como se puede observar, existe una ramificación dentro de la actividad en función del proceso a realizar por las diferentes compañías. No obstante, para la realización del proyecto se tendrá en cuenta la categoría principal, es decir, CNAE número 24.

1.2 Análisis del entorno general

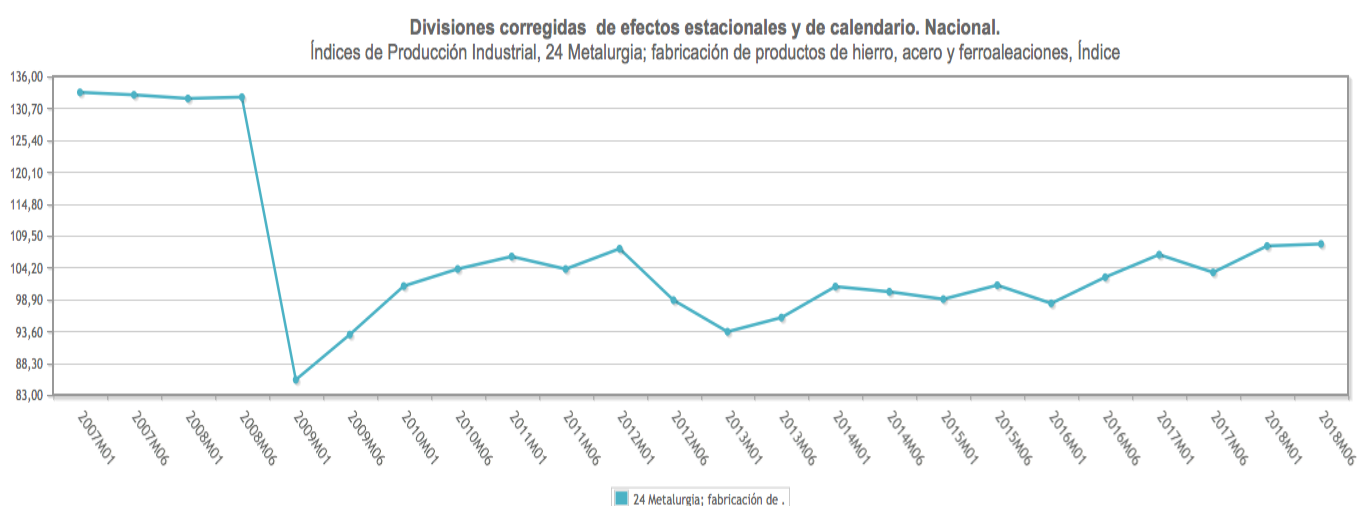
En la actualidad, el sector del Metal cuenta en España con cerca de 60.000 empresas, creando un millón de puestos de trabajo aproximadamente y, con una cifra de negocios que alcanza los 205 millones de miles de euros, según el INE. Todo ello

permite salientar su importancia dentro de la Industria nacional y otorgarle la calificación de pilar fundamental en el desarrollo de la economía española.

Sin embargo, no es ajeno a la débil coyuntura económica de la última década, hecho que le sitúa en un proceso de lenta y profunda recuperación, y que a continuación se detallará apoyándose en una serie de indicadores de su actividad.

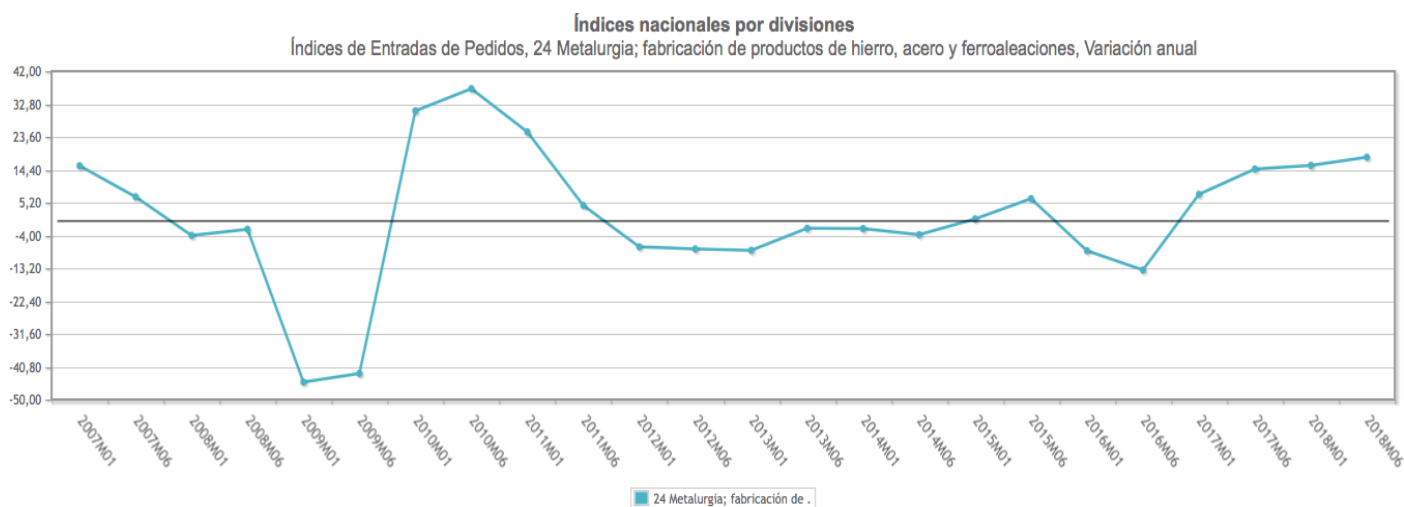
Con el inicio de la crisis económica, la Industria del Metal experimentó una fuerte caída en su producción, que tuvo su punto culminante en el año 2009, de acuerdo con el gráfico que figura a continuación.

Figura 1: Índice de Producción Industrial en la Metalurgia



Fuente: Sitio web del INE: www.ine.es

En los años sucesivos, la evolución del Índice de Producción Industrial del Metal (IPIMET) refleja un crecimiento moderado de la producción hasta la desaceleración a finales del año 2011, síntoma de la posterior e importante disminución producida en el 2012 como consecuencia de una demanda nacional muy debilitada, pese a la mejora del comercio exterior (exportaciones). Esta merma de la demanda interna se percibe con facilidad al observar el siguiente gráfico representativo de los Índices de Entradas de Pedidos de la Industria del Metal (IEPMET), donde en dicho período se aprecian unas variaciones negativas que manifiestan el mencionado hecho.

Figura 2: Índice de Entradas de Pedidos en la Metalurgia

Fuente: Sitio web del INE: www.ine.es

Tal descenso de la demanda interna resulta de la incertidumbre que poseen las familias a causa del incremento del desempleo o de la restricción del crédito para el consumo. A ello, es necesario sumar la delicada situación del sector de la construcción, determinante en la evolución de la Industria del Metal; así como las grandes dificultades que presentan las empresas para llevar a cabo sus proyectos de inversión, derivados de la falta de liquidez o de la ya expuesta limitación de crédito (CONFEMETAL, 2011).

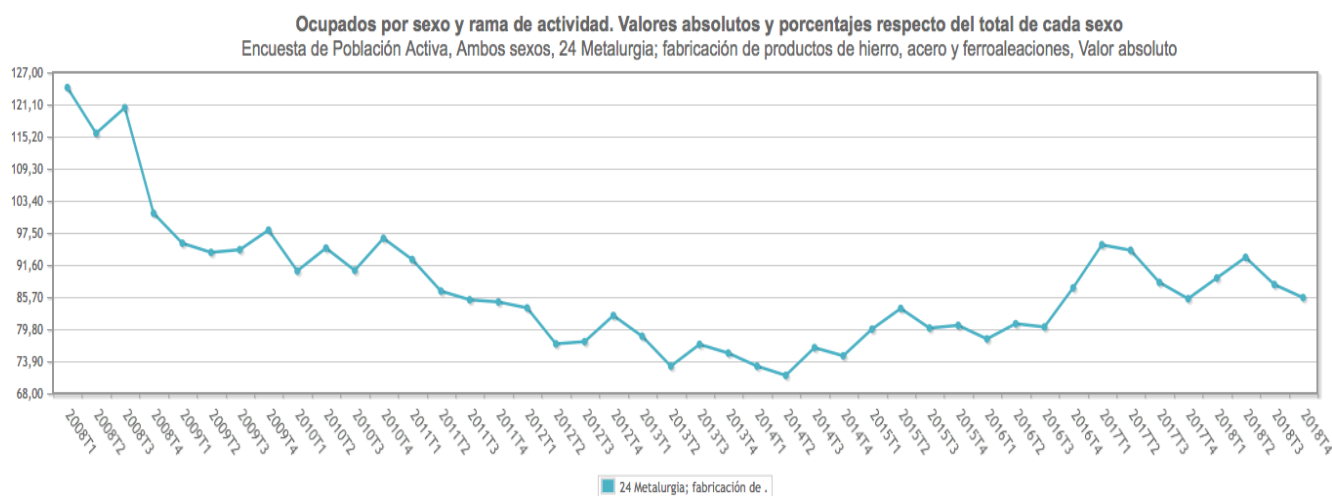
Posteriormente, se suceden una serie de años en los que se produce una mejora de la situación del sector, con una trayectoria de la producción ligeramente ascendente en los ejercicios 2013-2014 y, bastante más marcada durante el 2015, año en el que los restantes indicadores de la actividad del Metal (demanda, empleo y comercio exterior) presentan también una evolución positiva. Sin embargo, tal mejoría no se observa en la rama de la metalurgia a lo largo del 2015 que, como se puede apreciar en el gráfico de la producción (figura 1), muestra un patrón de comportamiento estable.

Además, cabe destacar que se ha logrado mantener hasta 2016 el superávit comercial conseguido en 2012, fruto del mayor impulso de las exportaciones (factor clave en el progreso de la actividad durante 2013) frente al de las importaciones. El repunte de éstas últimas en 2014 surge como consecuencia del retorno de la demanda interna.

Para finalizar, durante los últimos años la Industria del Metal ha tenido que hacer frente a múltiples inconvenientes, algunos con repercusión mundial, como la variación de los precios de las materias primas o las guerras comerciales, derivadas de la imposición de aranceles a los productos europeos de acero y aluminio por parte de Estados Unidos (CESCE, 2018). Ya a nivel nacional, cabe destacar el problema del alto coste energético que impide competir a las compañías españolas en igualdad de condiciones con sus rivales pertenecientes a otros países. Muestra de ello es esta información facilitada por Acerinox, en la que indica “Según Acerinox, la energía cuesta a las empresas siderúrgicas 20 o 30 millones de euros más al año que a sus competidores” (CESCE, 2018; p.19).

Por otro parte, el empleo en el Sector del Metal (figura 3) se vio drásticamente afectado por el inicio de la recesión económica, experimentando un fuerte declive en los años 2008 y 2009.

Figura 3: Número de Ocupados en la Metalurgia



Fuente: Sitio web del INE: www.ine.es

Posteriormente, el descenso del número de ocupados en el sector siguió una tendencia irregular ya que, por ejemplo, en el año 2011 se perdieron de media anual 3.700 empleos frente a los 65.000 destruidos en 2012, según datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

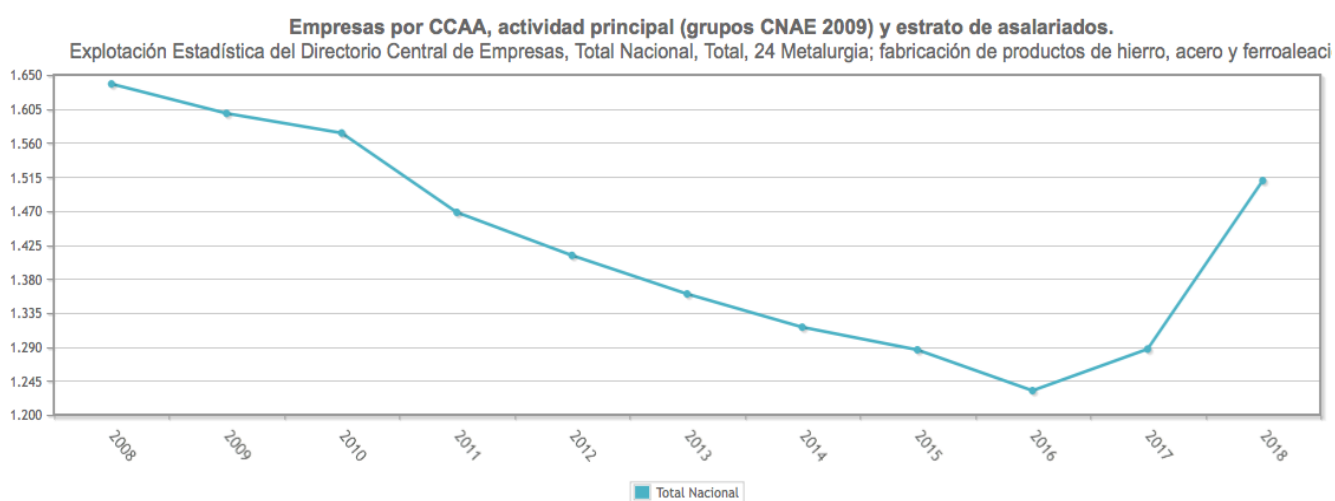
Dicha dinámica perduró hasta que se produjo un punto de inflexión en 2015, año en el que todos los indicadores del empleo (número de ocupados, parados, tasa de paro y afiliados a la Seguridad Social) evolucionaron favorablemente en la Industria del Metal,

manteniendo dicho crecimiento hasta la actualidad. No obstante, como se puede observar en la figura 3, dicho incremento no se refleja de forma permanente en la rama de la metalurgia, a la que pertenecen las empresas consideradas.

Además, cabe destacar la bajada de la tasa de paro del sector en determinados años que están caracterizados por el descenso del número de ocupados, debiéndose a una mayor disminución de la población activa (CONFEMETAL, 2013).

Como conclusión a lo expuesto en este apartado, el número de empresas no ha dejado de menguar desde que se inició la recesión económica hasta el 2016 (figura 4). Su explicación puede recaer en que no se experimentó una notable mejoría en la situación del sector hasta el año 2015. En la actualidad, la industria todavía se encuentra inmersa en una fase de recuperación de la crisis sufrida, causante del cierre de aproximadamente 400 empresas del sector metalúrgico.

Figura 4: Número de Empresas en la Metalurgia



Fuente: Sitio web del INE: www.ine.es

1.3 Análisis DAFO

A continuación, se exponen los resultados extraídos del análisis realizado a la Industria del Metal, a través de la estructura conceptual que facilita la comparación de las amenazas y oportunidades externas con las fuerzas y debilidades internas de dicho sector, conocida como matriz DAFO.

Con respecto a las fortalezas, se puede detectar una marcada orientación hacia mercados internacionales, siendo las exportaciones uno de los motores fundamentales para reactivar la actividad en esta industria. También destaca la inversión en investigación y desarrollo permitiendo, tanto la consecución de procesos eficientes con la optimización de recursos como, la incorporación de nuevas tecnologías.

Un ejemplo de ello es la incorporación de drones a los servicios de seguridad en ArcelorMittal Asturias, medida que surge en su camino hacia la política de digitalización de la Industria 4.0, como comentaba Oswaldo Suárez, CEO del Clúster de Asturias de ArcelorMittal, cuando fue tomada la decisión: “Este nuevo servicio está alineado con nuestra estrategia de progresiva digitalización de los distintos procesos y servicios, en nuestro camino hacia la denominada Industria 4.0” (ArcelorMittal, 2018).

Se debe agregar el carácter innovador de un material como el acero, clave en el cumplimiento de enormes desafíos en la actualidad. Muestra de ello es su presencia en proyectos tales como el ferrocarril de alta velocidad, la edificación a gran altura o diversas aplicaciones marinas de importante magnitud.

Entre las oportunidades que deben explotar las empresas sobresale el creciente desarrollo de los sectores demandantes del metal, tales como el naval, de automoción o el de la construcción, en los que se puede observar la expansión de su actividad; y la predisposición de China a importar material de metal, postura contraria a la adoptada durante los años anteriores, siendo un país que marca el ritmo del mercado de la industria y líder en producción.

Además, también pueden beneficiarse de las altas barreras de entrada presentes en la industria, recalcando especialmente la tenencia de tecnología patentada por las empresas competidoras y, la posible existencia de curvas de experiencia que impidan a la competitividad, principalmente si resulta inaccesible la diferenciación del producto. Todo ello sin descuidar la elevada inversión inicial y los cuantiosos costes, por ejemplo, derivados del cambio de proveedores.

Tabla 1. Análisis DAFO: fortalezas y oportunidades del sector

Fortalezas	Oportunidades
✓ Inversión en I+D+i	✓ Elevadas barreras de entrada
✓ Orientación hacia mercados internacionales	✓ China, de exportar a importar
✓ Puestos de alta cualificación y bien remunerados	✓ Avance de los sectores demandantes de metal
✓ Incorporación de las nuevas tecnologías	✓ Nuevas inversiones
✓ Calidad y especialización de los productos	✓ Medidas antidumping europeas ante países asiáticos
✓ Mayor eficiencia de recursos y competitividad	✓ Cooperación entre empresas para mayor competitividad y nuevos negocios

Por otra parte, se encuentran los diferentes puntos débiles que caracterizan al sector en los últimos años. Es el caso del alto coste energético soportado por las empresas nacionales, atenuando la competitividad con respecto a compañías extranjeras, como ya se ha comentado con anterioridad. De igual forma, el gasto al que deben hacer frente para adaptarse a la normativa europea que regula la emisión de gases contaminantes, lo que supone implantar mejoras tecnológicas o la utilización de combustibles menos intensivos en carbono, entre otras medidas (CESCE, 2018).

Asimismo, cabe destacar la difícil tarea de encontrar personal cualificado en nuevas tecnologías que se ajuste al perfil demandado o, la variación en los precios de las materias primas ya que, un aumento de los mismos puede frenar la inversión y, a su vez, una expansión de la actividad metalúrgica.

Todavía cabe señalar la reticencia a la adopción de la Industria 4.0, pudiendo estar motivada por múltiples causas como la mayor dependencia tecnológica, el reto de la

ciberseguridad industrial frente a la protección de datos en este camino hacia la digitalización o, la posible fragmentación social generada como consecuencia de bruscos avances industriales, plasmada en forma de desigualdad, a causa del diferente grado de desarrollo de las zonas geográficas.

Finalmente, el sector tiene que afrontar una serie de amenazas. La primera de ellas consistirá en superar las dificultades para comercializar los productos en el mercado estadounidense ante la imposición arancelaria sobre materiales de aluminio o acero; así como la incertidumbre y la repercusión del Brexit, situación similar que también supondría un descenso considerable de las relaciones comerciales; el exceso de capacidad instalada causado por la diferencia en la utilización del potencial de producción con respecto a los niveles de precrisis (CESCE, 2018); o la gran competencia que ejerce China, aunque extrapolable al mercado asiático, como líder destacado en la elaboración de acero.

Tabla 2. Análisis DAFO: debilidades y amenazas del sector

Debilidades	Amenazas
✓ Alto coste energético en España	✓ Sobrecapacidad de las instalaciones
✓ Difícil búsqueda de personal experto en nuevas tecnologías	✓ Competencia del acero Chino
✓ Control de la emisión de gases de efecto invernadero	✓ Nuevos competidores en otros territorios por la globalización de los mercados
✓ Volatilidad en los precios de las materias primas	✓ Políticas proteccionistas impuestas por EEUU
✓ Lento proceso de adopción de la Industria 4.0	✓ Brexit

2. Datos, metodología y objetivos del estudio

2.1 Datos

La fuente principal a la que se ha recurrido para la obtención de la información económico-financiera correspondiente a las diferentes compañías ha sido la base de datos “Sistema de Análisis de Balances Ibéricos” (SABI).

Partiendo de esta base, el proceso de selección de las empresas del CNAE 24 en las que se basa el estudio, se fundamenta en cuatro atributos:

- ✓ Liderazgo en ingresos de explotación durante el período de análisis.
- ✓ Disponibilidad de cuentas (2013 – 2017). La fijación de este horizonte temporal se sustenta en el objetivo de poder observar la evolución de las empresas, rechazando la posibilidad de restringir el estudio a uno o dos años, al no ofrecer una visión lo suficientemente completa de la tendencia del sector.
- ✓ Estado: activo. Es decir, que no se encuentren en proceso de liquidación o extinguidas.
- ✓ Tipo de cuentas disponibles: no consolidadas.

Con respecto a este último punto, en todas las empresas seleccionadas, a excepción de Aluminios Cortizo S.A, se disponía tanto de cuentas consolidadas como no consolidadas. Finalmente, se ha decidido escoger las cuentas individuales, ante el riesgo de que los estados financieros de las consolidadas pudiesen incluir las actividades de otras empresas del grupo que no se ajusten al sector analizado en este estudio.

2.2 Metodología

En primer lugar, se realiza una parte descriptiva sobre la Industria del Metal en España, donde se especifica la actividad desarrollada y la evolución que sufre el sector desde el comienzo de la recesión económica hasta su situación actual.

La parte descriptiva permite conocer y comprender el contexto en el que se encuentran las empresas seleccionadas, contando con el apoyo visual de diversas

gráficas correspondientes a indicadores clave de la actividad del sector y, completado con un análisis de los factores internos y externos (DAFO), tanto positivos como negativos, del mismo.

Para la obtención de la información descriptiva se han consultado diversos informes anuales del metal, elaborados por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE); las páginas web de diferentes patronales del sector, siendo el caso de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (Confemetal); además del INE, de donde hemos obtenido los gráficos señalados.

En segundo lugar, se encuentra la parte práctica correspondiente al análisis económico-financiero de las empresas seleccionadas en función de los aspectos anteriormente citados. En ella, y tal como se ha comentado anteriormente, se acomete la descarga de información de la base de datos SABI.

A continuación, se procede a la creación de una plantilla en una hoja de cálculo Microsoft Office Excel, para realizar de forma más rápida y sencilla las operaciones relativas a los diferentes ratios y rentabilidades aplicables a todas y cada una de las compañías.

Para finalizar, se efectúa el trabajo analítico de la información económico-financiera que, mediante la utilización de gráficos y a través de las respectivas interpretaciones, permite detectar las diferencias existentes entre las entidades objeto de estudio, así como observar la evolución de sus ratios, entre otros aspectos. En concreto, el procedimiento en esta fase es el siguiente:

En primer lugar, se desarrolla un análisis financiero básico mediante el estudio de la estructura patrimonial de las empresas, equiparándola con el promedio del sector. Incluye un análisis transversal y temporal. A continuación, un análisis del equilibrio financiero en el cual se procede al cálculo de múltiples ratios económico-financieros, con el fin de evaluar el grado de endeudamiento, la solvencia financiera o el fondo de maniobra, entre otros. Y para concluir, se realiza un análisis de la rentabilidad económica y financiera, así como su descomposición en margen y rotación del activo. También se considera el apalancamiento operativo y financiero.

2.3 Objetivos

El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) tiene como objetivo primordial el conocimiento de la situación económico-financiera propia de las compañías seleccionadas durante los últimos cinco ejercicios económicos de los cuales se dispone de información (2013-2017).

El diagnóstico que se pretende elaborar será el resultado de evaluar la composición y estructura de las inversiones realizadas por las empresas en relación con los recursos financieros que las sustentan (Análisis Patrimonial y Financiero a largo plazo); de examinar la respuesta dada por la liquidez presente o potencial del activo circulante ante las obligaciones de pago vinculadas con el pasivo circulante (Análisis Financiero a corto plazo); y para finalizar, de investigar la evolución y composición del resultado de las diferentes compañías a través de múltiples ratios y rentabilidades, proporcionando sus correspondientes interpretaciones (Análisis Económico).

En definitiva, se trata de valorar la capacidad que poseen las empresas tanto para generar beneficios como para atender los compromisos de pago en sus respectivos vencimientos, así como evaluar la viabilidad futura.

3. Análisis Financiero Básico: análisis transversal y temporal

En este apartado se procede a la realización de un análisis de las masas patrimoniales correspondientes a las cinco empresas seleccionadas. Al mismo tiempo, se comparan los resultados obtenidos de las diferentes compañías con el promedio del sector.

Con ello, se pretende estudiar qué partidas tienen un mayor peso en las compañías analizadas, así como en el sector, considerando la posible existencia de una estructura patrimonial definida en la industria; además de examinar la evolución de las empresas a lo largo del período analizado, tomando el 2013 como año de referencia para observar la variación temporal. Si bien es cierto que, ante la presencia de cambios repentinos en las partidas, se observa exclusivamente la variación anual para apreciar la magnitud de tal modificación.

En primer lugar, se comienza con el promedio del sector para, posteriormente, continuar con el análisis de todas y cada una de las empresas consideradas, elaborando al final una serie de conclusiones.

Figura 5: Composición del activo, promedio del sector

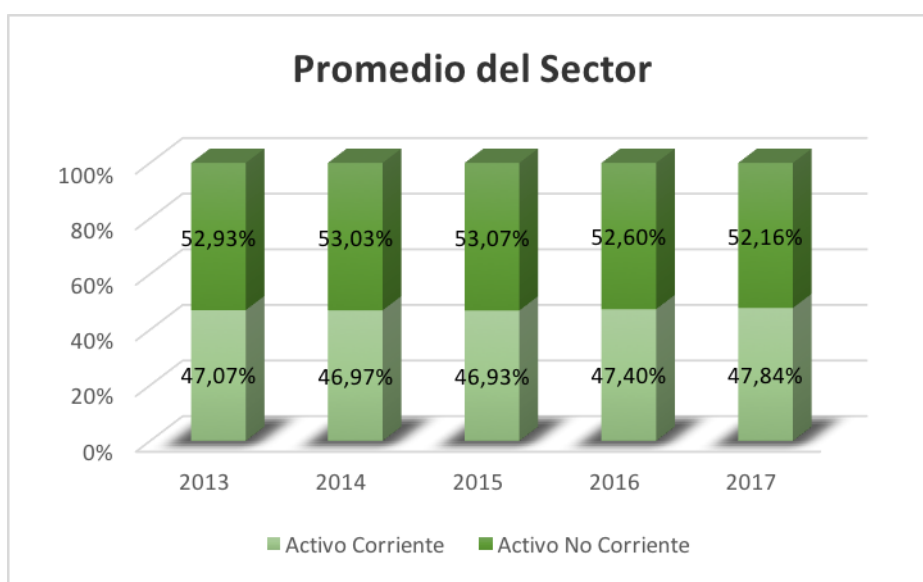
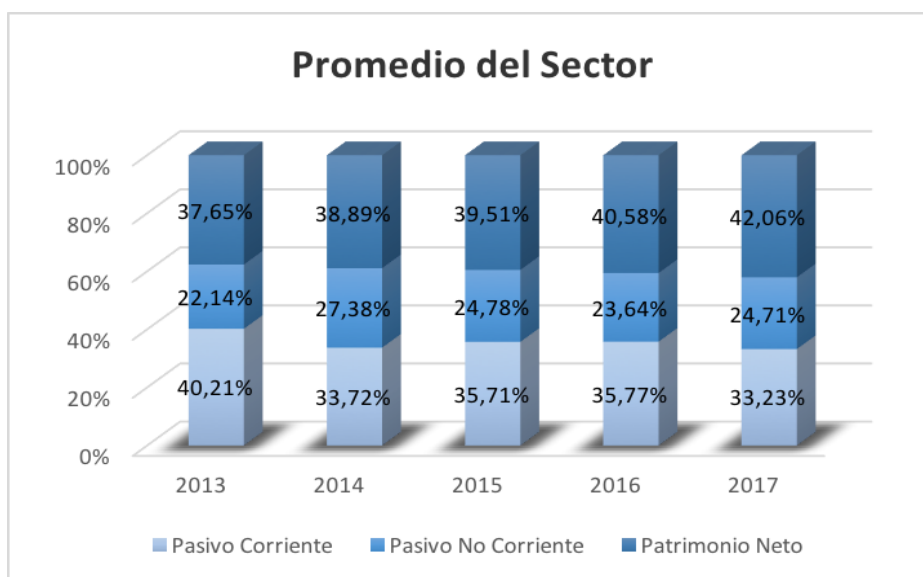


Figura 6: Composición del pasivo y patrimonio neto, promedio del sector



El sector se caracteriza por ostentar cierto equilibrio entre su activo corriente y no corriente a lo largo del período estudiado, con una ligera inclinación hacia este último

(52'16% frente al 47'84% del activo corriente en el ejercicio 2017), tal y como refleja la figura 5. Analizando en mayor profundidad, se puede observar en el activo no corriente el peso destacado que alberga el inmovilizado material en las compañías de la industria o, las inversiones en empresas del grupo y asociadas con una media del 23'66% del total del activo, correspondiendo tal importancia mayoritariamente a la cuenta de instrumentos de patrimonio que la compone con un promedio del 18'06% de los activos. Mientras que en el activo corriente sobresalen las existencias, los deudores comerciales y las inversiones en empresas asociadas a corto plazo.

En el otro lado del balance de situación, al que le corresponde la figura 6, existe un intercambio en la posición dominante, siendo el pasivo corriente relegado por el patrimonio neto como partida más relevante, alcanzando ésta un 42'06% del total de pasivo y patrimonio neto.

La razón de tal variación no se debe, como pudiera esperar, a un incremento del patrimonio neto en términos absolutos, ya que se mantiene. Por tanto, ésta se halla en la considerable disminución del pasivo corriente que, tomando el ejercicio 2013 como año base, sufre una pérdida del 27'81% de su peso durante el período analizado. Y a su vez, tal merma ha sido provocada, fundamentalmente, por la caída de su segunda partida de mayor peso relativo (Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo), reduciéndose en un 73'59% durante los cinco años objeto de estudio.

Con respecto al pasivo no corriente, su composición queda simplificada en deudas a largo plazo y deudas con empresas del grupo y asociadas, al suponer de forma conjunta cerca del 90% de la partida principal en todos los ejercicios analizados.

La empresa Aluminios Cortizo S.A (en adelante, Aluminios Cortizo) presenta, en la figura 7, una composición del activo contraria a la tendencia del sector, con mayor peso el activo corriente. En él cabe destacar la importancia que representan los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (28'66% de media sobre el activo total), debida a la relevancia de la partida clientes por ventas y prestaciones de servicios al suponer un promedio del 22'79% del total de activo.

Si bien es cierto que, la brecha existente entre las dos clases de activo fue decreciendo hasta lograr en 2017 cierta igualdad, 53'38% por parte del corriente frente

a 46'62% del no corriente. En este último, al igual que sucede en el promedio del sector, predomina el inmovilizado material con una media de 34'40% de peso. De tal forma que se convierte en la partida más significativa en el activo, con un crecimiento en el intervalo analizado del 185'50%.

Figura 7: Composición del activo, Aluminios Cortizo S.A.

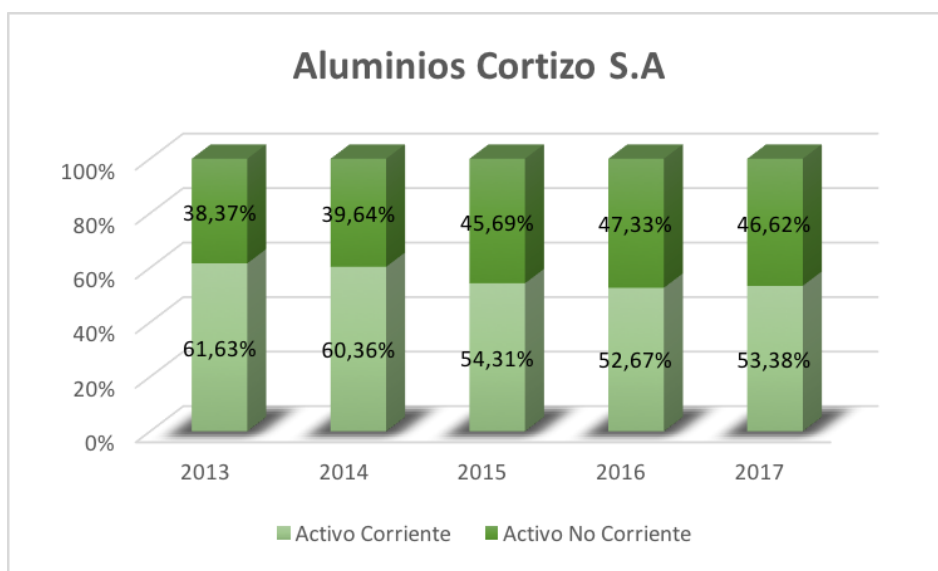
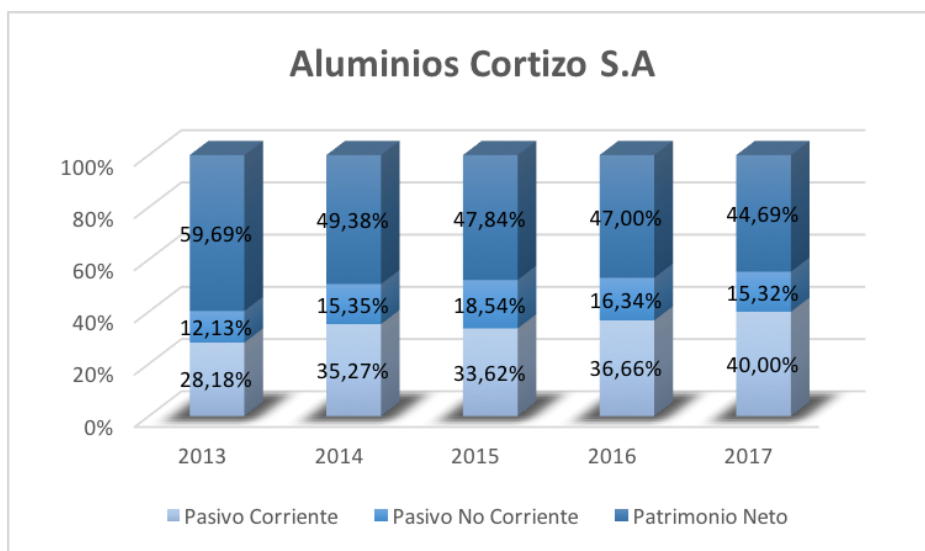


Figura 8: Composición del pasivo y patrimonio neto, Aluminios Cortizo S.A.



En cuanto al patrimonio neto y pasivo, los resultados planteados en la figura 8 justifican la evolución comentada para el promedio del sector, con la diferencia de que

en Aluminios Cortizo el patrimonio neto ya poseía la mayor importancia, no produciéndose el cambio de tendencia.

Además, es necesario comentar la notoria diferencia a favor del pasivo corriente frente al no corriente. Éste se fundamenta en la alta representación que tienen los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar en el epígrafe, con una media del 21'32%. Las restantes cuentas de pasivo presentan porcentajes similares.

Por otra parte, ArcelorMittal España S.A (en adelante ArcelorMittal), sí que presenta una composición similar al promedio del sector, con una superioridad del activo no corriente (figura 9). Sin embargo, en los dos últimos ejercicios se asemeja todavía más, al presentar ambos epígrafes un peso similar respecto al activo total.

En lo que respecta al activo no corriente, no sólo despunta el inmovilizado material como sucedía en Aluminios Cortizo, sino que también lo hacen las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo (compuesta principalmente por instrumentos de patrimonio), siendo ambas partidas las destacadas en el promedio del sector y, en esta compañía en concreto, con un peso medio, cada una de ellas, del 25% del activo total aproximadamente. Mientras que en el activo corriente sobresalen las existencias, las cuales alcanzan un peso en el activo del 34'71% al finalizar el ejercicio 2017, lo que supone un crecimiento del 77'05% con respecto a 2013.

Figura 9: Composición del activo, ArcelorMittal España, S.A.

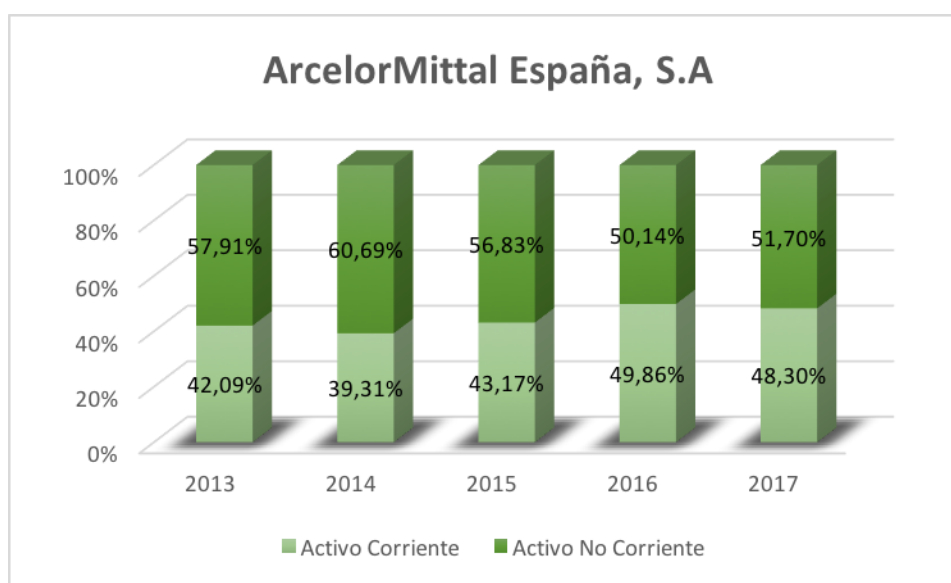
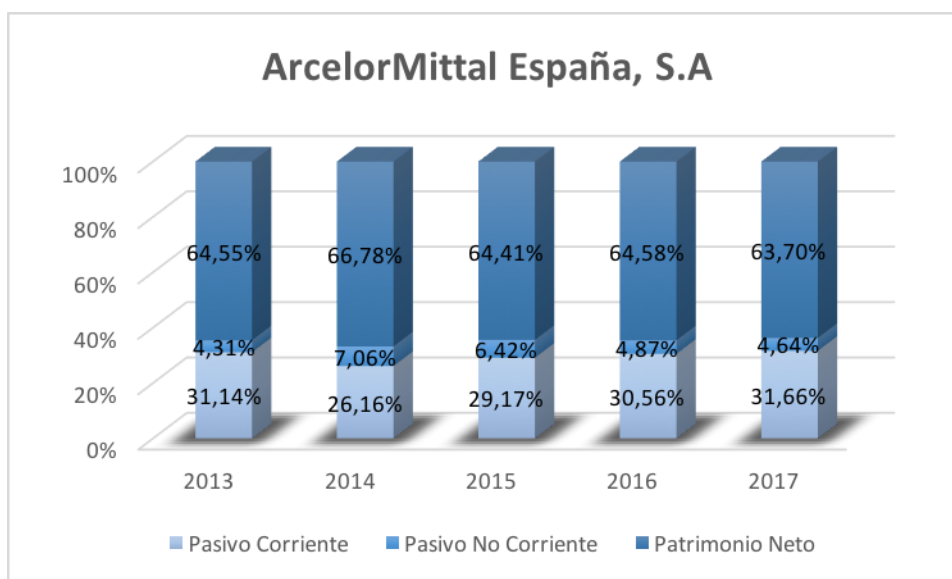


Figura 10: Composición del pasivo y patrimonio neto, ArcelorMittal España, S.A.



Por el lado del pasivo y patrimonio neto, figura 10, se da un caso idéntico al de Aluminios Cortizo: el patrimonio neto representa la mayor partida y el pasivo corriente se impone al no corriente. Además, ocurre que solamente sobresalen los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar a lo largo del período, provocado por el peso que tienen los proveedores (10,49% de media) en dicha partida.

Figura 11: Composición del activo, Compañía Española de Laminación, S.L.

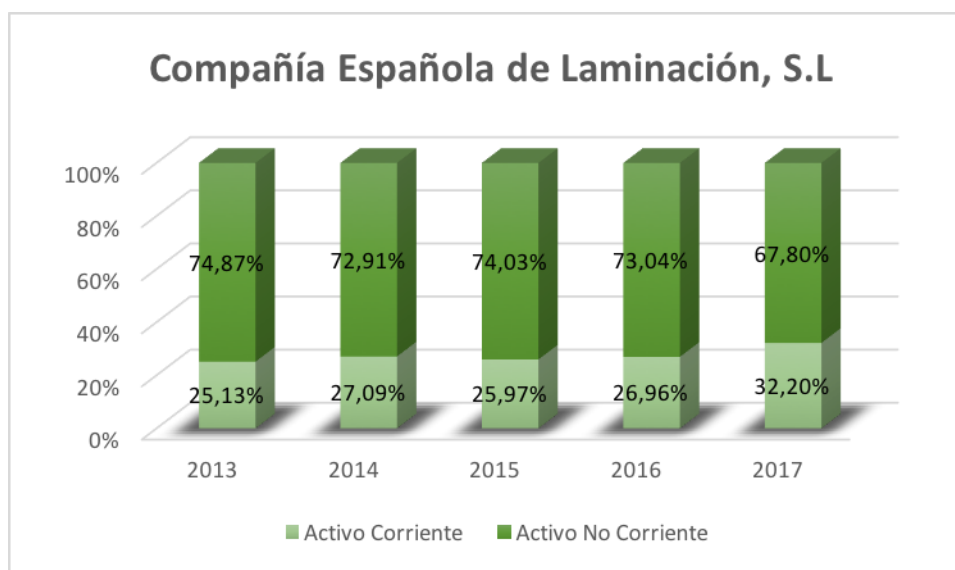
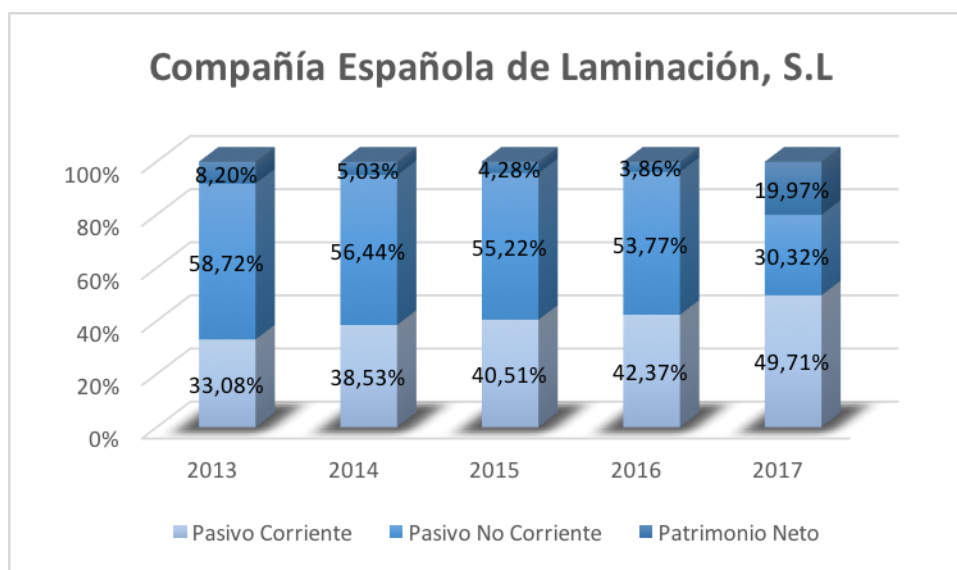


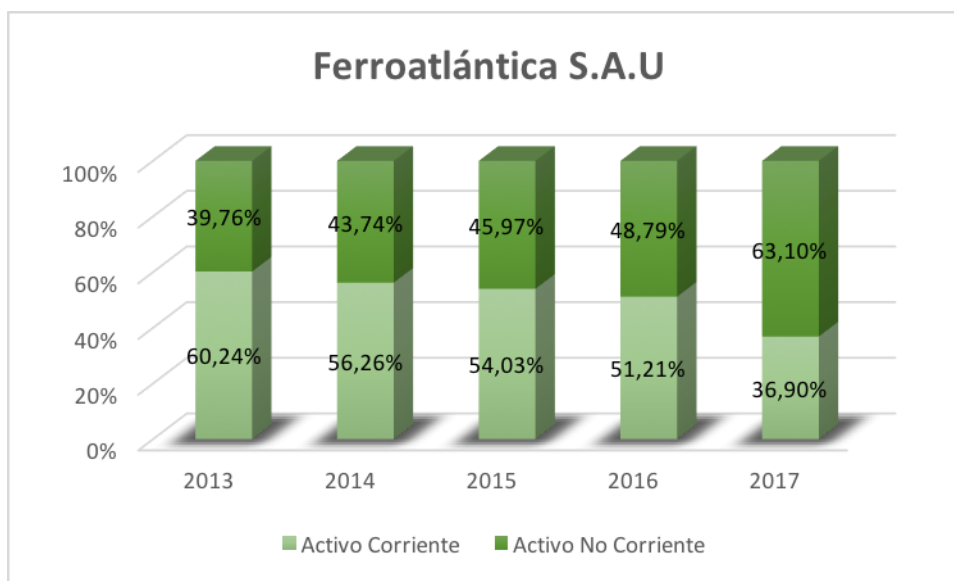
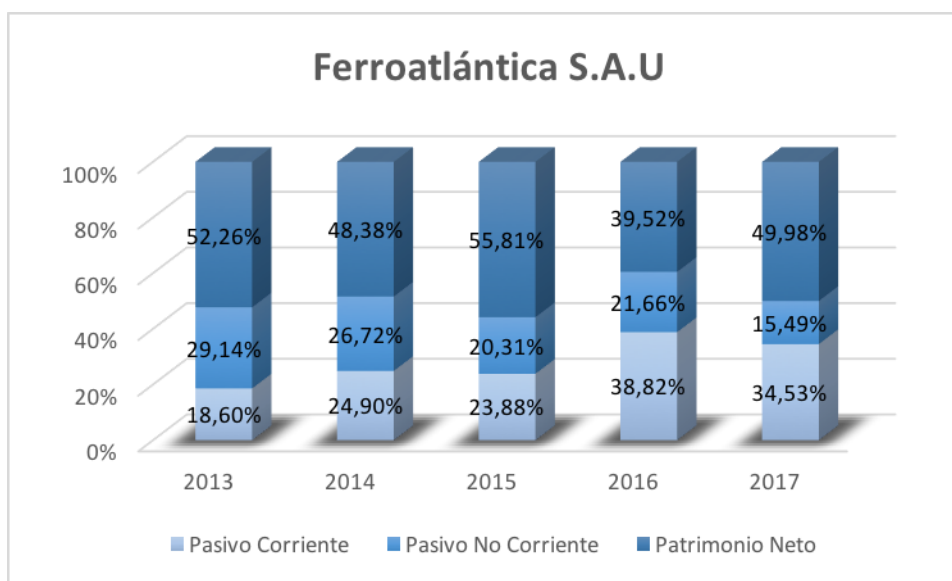
Figura 12: Composición del pasivo y patrimonio neto, Compañía Española Laminación S.L



La Compañía Española de Laminación S.L (figura 11) muestra una evolución, en el activo, a favor de los activos no corrientes. Su relevancia ha ido decreciendo al reducir su peso un 51'53% con respecto al año 2013. La razón deriva del brusco descenso sufrido por las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo. Esta partida se mantiene hasta 2016 con un porcentaje vertical cercano al 45% pero, desciende hasta el 14'90% en 2017 como consecuencia del desplome de las subpartidas créditos a empresas e instrumentos financieros.

Por la parte del pasivo y patrimonio neto, la figura 12 refleja una composición totalmente contraria a la que refleja la media del sector. Esto se debe a la escasa importancia que posee el patrimonio neto en esta empresa (8'27% de media) y, a la supremacía del pasivo no corriente sobre el corriente.

Sin embargo, cabe destacar el fuerte cambio producido en 2017, en el que tanto el pasivo corriente como el patrimonio neto consiguen incrementar su importancia en el pasivo total, a costa de las disminución del pasivo no corriente. Este hecho tiene lugar como consecuencia del drástico descenso sufrido por las deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo que, han visto reducida su relevancia en un 73'68% en tan sólo un ejercicio, del año 2016 al 2017.

Figura 13: Composición del activo, Ferroatlántica S.A.U.**Figura 14:** Composición del pasivo y patrimonio neto, Ferroatlántica S.A.U.

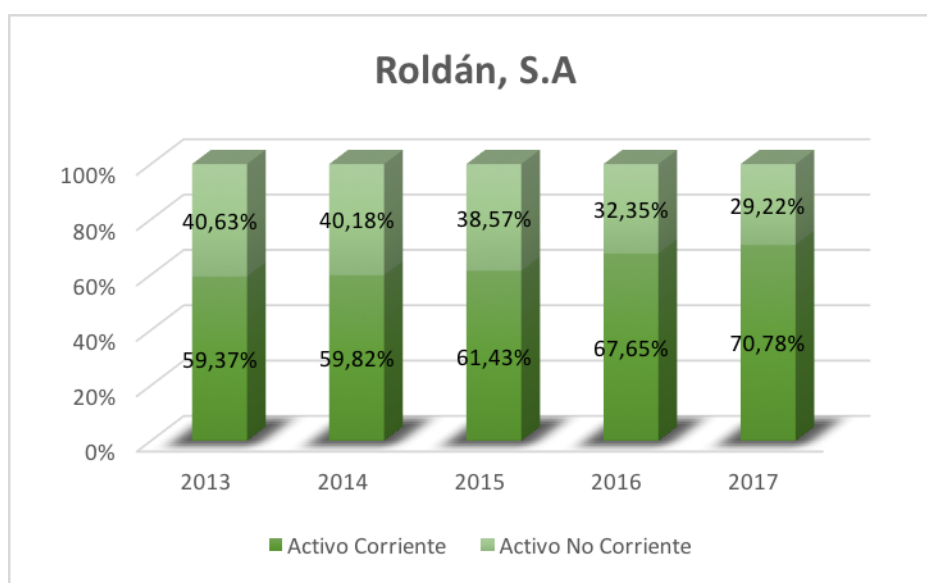
Ferroatlántica S.A.U (en adelante Ferroatlántica) exhibe una composición de su activo diferente a la media del sector, con excepción del año 2017. En este último año, se puede observar (figura 13) una estructura completamente opuesta, con el repentino descenso del activo corriente (-10'13%). La razón recae en la disminución de los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar en un 54'94% de su peso. Además, tal cambio se vió acentuado por los múltiples aumentos en el activo no corriente (61'31%),

de los cuales destaca el del inmovilizado material, con un crecimiento anual de 131'80% y, convirtiéndose en la partida más grande de todas las del activo en términos absolutos.

Por tanto, esta variación producida en el intervalo de un ejercicio es consecuencia de un doble efecto: el gran descenso del activo corriente y el enorme auge del activo no corriente, reforzando así el resultado.

En relación con el pasivo y el patrimonio neto, figura 14, Ferroatlántica se caracteriza por una composición similar al promedio en los últimos años del estudio. Esto se debe al crecimiento experimentado por las deudas a corto plazo, duplicándose en términos absolutos en tan sólo cinco años y, proporcionando un mayor peso al pasivo corriente que lo sitúa parejo a la media del sector en los ejercicios 2016 y 2017.

Figura 15: Composición del activo, Roldán S.A.

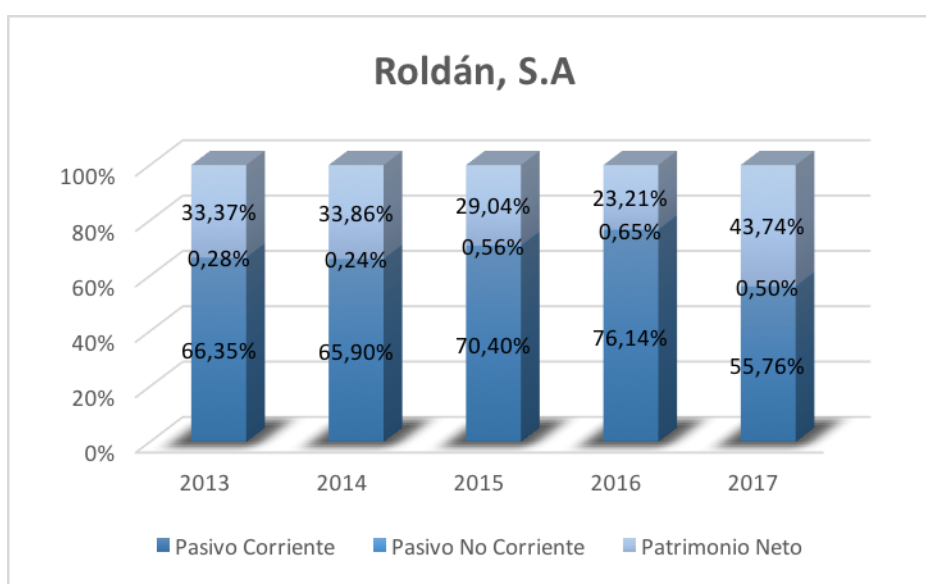


La empresa Roldán S.A se caracteriza por una estructura del activo (figura 15) contraria a la tendencia del sector, resultando el activo corriente superior al activo no corriente y, año tras año, la brecha existente entre ambos es mayor.

Tras el análisis realizado, las causas que determinan dicho comportamiento radican, desde la perspectiva del activo corriente, en el aumento de las existencias (29'45%) a lo largo del tiempo objeto de estudio, especialmente provocado por el mayor valor de productos en curso; y de los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (12'04%), como consecuencia del incremento de los clientes por ventas y prestaciones

de servicios (50'11%) con respecto a 2013, correspondiente a seis millones de euros. Mientras que, por la parte del activo no corriente, destaca el descenso de sus dos partidas más importantes. Es el caso de los activos por impuesto diferido (-26'97%) y, del inmovilizado material (-35'09%), siendo este último causado por la disminución de las instalaciones técnicas en un 45'87%, todo ello tomando el ejercicio 2013 como referencia.

Figura 16: Composición del pasivo y patrimonio neto, Roldán S.A.



Para finalizar, la composición del pasivo y patrimonio neto, figura 16, difiere también del promedio del sector puesto que, la presencia del pasivo no corriente es prácticamente nula. En cambio, sobre el pasivo corriente recae el peso fundamental, ya que está compuesto por la partida de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar que alberga, de media, el 67'72% del total de patrimonio neto y pasivo, derivado de la subpartida proveedores, empresas del grupo y asociadas y que contribuye en el 90% de dicha partida.

Como conclusión, la mayoría de las empresas analizadas presentan algún rasgo común con lo expuesto para el promedio del sector. En cuanto a las partidas más relevantes, se puede apreciar ciertas cuentas que, prácticamente, siempre poseen una importancia específica dentro de los epígrafes. Es el caso del inmovilizado material o las inversiones en empresas del grupo, dentro del activo no corriente; de las existencias y deudores comerciales en el activo corriente; o los acreedores comerciales en el pasivo corriente.

Sin embargo, cabe destacar la limitación de información económico-financiera de las empresas, pudiendo alterar parcialmente los resultados obtenidos, así como la realización del estudio con una muestra diferente, ya sea en selección o tamaño.

4. Análisis del equilibrio financiero

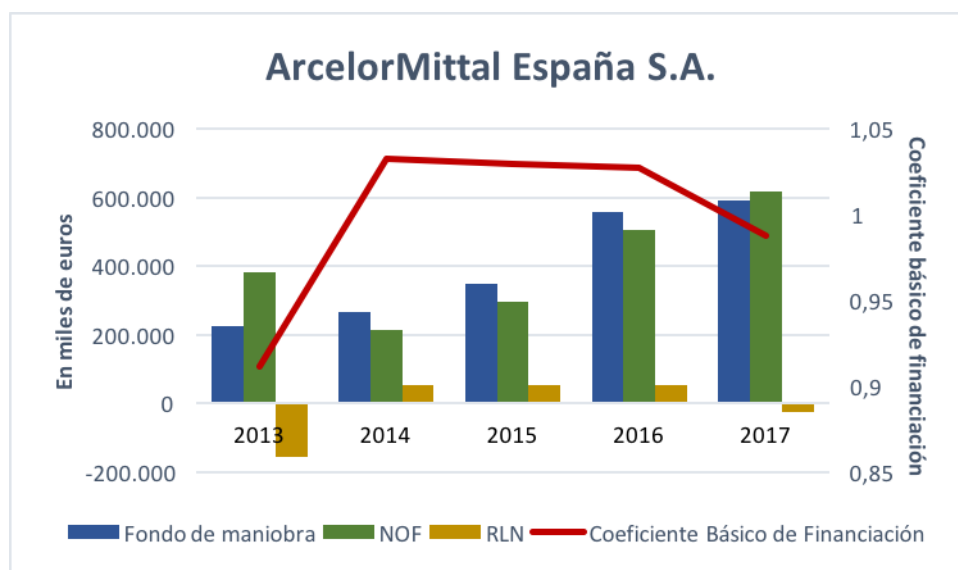
4.1 Análisis del fondo de maniobra

El Fondo de Maniobra (FM) o Capital Circulante (CC) “está constituido por los capitales permanentes que financian activo circulante” (González Pascual, 2016; p.231). Para su cálculo se ha sumado el patrimonio neto y el pasivo no corriente de la empresa, y restado el activo no corriente.

En el capital corriente, se pueden distinguir las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y los Recursos Líquidos Netos (RLN). Las NOF están constituidas por todas las “partidas cuya finalidad es integrarse en el ciclo de explotación para su realización en efectivo al término de dicho proceso” (Ruiz Lamas; p.21). Mientras que, los RLN forman la parte del capital circulante compuesto por las inversiones financieras temporales y la tesorería, descontando las deudas financieras que no están ligadas con actividades de explotación.

A continuación, se muestran las gráficas de las diferentes empresas seleccionadas junto con una interpretación de los datos alcanzados a través del análisis realizado.

Figura 17: Fondo de maniobra y coeficiente básico financiación, ArcelorMittal España SA



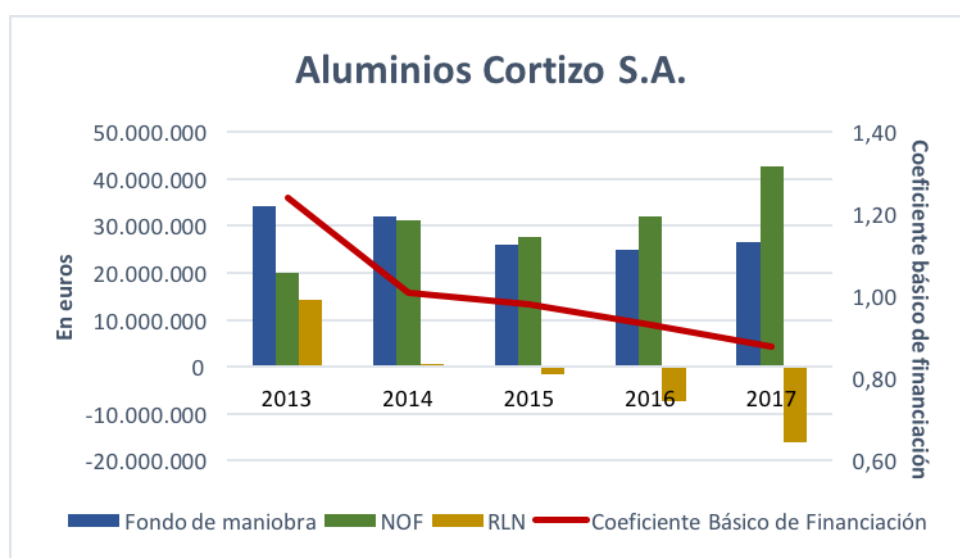
En primer lugar, la empresa ArcelorMittal (figura 17) presenta una tendencia creciente en lo que respecta a las necesidades operativas de fondos (NOF) generada, principalmente, por una mayor inversión requerida en existencias.

No obstante, los recursos líquidos netos (RLN) muestran una evolución irregular. De modo que, éstos son positivos como consecuencia de la capacidad para generar la suficiente tesorería a través de operaciones de explotación en los ejercicios 2014, 2015 y 2016; frente a los resultados negativos obtenidos en los años 2013 y 2017, ante el déficit de flujos de caja derivado de las actividades de explotación.

En consonancia con el párrafo anterior, el coeficiente básico de financiación toma valores superiores a la unidad en los ejercicios con RLN positivos, frente a los inferiores correspondientes con RLN negativos.

Por otro lado, el fondo de maniobra de ArcelorMittal es superior a cero durante todo el período objeto de estudio, lo que significa que el activo no corriente se encuentra financiado por recursos permanentes y, el activo corriente tanto por el pasivo corriente como también por recursos permanentes.

Figura 18: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Aluminios Cortizo S.A.



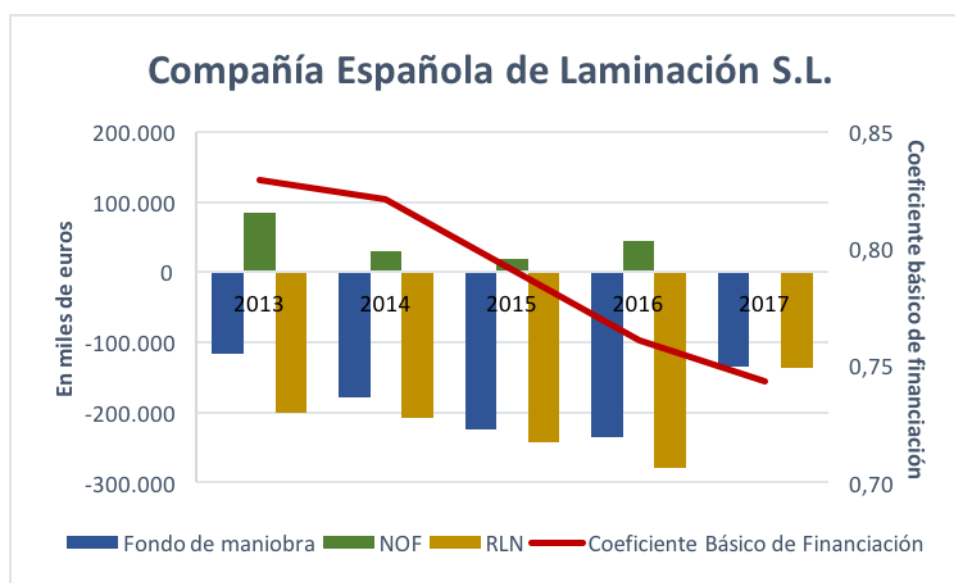
En el caso de Aluminios Cortizo, figura 18, se muestra una situación preocupante debida al continuo descenso que sufren los RLN año tras año, dando lugar a una necesidad de financiación. Igualmente, el coeficiente básico de financiación exhibe

dicho progreso desfavorable que manifiesta una constante pérdida de solvencia a corto plazo.

Además, una vez analizado el balance de la compañía durante el horizonte temporal considerado, se puede concluir como causas esenciales de tal disminución, tanto el marcado declive de las inversiones a corto plazo (-79'27% en cinco años) como el fuerte incremento de las deudas a corto plazo en el intervalo examinado.

Por tanto, Aluminios Cortizo podría actuar para revertir la situación llevando a cabo un incremento de capital corriente o bien, un aumento de la rotación de las NOF, lo que denotaría la reducción del período medio de maduración.

Figura 19: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Compañía Española de Laminación S.L.

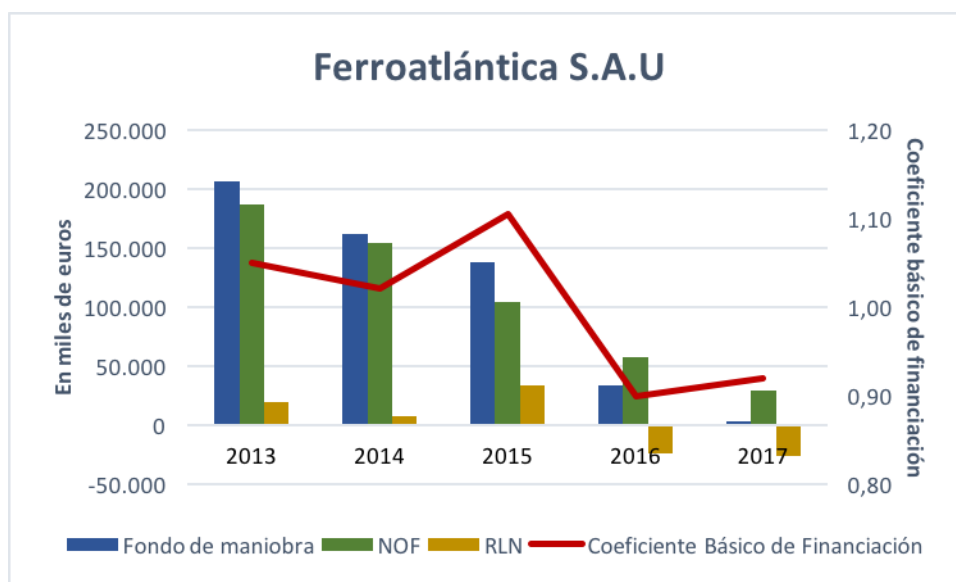


La Compañía Española de Laminación (figura 19) muestra una situación bastante más sensible que la comentada para Aluminios Cortizo. Esto es debido a que, durante los cinco años analizados, el fondo de maniobra es inferior a las NOF, síntoma de la insuficiente capacidad de financiación de las necesidades a corto plazo por parte de los recursos propios y de la deuda a largo plazo.

Además, los RLN también están en una situación similar al presentar siempre valores negativos, vislumbrando una posible necesidad de financiación con carácter

estructural. Por consiguiente, el coeficiente básico de financiación se localiza siempre por debajo de la unidad, manifestando la falta de solvencia a corto plazo.

Figura 20: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Ferroatlántica S.A.U.

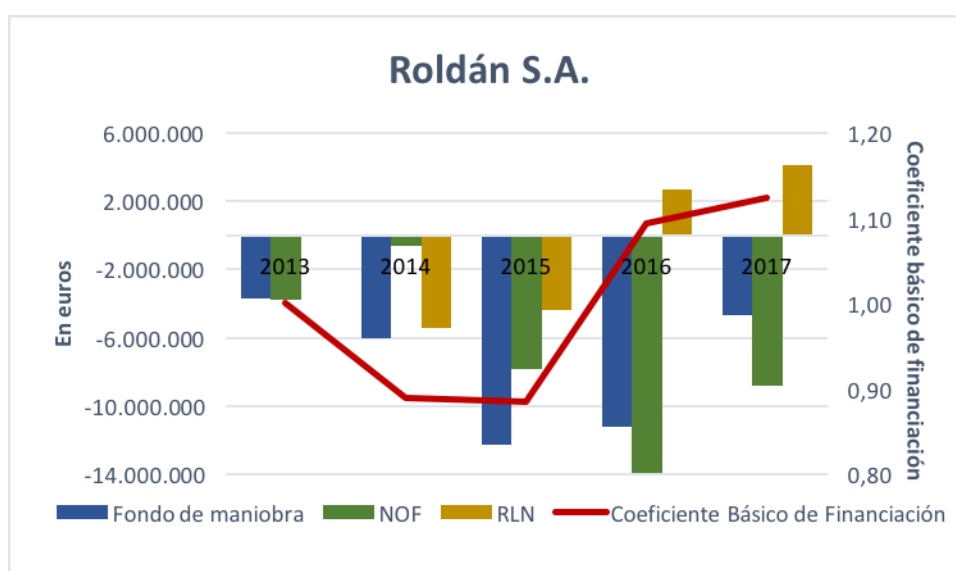


La empresa Ferroatlántica presenta, figura 20, salvo para los dos últimos ejercicios, valores positivos tanto para las necesidades operativas de fondos como para los recursos líquidos netos. Sin embargo, ambas partidas han acabado disminuyendo en el cómputo general del período analizado.

En el caso de los RLN, se aprecia un cambio en su signo, pasando de ser positivos en los tres primeros ejercicios estudiados a negativos en los dos restantes (años con el coeficiente básico de financiación inferior a la unidad). No obstante, han sufrido múltiples y notables alteraciones provocadas por las modificaciones en las partidas que, han dado lugar tanto a importantes incrementos como decrementos de los RLN. Pero, centrándose en el ejercicio del propio cambio, se observa como causa fundamental un repentino y profundo declive (-91'47%) de las inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo (activo corriente ajeno a la explotación), siendo la segunda partida de mayor peso del activo durante los tres primeros ejercicios y, no pudiendo ser contrarrestado tal efecto, por el gran incremento del efectivo y otros activos líquidos equivalentes, al poseer una menor relevancia dentro del activo total.

Como resultado global, el fondo de maniobra se encuentra muy próximo a cero y con tendencia de alcanzarlo, hecho que supondría la financiación del activo corriente con el pasivo corriente y, el activo no corriente, a su vez, con recursos permantes.

Figura 21: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, Roldán S.A.

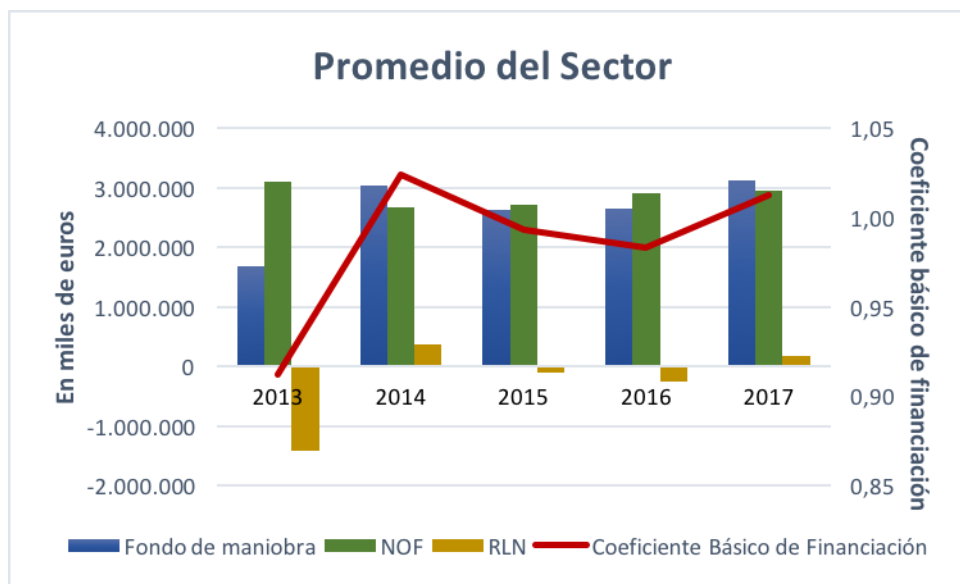


Con respecto a Roldán, la figura 21 muestra que la empresa posee unas NOF negativas durante todo el período analizado. Esto indica que el pasivo corriente de explotación supera al activo corriente de explotación. La razón principal se debe a que la partida acreedores comerciales es claramente superior, incluso, al total del activo corriente. En cambio, los RLN manifiestan una evolución favorable para la entidad ya que presentan un continuo ascenso, llegando a ser positivos.

Como conclusión, el promedio del sector refleja (figura 22) un fondo de maniobra positivo a lo largo de todo el horizonte temporal; unas NOF muy elevadas como consecuencia del peso que tienen las existencias y los deudores comerciales en la industria; y unos RLN con tendencia variable, intercambiando su signo de forma constante. Tal modificación es fácilmente apreciable en el coeficiente básico de financiación al superar o retroceder la unidad.

Por tanto, de las cinco compañías seleccionadas, se puede afirmar que tres de ellas (ArcelorMittal, Aluminios Cortizo y Ferroatlántica) poseen la mayoría de los rasgos (fondo de maniobra, NOF, ...) descritos para el promedio del sector.

Figura 22: Fondo de maniobra y coeficiente básico de financiación, promedio del sector



A continuación, puesto que un capital circulante positivo no garantiza que la empresa pueda atender sus compromisos de pago en plazo, se procede a calcular la rotación de los elementos implicados en el ciclo productivo, con el fin de obtener, posteriormente, los fondos¹ de rotación necesario y real y poder observar, así, si los valores de las cuentas (tesorería, inventarios y cuentas a cobrar-pagar) se adaptan a las necesidades de dicho ciclo (de Llano Monelos & Piñeiro Sánchez, 2003).

Para ello, se ha efectuado también el cálculo de los períodos medios de maduración (PMM) que, como afirma Llorente Olier (2018), es necesario llevar a cabo junto a un análisis de las NOF y del fondo de maniobra (ya realizados), dado que con el análisis de ratios elaborado en los siguientes apartados, no es suficiente para poder obtener conclusiones sobre la liquidez de una empresa.

¹ El estudio del fondo de rotación necesario y real planteado tiene como finalidad observar en qué medida es suficiente el fondo de rotación calculado a través de balance. Cabe destacar que, para ello, únicamente se han empleado las partidas de balance directamente relacionadas con el ciclo de explotación. No hay datos disponibles para Aluminios Cortizo S.A., Ferroatlántica S.A.U. y Compañía Española de Laminación S.L.

Tabla 3: Período medio de maduración técnico y financiero

	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN
Uds.: días	2014		2015		2016		2017	
PM almacenamiento MP	57,26	19,72	43,01	22,09	64,09	23,07	62,16	19,16
PM fabricación	32,90	8,09	39,85	11,45	53,12	14,04	44,76	14,21
PM almacenamiento PT	26,38	31,40	32,61	23,41	42,30	24,41	34,58	26,04
PM de cobro	11,33	24,12	12,97	22,96	13,17	24,08	7,17	24,91
PMM técnico	127,86	83,33	128,44	79,92	172,68	85,60	148,66	84,31
PM de pago	64,27	8,66	58,57	9,19	64,19	10,45	44,50	8,27
PMM financiero	63,59	74,67	69,87	70,73	108,49	75,15	104,16	76,04

Por ejemplo, ArcelorMittal en el ejercicio 2017 (tabla 3) posee un ciclo técnico de aproximadamente 149 días. No obstante, el capital corriente sólo tiene que financiar 104,16 días, puesto que el período restante puede ser financiado mediante proveedores. Mientras que para Roldán (tabla 3) en el año 2017, su período medio de maduración técnico refleja que la producción, venta y cobro a clientes se realiza, de media, en 84,31 días, de los cuales 8,27 días pueden financiarse a través de proveedores y los restantes deben estarlo por medio del capital circulante.

Tabla 4: Fondo de rotación real y necesario

Uds.: Roldán (€) ARC (mil €)	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN	ARC	ROLDÁN
	2014		2015		2016		2017	
Tesorería	40.080,11	4.900.783,40	43.566,82	4.952.261,51	42.124,47	4.063.245,37	60.493,95	5.116.436,11
Almacenamiento MP	229.507,00	9.665.648,00	187.368,50	10.941.154,00	269.996,00	9.375.513,00	376.009,50	9.804.375,00
Almacenamiento Prod. en curso	166.848,00	4.340.976,00	215.514,50	6.194.249,00	281.403,00	6.350.139,00	320.753,00	7.917.516,50
Almacenamiento Prod. term.	137.503,00	17.307.926,50	181.657,00	12.996.668,50	231.353,00	11.368.840,50	254.100,50	14.804.808,00
Cuentas a cobrar	72.676,00	14.443.186,00	93.447,50	13.846.780,50	93.502,50	11.914.112,50	64.244,00	15.514.878,50
(-) Cuentas a pagar	257.587,00	4.245.276,00	255.159,50	4.550.024,00	270.397,00	4.247.105,00	269.185,00	4.229.802,50
(=) Fondo de rotación necesario	389.027,11	46.413.243,90	466.394,82	44.381.089,51	647.981,97	38.824.745,37	806.415,95	48.928.211,61
Fondo de rotación real	316.071,00	46.575.823,00	531.452,00	33.158.273,00	683.323,00	37.952.972,00	811.968,00	53.754.476,00
Diferencia	-72.956,11	162.579,10	65.057,18	-11.222.816,51	35.341,03	-871.773,37	5.552,05	4.826.264,39

Por último, en la tabla 4 se puede observar la diferencia entre el fondo de rotación real y necesario de las empresas seleccionadas durante el horizonte temporal analizado, no existiendo un patrón de comportamiento similar para todas ellas. Sin embargo, dada la limitación de espacio y el hecho de que el análisis presentado es complementario, se ha considerado necesario acometer un estudio más detallado con dos compañías que presentan, durante el mismo ejercicio (2016), situaciones opuestas, ArcelorMittal y Roldán.

De donde resulta que, ArcelorMittal obtiene en 2016 un excedente de capital corriente (fondo de rotación necesario < fondo de rotación real) pero que, tras un análisis más exhaustivo se puede observar la presencia de déficits en tesorería y cuentas a cobrar (figura 23), lo que puede derivar en dificultades de insolvencia por no poseer suficiente tesorería; en cambio, Roldán manifiesta un déficit de capital circulante (fondo de rotación necesario > fondo de rotación real) que, como se puede apreciar en la figura 24, es generado por la baja tesorería fundamentalmente, y potenciado por la escasez del inventario de las materias primas (MP), obteniendo un saldo real superior al necesario para todas las cuentas restantes.

Figura 23

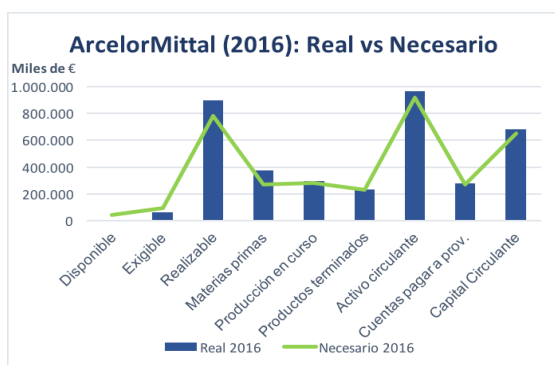
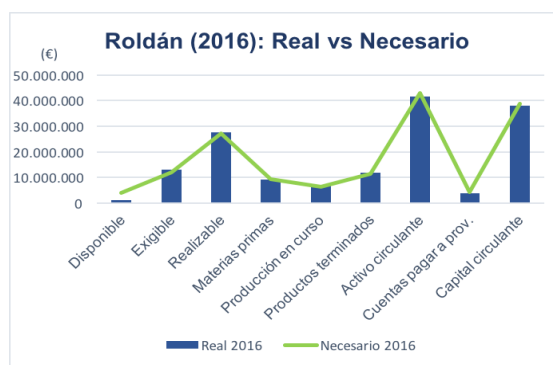


Figura 24



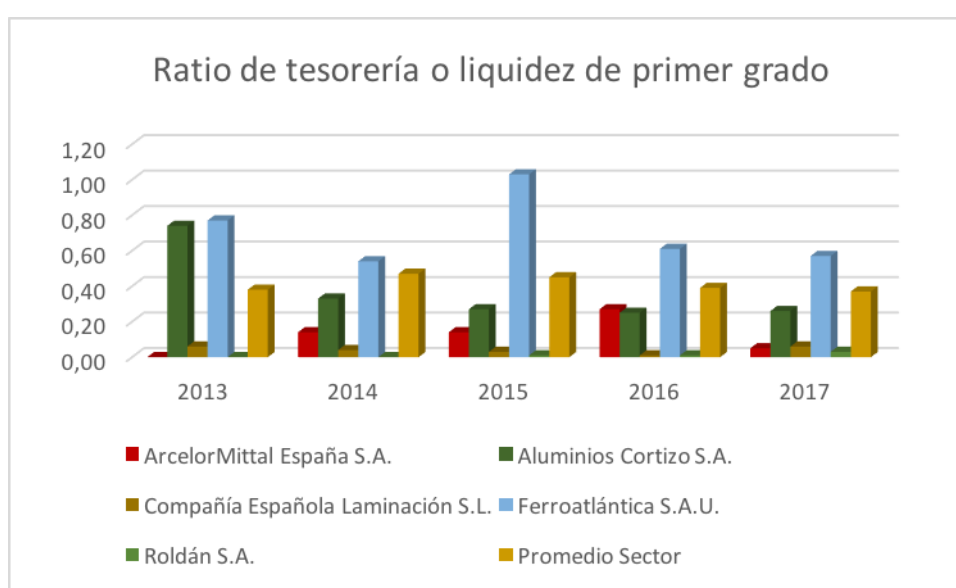
4.2 Análisis del equilibrio o la solvencia financiera a corto plazo

Se entiende por liquidez o solvencia a corto plazo la capacidad que posee una compañía de atender sus compromisos o pagos en el corto plazo. Para realizar el análisis del equilibrio financiero a corto plazo de las empresas consideradas en el presente TFG, se han empleado las siguientes ratios: la ratio de tesorería, la prueba ácida y la ratio de solvencia a corto plazo, descomponiendo en ratio de solvencia a corto plazo de explotación y ajena a la explotación.

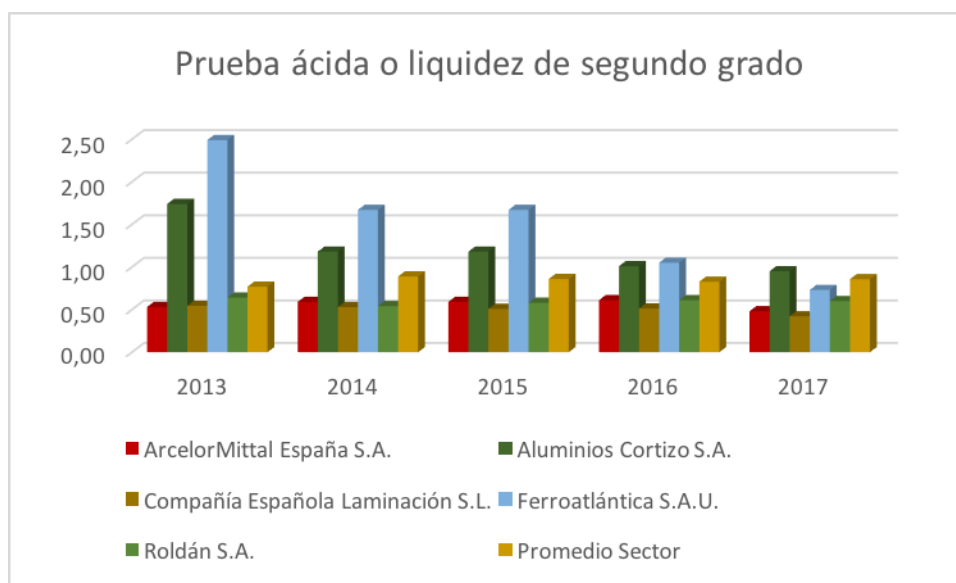
La primera ratio utilizada para evaluar la solvencia a corto plazo es la de tesorería, también conocida como liquidez de primer grado (figura 25). Su obtención se basa en el cociente compuesto por el disponible más las inversiones financieras temporales entre el pasivo corriente.

Además, cabe destacar la necesidad de que adquiera un resultado lo suficientemente elevado como para atender el reembolso del exigible a corto plazo, sin que ello suponga el poseer un exceso de tesorería que no esté generando una rentabilidad (Ruiz Lamas). Para ello, es conveniente analizarlo junto al promedio del sector que, para este caso, toma valores próximos a 0,4 durante el horizonte temporal objeto de estudio.

Figura 25: Ratio de tesorería, empresas consideradas y promedio del sector



De acuerdo con esto, las empresas que logran los resultados más similares son, en primer lugar, Aluminios Cortizo y, en segundo lugar, Ferroatlántica, con excepción en este último caso del ejercicio 2015, claramente superior. En situación opuesta, se encuentran las restantes compañías con unos valores muy bajos, lo que permite pensar en una posible dificultad para asegurar el reembolso de su pasivo corriente.

Figura 26: Prueba ácida, empresas consideradas y promedio del sector

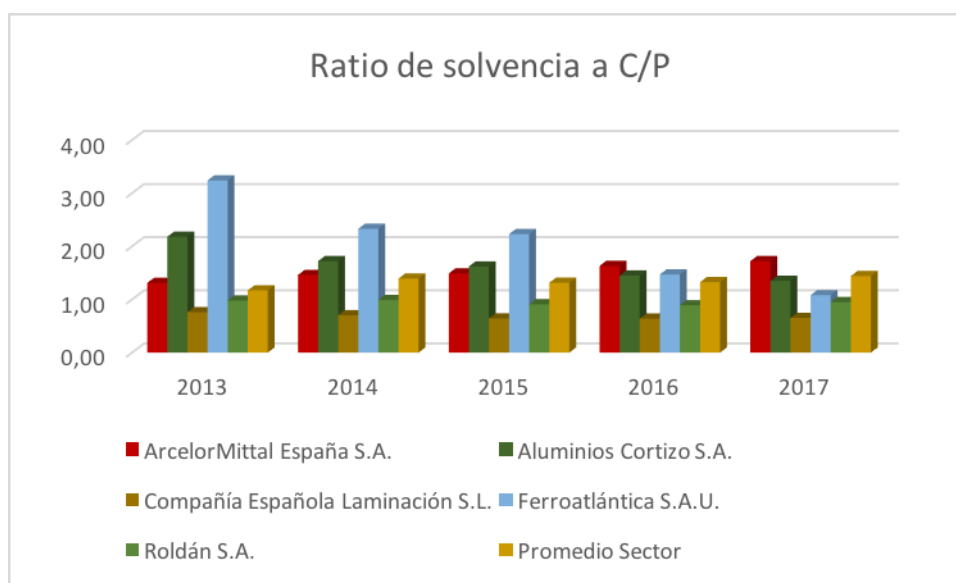
A continuación, se procede a realizar el análisis sobre la liquidez de segundo grado o acid test (figura 26). La diferencia existente respecto a la anterior ratio, consiste en la inclusión de los deudores en el numerador del cociente (Ruiz Lamas). Si bien es cierto que su cálculo fue hallado como el cociente entre el activo corriente, excluyendo existencias y activos no corrientes mantenidos para la venta, y el pasivo corriente.

De acuerdo con esto, la empresa que más se ajusta a la media del sector sería Aluminios Cortizo, próxima a la unidad en el período analizado. En la situación contraria, con una ratio claramente inferior a uno, se encuentran ArcelorMittal, Roldán y la Compañía Española de Laminación, pudiendo tener alguna dificultad para cumplir con sus obligaciones de pago; mientras que Ferroatlántica, en los ejercicios 2013, 2014 y 2015 presenta un resultado bastante elevado al promedio de la industria, poniendo de manifiesto que posee suficientes activos líquidos a corto plazo para cubrir sus deudas inmediatas.

Por otra parte, está la ratio de solvencia a corto plazo (figura 27), también llamada distancia a la suspensión de pagos. Su valor se obtiene mediante el cociente formado por el activo corriente y el pasivo corriente, debiendo ser superior a la unidad para manifestar capacidad de pago por parte de la empresa ante sus obligaciones más inmediatas.

De tal forma que, mediante la aplicación de lo comentado anteriormente, se puede extraer una visión favorable tanto de las empresas seleccionadas, con excepción de la Compañía Española de Laminación, como del propio sector en general, al presentar un valor superior a uno a lo largo del período analizado.

Figura 27: Ratio de solvencia a corto plazo, empresas consideradas y promedio del sector



No obstante, conviene estudiar esta ratio en conjunto con las precedentes, ante la posibilidad de que dos empresas presenten una relación entre activo y pasivo corriente similar y, sin embargo, haya una marcada diferencia en la composición del numerador (Ruiz Lamas).

En el caso concreto de la muestra de empresas seleccionadas, se puede observar los escasos valores que muestra ArcelorMittal para las ratios de tesorería y liquidez de segundo grado (no tienen en cuenta las existencias). Este hecho colisiona ante el resultado obtenido en la ratio de solvencia a corto plazo, que sí tiene en consideración las existencias. Por consiguiente, se puede deducir el importante peso que mantiene esta partida dentro del activo corriente, como ya se había comentado al analizar la composición de sus masas patrimoniales.

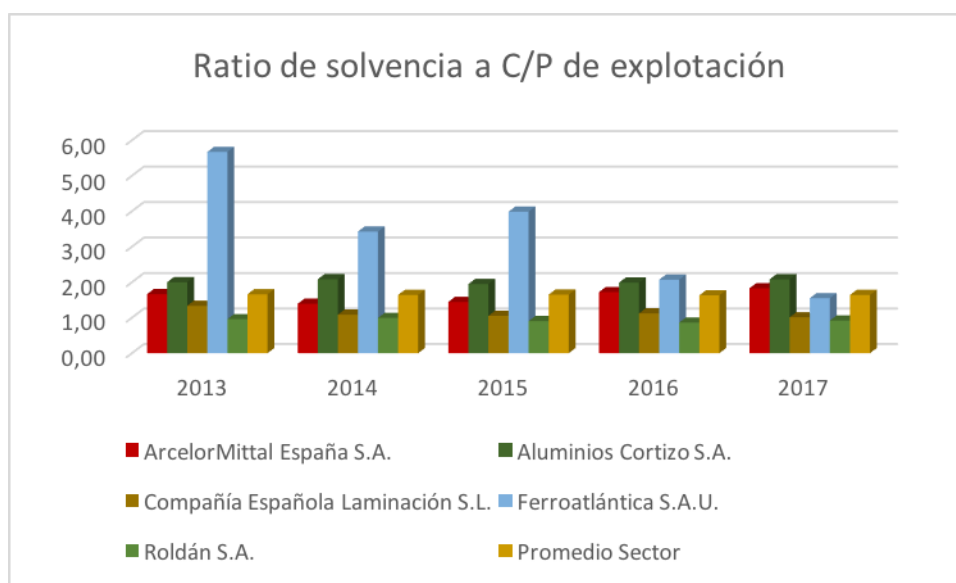
Por otro lado, Aluminios Cortizo presenta valores muy diferenciados para las ratios de tesorería y liquidez de segundo grado, bajos en la primera y elevados en la segunda (casi una unidad superior en cada año analizado). Esto, junto a que la distinción entre

ambas recae en la partida de deudores incluida en la prueba ácida, permite concluir el relevante peso que tiene dicha partida en el activo corriente de la compañía, como se ha explicado en el apartado de análisis financiero básico referente a Aluminios Cortizo.

De esta forma se demuestra que, aunque dos empresas manifiesten una ratio de circulante similar, puedan tener diferente liquidez en función de la composición de su activo corriente, siendo, en general, la partida de deudores más líquida que la de existencias.

Sin embargo, la ratio de solvencia a corto plazo también presenta otro inconveniente, ya que no permite hacer distinción entre NOF y RLN. Como consecuencia, puede parecer que dos empresas con la misma ratio se encuentran en idéntica situación cuando, realmente, están en una totalmente opuesta. Por tanto, se plantean las ratios de solvencia a corto plazo de explotación y ajena a la explotación.

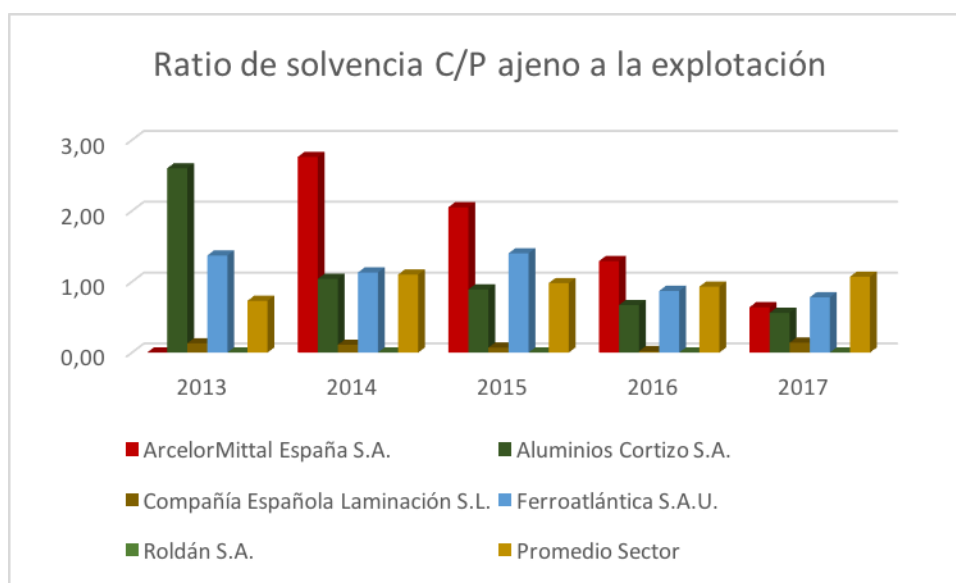
Figura 28: Ratio de solvencia a corto plazo de explotación, empresas consideradas y promedio del sector



La ratio de solvencia a corto plazo de explotación muestra la relación existente entre el activo corriente de explotación y el pasivo corriente de explotación. Su valor se encuentra directamente relacionado con las NOF, no existiendo una cifra óptima para la ratio ya que depende de la actividad desarrollada (Ruiz Lamas).

En la figura 28, puede apreciarse que todas las compañías a excepción de Roldán, se mantienen en el período objeto de estudio por encima de la unidad en esta ratio, al igual que sucede con el promedio del sector. La razón que sostiene este hecho es la vital importancia tanto de las existencias como de los deudores en la industria, siendo partidas que incrementan las NOF y, debido a la relación directa que poseen con la ratio, también el valor de la misma.

Figura 29: Ratio de solvencia a corto plazo ajena a la explotación, empresas consideradas y promedio del sector



Por su parte, esta ratio está directamente ligada al saldo de los RLN. Su valor vendrá dado como el cociente entre el activo corriente ajeno a la explotación y el pasivo corriente ajeno a la explotación, siendo mayor a la unidad cuando los RLN sean positivos e, inferior en caso contrario (Ruiz Lamas). Por tanto, conviene que el resultado de esta ratio sea mayor a uno como síntoma de RLN positivos, desde el punto de vista de la solvencia.

En este caso, en la figura 29² se perciben alteraciones en la solvencia a corto plazo ajena de explotación tanto entre las diferentes empresas como para cada una de ellas a lo largo del tiempo.

² No hay datos disponibles para Roldán S.A. en el período 2013-2017.

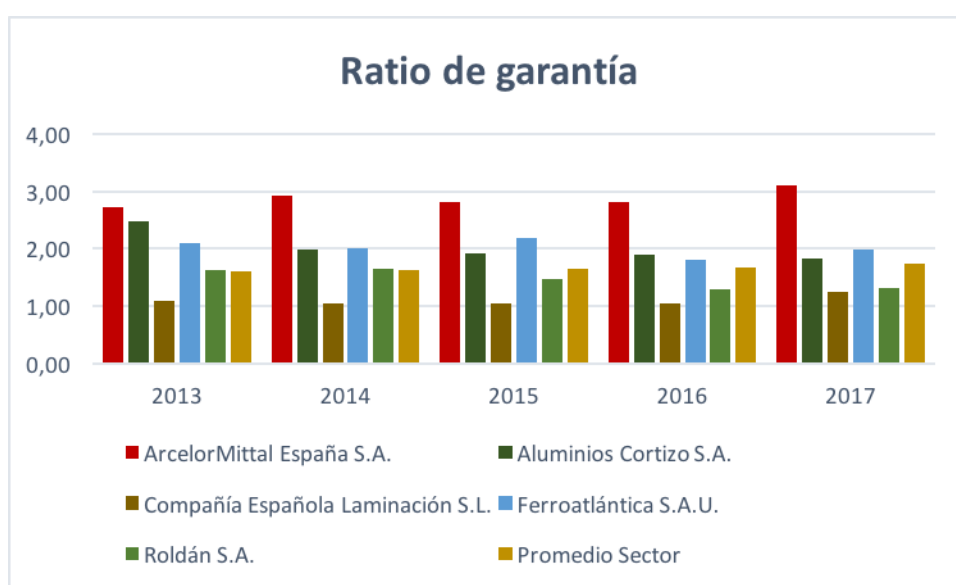
Un ejemplo sería el de Aluminios Cortizo, debido a que presenta un valor bastante superior a la unidad para el ejercicio 2013 y, sin embargo, en 2016 o 2017 obtiene un resultado inferior a uno, manifestando una evolución de los RLN decreciente. Esto concuerda con lo expuesto para dicha empresa en su análisis del fondo de maniobra.

4.3 Análisis del equilibrio o la solvencia financiera a largo plazo

El análisis de la solvencia financiera a largo plazo consiste en evaluar la capacidad que posee una empresa para hacer efectivo el pago de sus deudas contraídas a largo plazo (Llorente Olier, 2018). Las ratios utilizadas para llevar a cabo dicho análisis son las siguientes: ratios de garantía, consistencia, endeudamiento y autonomía financiera.

En primer lugar, la ratio de garantía constituye el cociente entre el activo total y el pasivo exigible. Su valor no debe de ser inferior a la unidad ya que, ello indicaría que la empresa se encuentra en una situación de quiebra técnica. Esta ratio también es conocida como distancia a la quiebra.

Figura 30: Ratio de garantía, empresas consideradas y promedio del sector



Los resultados obtenidos de la ratio de garantía (figura 30) muestran una situación de solvencia a largo plazo para todas las empresas seleccionadas durante el período

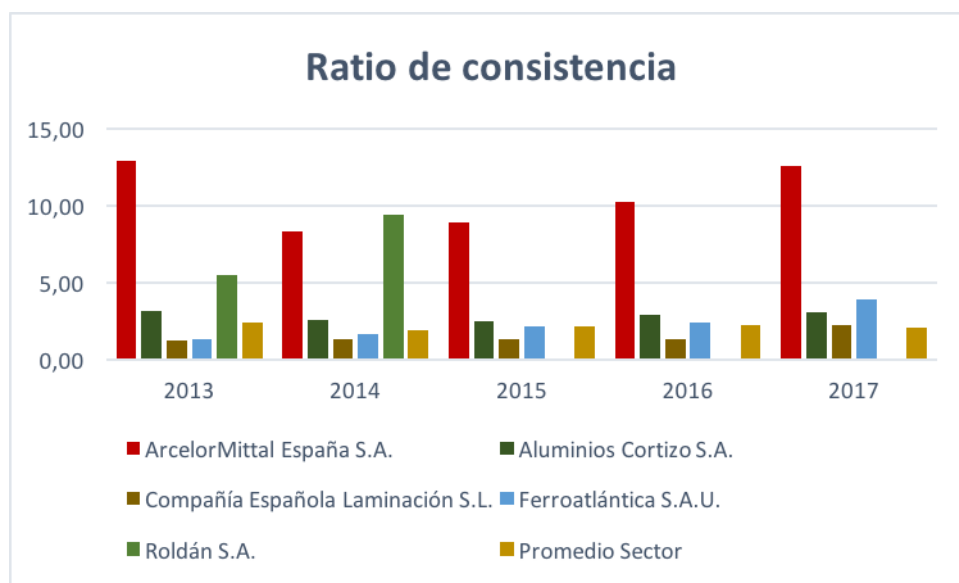
objeto de estudio. Ello se debe a que presentan valores superiores a la unidad en todos los ejercicios, evitando, por tanto, una posible situación de quiebra técnica.

Cabe destacar que la Compañía Española de Laminación posee unos números para la ratio muy próximos a uno, debido a la igualdad existente entre el total de su activo y su pasivo. Si bien es cierto que se puede apreciar una ligera mejora en el último ejercicio, principalmente, como consecuencia de la disminución del pasivo no corriente por el descenso de las deudas con empresas del grupo y asociadas a largo, hecho comentado en el apartado del análisis financiero básico para esta empresa.

En relación al promedio del sector, sus valores se encuentran comprendidos entre uno y medio y uno setenta y cinco durante los ejercicios analizados. Pese a que representan datos favorables, éstos todavía son superados en todos los períodos, por tres de las cinco empresas seleccionadas (ArcelorMittal, Aluminios Cortizo y Ferroatlántica), lo que refuerza la percepción sobre la solvencia de dichas empresas.

En segundo lugar, la ratio de consistencia estudia la “garantía de los acreedores a largo plazo” a través del cociente formado por el activo fijo y el pasivo exigible a largo plazo (Ruiz Lamas; p.37).

Figura 31: Ratio de consistencia, empresas consideradas y promedio del sector



Con respecto a esta ratio (figura 31), las empresas Aluminios Cortizo, Compañía Española de Laminación y Ferroatlántica presentan valores estables y muy similares al promedio del sector. Esto manifiesta una apropiada proporción de activos y pasivos no corrientes, no existiendo evidencia alguna de dificultad de solvencia a largo plazo.

Por otro lado, tanto ArcelorMittal España como Roldán³ poseen resultados para esta ratio diferentes a la media del sector. Sin embargo, se mantiene la visión favorable de solvencia a largo plazo también para estas compañías.

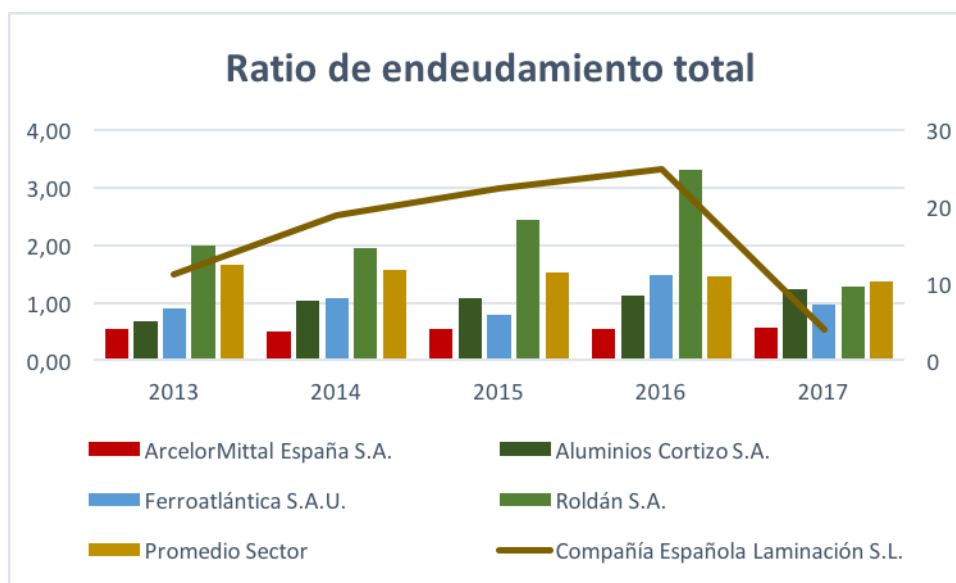
En el caso concreto de ArcelorMittal, los elevados valores obtenidos son causa del bajo peso que alcanza el pasivo no corriente. Además, la estabilidad de la ratio se debe a la escasez de cambios significativos en las partidas de activo y pasivo a largo plazo.

Como conclusión, las empresas seleccionadas no manifiestan, aparentemente, problemas de solvencia a largo plazo, es decir, que proporcionan una garantía adecuada a sus acreedores a largo plazo.

A continuación, la ratio de endeudamiento total estudia la composición de la financiación, mediante el cociente que relaciona el total de fondos ajenos con los fondos propios. Además, dicha ratio se dividirá tanto en endeudamiento a corto como a largo plazo, dada la importancia del vencimiento de las deudas contraídas por la empresa.

³ No hay datos disponibles para Roldán S.A. en los ejercicios 2015, 2016 y 2017.

Figura 32: Ratio de endeudamiento total, empresas consideradas y promedio del sector



La figura 32 muestra los valores de la ratio de endeudamiento total para las empresas seleccionadas junto con el promedio del sector durante el período objeto de estudio.

Por un lado, se pueden agrupar las empresas ArcelorMittal España, Ferroatlántica y Aluminios Cortizo al presentar unos resultados inferiores al promedio del sector. Esto manifiesta una posición menos endeudada que la media de la industria, siendo necesaria la precaución de no incurrir en un exceso de capitales ociosos que supongan la pérdida de rentabilidad de los mismos.

En el caso de las dos primeras empresas citadas, su ratio se caracteriza por una cierta estabilidad a lo largo de los años, mientras que Aluminios Cortizo sigue una tendencia alcista.

La razón de dicha evolución deriva del gran crecimiento experimentado tanto por el pasivo exigible a corto como a largo plazo, al incrementarse como causa principal sus partidas deudas a corto plazo (partida de mayor peso que compone el pasivo y que llega a triplicarse, en términos absolutos, en los 5 años analizados) y, en menor medida, deudas a largo plazo (duplicada también en valores absolutos), respectivamente.

No obstante, es importante destacar el paralelo aumento del patrimonio neto, frenando el crecimiento exponencial de la ratio endeudamiento total y que, en particular,

se asemeja al incremento experimentado por el pasivo corriente. Este hecho supone un crecimiento más moderado de la ratio a largo plazo con respecto a la de corto plazo.

Todo ello se puede observar con más detalle a través del desglose de la ratio en endeudamiento a corto y largo plazo (figuras 33 y 34).

Figura 33: Ratio de endeudamiento a corto plazo, empresas consideradas y promedio del sector

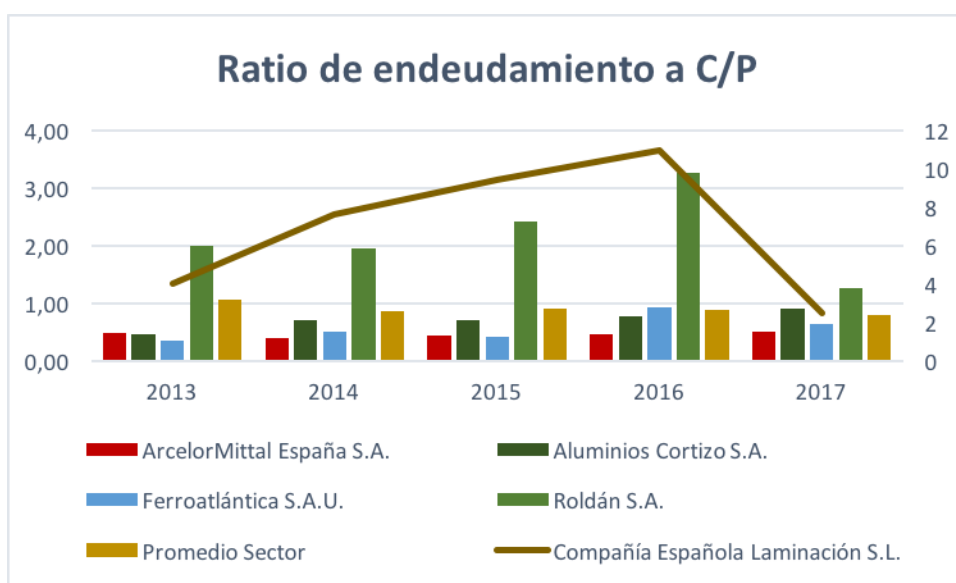
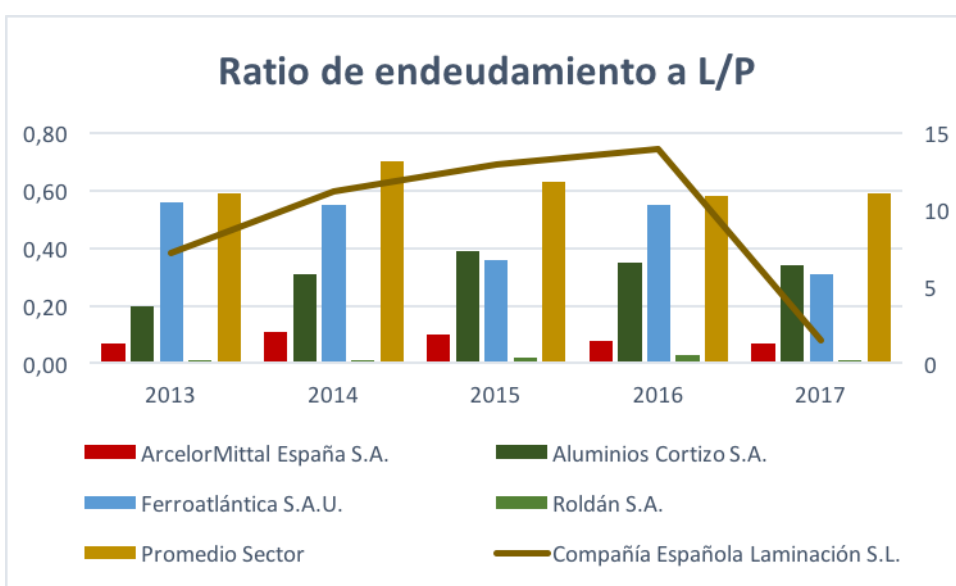


Figura 34: Ratio de endeudamiento a largo plazo, empresas consideradas y promedio del sector

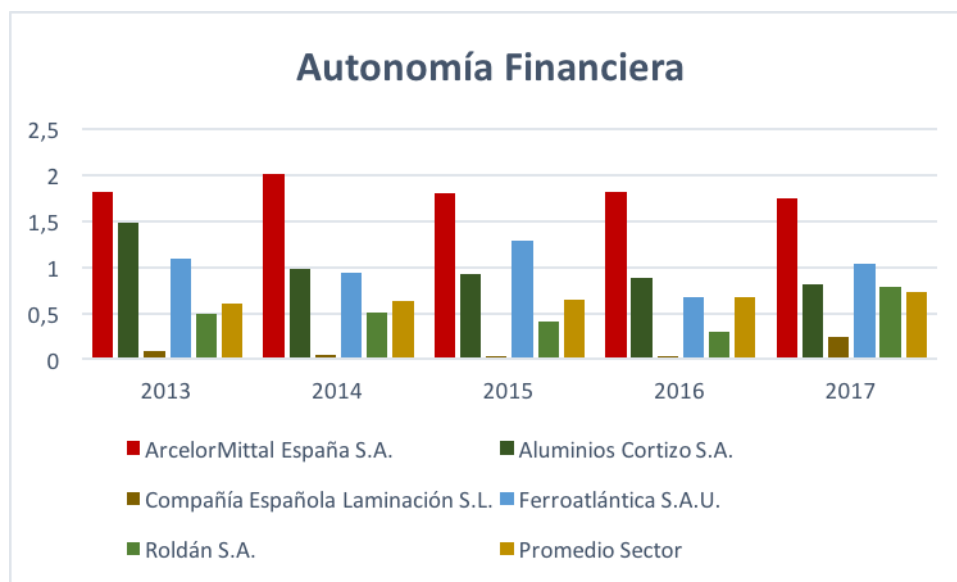


Por otro lado, en una posición opuesta se encuentra Roldán, empresa más endeudada que el promedio del sector, llegando a duplicarlo en 2016. Si bien es cierto que, en tan sólo un ejercicio (2017), experimenta un fuerte descenso situándose ligeramente por debajo de la media del sector. El motivo de tal disminución se encuentra en el notorio crecimiento experimentado por los fondos propios, al triplicarse las reservas.

En una situación similar está la Compañía Española de Laminación⁴, con unos valores muy superiores a la media del sector. Su explicación recae en el bajo peso que poseen los fondos propios en la estructura patrimonial, como se ha comentado en su respectivo análisis básico financiero.

Por último, la ratio de autonomía financiera analiza la capacidad de inversión que posee una empresa con total independencia de la disponibilidad de fuentes de financiación ajena, a través del cociente inverso de la ratio endeudamiento total (Ruiz Lamas).

Figura 35: Ratio de autonomía financiera, empresas consideradas y promedio del sector



En relación con la autonomía financiera (figura 35), destaca ArcelorMittal España como empresa con una sólida independencia frente a la deuda, seguida por

⁴ Los datos de la Compañía Española de Laminación S.L. se representan en las figuras 32, 33 y 34 de acuerdo a los valores del eje secundario (eje derecho) de las gráficas dado los altos resultados obtenidos.

Ferroatlántica y Aluminios Cortizo. Esta última con una clara tendencia a favor de contraer mayor deuda y, por tanto, reduciendo esta ratio.

A continuación, se encuentra Roldán con unos valores estables en todo el período analizado, excepto en el ejercicio 2017, año en el que casi logra triplicar su independencia financiera con respecto a 2016, como consecuencia del ya comentado crecimiento de los fondos propios.

Para finalizar, la Compañía Española de Laminación presenta los valores más bajos de la ratio, muy distantes del promedio del sector, lo que manifiesta una gran dependencia de la deuda provocado por un bajo nivel de fondos propios que muestra la empresa.

En definitiva, con las ratios de endeudamiento y autonomía financiera se observa que, las empresas Compañía Española de Laminación y Roldán se encuentran en una posición más endeuda, contraria a la de las restantes empresas que optan por una mayor proporción de recursos propios.

5. Análisis de la rentabilidad económica y financiera

5.1 Análisis de la Rentabilidad Económica

La rentabilidad económica hace referencia a “la capacidad del activo de la empresa para generar beneficios”, con independencia de cómo se hayan financiado (de Jaime Eslava, 2008; p.81). Sirve para remunerar tanto a los accionistas como a los acreedores y, su cálculo se efectuará siempre partiendo de un resultado antes de intereses puesto que es independiente de la estructura financiera de la empresa.

En este apartado se procede a la determinación de varios tipos de rentabilidades. Por un lado, la rentabilidad económica antes de impuestos a través del cociente beneficio antes de intereses e impuestos entre el activo total promedio.

Por otro lado, y dada la importancia de estudiar por separado la rentabilidad de los activos funcionales y extrafuncionales, se lleva a cabo el cálculo de la rentabilidad de explotación ajustada que consiste en el cociente formado por el beneficio de explotación

y el activo funcional neto (activo fijo funcional más NOF). A su vez, se descompone en margen y rotación, al tratarse de la única rentabilidad que no incluye activos extrafuncionales (Ruiz Lamas).

Así, el margen responde al cociente de beneficio de explotación y cifra de negocios mientras que, la rotación consiste en la cifra de negocios entre el activo funcional neto. Además, se realiza un árbol de ratios para cada una de las empresas seleccionadas correspondiente a los dos últimos ejercicios objeto de estudio (2016-2017), para llevar a cabo un análisis con mayor profundidad.

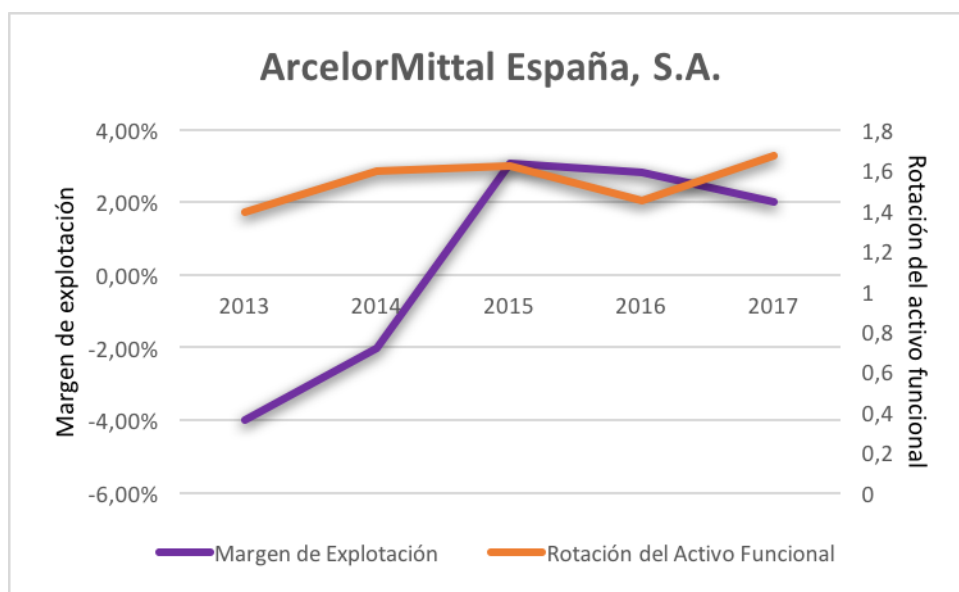
Por último, también se procede al cálculo de la rentabilidad de las inversiones financieras a través del cociente formado por el resultado financiero antes de intereses e impuestos y los activos financieros.

Figura 36: Rentabilidades económicas, ArcelorMittal España S.A.



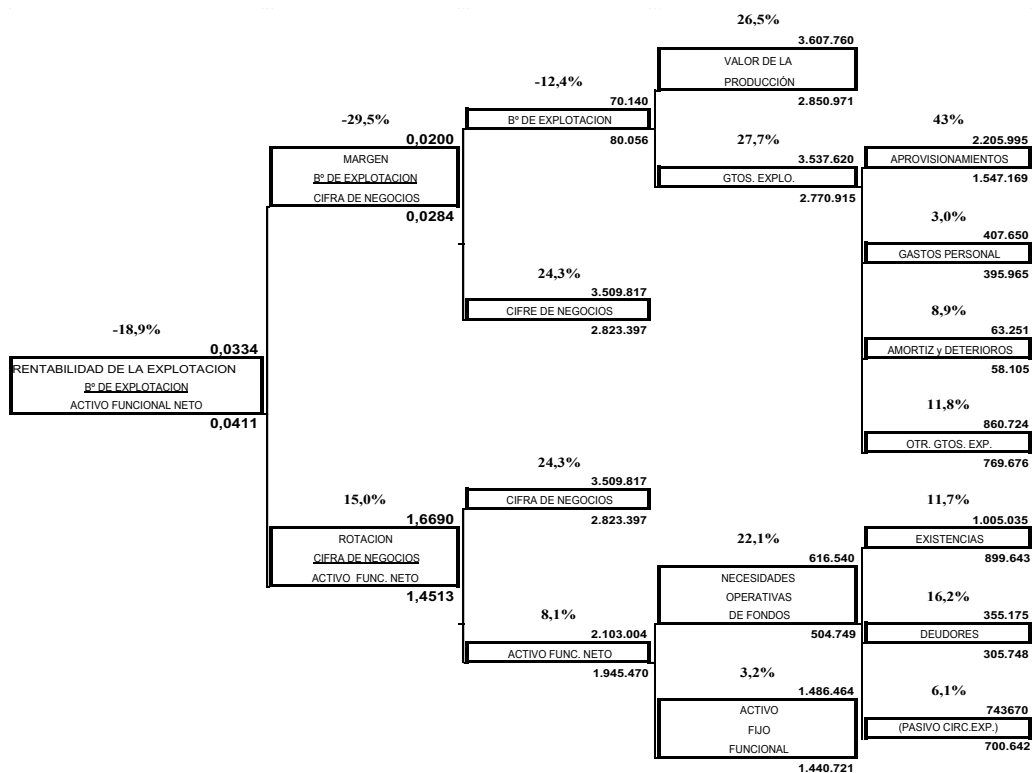
En primer lugar, la figura 36 muestra un incremento de las tres rentabilidades analizadas de la empresa ArcelorMittal, pasando de valores negativos a positivos durante el horizonte temporal considerado. La rentabilidad económica de las inversiones manifiesta una tendencia creciente debido a los buenos resultados financieros logrados por la entidad mientras que, las rentabilidades económicas global y de explotación ajustada deben su crecimiento a la mejora, tanto de la rotación del activo funcional como de su margen de explotación, siendo el de éste el principal motivo de su evolución (figura 37).

Figura 37: Margen de explotación y rotación del activo funcional, ArcelorMittal España S.A



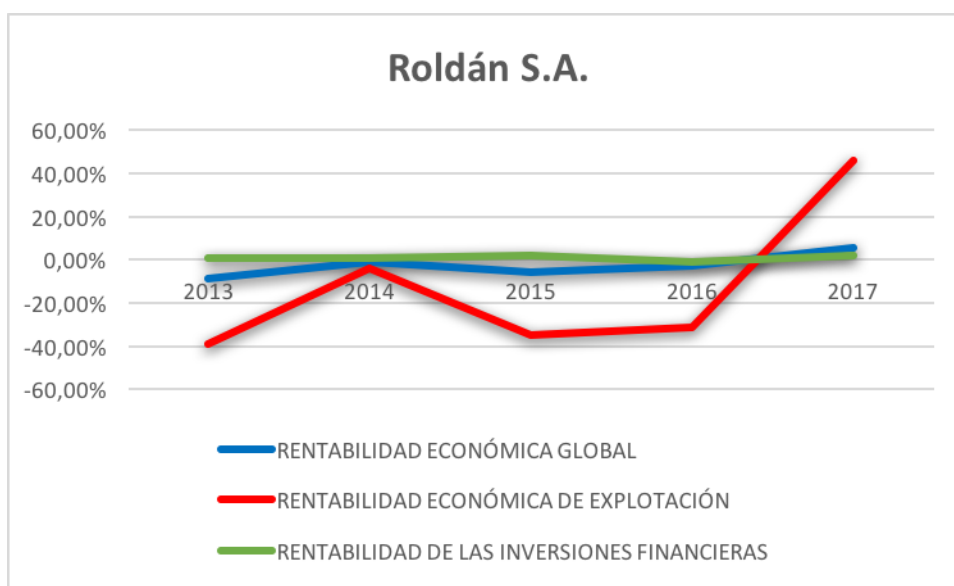
Ambos se analizan de forma más detallada en el siguiente árbol de ratios, el cual relaciona los años 2016 y 2017 (situados en la parte inferior y superior de cada cuadro respectivamente) para extraer la variación existente entre dichos ejercicios.

Figura 38: Árbol de ratios, ArcelorMittal España S.A.



Su análisis determina que, el incremento de las rentabilidades experimentado al comparar los valores de los años 2013 y 2017, todavía podría ser mayor de no ser por el descenso sufrido en el último ejercicio. La razón se debe a que la caída del margen no es contrarrestada con el incremento de la rotación.

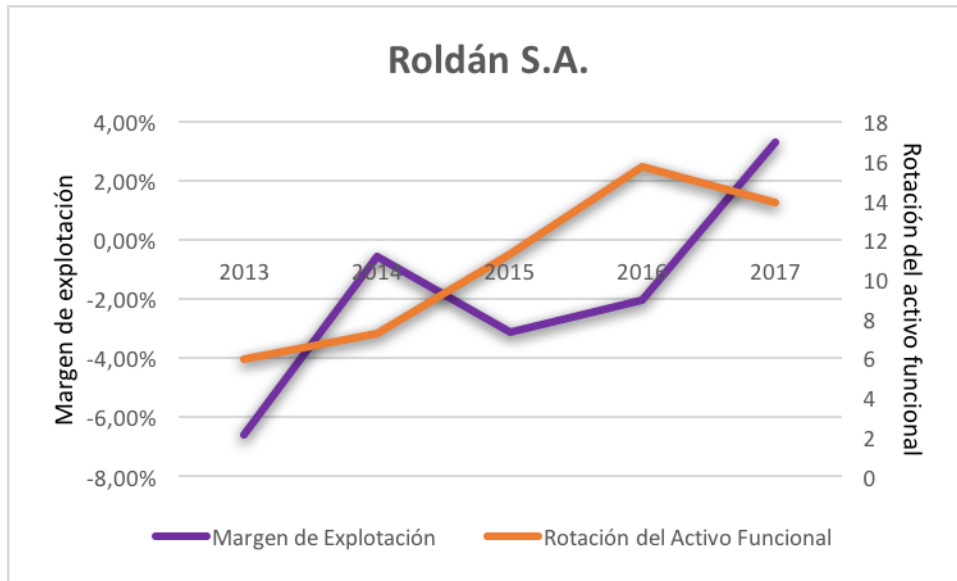
Figura 39: Rentabilidades económicas, Roldán S.A.



En segundo lugar, la figura 39 presenta una evolución de las rentabilidades de Roldán muy similar a la anterior de ArcelorMittal. Esto es debido a que en el conjunto del período analizado todas ellas se han visto incrementadas. Si bien es cierto que, dentro de la comentada tendencia creciente, la rentabilidad de las inversiones financieras muestra un comportamiento ciertamente estable a causa de la leve mejoría experimentada por el resultado financiero.

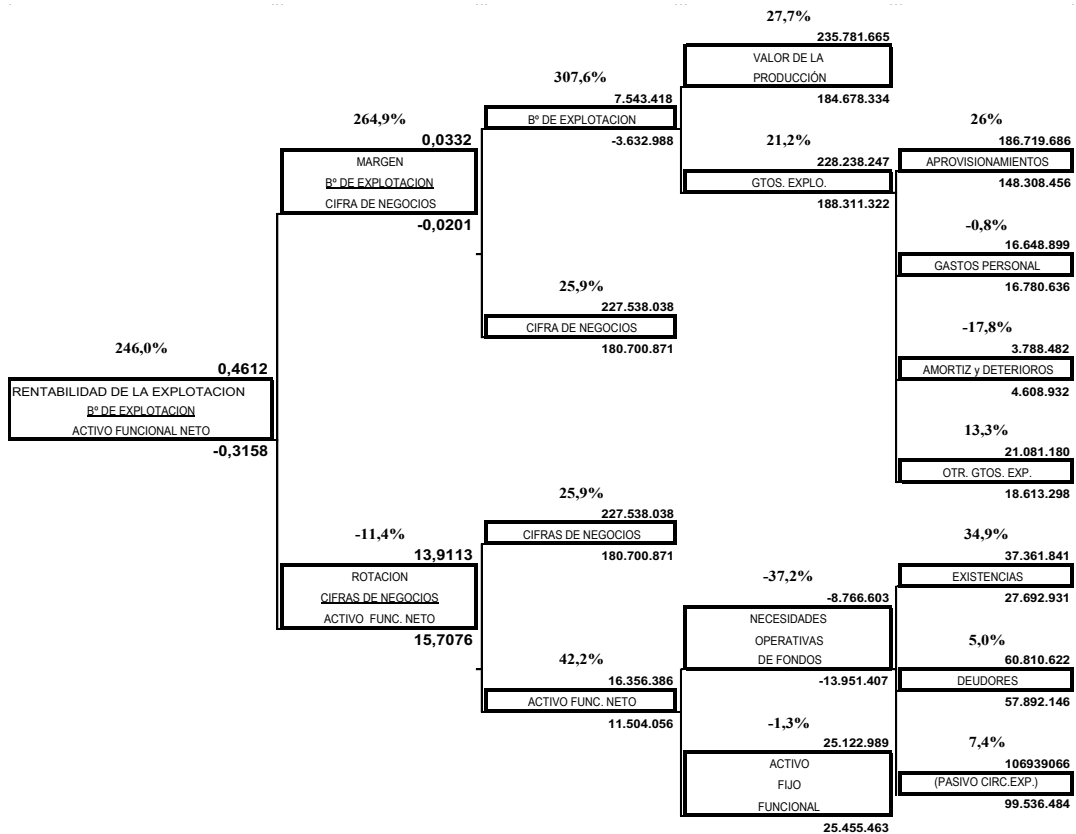
Por otro lado, la rentabilidad de explotación experimenta un fuerte incremento como consecuencia de los aumentos tanto del margen de explotación como también de la rotación del activo funcional (figura 40) a lo largo del período objeto de estudio.

Figura 40: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Roldán S.A.



De la misma forma que para ArcelorMittal, se presentan los resultados obtenidos en función de los ejercicios 2016 y 2017 en el siguiente árbol de ratios:

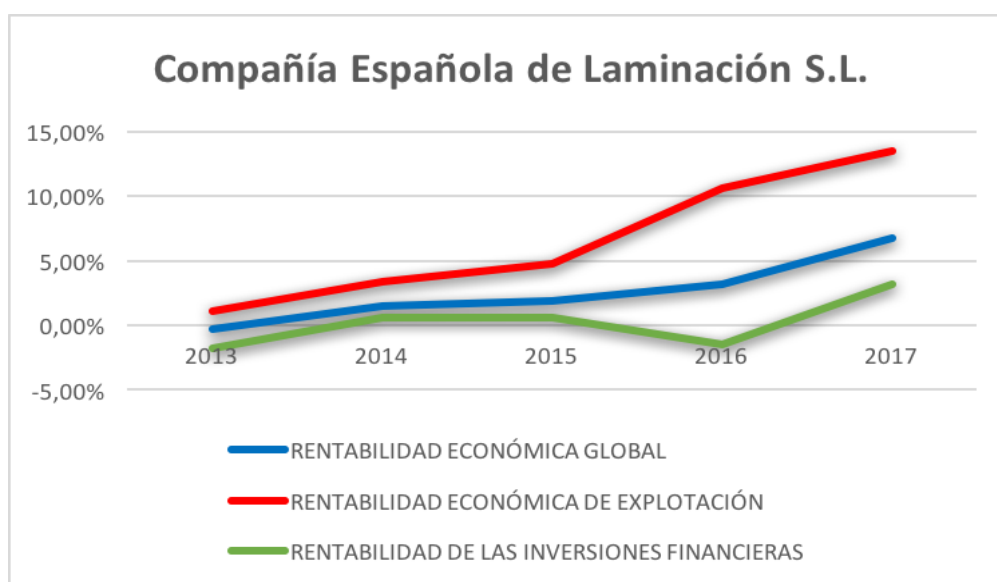
Figura 41: Árbol de ratios, Roldán S.A.



La gran variación en la rentabilidad de explotación entre los dos años mencionados se debe a que, el margen (convirtiéndose en positivo) experimenta un crecimiento muy superior al descenso sufrido por la rotación. La razón principal del incremento del margen recae en la consecución por parte de Roldán S.A., de un mayor valor de producción con respecto a los gastos de explotación en 2017, situación contraria a la ocurrida en el año 2016.

Por último, la rentabilidad económica global se ve favorecida por el significativo incremento del resultado antes de intereses e impuestos con un activo total que se mantiene estable.

Figura 42: Rentabilidades económicas, Compañía Española de Laminación S.L.



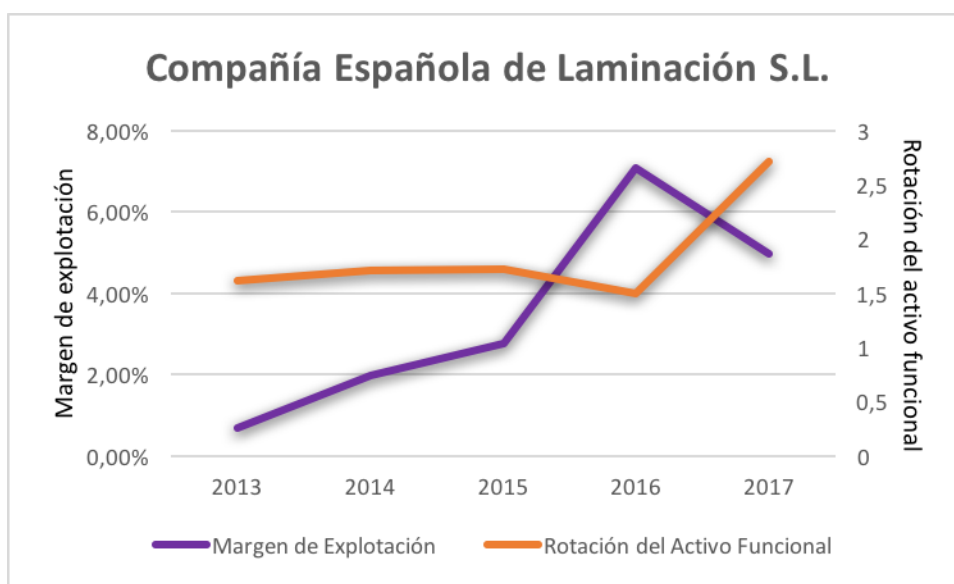
A continuación, la figura 42 presenta las rentabilidades obtenidas para la Compañía Española de Laminación, también manifestando una situación semejante con respecto a las dos empresas precedentes.

Por un lado, la evolución de la rentabilidad de las inversiones financieras resulta positiva para la compañía dado que, con una menor cantidad de activos financieros consigue un resultado financiero notablemente mayor.

Por otro lado, la rentabilidad económica global toma signo positivo en 2014 logrando mantenerse durante todo el período analizado, gracias a la consecución de un resultado antes de intereses e impuestos cada ejercicio mayor.

Además, la rentabilidad de explotación también se caracteriza por una tendencia creciente al incrementarse tanto el margen de explotación como la rotación del activo funcional (figura 43).

Figura 43: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Compañía Española de Laminación S.L.



Sin embargo, como se puede observar en el árbol de ratios de la figura 44, en este caso sí que el incremento de la rotación logra frenar la caída del margen (siendo éste todavía positivo), permitiendo aumentar la rentabilidad de explotación en 2017 con respecto al ejercicio anterior.

Cabe destacar el gran aumento experimentado por la rotación, produciéndose como consecuencia del incremento de la cifra de ventas y, a su vez, del descenso sufrido por el activo funcional neto, al reducirse tanto las NOF como el activo fijo funcional.

Figura 44: Árbol de ratios, Compañía Española de Laminación S.L.

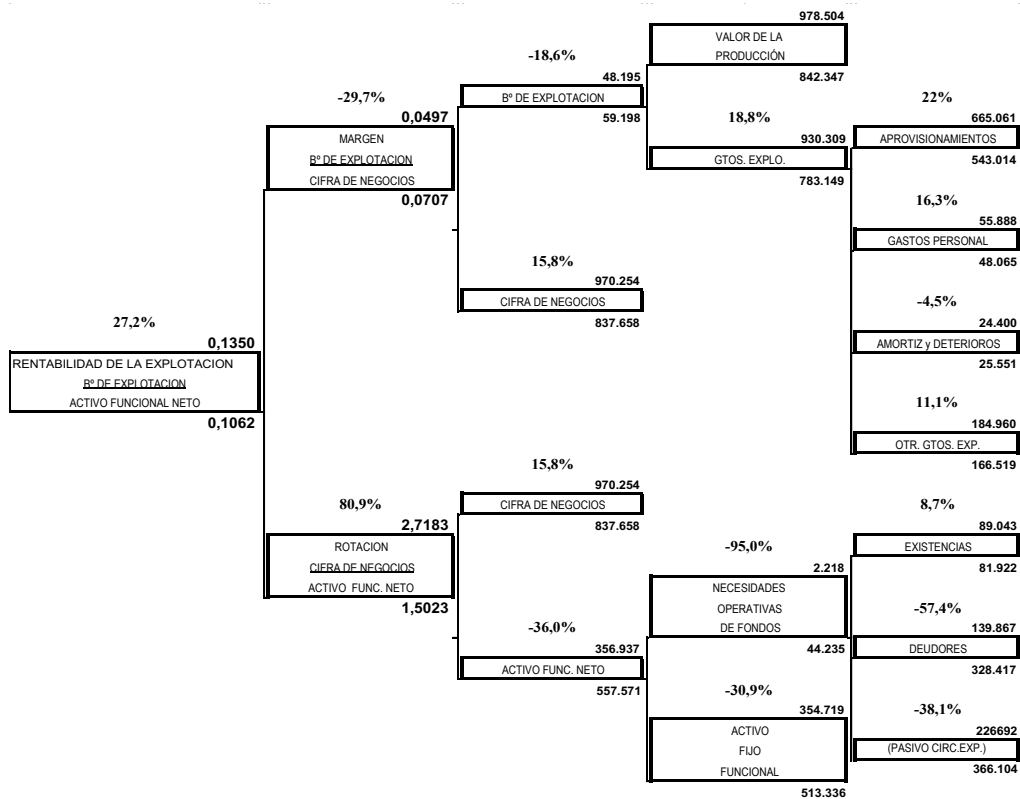
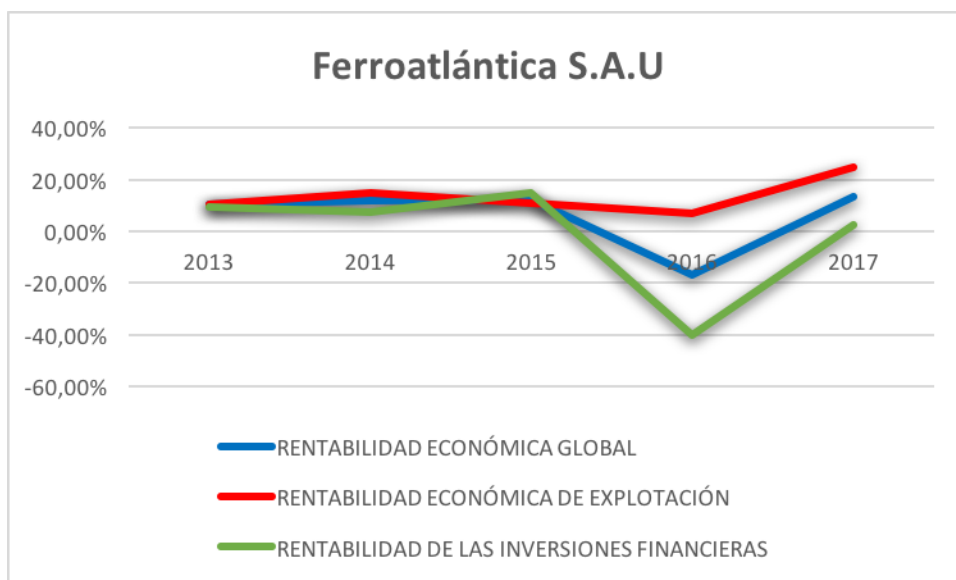


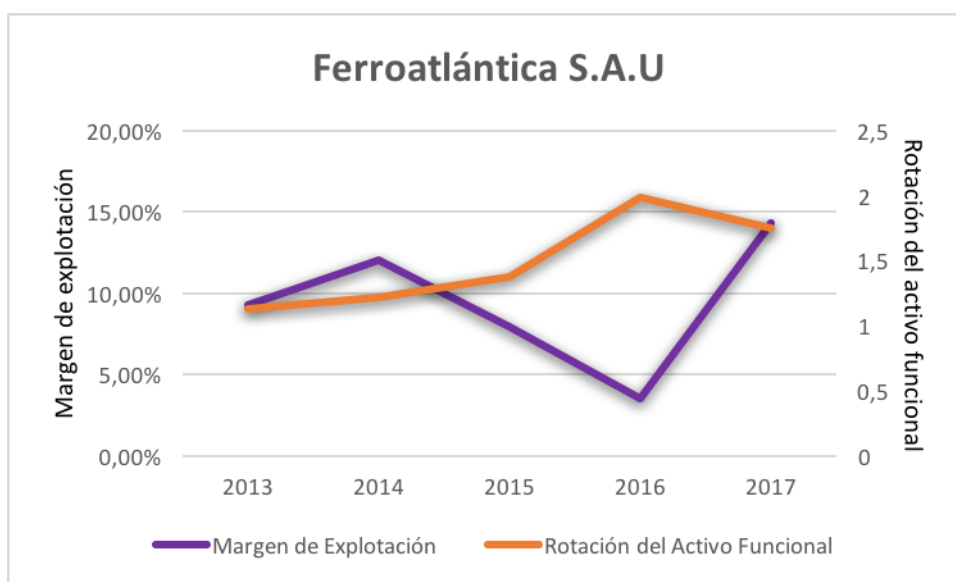
Figura 45: Rentabilidades económicas, Ferroatlántica S.A.U.



La figura 45 muestra la tendencia contraria a la vista anteriormente para la rentabilidad de las inversiones financieras. El aumento de los activos financieros junto con el descenso del resultado financiero son los causantes de tal situación.

Con respecto a las rentabilidades económica global y de explotación, ambas presentan una tendencia creciente, exceptuando un puntual declive en el ejercicio 2016, año en el que el margen de explotación sufre una brusca disminución (figura 46). Su principal causa se asocia con el acusado descenso que padece el importe neto de la cifra de negocios.

Figura 46: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Ferroatlántica S.A.U.



Por último, el árbol de ratios (2016-2017) manifiesta el origen del fuerte aumento experimentado por la rentabilidad de explotación en el auge del margen, pese a la bajada de la rotación. En mayor profundidad se debe, fundamentalmente, al crecimiento del valor de la producción de Ferroatlántica en 2017 frente a 2016, a pesar de que los gastos de explotación también se hubiesen incrementado.

Figura 47: Árbol de ratios, Ferroatlántica S.A.U.

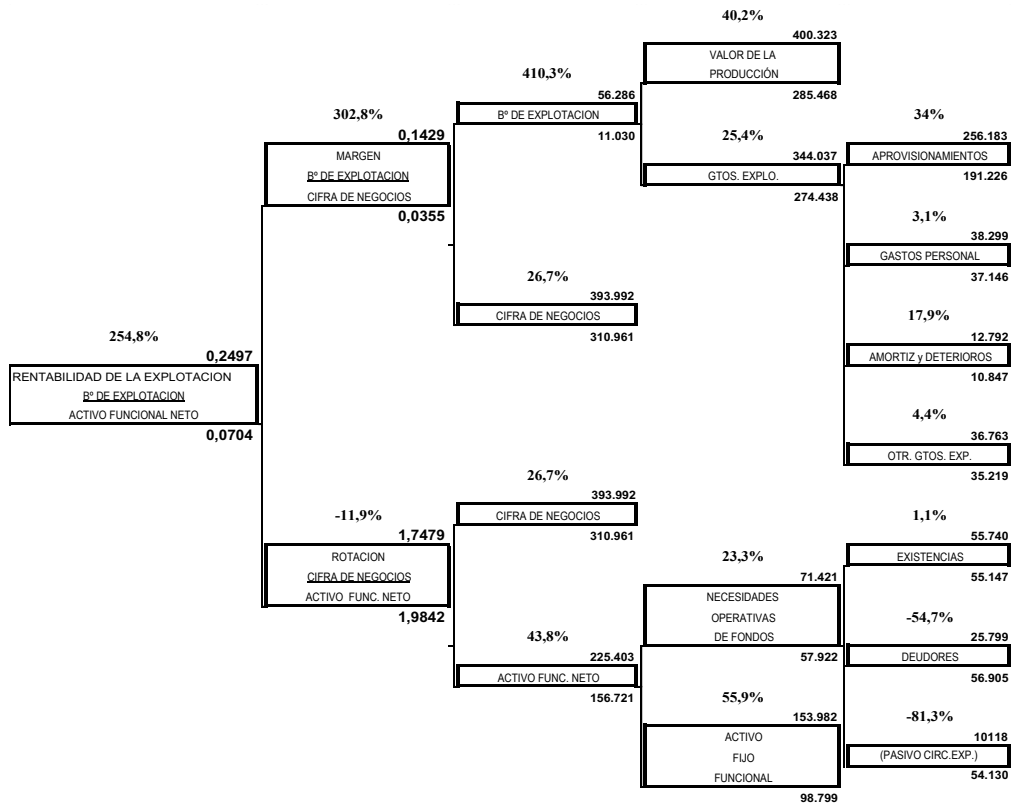


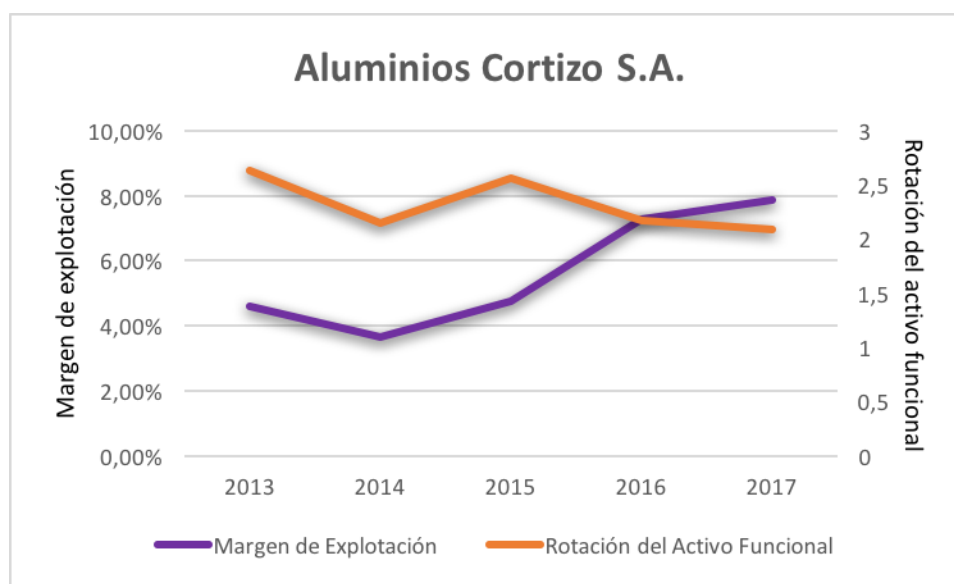
Figura 48: Rentabilidades económicas, Aluminios Cortizo S.A.



Aluminios Cortizo (figura 48) se caracteriza por un comportamiento bastante estable de la rentabilidad asociada a sus inversiones financieras, al únicamente manifestar pequeñas variaciones en su resultado y activos financieros.

Por otro parte, tanto la rentabilidad económica global como la de explotación ajustada presentan una tendencia alcista, salvo en el ejercicio 2014 ya que, el margen y la rotación sufren una disminución (figura 49).

Figura 49: Margen de explotación y rotación del activo funcional, Aluminios Cortizo S.A.



Además, analizando el árbol de ratios (2016-2017) se puede observar una situación semejante a la comentada para Ferroatlántica, dado que la rentabilidad de explotación crece gracias a un mayor incremento del margen que la bajada sufrida por la rotación (se mantiene positiva). Sin embargo, este caso no alcanza la importancia cuantitativa que tiene para Ferroatlántica.

Figura 50: Árbol de ratios, Aluminios Cortizo S.A.

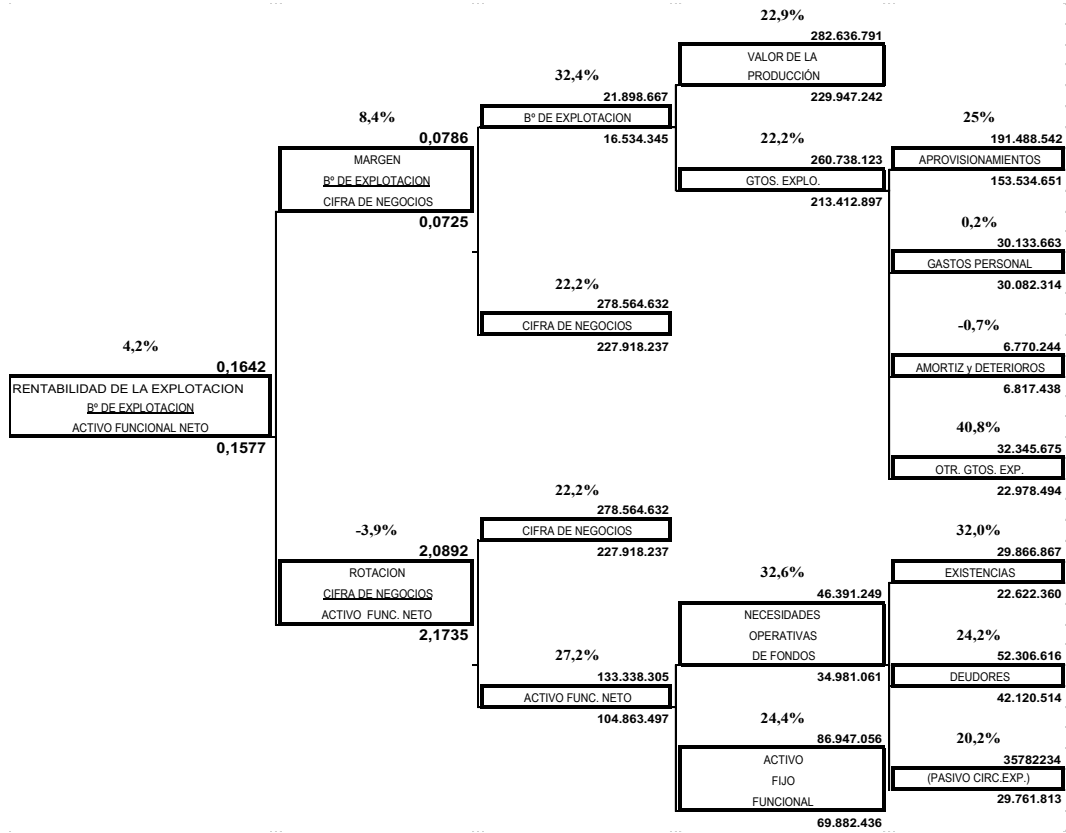


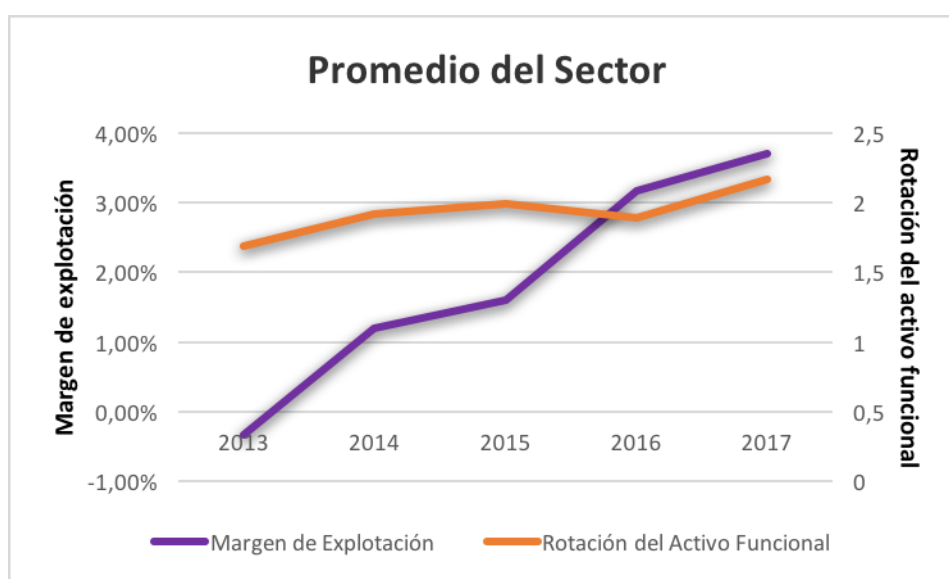
Figura 51: Rentabilidades económicas, promedio del sector



Para finalizar, la figura 51 muestra las rentabilidades promedio del sector, experimentando todas ellas un incremento en 2017 en comparación con los valores de 2013. Además, de acuerdo con lo descrito para cada una de las compañías analizadas, aquellas que presentan un comportamiento más parecido al del sector son ArcerlorMittal España, Roldán, Aluminios Cortizo y Compañía Española de Laminación.

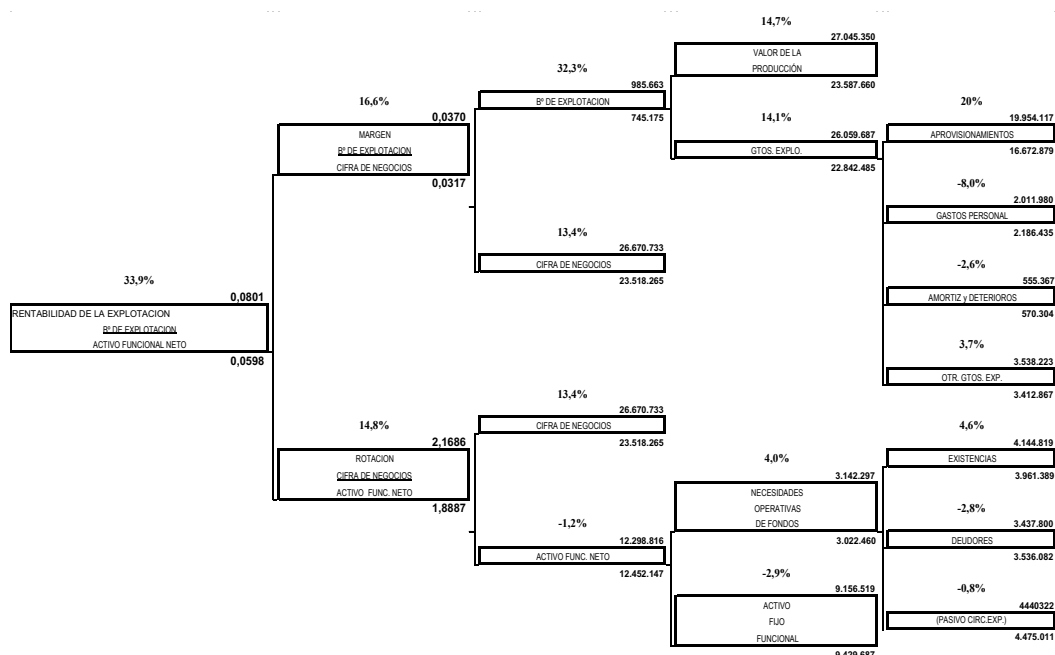
Por otra parte, la rentabilidad económica global y de explotación se ven favorecidas por el incremento del margen y de la rotación durante el horizonte temporal analizado (figura 52), lo que supone una tendencia muy similar al de las empresas ArcelorMittal España, Roldán, Compañía Española de Laminación y Ferroatlántica.

Figura 52: Margen de explotación y rotación del activo funcional, promedio del sector



Por último, el árbol de ratios (2016-2017) determina un incremento de la rentabilidad de explotación como efecto conjunto del aumento tanto del margen como de la rotación, con mayor peso el de este último elemento, al crecer la cifra de negocios y disminuir el activo funcional neto.

Figura 53: Árbol de ratios, promedio del sector



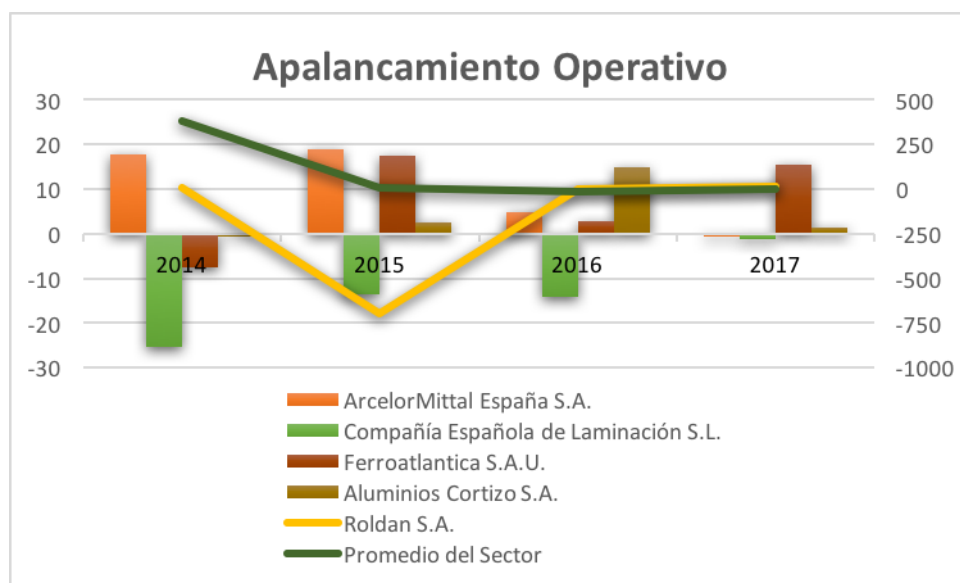
Además, en el caso del árbol de ratios, todas las empresas consideradas logran un incremento de su rentabilidad de explotación (2016-2017), salvo ArcelorMittal España. Sin embargo, ninguna de ellas lo consigue a través de la acción conjunta de margen y rotación, sino que lo alcanzan debido a que uno de los dos factores experimenta un incremento mayor que la caída sufrida por el elemento restante.

5.2 Apalancamiento Operativo

El apalancamiento operativo consiste en el “análisis de la sensibilidad de los beneficios en función de la estructura de costes (fijos o variables)” (Ruiz Lamas; p.47). Por tanto, indica la forma en que varía el beneficio de la empresa según la proporción de costes fijos y variables. A mayor proporción de costes fijos, mayor será el apalancamiento operativo y, por tanto, mayor la variabilidad de los resultados ante cambios en las ventas.

Sin embargo, debido a la indisponibilidad de los datos necesarios se procederá a su cálculo a través del cociente formado por el porcentaje de variación de los beneficios de explotación y el porcentaje de variación de las ventas.

Figura 54: Apalancamiento operativo, empresas consideradas y promedio del sector



Tras el proceso de cálculo, las empresas⁵ seleccionadas muestran resultados de apalancamiento operativo muy diversos (figura 54). Por ejemplo, ArcelorMittal España presenta una tendencia descendente a lo largo del período objeto de estudio, por lo que se asemeja al promedio del sector y evidencia un cambio en la estructura de costes, con un menor peso de costes fijos.

En un caso similar se encuentra la Compañía Española de Laminación que, desde el 2014 ha ido disminuyendo la importancia de costes fijos y, con ello, la variabilidad de sus resultados.

Por último, las restantes compañías no tienen definida una tendencia por lo que, a lo largo del período analizado, sus estructuras de costes sufren múltiples variaciones.

5.3 Análisis de la Rentabilidad Financiera

La rentabilidad financiera o ROE (Return On Equity) “mide la capacidad de la empresa para remunerar a sus propietarios” o accionistas (de Jaime Eslava, 2008; p.88).

⁵ Los datos de Roldán S.A. y del promedio del sector se representan en la figura 54 de acuerdo a los valores del eje secundario (eje derecho) de las gráficas dado los altos resultados obtenidos.

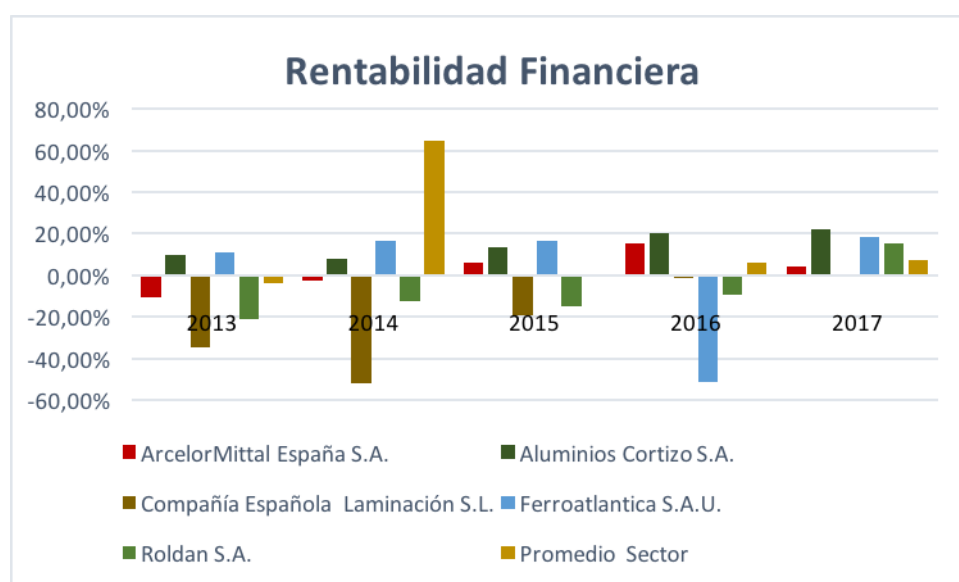
Para su cálculo, se utiliza el cociente formado por el beneficio después de impuestos y los fondos propios.

A diferencia de la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera sí tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa, o lo que es lo mismo, en ella influye la forma de financiación.

Además, la rentabilidad financiera coincidirá con la rentabilidad económica cuando se carezca de deuda. Sin embargo, esto no ocurrirá en el análisis realizado por la existencia de endeudamiento.

La rentabilidad de las empresas seleccionadas toma valores muy variados a lo largo del período objeto de estudio (figura 55). Mayor estabilidad se observa para el promedio del sector, donde destacan los ejercicios 2013 por su rentabilidad negativa (-4'13%) como consecuencia de un resultado después de impuestos de signo negativo y, el 2014 (64'99%) por el gran contraste respecto del año anterior al experimentar un beneficio después de impuestos muy significativo, siendo el mayor de los obtenidos durante el período analizado con una cuantiosa diferencia.

Figura 55: Rentabilidad financiera, empresas consideradas y promedio del sector



Los datos obtenidos más favorables de las empresas analizadas corresponden a Aluminios Cortizo, consiguiendo una rentabilidad financiera positiva en todos los

ejercicios y, con tendencia ascendente al lograr un beneficio después de impuestos cada vez mayor (salvo en 2014), notablemente superior al ligero crecimiento de los fondos propios.

Una evolución muy similar la sigue Ferroatlántica, con la única excepción en el ejercicio 2016, sufriendo su rentabilidad financiera una gran caída hasta alcanzar valores inferiores a cero (-51'52%). La razón que sostiene tal porcentaje se debe al ser el único año donde el resultado del ejercicio es negativo.

Por otro lado, tanto la Compañía Española de Laminación como Roldán se encuentran en una situación opuesta, obteniendo una rentabilidad financiera siempre negativa, excepto Roldán en el ejercicio 2017. Los valores obtenidos se explican de idéntica forma para ambas empresas, ya que tienen un resultado de ejercicio negativo en todo el horizonte temporal analizado, con la excepción antes mencionada.

Sin embargo, es importante salientar una tendencia ascendente de la rentabilidad financiera en las dos empresas, convirtiéndose en positivo (15'61%) para Roldán en 2017, y muy próximo de lograrlo se encontraría la Compañía Española de Laminación (-0,45%).

Como conclusión general, pese a obtener unas rentabilidades financieras muy variadas de las empresas consideradas, todas ellas presentan una característica en común, y es su evolución creciente. Por ello, se puede extraer una visión favorable de los resultados alcanzados para dicha rentabilidad.

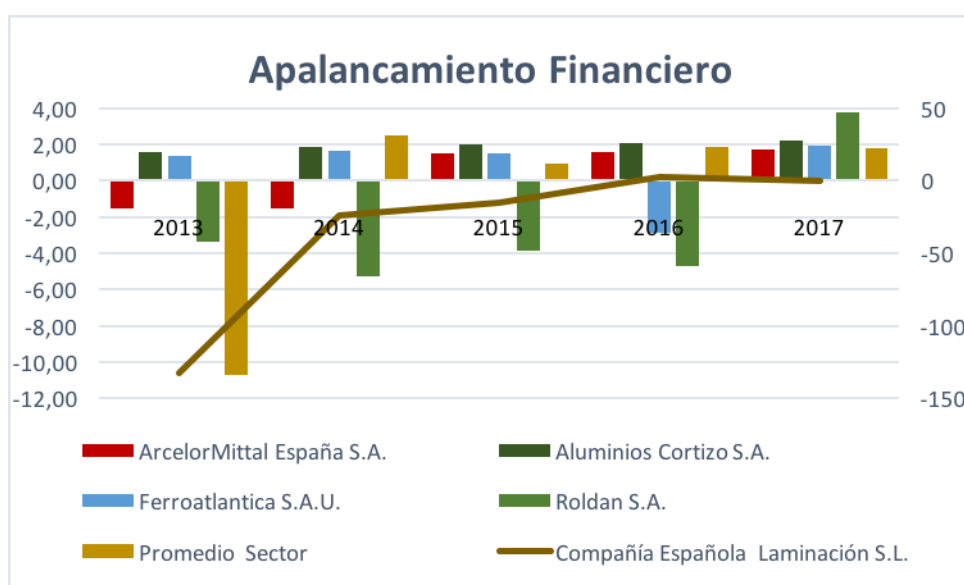
5.4 Apalancamiento Financiero

El apalancamiento financiero mide el efecto que tiene el endeudamiento sobre la rentabilidad de la empresa. El endeudamiento mejora la rentabilidad financiera cuando el coste de la deuda es inferior al rendimiento que se obtiene con su utilización. El cálculo se determinará a través del siguiente producto:

$$\text{Apalancamiento Financiero: } \frac{\text{Beneficio Antes de Impuestos}}{\text{Beneficio Antes de Intereses e Impuestos}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}}$$

Su interpretación dependerá de si el valor que se obtiene es mayor a la unidad, en cuyo caso la empresa logra una rentabilidad superior al coste que paga por los fondos ajenos; o bien es inferior a uno, donde el coste financiero provoca que la rentabilidad sea menor que si solo se invirtieran fondos propios.

Figura 56: Apalancamiento financiero, empresas consideradas y promedio del sector



En la figura 56 se observa el apalancamiento financiero tanto de las empresas consideradas como del sector durante el horizonte temporal objeto de estudio.

En primer lugar, ArcelorMittal presenta unos valores negativos para el apalancamiento financiero en los años 2013 y 2014, por lo que su rentabilidad económica es mayor que la financiera. Sin embargo, la obtención de un resultado del ejercicio positivo para 2015, 2016 y 2017, junto con ligeros incrementos de los fondos propios y del activo, permiten alcanzar un apalancamiento mayor a la unidad, superando la rentabilidad financiera a la económica.

Por otro lado, Aluminios Cortizo obtiene un apalancamiento financiero con valores superiores a uno y caracterizado por seguir una tendencia creciente a lo largo del período analizado, como causa del incremento de su financiación ajena. En

consonancia, consigue una rentabilidad de la inversión mayor que el coste unitario de la deuda neto de impuestos.

Con respecto a la Compañía Española de Laminación⁶, es necesario señalar que los considerables resultados obtenidos (2013-2015) se deben a la baja proporción de fondos propios con respecto al activo total.

Cabe destacar también, por diferente causa, los valores hallados para los ejercicios 2014, 2015 y 2017. En todos ellos, la rentabilidad económica ha sido positiva mientras que la financiera ha tomado signo negativo como consecuencia de un apalancamiento financiero también negativo provocado por el efecto de los gastos financieros. Tomando como ejemplo los datos del ejercicio 2017, la razón recae en que, como la rentabilidad económica (6'73%) es independiente de la estructura financiera de la empresa, el resultado antes de intereses e impuestos es positivo (52.622 miles de euros) al no incluir dichos gastos. En cambio, como la rentabilidad financiera (-0'45%) sí tiene en cuenta la fuente de financiación, los gastos financieros han disminuido el resultado hasta convertirlo en negativo (-522 miles de euros), viéndose igualmente afectado el apalancamiento financiero (-0'05) a través del cociente BAT/BAIT. Esta misma circunstancia sucede, también, para el promedio del sector en 2013.

Por lo que se refiere a las empresas restantes, en Ferroatlántica destaca el apalancamiento financiero negativo del año 2016, provocado por el resultado negativo antes de intereses e impuestos; mientras que, en una situación contraria se encuentra Roldán, al ser el ejercicio 2017 el único en el cual el apalancamiento tiene efecto positivo debido a la obtención de un resultado de beneficio.

Como conclusión general, la diversidad de los resultados alcanzados para el apalancamiento financiero, tanto de las empresas seleccionadas como del promedio del sector, no permite extraer unos valores similares para todos ellos. No obstante, sí es posible reconocer una tendencia creciente que concuerda con la evolución vista para la rentabilidad financiera.

⁶ Los datos de la Compañía Española de Laminación S.L. se representan en la figura 56 de acuerdo a los valores del eje secundario (eje derecho) de la gráfica dado los altos resultados obtenidos.

Conclusiones

Con el estudio de los estados financieros (balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias) correspondientes a la muestra de empresas seleccionadas del sector metal durante el horizonte temporal 2013-2017, se han obtenido una serie de conclusiones que, a continuación, se procede a exponer.

En primer lugar, el análisis de las masas patrimoniales evidencia la importancia de una serie de partidas en los elementos activo y pasivo de la mayoría de las empresas seleccionadas y del promedio del sector. De tal forma que, los epígrafes existencias y deudores comerciales o inversiones en empresas del grupo destacan dentro del activo corriente y no corriente respectivamente; mientras que, los fondos propios y los acreedores comerciales lo hacen, por su parte, en el patrimonio neto y en el pasivo corriente. Así, por ejemplo, el tratarse de empresas industriales o del sector secundario concuerda con el gran peso de la partida de existencias mencionado.

Asimismo, también se pudo observar que ArcelorMittal España, Aluminios Cortizo y Ferroatlántica presentan una mayor financiación propia, en tanto que Roldán y la Compañía Española de Laminación buscan una superior financiación externa al mostrar unos niveles de fondos propios reducidos e inferiores al promedio del sector.

En segundo lugar, el análisis del fondo de maniobra no permite extraer un comportamiento generalizado para las empresas consideradas, ya que, tanto en función de la compañía como del ejercicio en particular, el capital corriente pudiera ser positivo o negativo, con tendencia favorable o desfavorable, por lo que no se encuentra definido un patrón de comportamiento común. Por ello, y de acuerdo con las demás ratios analizadas, la solvencia a corto plazo presenta valores un tanto irregulares. No obstante, las ratios empleadas para el estudio de la solvencia a largo plazo muestran unos resultados más favorables para las empresas seleccionadas.

En tercer lugar, el estudio del endeudamiento de las empresas seleccionadas refleja lo concluido tras el análisis de las masas patrimoniales, esto es que tanto ArcelorMittal España, Ferroatlántica como Aluminios Cortizo se encuentran en una posición menos endeudada en favor de los recursos propios, situación opuesta a la de Roldán y la Compañía Española de Laminación. Una visión similar se puede observar con la ratio de autonomía financiera.

En cuarto lugar, el análisis de la rentabilidad económica manifiesta, durante el período objeto de estudio, una tendencia creciente, provocada por el efecto conjunto del margen de explotación y de la rotación del activo funcional para todas las empresas consideradas, como sucede también para el promedio del sector. Sin embargo existe una excepción, la cual logra, igualmente, una evolución favorable de la rentabilidad económica, pero gracias a un incremento del margen de explotación mayor que la bajada sufrida por la rotación del activo funcional.

En cuanto a la rentabilidad financiera, ésta se caracteriza por la gran variedad de resultados obtenidos para las diferentes empresas, como sucede también con el apalancamiento financiero. Sin embargo, es posible identificar una evolución creciente tanto para el apalancamiento como para la rentabilidad financiera en todas las compañías.

Para finalizar, es necesario destacar que las conclusiones mostradas en el presente TFG han sido alcanzadas a partir de valores obtenidos mediante el empleo de información económico-financiera limitada, correspondiente a las empresas consideradas, de la base de datos SABI. Además, dichas conclusiones deben limitarse al sector y horizonte temporal objeto de análisis y, pudiendo verse alteradas a través de la confección del estudio con una muestra diferente, ya sea en selección o tamaño. Por ello, sería preciso la realización de un análisis más detallado para conocer los datos exactos o particularidades existentes en el sector.

Bibliografía

- ArcelorMittal. (2018). *ArcelorMittal y Prosegur implantan un servicio de vigilancia con drones en la factoría de Avilés*. Recuperado el 07 de Marzo de 2019, de <https://spain.arcelormittal.com/news-and-media/press-releases/2018/noviembre/prosegur.aspx>
- Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE). (2017). *Informe Sectorial de la Economía Española 2017: Sector Metal*. Recuperado el 02 de Marzo de 2019, de <http://www.saladeprensacesce.com/informe-sectorial-2017/>
- Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE). (2018). *Informe Sectorial de la Economía Española 2018: Sector Metal*. Recuperado el 28 de Febrero de 2019, de <http://www.saladeprensacesce.com/informe-sectorial-2018/>
- Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL). (2015). *Informe Económico y Laboral (2015)*. Recuperado el 03 de Marzo de 2019, de Web de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL): <https://confemetal.es/uploads/file/documentos-pub/2015-Informe-Economico-Laboral-Confemetal.pdf>
- Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL). *Informe Económico y Laboral (2010-2012)*. Recuperado el 28 de Febrero de 2019, de Web de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL): <https://confemetal.es>
- Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL). *Informe Económico y Laboral (2013-2014)*. Recuperado el 27 de Febrero de 2019, de Web de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales del Metal (CONFEMETAL): <https://confemetal.es>
- de Jaime Eslava, J. (2008). *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*. Madrid: ESIC.
- de Llano Monelos, P., & Piñeiro Sánchez, C. (2003). *Casos prácticos de gestión financiera* (2ª ed.). Santiago de Compostela: Tórculo.
- González Pascual, J. (2016). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones* (5ª ed.). Madrid: Pirámide.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). (2017). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas 2009*. Recuperado el 20 de Febrero de 2019, de Sitio web del INE: https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/notasex_cnae_09.pdf

Llorente Olier, J. I. (2018). *Análisis de estados económico-financieros* (2ª ed.). Madrid: CEF.

Ruiz Lamas, F. *Introducción al Análisis de Estados Contables*.

Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). (2019). Recuperado el 10 de Marzo de 2019, de SABI: <https://sabi.bvdinfo.com>