



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**TRABAJO DE FIN DE GRADO EN APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA DE ANÁLISIS DE  
ESTADOS FINANCIEROS A UNA EMPRESA-SECTOR-ENTORNO ESPECÍFICO**

**ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DEL GRUPO GAMESA**

**Borja Baines Martínez**

**DIRECTOR**

**Pablo Archel Domench**

**CODIRECTOR**

**Fermín Lizarraga Dallo**

**Pamplona-Iruña**

**31/05/2014**

## **RESUMEN**

El presente trabajo de fin de grado, consiste en la aplicación de la metodología del análisis de los estados financieros de una empresa o grupo empresarial. Este análisis se ha realizado con una visión amplia, sin limitarse al cálculo de una serie de ratios, intentando integrar conceptos como el entorno y la estrategia empresarial con el análisis de la rentabilidad y el riesgo. En concreto he llevado a cabo el análisis del grupo empresarial GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA S.A, dedicado principalmente al sector de la energía eólica.

Para poder realizar el análisis de los estados contables he accedido a las cuentas anuales del grupo a través de la base de datos SABI y de la página web de la CNMV. Posteriormente he introducido los datos obtenidos en una hoja Excel para la realización de los cálculos pertinentes.

Finalmente he realizado una memoria en un documento Word, que contiene un profundo análisis del entorno, de la estrategia empresarial y de la rentabilidad y el riesgo.

## PALABRAS CLAVE

**Cuentas consolidadas:** Las Cuentas Anuales Consolidadas son los Estados Financieros que están obligados a presentar las empresas que forman grupo, como si fueran una única unidad económica.

**Activos funcionales:** Son aquellos activos vinculados a la actividad principal de la empresa, sin los cuales no se podría llevar a cabo la actividad principal de la misma.

**Activos extrafuncionales:** Son aquellos activos que no son estrictamente necesarios para que la empresa lleve a cabo su actividad principal.

**Entorno general:** marco global o conjunto de factores que afectan de la misma manera a todas las empresas de un ámbito geográfico.

**Entorno específico:** conjunto de factores característicos de una industria.

**Estrategia competitiva:** es aquella que permite obtener un mejor posicionamiento de una empresa respecto a su competencia, que debe ser sostenible en el tiempo.

**Estrategia corporativa:** es la estrategia de máximo nivel, ya que es la que define el campo de actividad de la empresa.

**Integración vertical:** es una forma de diversificación relacionada que consiste en que la empresa se convierte en su proveedor (integración hacia atrás) o en su cliente (integración vertical hacia delante).

**Internacionalización:** consiste en el conjunto de actividades que la empresa desarrolla fuera de los mercados que constituyen su entorno geográfico natural.

**Inmovilizado intangible:** son activos no monetarios sin apariencia física susceptibles de valoración económica.

**Memoria:** es un estado contable que completa, amplía y comenta la información contenida en los otros documentos que integran las cuentas anuales.

**Fondo de comercio:** es una partida propia de las cuentas consolidadas, que representa el sobreprecio pagado (o por pagar) por la adquisición de la participación de la sociedad dependiente, con relación al valor razonable de los activos y pasivos adquirido.

**Reservas por sociedades consolidadas por integración global:** Son las reservas generadas por las sociedades dependientes desde la fecha de la primera consolidación, incluidas aquellas que no hayan pasado por la cuenta de resultados, y una vez deducida la parte de dichas reservas que corresponda a los socios externos.

**Rentabilidad:** es el cociente entre un resultado y un nivel de inversión.

**Rentabilidad financiera:** es la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de a portantes de financiación al patrimonio empresarial.

**Rentabilidad económica:** rentabilidad obtenida a través de los activos de la empresa, independientemente de su financiación.

**Riesgo económico:** aquel que incide de forma directa sobre los niveles de rentabilidad.

**Riesgo Financiero:** es el riesgo asociado a cualquier forma de financiación, es decir, cuantifica la probabilidad de que una empresa no consiga hacer frente a sus compromisos de pago.

**Margen:** se refiere a los beneficios que una empresa gana por un producto o servicio.

**Rotación:** nivel de facturación obtenido por cada euro invertido en activos funcionales.

**Apalancamiento financiero:** es el efecto que introduce el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios.

**Capital circulante o fondo de rotación:** resulta de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente.

**Liquidez:** capacidad que posee una empresa de hacer frente a sus obligaciones de pago adquiridas a corto plazo.

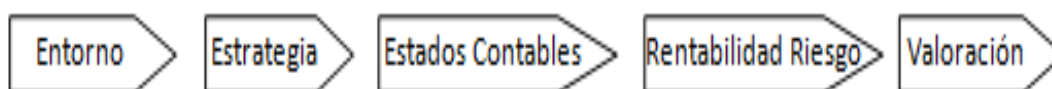
**Solvencia:** capacidad que posee una empresa de hacer frente a sus compromisos de pago adquiridos a largo plazo.

## ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN.....	Pág. 1
2.	ANÁLISIS DEL ENTORNO.....	Pág. 2
2.1.	Definición y tipos de entorno.....	Pág. 2
2.2.	Entorno de Gamesa.....	Pág. 2
2.2.1.	<i>Entorno General de Gamesa.....</i>	Pág. 3
2.2.2.	<i>Entorno específico de Gamesa.....</i>	Pág. 6
3.	ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL.....	Pág. 7
3.1.	Definición y tipos de estrategias.....	Pág. 7
3.2.	Estrategia de Gamesa.....	Pág. 8
4.	ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES.....	Pág. 14
4.1.	Cuentas individuales vs cuentas consolidadas.....	Pág. 14
4.2.	Porcentajes verticales y horizontales.....	Pág. 16
4.3.	Análisis de la rentabilidad y el riesgo.....	Pág. 25
4.3.1.	<i>Análisis de la rentabilidad económica.....</i>	Pág. 25
4.3.2.	<i>Análisis de la rentabilidad financiera.....</i>	Pág. 31
4.3.3.	<i>Análisis del riesgo económico.....</i>	Pág. 32
4.3.4.	<i>Análisis del riesgo financiero.....</i>	Pág. 35
5.	CONCLUSIONES.....	Pág. 39

## 1. INTRODUCCIÓN

Con este trabajo de fin de grado se pretende llevar a cabo un análisis profundo de GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA S.A., una de las principales empresas del sector eólico mundial, siguiendo para ello la metodología del análisis de los estados financieros. Con tal fin, voy a tomar como referencia las etapas de análisis expuestas en el manual de la asignatura de *análisis de la información contable* (Arbel, Sánchez, Lizarraga, 2008), que son las siguientes:



La elección de GAMESA viene justificada por el hecho de ser una empresa muy importante para la economía de Navarra, ya que es la compañía con mayor facturación de nuestra Comunidad. Otro hecho que me animó a realizar este trabajo acerca de GAMESA es el poder conocer con mayor profundidad el por qué en los últimos años ha incurrido en pérdidas, ya que esto está teniendo graves consecuencias para la economía de la región, ya que la empresa ha planteado la realización de diferentes ERE en sus plantas de Navarra. Asimismo, me parece interesante realizar el trabajo sobre una empresa que cotice en bolsa, ya que esto supone la obligación de que sus cuentas anuales estén auditas y publicadas en la página web de la CNMV, lo que aumenta el rigor y el acceso a la información contable.

El trabajo que viene a continuación no tiene únicamente como objetivo el cálculo de una serie de ratios, sino que profundiza en la aplicación de los contenidos volcados en diferentes materias del Grado para poder realizar un análisis global de la situación de la empresa sin perder de vista el sector al que pertenece. Para ello, el trabajo analiza el entorno de la empresa, observa la estrategia de la misma y aborda el análisis e interpretación de las cuentas anuales.

El trabajo, que se divide en dos partes, se ocupa en la primera de ellas de exponer cómo Gamesa ha llegado a conseguir esta privilegiada posición. Para ello nos hemos valido de los contenidos de la obra de Grant, R.M. (2010) que trata en profundidad las diferentes estrategias corporativas y competitivas por las que pueden optar los diferentes modelos de organización. El trabajo de Grant (2010) contiene orientaciones precisas sobre cómo analizar el entorno empresarial mediante la técnica de análisis Pestel (entorno general). La segunda parte del trabajo se centra en el análisis de la información contable publicada por la

compañía correspondiente al periodo 2008-2012. Para ello, se ha obtenido información de la base de datos SABI, recurriendo también a la CNMV para obtener las cuentas anuales de la compañía que suministran abundante información narrativa complementaria a la eminentemente cuantitativa suministrada por la SABI. Toda esta información se ha volcado en sucesivas hojas de Excel, lo que ha permitido resumir, sintetizar y analizar de mejor manera la abundante información disponible. El desarrollo de esta metodología me va a permitir conocer mejor la forma en que la crisis financiera, que tan duramente ha golpeado a diferentes empresas y sectores en España y en todo el mundo, le ha afectado a la firma de referencia. Al mismo tiempo, el trabajo me ha permitido relacionar toda una serie de conceptos diseminados a lo largo de varias materias de la titulación.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. Tras esta introducción, el siguiente apartado desarrolla de forma un poco más extensa los diferentes tipos de entorno en los que la compañía desarrolla su actividad. A continuación, el trabajo se centra en el análisis de la estrategia empresarial, identificado los diferentes tipos de estrategia y prestando especial atención a la llevada a cabo por GAMESA. Posteriormente, en lo que representa el grueso del trabajo, voy a realizar un profundo análisis de las cuentas consolidadas del grupo, y por último, el epígrafe que cierra la investigación se ocupa de presentar las conclusiones alcanzadas.

## **2. ANÁLISIS DEL ENTORNO**

### **2.1. Definición y tipos de entorno**

Un punto muy importante a tener en cuenta a la hora de analizar el éxito de una empresa, es el entorno, ya que, actualmente los entornos cambian tan rápido que el éxito depende de la capacidad de las empresas de adaptarse a esos cambios. Es importante destacar que existen dos tipos de entorno:

- **Entorno general:** marco global o conjunto de factores que afectan de la misma manera a todas las empresas de un ámbito geográfico
- **Entorno específico:** conjunto de factores característicos de una industria.

### **2.2. Entorno de Gamesa**

A continuación voy a proceder a aplicar lo explicado en el epígrafe anterior al caso concreto de Gamesa.

### 2.2.1 *Entorno General de Gamesa.*

Gamesa nació en el año 1976 como un desarrollador de nuevas tecnologías en actividades emergentes: robótica, microelectrónica, medioambiente o materiales compuestos. Gamesa poseía una división aeronáutica que estaba especializada en ingeniería de partes complejas de aeronaves.

En 1994 se creó Gamesa Eólica, como empresa fabricante de aerogeneradores, para posteriormente en 1995, comenzar a instalar y explotar los parques eólicos.

Esta empresa del grupo Gamesa es la que va a aportar la mayoría de los beneficios, y se convertirá en una de los principales aerogeneradores del mundo. Por este motivo, en un principio, mi trabajo iba a estar centrado en el análisis de esta empresa de energía eólica, concretamente, en analizar cuál es el entorno de esta empresa, qué estrategias empresariales ha llevado a cabo y profundizar en el análisis de sus cuentas anuales. Sin embargo, al final he decidido emplear las cuentas consolidadas del grupo. Considero que esta decisión es de vital importancia, por lo que merece la pena dedicar el epígrafe 4.1 a explicarla.

A la hora de estudiar el entorno general de Gamesa es importante señalar que es una empresa multinacional, con presencia en 25 países. Por lo tanto no podemos centrar el análisis en un solo país o territorio, pero sí podemos identificar una serie de factores globales que afectan a la empresa de forma similar, independientemente del país en el que esté presente. Estos factores son causados por la crisis económica mundial, que ha influido en la estrategia de Gamesa, y de todas las empresas en general. Algunos que considero relevantes son:

- ✓ Menos poder adquisitivo de los consumidores.
- ✓ Cambios en el marco regulatorio.
- ✓ Cambios en la legislación laboral.
- ✓ Cambios en la legislación fiscal.
- ✓ Menos oportunidades de inversión.
- ✓ Dificultad de financiación.

Pero, como ya he señalado, estos factores son comunes a todo el mundo y, por tanto, no afectarán especialmente a las decisiones de localización. Para tomar estas decisiones Gamesa realiza un análisis PESTEL, tratando de identificar que oportunidades y amenazas le ofrecen los distintos entornos. Algunos que considero relevantes son:



✚ Socioculturales: Hacen referencia a los gustos, creencias y valores de los habitantes de un país. En el caso de Gamesa, se sitúa en países donde la energía eólica es vista como una oportunidad de futuro frente a las energías fósiles.

✚ Ecológicos: Como la preservación del medio ambiente. Es un factor muy importante para Gamesa, ya que siempre se ha vendido la energía eólica como una solución al calentamiento global y otros problemas medioambientales.

✚ Tecnológicos: Son el marco científico y tecnológico de un ámbito geográfico. Gamesa sitúa sus diferentes centros productivos en países con un alto grado de desarrollo tecnológico o bien en países que quieren evolucionar en su producción energética, apostando por las renovables.

✚ Económicos: Como el PIB o la renta disponible. Hay que tener en cuenta que Gamesa depende en gran parte de las decisiones energéticas de los gobiernos, y estas vienen condicionadas por la situación económica del país. Observando los datos de los mercados globales de energía eólica destaca la caída del 5,1% en los crecimientos anuales de 2010 a causa de los principales mercados eólicos, como los Estados Unidos, Alemania y España al enfrentarse a dificultades económicas causadas por la recesión global.

✚ Jurídicos o legales: Las subvenciones o leyes vigentes en los diferentes países influyen de gran manera en Gamesa, que se ha situado donde la legislación es más favorable a la energía eólica. Un buen ejemplo de esto lo tenemos en nuestra propia comunidad, ya que Navarra ha apostado fuerte durante años por el desarrollo de este tipo de energías, lo que le permitió situarse a la cabeza de nuestro país. Esto explica la gran presencia de Gamesa o de sus competidores, como Acciona en nuestra comunidad.

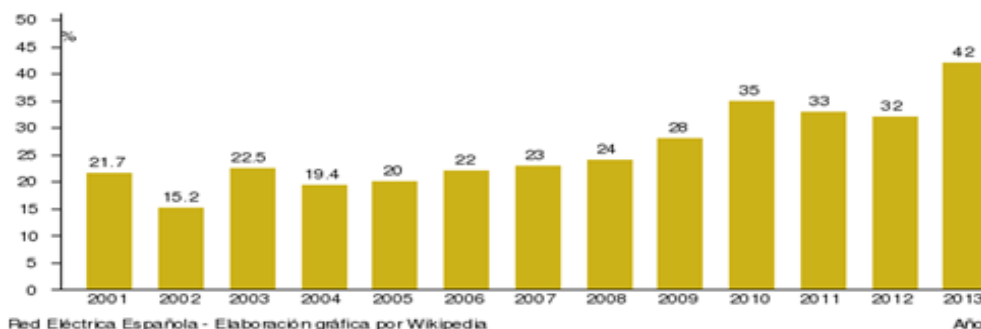
✚ Políticos: Vienen de la mano con los factores legales. Gamesa sitúa sus instalaciones donde hay una legislación fiscal más favorable, como por ejemplo las deducciones medioambientales.

La conclusión a la que he llegado a través del análisis PESTEL realizado anteriormente es que el principal factor del entorno general que afecta al sector de las energías renovables es el **factor jurídico-legal**, concretamente los cambios del marco regulatorio respecto a las renovables. Dada la importancia de este factor, a continuación procedo a explicarlo con mayor profundidad.

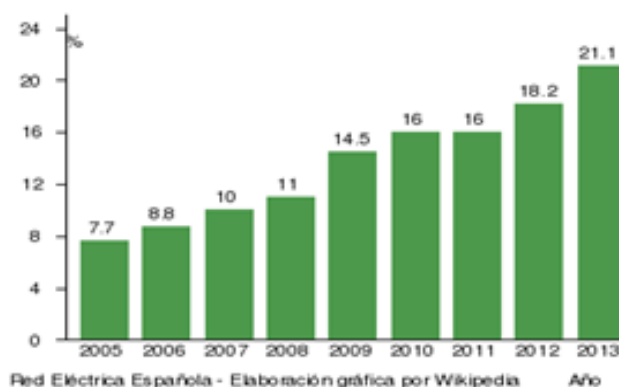
0Hasta finales del siglo XX, las energías renovables, y más concretamente la energía eólica, poseían un escaso peso respecto a la producción total de energía eléctrica y de energíaprimaria demanda. En cambio, a partir del año 2000 comenzó a ganar importancia. Este crecimiento de la energía eólica se debe, principalmente, al impulso dado desde los

Gobiernos. Concretamente, en España, el Gobierno creó el *Plan de Fomento de las Energías Renovables (2000-2010)*, que tenía como objetivo principal generar el 30% de la energía eléctrica a partir de energías renovables, de la cuál la mitad provendría de la energía eólica. Estos objetivos han sido cubiertos con creces, ya que en 2010, la cobertura de demanda de energía eléctrica a través de las renovables alcanzó el 35%, procediendo de la eólica el 13%.

1. *Porcentaje de cobertura de electricidad de la energía renovable en España (2001-2013)*



2. *Porcentaje de cobertura de la demanda de la eólica (2005-2013)*



Así pues, parece evidente que el que Gamesa haya liderado el sector eólico, siendo una empresa española, no es una casualidad, sino que esto ha sido posible gracias al apoyo ofrecido desde las instituciones españolas hacia este sector.

Sin embargo, desgraciadamente para la economía española, esto ha venido cambiando durante los últimos, ya que el sector de las renovables no ha podido escapar a los recortes presupuestarios llevados a cabo por el Gobierno. Concretamente el Ministerio de Industria ha impuesto una moratoria a las primas del sector, que ha aumentado la incertidumbre y ha supuesto una reducción de 608 millones de euros, el 34% de sus primas.

Por ello las grandes compañías españolas del sector (Gamesa, Abengoa, Sener, Acciona), buscan sus negocios fuera de España, ya que, mientras el Gobierno español ha decidido

rebajar su apuesta por las renovables, otros países han desarrollado grandes proyectos que permitan aumentar su producción de este tipo de energías.

Uno de estos grandes proyectos es el de los parques *offshore* o *parques eólicos marinos*. Estos parques están siendo creados en gran parte de los países de Europa, que posee el 90% de los parques eólicos marinos que existen en todo el mundo. Por ejemplo, países como Reino Unido, están realizando enormes esfuerzos para construir este tipo de parques. Sin embargo, y a pesar de que en un primer momento el Gobierno de España estaba interesado en estos proyectos, estos novedosos parques no van a desarrollarse en nuestro país.

Por todo esto, Gamesa ha de basar su crecimiento en una estrategia de internacionalización, que voy a analizar con mayor profundidad epígrafe número 3.

Para completar el análisis del entorno general de Gamesa, también es importante diferenciar la forma en que Gamesa está presente en diferentes países:

*Parques Eólicos*



*Centros productivos*



*Oficinas y centros tecnológicos*



### 2.2.2 Entorno específico de Gamesa

Para llevar a cabo este análisis, lo más indicado es utilizar el modelo de cinco fuerzas de Porter. Sin embargo, dado las singularidades del sector de las energías renovables, y concretamente el de la energía eólica, como son la especificidad del mismo, la existencia unas elevadas barreras de entrada debidas a la presencia de economías de escala y a la gran

inversión necesaria para entrar a competir en el sector y que Gamesa cuenta con una posición privilegiada en el mismo, no tiene mucho sentido realizar este análisis, ya que el resultado parece evidente: el sector es atractivo para Gamesa, que cuenta con gran poder, pero no para empresas que quieran entrar a competir en el mismo.

A todo ello hay que añadir, que debido a la actividad multisectorial llevada a cabo por el grupo Gamesa, es difícil comparar los datos del grupo con las demás empresas del sector, ya que dentro del grupo hay empresas individuales con diferentes actividades, y por tanto con distinto código CNAE, lo que nos impide realizar comparaciones. Esto pone de manifiesto las limitaciones informativas de la información consolidada. Para tratar de paliar estas limitaciones surge la información segmentada. Sin embargo en España es, en gran parte voluntaria, con la única exigencia de presentar en la memoria la distribución del importe neto de la cifra de negocios correspondiente a las actividades ordinarias del grupo, por categorías de actividades, así como por mercados geográficos.

### **3. ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL**

#### **3.1 Definición y tipos de estrategias**

En el análisis de la estrategia empresarial de cualquier empresa es importante distinguir entre cuál es su estrategia competitiva y cuál es su estrategia corporativa.

- Estrategia competitiva: es aquella que permite obtener un mejor posicionamiento de una empresa respecto a su competencia, que debe ser sostenible en el tiempo. Existen dos tipos de estrategias competitivas:

✚ Ventaja en costes: consiste en que la empresa busca minimizar los costes de producción, para conseguir un liderazgo en costes que le permita fijar un precio menor que el de la competencia, obteniendo un margen mayor.

✚ Ventaja en diferenciación: se basa en que el producto de la empresa posee unos atributos que lo hacen único y le permiten obtener un precio mayor, pero manteniendo el margen, es decir, no gastando más en los atributos que lo que estos me permiten aumentar el precio.

- Estrategia corporativa: es la estrategia de máximo nivel, ya que es la que define el campo de actividad de la empresa, determinando tanto las variables cuantitativas: el número de funciones que satisface el producto, el número de clientes al que se pretende llegar y el número de tecnologías (procesos productivos) que se desean utilizar; como las cualitativas: qué necesidades satisface el producto, qué tipo de clientes y la forma en que se pretende fabricar el producto o prestar el servicio.

Existen tres tipos de estrategias corporativas:

✚ Diversificación: consiste en ofrecer productos nuevos en mercados nuevos, algo que implica ampliar el campo de actividad accediendo a nuevos entornos y empleando nuevas tecnologías. Puede ser relacionada (si existe relación entre la actividad tradicional y la nueva) o no relacionada (si no existe relación).

✚ Integración vertical: es una forma de diversificación relacionada que consiste en que la empresa se convierte en su proveedor (integración hacia atrás) o en su cliente (integración vertical hacia delante)

✚ Internacionalización: es llevada a cabo por las empresas multinacionales. Se considera que una empresa es una multinacional cuando opera (en ventas, investigación, producción, etc.) en dos o más países, bajo la perspectiva global de grupo, con una finalidad común.

### 3.2 Estrategia de Gamesa

- **Estrategia competitiva:** Desde su creación hasta la actualidad Gamesa ha tratado de lograr una ventaja frente a sus competidores basándose en la estrategia de **liderazgo en costes**. Gamesa, lleva a cabo una estrategia de producción y de suministro enfocada a disminuir el coste de energía, para así poder ser más competitiva. Para ello establece la excelencia operativa y la disminución de los costes variables como pilares básicos de su plan estratégico, apoyándose en una serie de medidas, como por ejemplo:

Adecuación de la capacidad a la evolución de la demanda y estandarización de los componentes y procesos de fabricación.

Establecimiento de España y China como centros de producción para el mundo, pero manteniendo la presencia productiva en mercados locales (India, Estados Unidos y Brasil).

Combinación de una estrategia de producción interna con la compra a proveedores (make vs buy), analizando qué es lo más conveniente según el tipo de componente, con el objetivo de maximizar las inversiones realizadas y optimizar los costes de las compras.

Mantenimiento de la cadena de suministro global, maximizando la cadena de proveedores en España y China, mientras se continúa mejorando su competitividad.

Todas estas medidas permiten a Gamesa poseer una serie de elementos que son la fuente de la ventaja competitiva, entre los que destacan:

✚ Economías de escala: se producen cuando al aumentar la producción, disminuye el coste medio por producto, como consecuencia de repartir los costes fijos entre un mayor

número de unidades. Las industrias con economías de escala hacen que haya muy pocos competidores, ya que estas actúan como barreras de entrada al sector. En el caso de la industria energética, las economías de escala son muy grandes, ya que para poder producir energía son necesarias grandes inversiones, lo que crea una estructura de costes compuesta por una gran cantidad de costes fijos. Gamesa ha conseguido repartir estos costes fijos entre un gran número de MW, lo que le permite tener un coste de energía menor al de muchos de sus competidores.

✚ Economías de aprendizaje: surgen por el aumento de la destreza individual y la mejora en la coordinación de la organización. La curva de la experiencia muestra como se reducen costes a medida que transcurre el tiempo.

En el caso de Gamesa, es importante destacar que nació en 1976 y lleva en la industria de la energía eólica desde 1994, lo que, teniendo en cuenta que esta es una industria relativamente joven, le permite acumular una experiencia mayor que la de muchos de sus competidores, lo que se traduce en unas mejores capacidades individuales y colectivas y, por tanto, en unos menores costes.

✚ Técnicas de producción: aquellas empresas que logren producir más outputs con los mismos inputs, tendrán una ventaja competitiva. Este el caso de Gamesa, que gracias a la mejora de los procesos productivos (innovación de procesos) mediante la automatización y la inversión en I+D, que son el eje central de la actividad de Gamesa.

✚ Utilización de la capacidad: una óptima utilización de la capacidad consiste en no usar de más ni de menos los recursos, ya que esto repercute en los costes fijos. Gamesa presta mucha atención a esto, adecuando su capacidad a la evolución de la demanda y tomando la decisión de subcontratar algunas actividades, lo que le permite liberar capacidad productiva.

- **Estrategia corporativa:** Gamesa ha tratado de crear valor a través de una estrategia corporativa basada principalmente en la integración vertical y, sobre todo, en la internacionalización.

✚ **Integración vertical:** Una parte importante de las decisiones estratégicas que toma Gamesa consisten en decidir qué actividades ha de realizar ella misma, a través de sus diferentes filiales, y cuales deberá adquirir en el mercado.

Dentro de las diferentes líneas de negocio que posee Gamesa, una de las más importantes es la de los aerogeneradores. Con capacidad propia para diseñarlos y desarrollarlos tecnológicamente, gracias a un modelo de gestión de integración vertical, Gamesa cubre todo el proceso de concepción, fabricación, ensamblaje, logística, instalación, puesta en

marcha y mantenimiento de aerogeneradores. Esto permite a la compañía, tener un modelo de negocio orientado al cliente, pudiendo responder a sus requerimientos y adaptándose a sus necesidades. Además, al cubrir todos estos procesos, la empresa puede controlar la calidad de sus productos, implantando un Sistema de Calidad que busca la mejora continua en todas sus actividades.

A su vez este sistema está integrado con los de medioambiente y seguridad y salud en el trabajo, lo que le permite centrar su actividad en el desarrollo de tecnologías para la sostenibilidad energética, creando productos respetuosos con el entorno. Todo esto facilita a Gamesa cumplir con su Responsabilidad Social Corporativa (RSC), desarrollando una estrategia de sostenibilidad que permita aumentar el valor de la empresa, al convertirla en un referente en la lucha por la conservación del medio ambiente, algo que no sería posible si Gamesa no controlase todas las actividades de la cadena de valor. Como se indica en la página web corporativa de Gamesa esta estrategia se basa en tres pilares estratégicos:

**Integridad** para posicionar a Gamesa como ejemplo de autenticidad en sus compromisos y disponer de un marco de actuación ejemplar que asegure la coherencia entre el modelo de negocio y las prácticas de gestión y de gobierno. El objetivo es convertirse en una compañía reconocida por los inversores por las prácticas de gestión y gobierno más avanzadas en materia de responsabilidad social corporativa, a través de programas relacionados con la ética e integridad, el cuidado del entorno y el cambio climático, y la transparencia.

**Identidad** para disponer de un marco de actuación consistente que extienda y haga homogéneas las prácticas de Gamesa frente a empleados y cadena de aprovisionamiento en todo el mundo, a través de programas relacionados con derechos humanos y prácticas laborales, la seguridad y salud, y el refuerzo del marco ético en la cadena de suministro.

**Visibilidad** para desarrollar los entornos en los que la compañía opera y está presente, contribuyendo a la prosperidad de las comunidades.

**✚ Internacionalización:** Pero la parte más importante de la estrategia corporativa es la de la internacionalización. Como ya he señalado en el epígrafe en el que analizaba el entorno general de Gamesa (2.2), la compañía es una multinacional, que está presente en más de 25 países, ya sea con parques eólicos, centros productivos u oficinas o centros tecnológicos.

Para poder entender el potencial internacional de Gamesa es importante señalar algunos aspectos destacados del contexto en el que ha operado y opera la empresa. Desde principios del siglo XX, la energía eólica se ha situado a la cabeza en el desarrollo de

energías renovables, tanto en España como en Europa, este tipo de energía ha alcanzado una gran importancia, y en países como Estados Unidos y China, está tomando cada vez una mayor relevancia. En este marco de crecimiento de la energía eólica España tiene un papel muy destacado, ya que se trata del segundo país en potencia instalada tanto a nivel europeo como mundial. Esta fortaleza ha venido impulsando al sector de fabricantes y promotores de energía eólica españoles. Parece evidente que la importancia del sector eólico en España, ha favorecido la creación de un tejido empresarial potente, que ha adquirido gran relevancia en el contexto internacional.

Pero esto ha cambiado en los últimos años, con la crisis, España es actualmente un mercado muy complicado, las ayudas a las energías renovables han disminuido mucho, debido a las políticas de austeridad. Todo esto ha hecho de la internacionalización un salvavidas para el sector. Mi análisis se va a centrar en el proceso de internacionalización de Gamesa, este proceso comienza a partir del año 2002, año en el que se inicia la venta de parques eólicos por parte de Gamesa.

La compañía ha llevado a cabo su internacionalización a través de exportaciones, acuerdos contractuales e inversión directa en el extranjero:

***Exportaciones:*** Exportar es una estrategia de entrada que consiste en producir en el país de origen para, posteriormente, vender en un país distinto.

Es importante distinguir entre los dos diferentes tipos de exportaciones, las directas y las indirectas. Las directas son aquellas que permiten a la empresa vender directamente el producto a un usuario final de un país extranjero. En este tipo de exportaciones, la empresa exportadora debe de controlar todo el proceso, desde la búsqueda del cliente hasta el cobro. En cambio, las indirectas existe un operador que se encarga de alguna o de todas las actividades vinculadas a la exportación, asumiendo la responsabilidad de la misma.

En lo que respecta a Gamesa, comenzó a realizar exportaciones directas en el año 2002, a través de sus filiales de venta, es decir, empresas con personalidad jurídica propia, propiedad de la compañía, lo que supuso un gran compromiso de recursos por parte de la empresa, que combinó este tipo de exportaciones con la inversión directa, que analizaremos en el siguiente punto.

En lo que respecta a las exportaciones indirectas, es decir, a través de intermediarios situados en el país de origen, Gamesa comenzó a realizarlas en el año 2002 con empresas Australianas y en 2003 con Reino Unido. En el año 2004 realiza ventas indirectas a China, India Y Vietnam. Es en este año cuando crea una filial de ventas en Australia, abandonando la exportación indirecta y pasando a la directa, lo que le permite penetrar más



en el mercado eólico australiano. A partir de ese año, continúa aumentando el número de países a los que Gamesa exporta de manera indirecta, con ventas a países como Irlanda, Japón, Taiwán, Marruecos, Bulgaria, Rumanía y Uruguay.

***Acuerdos contractuales internacionales:*** son convenios que se firman entre varias empresas con el objetivo de desarrollar una determinada actividad en el país de destino.

En el caso de Gamesa, firmó en 2002 un acuerdo con Iberdrola y un socio extranjero, para el desarrollo de 14 parques eólicos en ese país. En 2004 creó una división de gestión integrada de energía que buscaba la integración de energía en los sistemas eléctricos de diferentes países como por ejemplo Portugal, Italia, Grecia, Francia, Reino Unido, Alemania, Bélgica, Irlanda, Estados Unidos, Argentina, Brasil, México, República Dominicana, Australia y Turquía.

Otro tipo de acuerdos que se llevan a cabo son los denominados “llave en mano”, que consisten en que Gamesa instala y pone en marcha los parques eólicos, pero la empresa local mantiene la propiedad del parque, y por tanto, se encarga de su gestión. Esta estrategia se lleva a cabo en la mayoría de países mencionados anteriormente, a los que se añaden Egipto, Polonia, Hungría y Cuba.

Gamesa también realiza acuerdos de ventas de parques eólicos, que consisten en la construcción de un parque que es propiedad de Gamesa, para su posterior venta. Son diferentes a los de llave en mano, ya que en estos la propiedad del parque es, en todo momento, de la empresa local. Además también firma convenios de mantenimiento de parques eólicos y de asesoramiento técnico.

En la actualidad, cabe destacar que Gamesa ha conseguido poseer contratos que le aseguran el suministro de energía eólica en diversos países, destacando, por ejemplo, el acuerdo firmado en 2012 con Finlandia, que le asegura el suministro y mantenimiento de turbinas eléctricas durante 10 años. Similares a estos acuerdos son los logrados con Mauritania y Brasil.

***Inversión directa en el extranjero:*** Es una estrategia de internacionalización que consiste en que las empresas invierten en un país extranjero para desarrollar allí su actividad. Existen diversos tipos de inversión directa, como la nueva inversión, la adquisición y las joint ventures. En la nueva inversión, la empresa realiza inversiones para la creación de una nueva empresa en el país de destino. En la adquisición la empresa adquiere una empresa del país de destino que ya estaba en funcionamiento. Por último, en el caso de las joint

ventures, la propiedad de la empresa del país de destino es compartida por la empresa que se internacionaliza y otra empresa local.

En el caso de Gamesa, inicialmente, la mayoría de su inversión directa en el extranjero, está relacionada con las exportaciones directas que comenté anteriormente. En concreto, Gamesa ha creado una red de filiales de ventas, con presencia en diversos países.

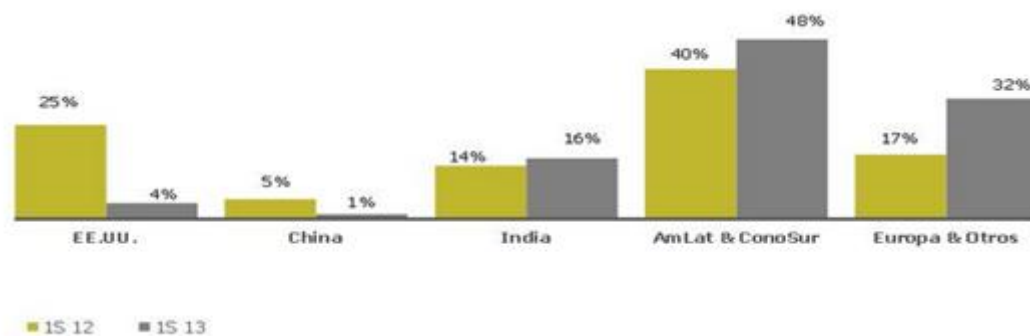
Además Gamesa ha adquirido empresas promotoras de parques eólicos. Por ejemplo, posee el 75% de la promotora Navita, de Estados Unidos.

A partir de 2005, con la creación de una nueva línea de negocio, el mantenimiento de parques eólicos, Gamesa realiza inversiones directas para crear los denominados centros de servicio integral de operación y mantenimiento, que se crean en Portugal, Italia, Grecia, Francia, Reino Unido, Alemania, Irlanda, Estados Unidos, china, Japón, Egipto y México.

Finalmente, lo último a destacar en lo que respecta a la inversión directa, es la creación de plantas de fabricación en el extranjero. Estas inversiones son unas de las más comprometidas de la compañía. Concretamente se han centrado en China y Estados Unidos, ambos mercados con previsiones de crecimiento de la demanda de energía eólica.

En definitiva, podemos concluir que Gamesa ha llevado a cabo una fuerte estrategia de internacionalización, desde la exportación hasta la inversión directa, y que esta estrategia ha sido clave en el crecimiento y la supervivencia de la empresa en estos tiempos difíciles. El resultado de este proceso se puede observar en el siguiente gráfico, que muestra el tanto por ciento de MW que proporciona Gamesa en relación al total de MW consumidos en diferentes países o regiones. Un dato que nos muestra la gran importancia de la internacionalización para Gamesa es que el 92% de ventas de aerogeneradores eólicos se realizan al exterior.

### 3. Presencia internacional de Gamesa (MW e vendidos)



#### 4. Desglose geográfico de MWe vendidos en aerogeneradores (%)

	2012	2013
EE.UU.	20%	2%
China	10%	2%
India	12%	22%
Latinoamérica y Cono Sur	32%	49%
Europa y Resto del Mundo	27%	24%
TOTAL	100%	100%

Fuente: Cuentas anuales Gamesa. Memoria

## 6. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES

Una vez analizado el entorno y la estrategia empresarial, el siguiente paso es realizar un análisis de los principales estados contables de la empresa, en este caso Gamesa, prestando especial atención a las principales magnitudes del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Para llevar a cabo este análisis, he tomado como referencia el manual de la asignatura de *análisis de la información contable* (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008), y me he servido de la información que las empresas publican anualmente, tanto en la base de datos SABI, como en la página web oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que posee una información más completa, ya que nos permite acceder a la memoria, donde hay una explicación más detallada de la situación económico-financiera de la empresa. Como ya he señalado anteriormente, una de las decisiones más importantes que he tenido que tomar a la hora de realizar este trabajo es elegir entre analizar las cuentas individuales de GAMESA EÓLICA o las consolidadas del grupo GAMESA. El siguiente epígrafe trata de poner de manifiesto las razones por las cuales decidí analizar las cuentas consolidadas.

### 4.1. Cuentas individuales vs cuentas consolidadas

Como ya he mencionado anteriormente, en un principio comencé a analizar las cuentas individuales de Gamesa Eólica, pero estando inmerso en el análisis de sus activos me di cuenta de algo, a mi juicio, muy importante.

Esta empresa posee un gran número de activos extrafuncionales, de los que procede gran parte de su rentabilidad económica. Entonces me surgió una pregunta:

¿Son realmente estos activos, activos extrafuncionales? Consultando el manual de análisis de balances (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008) he llegado a la conclusión de que detrás de estos

activos extrafuncionales se esconden realmente activos funcionales. Es decir, Gamesa Eólica posee participaciones financieras de empresas que pertenecen a su mismo grupo y a través de las cuales realiza su actividad económica.

Así pues, parece que detrás de estas participaciones hay verdaderos activos funcionales (terrenos, construcciones, maquinaria), que son indispensables para que el grupo pueda llevar a cabo su actividad ordinaria.

Esto se puede observar con mayor claridad en las siguientes tablas, en las que se distinguen entre activos funcionales (vinculados con la actividad principal) y extrafuncionales (los que la empresa no necesita para desarrollar su actividad principal).

5. *Cuentas individuales de Gamesa (2008-2012)*

ACTIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>519.956</b>	<b>485.415</b>	<b>414.741</b>	<b>414.202</b>	<b>403.831</b>
ACTIVO FUNCIONAL	43.580	53.325	53.694	54.868	65.233
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	476.376	432.090	361.047	359.334	338.597
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>2.044.477</b>	<b>1.898.798</b>	<b>2.063.417</b>	<b>2.344.392</b>	<b>2.600.548</b>
ACTIVO FUNCIONAL	1.534.497	1.565.312	1.590.217	2.042.359	2.034.583
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	509.980	333.486	473.200	302.033	565.965
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>2.564.433</b>	<b>2.384.213</b>	<b>2.478.158</b>	<b>2.758.594</b>	<b>3.004.378</b>

6. *Cuentas consolidadas del grupo Gamesa (2008-2012)*

ACTIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.063.275</b>	<b>1.158.084</b>	<b>1.135.581</b>	<b>1.087.088</b>	<b>894.125</b>
ACTIVO FUNCIONAL	951.751	1.069.766	981.809	957.215	778.692
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	111.524	88.318	153.772	129.873	115.433
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.560.694</b>	<b>4.218.106</b>	<b>3.581.676</b>	<b>3.631.842</b>	<b>2.922.827</b>
ACTIVO FUNCIONAL	3.545.672	4.147.627	3.564.617	3.620.516	2.847.907
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	15.022	70.479	17.059	11.326	74.920
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>4.623.969</b>	<b>5.376.190</b>	<b>4.717.257</b>	<b>4.718.930</b>	<b>3.816.952</b>

En estas tablas se observa como en las cuentas individuales aparecen un gran número de activos extrafuncionales, que corresponden con inversiones financieras, tanto a largo plazo (activo no corriente), como a corto (activo corriente). En cambio, en las cuentas consolidadas, estos activos aparecen como funcionales, ya que estas inversiones financieras corresponden a participaciones en filiales del grupo, y por tanto, a auténticos activos funcionales sin los que el grupo no podría llevar a cabo su actividad.

## 4.2. Porcentajes verticales y horizontales

Los porcentajes verticales nos indican cuál es la importancia relativa de una partida respecto de otra de nivel superior a la que pertenece. Esto nos permite identificar qué partidas son las más relevantes para la empresa, para centrar nuestro análisis en ellas. Además, como dispones de datos de varios años consecutivos, podemos observar la evolución de las distintas partidas a lo largo del tiempo.

### 7. Porcentajes verticales sobre el total del activo de Gamesa

ACTIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>27,59%</b>	<b>25,10%</b>	<b>27,48%</b>	<b>26,06%</b>	<b>22,02%</b>
I. Inmovilizado i	10,77%	10,97%	11,22%	10,99%	9,37%
II. Inmovilizado m	7,84%	8,02%	8,66%	8,50%	6,94%
III. Inversiones Inmobiliarias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Inversiones E. grupo LP	1,38%	0,84%	2,48%	2,64%	1,05%
V. Inversiones financieras a largo plazo.	0,80%	0,73%	0,63%	0,00%	1,37%
VI. Activos por impuesto diferido. (otros activos no corrientes)	6,80%	4,53%	4,49%	3,93%	3,29%
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>72,41%</b>	<b>74,90%</b>	<b>72,52%</b>	<b>73,94%</b>	<b>77,98%</b>
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta.	2,79%	0,00%	0,00%	0,00%	16,78%
II. Existencias.	11,54%	19,82%	17,08%	15,97%	17,35%
III. Deudores	39,88%	41,63%	34,57%	41,42%	31,20%
V Inversiones E. grupo CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,23%	0,00%
V Inversiones financieras a corto plazo.	0,29%	1,25%	0,35%	0,00%	1,57%
VI. Periodificaciones (otros activos corrientes)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Efectivos	17,90%	12,20%	20,51%	16,32%	11,09%
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

*Cifras en miles de Euros*

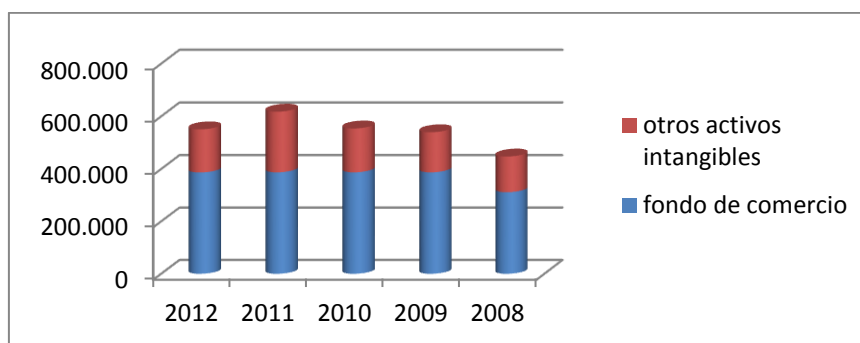
El estudio de los porcentajes verticales de las partidas del activo del balance, correspondientes a los ejercicios 2008 a 2012, nos permite identificar las partidas que poseen una mayor importancia relativa para Gamesa. Dentro de las partidas del activo no corriente, destaca el **inmovilizado intangible** (10,77% en 2012), que es superior al inmovilizado material en todo el periodo, algo que llama poderosamente la atención. Si estudiamos esta partida con mayor profundidad vemos que su composición es la siguiente:

### 8. Composición de la partida inmovilizado intangible

GAMESA	2012	2011	2010	2009	2008
total inmovilizado intangible	550.794	617.866	554.060	539.803	447.473
fondo de comercio de consolidación	386.756	387.258	387.258	387.258	311.384
otros activos intangibles	164.038	230.608	166.802	152.545	136.089

Cifras en miles de Euros

### 9. Importancia relativa del fondo de comercio



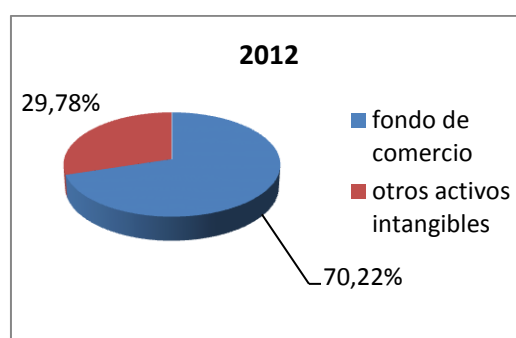
Fuente: elaboración propia a partir de los datos del balance

### 10. Porcentajes verticales inmovilizado intangible

GAMESA	2012	2011	2010	2009	2008
total inmovilizado intangible	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
fondo de comercio de consolidación	70,22%	62,68%	69,89%	71,74%	69,59%
otros activos intangibles	29,78%	37,32%	30,11%	28,26%	30,41%

Cifras en miles de Euros

### 11. Composición del inmovilizado intangible



Fuente: elaboración propia a partir de los datos del balance

Puede observarse cómo la mayor parte del inmovilizado intangible corresponde con el **fondo de comercio de consolidación**, mientras que el resto corresponde con otros activos intangibles, principalmente gastos de desarrollo, patentes y aplicaciones informáticas.

Dada su importancia y sus particularidades, esta partida merece ser estudiada en profundidad. El fondo de comercio es una partida propia de las cuentas consolidadas, ya que “representa el sobreprecio pagado (o por pagar) por la adquisición de la participación de la sociedad dependiente, con relación al valor razonable de los activos y pasivos adquiridos” (*Archel, Arnedo 2013*). Por tanto, es comprensible el gran tanto por ciento que representa el fondo de comercio respecto del activo total, ya que Gamesa posee participaciones en numerosas filiales, que al ser adquiridas por un mayor precio que el que representa el valor real de sus activos netos, dan lugar a su aparición.

Cabe destacar que, desde 2004, este tipo de activos no se amortizan, aunque debe analizarse anualmente su posible deterioro. Esto tiene grandes consecuencias en las cuentas anuales de las empresas, ya que, si se amortizasen, se verían reducidos los activos e incrementados los gastos, por la amortización. Sin embargo, con la legislación vigente, esto no ocurre, lo que impulsa a las empresas a adquirir un mayor número de filiales.

En cuanto a la evolución del fondo de comercio de consolidación a lo largo del periodo objeto de estudio, puede observarse que no ha sufrido grandes cambios. El único destacable es el experimentado de 2008 a 2009 con un aumento de 75.874 miles de €. Según la información publicada en la memoria del año 2009(nota 8), este aumento se debe a que algunos activos que, hasta ese momento, estaban clasificados como disponibles para la venta, han pasado a formar parte del fondo de comercio, como consecuencia de que Gamesa ha adquirido una mayor participación de las sociedades a las que pertenecen estos activos, y por tanto, estas han pasado a formar parte del grupo.

A continuación adjunto una tabla (*nota 9 de la memoria*) donde se recoge el detalle de los movimientos experimentados por la partida fondo de comercio de consolidación durante el año 2009.

*12. Movimientos del epígrafe fondo de comercio*

	Saldo a 31./12/2008	Traspaso de Activos mantenidos para la venta	Saldo a 31/12/2009
Gamesa Eólica, S.L.U.	275.221	-	275.221
Gamesa Energía, S.A.U.	-	70.126	70.126
Made Tecnologías Renovables S.A.	23.076	-	23.076
Gamesa Energía Deutschland, GMBH	-	4.632	4.632
Cantarey Reinoso, S.A.	4.517	-	4.517
Gamesa Energy Transimission, S.A.	4.327	-	4.327

Otros	4.243	1.116	5.359
<b>TOTAL</b>	<b>311.384</b>	<b>75.874</b>	<b>387.285</b>

*Cifras en miles de Euros*

Continuando con el análisis de las partidas del activo que poseen una mayor importancia relativa, éste nos lleva a fijar nuestra atención en la partida **activos por impuesto diferido** (representa un 6,80% del activo en 2013). En ella se recogen los créditos por el derecho a compensar en ejercicios posteriores las bases imponibles negativas pendientes de compensación y deducciones y otras ventajas fiscales no utilizadas, que queden pendientes de aplicar en la liquidación de los impuestos sobre beneficios. Por tanto, en mi opinión, se trata de una partida engañosa, ya que estos activos nacen como consecuencia de resultados negativos o de gastos que no son deducibles en el ejercicio de la liquidación, pero si lo serán en posteriores ejercicios (diferencias temporarias deducibles). El problema de estos activos es que la entidad puede no obtener en el futuro beneficios suficientes como para compensar sus beneficios futuros con los activos por impuesto diferido que aparecen el balance, dicho de manera coloquial, le “sobran” activos por impuesto diferido. De hecho, la evolución temporal de esta partida (como se puede ver en la siguiente tabla) nos muestra un crecimiento continuo a lo largo del periodo objeto de estudio, que indica que el grupo Gamesa no puede compensar esos créditos con el impuesto de beneficios a pagar.

### 13. Evolución temporal de la partida Activos por impuesto diferido

	2012	2011	2010	2009	2008
Activos por impuesto diferido	347.518	255.259	221.854	193.199	157.214

*Cifras en miles de Euros*

Una vez llevado a cabo a cabo el análisis de las partidas más importantes de las que componen el activo del balance de Gamesa, vamos a realizar, de forma análoga el patrimonio neto y pasivo de la empresa.

### 14. Porcentajes verticales sobre el total de pasivo de Gamesa

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>20,11%</b>	<b>30,05%</b>	<b>32,98%</b>	<b>32,08%</b>	<b>31,58%</b>
<b>A-1) FONDOS PROPIOS</b>	<b>19,96%</b>	<b>29,79%</b>	<b>32,73%</b>	<b>32,01%</b>	<b>31,39%</b>
I. Capital Suscrito	0,84%	0,75%	0,85%	0,84%	0,87%
II. Prima de Emisión	3,02%	2,76%	3,14%	3,16%	3,25%



III. Reservas	28,93%	25,87%	28,41%	26,33%	21,22%
IV. (Acciones propias)	-0,14%	-0,49%	-0,69%	-0,66%	-0,65%
V. Resultado ejercicios anteriores	28,93%	25,87%	28,41%	26,33%	21,22%
VI. Otras aportaciones de socios	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Resultado del ejercicio	-12,89%	0,91%	1,02%	2,33%	6,71%
VIII. (Dividendo a cuenta)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IX. Otros instrumentos de patrimonio	0,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A-2) Ajustes por cambios de valor	0,15%	0,13%	0,15%	-0,03%	0,05%
I. Activos disponibles para venta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Operaciones de cobertura	0,00%	0,13%	0,15%	0,00%	0,00%
III. Otros	0,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Socios externos	0,00%	0,14%	0,10%	0,10%	0,13%
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>30,99%</b>	<b>23,35%</b>	<b>17,97%</b>	<b>15,42%</b>	<b>13,10%</b>
I. Provisiones a largo plazo.	7,02%	4,29%	4,68%	4,53%	5,30%
II. Deudas a LP	22,84%	17,56%	11,38%	8,07%	6,61%
III. Dudas empresas grupo	0,00%	0,00%	0,00%	1,06%	0,00%
IV. Pasivos por impuesto diferido.	1,12%	1,50%	0,99%	1,76%	1,19%
V. Periodificaciones a LP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>C) PASIVO CORRIENTE.</b>	<b>48,90%</b>	<b>46,60%</b>	<b>49,05%</b>	<b>52,51%</b>	<b>55,32%</b>
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta.	0,77%	0,00%	0,00%	0,00%	5,50%
II. Provisiones a corto plazo.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Deudas a corto plazo.	5,08%	7,71%	5,72%	14,34%	4,85%

IV. Deudas empresas grupo CP	9,03%	4,94%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Acreedores comerciales y otras deudas a pagar.	28,24%	29,64%	43,33%	38,17%	44,96%
VI. Periodificaciones a CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Periodificaciones. (otros pasivos financieros + otros pasivos corrientes)	5,77%	4,33%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>TOTAL PASIVO (A + B + C)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

En cuanto a las partidas más importantes del patrimonio y del pasivo, cabe destacar la gran relevancia de la partida de **reservas**, que representa un 28,93% respecto del total de pasivo y patrimonio neto en el año 2012. Según la nota 18.d de la memoria del año 2012 la descripción detallada de las reservas es la siguiente:

15. Desglose de la composición de las reservas del grupo Gamesa (2011-2012)

	Miles de euros	
	2012	2011
<b>Reservas restringidas -</b>		
Reserva legal	8.408	8.354
Reserva de revalorización	-	461
Reserva por redenominación del capital a euros	1	1
Reserva por acciones propias	7.157	27.541
	<b>15.566</b>	<b>36.357</b>
<b>Reservas voluntarias</b>	<b>363.605</b>	<b>306.868</b>
<b>Reservas atribuibles a las sociedades consolidadas</b>	<b>1.121.791</b>	<b>1.149.150</b>
Reservas por sociedades consolidadas por el método de la participación (Nota 11)	4.808	4.531
Reservas por sociedades consolidadas por integración proporcional	-	131
Reservas por sociedades consolidadas por integración global	1.116.983	1.144.488
<b>Total reservas</b>	<b>1.485.396</b>	<b>1.456.018</b>

Fuente: Cuentas anuales Gamesa. Memoria año 2012.

Si analizamos esta tabla, que nos muestra la composición de las reservas en los años 2011 y 2012, observamos que la mayoría de ellas (un 75%) se corresponden con la partida **reservas por sociedades consolidadas por integración global**. En ella se recogen” las reservas generadas por las sociedades dependientes desde la fecha de la primera consolidación, incluidas aquellas que no hayan pasado por la cuenta de resultados, y una vez deducida la parte de dichas reservas que corresponda a los socios externos” (Arbel, Arnedo.2013), es decir, nos indica si los resultados desde la consolidación han sido positivos. En definitiva, si las adquisiciones de las sociedades dependientes han resultado positivas para el grupo o no. Para entender esta partida es importante definir con claridad el

término de sociedades dependientes, que son aquellas sobre las que la matriz ejerce el control, entendiendo control como la facultad de dirigir las políticas financieras y de explotación de un negocio con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades (el art. 2 de de las Normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas delimita con mayor rigor esta definición).

El resto de reservas atribuibles a las sociedades consolidadas se corresponden con **las reservas por sociedades consolidadas por el método de la participación o puesta en equivalencia**. Este método es el que se aplica a las empresas asociadas, que se definen como “aquellas en las que alguna o varias sociedades del grupo ejerzan una influencia significativa en su gestión” (art. 5 de las Normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas). Es decir, esta partida incluye la proporción en función del tanto por ciento de participación de los resultados no distribuidos obtenidos por las empresas asociadas desde su adquisición hasta el momento de la consolidación.

En base a estos datos, podemos afirmar que en el caso de Gamesa, parece evidente que los resultados procedentes de las filiales que el grupo posee en todo el mundo son la base del patrimonio neto del mismo.

Otro aspecto importante en lo que respecta al patrimonio neto, es cómo está compuesto el **capital social** de Gamesa. La información más actual al respecto es la que aparece en la nota 18.a de la memoria de 2013 que es la siguiente:

*16. Desglose de la composición del capital social de Gamesa (2012-2013)*

	2013	2012
Iberdrola S.A.	19,69%	19,69%
Blackrock Inc.	4,83%	4,83%
Norges Bank	3,30%	0,00%
Dimensional FundAdvisors LP	2,94%	2,94%
Otros	69,24%	72,54%

(\*) Todos ellos con un porcentaje de participación inferior al 3%.

(\*\*) Se hace constar expresamente que según los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la compañía DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP mantiene una posición accionarial por encima del 3% en el capital social de GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A. y por lo tanto su carácter de accionista significativo.

17. Desglose de la composición del capital social de Gamesa (2012-2013)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados en las cuentas anuales, (Memoria 2013).

Iberdrola, BlackrockInc, Norges Bank y Dimensional FundAdvisors representan el núcleo duro del accionariado del grupo Gamesa. El resto, englobados en el epígrafe Otros, representan las participaciones inferiores al 3%, la mayoría correspondientes a los títulos que se negocian en bolsa. Respecto a la cotización de estos títulos destaca que Gamesa dejó de pertenecer al Ibex35 el 2 de Enero de 2013 (sustituida por Viscofan), como consecuencia de una caída en su rentabilidad causada por la paralización del sector eólico en España y los cambios regulatorios sufridos por el mismo. Apenas un año después, en concreto el 13 de Diciembre de 2013, Gamesa recuperó su lugar en el Ibex35 (sustituyendo a Acerinox) tras revalorizarse un 300% durante ese periodo de tiempo, siendo uno de los valores que más creció en los mercados españoles. Este crecimiento ha sido posible gracias a la reordenación del plan de negocio y a la reducción de plantilla llevada a cabo por la compañía.

En este epígrafe he analizado las principales magnitudes del balance, comprobando el peso relativo de las diferentes partidas respecto al total a través de los porcentajes verticales. Sin embargo, para realizar el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias, es más adecuado servirse de los porcentajes horizontales. Este tipo de porcentajes nos permiten comparar el valor de cada elemento con el correspondiente a un año que se toma como referencia o base, este año base puede ser el primero de la serie o en el año inmediatamente anterior (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008).

18. Porcentajes horizontales\* de las partidas de la cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2012	2011	2010	2009	2008
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>					
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios.</b>	88,05%	110,64%	85,84%	87,41%	127,18%
a) Ventas.	88,05%	137,01%	78,75%	89,75%	127,18%
b) Prestaciones de servicios.	0,00%	0,00%	137,85%	73,38%	127,18%
<b>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.</b>	-23,13%	162,07%	-60,27%	-135,22%	121,48%
<b>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>4. Aprovisionamientos.</b>	78,85%	115,58%	96,66%	68,99%	131,94%
<b>5. Otros ingresos de explotación.</b>	84,92%	125,22%	84,97%	2545,71%	7,55%
<b>6. Gastos de personal.</b>	103,08%	120,21%	100,94%	109,57%	124,59%
<b>7. Otros gastos de explotación.</b>	128,65%	137,82%	125,00%	86,73%	139,95%
<b>8. Amortización del inmovilizado.</b>	97,76%	47,44%	95,97%	236,26%	41,72%
<b>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>10. Excesos de provisiones.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>11. Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>12. Otros resultados.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>A-1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)</b>	-383,21%	110,44%	67,34%	85,12%	156,51%
<b>13. Ingresos financieros.</b>	142,41%	83,36%	147,13%	39,76%	288,53%
<b>14. Gastos financieros.</b>	88,47%	120,16%	114,79%	82,06%	115,16%
<b>15. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>16. Diferencias de cambio.</b>	-34,91%	-581,02%	71,07%	106,48%	41,45%
<b>17. Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros.</b>	98,59%	79,60%	933,10%	122,62%	-9,31%
<b>A.2) RESULTADO F</b>	137,04%	72,10%	151,54%	112,83%	135,53%
<b>A.3) RESULTADO ANTES IM</b>	-844,70%	209,09%	27,72%	76,30%	164,62%
<b>18. Impuestos sobre beneficios.</b>	-485,52%	-118,25%	-213,81%	325,26%	-8,64%
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	-970,81%	106,03%	43,02%	72,78%	128,18%

\*Año base: el inmediatamente anterior al año de referencia

Observando estos porcentajes horizontales podemos identificar las tendencias de los diferentes elementos contables. Para llevar a cabo este análisis voy a centrar mi atención en las partidas que aparecen sombreadas en rosa en la tabla anterior. De esta manera puede observarse que el importe neto de la cifra de negocios ha sufrido diferentes variaciones durante el periodo objeto de estudio, aumentando en los años 2008 y 2011, y disminuyendo

en 2009,2010 y 2012. El mayor aumento se produjo en el año 2008, donde la partida experimentó un incremento del 27,18% respecto a la cifra de 2007. En ese mismo año, se observa como la cifra de aprovisionamientos (consumos) crece en una cantidad mayor (31,94%), algo que indica que la empresa está actuando de forma ineficiente, ya que, al ser los aprovisionamientos costes variables, resulta lógico esperar un comportamiento similar entre ambas partidas. Por otro lado, la cifra de la partida Gastos de Personal muestra un comportamiento variable, cuando lo esperado es que esta partida sea posea un carácter fijo. Si observamos las variaciones sufridas por la plantilla del grupo Gamesa durante el periodo objeto de estudio podemos concluir que el grupo no ha gestionado de manera lógica su plantilla, es decir, no ha adecuado su plantilla en función del volumen de negocio, lo que indica un comportamiento ineficiente.

### **4.3. Análisis de la rentabilidad y el riesgo**

En este epígrafe voy a llevar a cabo un análisis de la rentabilidad y el riesgo, siguiendo la metodología expuesta en *el manual de análisis de la información contable (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008)*, que define la rentabilidad como “el cociente entre un resultado y un nivel de inversión”. Se diferencian dos tipos de rentabilidad. Por un lado, la económica o rentabilidad que la empresa obtiene a como unidad económica o de producción, es decir, la rentabilidad que se obtiene de gracias a los activos, independientemente de cómo se haya financiado la adquisición de los mismos. Por otro lado, la rentabilidad financiera o “rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de aportantes de financiación al patrimonio empresarial”, es decir, la rentabilidad para los accionistas.

En cuanto al riesgo, este manual distingue, igualmente, dos tipos de riesgo: el económico y el financiero. El primero se define como “aquel que incide de forma directa sobre los niveles de rentabilidad”, es decir, sobre la velocidad a la que evoluciona la rentabilidad, mientras que el segundo “tiene relación con la capacidad financiera, es decir, con la capacidad para generar recursos líquidos”.

#### *4.3.1. Análisis de la rentabilidad económica*

Para llevar a cabo el análisis de la rentabilidad económica, lo más adecuado es reorganizar la información recogida en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias, a través de los llamados **modelos funcionales**, que son los siguientes:

19. Modelo funcional del balance de situación consolidado del grupo Gamesa

ACTIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.063.275</b>	<b>1.158.084</b>	<b>1.135.581</b>	<b>1.087.088</b>	<b>894.125</b>
ACTIVO FUNCIONAL	951.751	1.069.766	981.809	957.215	778.692
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	111.524	88.318	153.772	129.873	115.433
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.560.694</b>	<b>4.218.106</b>	<b>3.581.676</b>	<b>3.631.842</b>	<b>2.922.827</b>
ACTIVO FUNCIONAL	3.545.672	4.147.627	3.564.617	3.620.516	2.847.907
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	15.022	70.479	17.059	11.326	74.920
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>4.623.969</b>	<b>5.376.190</b>	<b>4.717.257</b>	<b>4.718.930</b>	<b>3.816.952</b>

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>635.089</b>	<b>1.521.156</b>	<b>1.455.937</b>	<b>1.468.693</b>	<b>869.581</b>
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.527.499</b>	<b>1.230.581</b>	<b>838.674</b>	<b>670.979</b>	<b>568.725</b>
<b>C) PASIVO CORRIENTE.</b>	<b>2.461.381</b>	<b>2.624.453</b>	<b>2.422.646</b>	<b>2.579.258</b>	<b>2.378.646</b>
<b>TOTAL PASIVO (A + B + C)</b>	<b>4.623.969</b>	<b>5.376.190</b>	<b>4.717.257</b>	<b>4.718.930</b>	<b>3.816.952</b>

*Cifras en miles de Euros*

El balance de situación funcional es similar al normal, pero a diferencia de éste distingue entre activos funcionales (los relacionados directamente con la actividad principal) y extrafuncionales (los que no son estrictamente necesarios para el desarrollo de la actividad principal). Es importante recordar lo comentado en el epígrafe 1.5 de este trabajo, donde se explica la decisión de analizar las cuentas consolidadas y no las individuales, precisamente para una adecuada interpretación de la rentabilidad extrafuncional. El optar por las cuentas consolidadas nos permite conocer la verdadera rentabilidad extrafuncional, es decir, la que realmente procede de inversiones en activos que no son necesarios para el desarrollo de la actividad principal del grupo y no incluir en ella la que procede de participaciones en empresas del grupo, ya que tras esta se encuentran verdaderos activos funcionales imprescindibles para que el grupo desarrolle su actividad principal.

20. Modelo funcional de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del grupo Gamesa

	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
INGRESOS EXPLOTACIÓN	2.766.835	3.146.726	2.831.562	3.299.962	3.650.609
GASTOS EXPLOTACIÓN	-2.981.868	-3.015.293	-2.712.556	-3.123.241	-3.443.000
<b>RAIT FUNCIONAL</b>	<b>-503.659</b>	<b>131.433</b>	<b>119.006</b>	<b>176.721</b>	<b>207.609</b>
INGRESOS FINANCIEROS	-3.631	-8.049	-13.705	8.666	27.516

= RAIT EXTRAFUNCIONAL					
<b>RAIT</b>	-507.290	123.384	105.301	185.387	235.125
<b>GATOS FINANCIEROS</b>	-81.035	-53.735	-71.991	-65.217	-77.636
<b>RAT</b>	-588.325	69.649	33.310	120.170	157.489

*Cifras en miles de Euros*

La cuenta de pérdidas y ganancias funcional descompone el resultado antes de intereses e impuestos (RAIT) en RAIT funcional y RAIT extrafuncional.

Para obtener el RAIT funcional se minoran los ingresos de explotación con los gastos de explotación, mientras que el RAIT extrafuncional es equivalente a los ingresos financieros. Sumando el RAIT funcional y RAIT extrafuncional se obtiene el RAIT, que minorado por los gastos financieros se convierte en RAT (resultado antes de impuestos).

Una vez reordenados los estados contables, el siguiente paso es obtener las rentabilidades funcionales y extrafuncionales. Para ello es necesario realizar una serie de cocientes, que tendrán como numerador la magnitud de la cuenta de pérdidas y ganancias (flujo económico) y como denominador el valor promedio de la magnitud del balance (fondo) correspondiente, Realizando estos cocientes se obtiene:

#### 21. Descomposición de la rentabilidad económica

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>R activos funcionales</b>	0,053	0,043	0,026	0,027	-0,104
<b>R activos extrafuncionales</b>	0,178	0,052	-0,088	-0,049	-0,025
<b>Rentabilidad económica</b>	0,051	0,041	0,025	0,026	-0,101

Para comprender mejor cómo se obtiene las diferentes rentabilidades, a continuación voy a detallar las operaciones realizadas para calcular, por ejemplo, la rentabilidad de los activos funcionales para el año 2010:

R activos funcionales (2010)= RAIT funcional (2010)/Activos funcionales (valor promedio de 2009 y 2010)

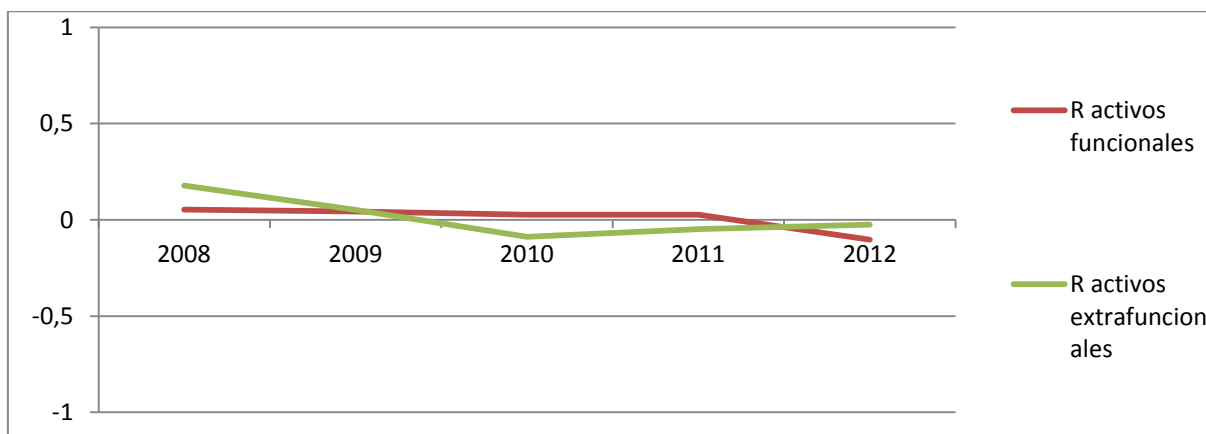
R activos funcionales (2010)=119.006/(981.809 + 957.215 + 3.564.617 + 3.620.516)/2=0,026

Esto significa que, por cada euro invertido en activos funcionales la empresa obtiene un beneficio funcional de 0,026 euros.



En cuanto a la evolución de la rentabilidad de los activos funcionales y de los extrafuncionales, cabe destacar que hasta el año 2010, el grupo obtenía una mayor rentabilidad de sus inversiones en activos extrafuncionales que de los activos necesarios para desarrollar su actividad. Sin embargo a partir de 2010, no solo cambió esta tendencia, sino que la rentabilidad de los activos extrafuncionales es negativa, debido a que el deterioro y los resultados negativos por enajenación de instrumentos financieros han sido mayores que los ingresos financieros positivos generados por estas inversiones. Llegados a este punto el grupo debería preguntarse si su gestión de activos extrafuncionales está siendo la más adecuada para obtener la mayor rentabilidad posible. Todo esto se puede observar con mayor claridad en el siguiente gráfico.

22. Evolución de la rentabilidad de los activos funcionales y extrafuncionales de 2008 a 2012.



Otra forma de analizar la rentabilidad económica es mediante la descomposición de la misma en **margen y rotación**. Esta división se aplica únicamente a la rentabilidad funcional y nos permite identificar si las empresas llevan a cabo una estrategia consistente en vender mucho con poco margen (estrategia basada en la rotación) o, por el contrario, necesitan vender poco gracias al mayor margen que obtienen sobre el coste (estrategia basada en el margen). Para ello hemos de partir de la expresión matemática de la rentabilidad económica funcional, que es la siguiente:

$$RE_f = RAIT_f / A_f$$

De la cual se obtiene que:

$$RE_f = RAIT_f / \text{ventas} * \text{ventas} / A_f$$

En esta expresión, el primer factor ( $RAIT_f / \text{ventas}$ ) representa el **margen económico**, que nos indica cual es la rentabilidad obtenida por cada euro facturado.

El segundo factor (ventas/Af) es la rotación de activos funcionales y expresa las ventas logradas por cada euro invertido.

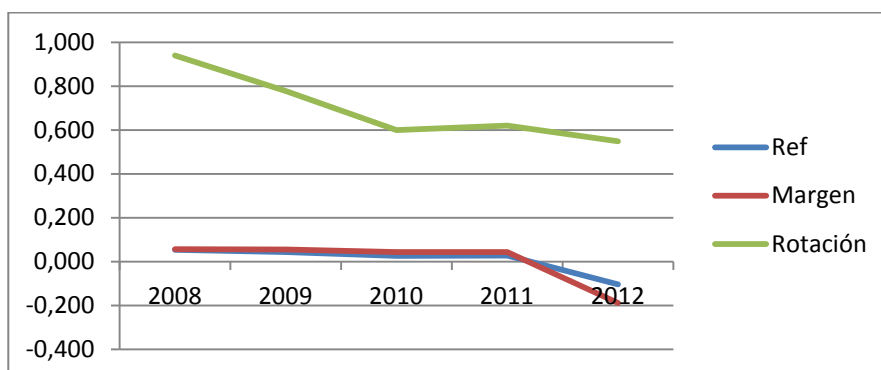
Realizando estos cálculos a partir de los datos de los estados contables consolidados del grupo Gamesa se obtiene que

23. Descomposición de REf en margen y rotación

GAMESA	Ref	Margen	Rotación
2008	0,053	0,057	0,940
2009	0,043	0,055	0,777
2010	0,026	0,044	0,600
2011	0,027	0,043	0,620
2012	-0,104	-0,189	0,549

Observando la tabla anterior se puede afirmar que Gamesa lleve a cabo una estrategia basada principalmente en la rotación, ya que esta es bastante superior al margen. Lo que más llama la atención de estos datos es la alarmante caída que ambas magnitudes han ido sufriendo año tras año desde 2008, lo que repercute de forma negativa en la rentabilidad económica funcional. Esto es especialmente dramático en el año 2012, donde a pesar de mantener una rotación aceptable (aunque se ha reducido en casi un 50% respecto de la de 2008) el margen se convierte en negativo, ya que el resultado funcional es negativo, y por tanto la REf también. Esto es debido, principalmente, a la inestabilidad de la situación regulatoria del sector de las energías renovables, que ha experimentado cambios que le han perjudicado gravemente, como se expuso en el epígrafe 2.2.3 (Entorno específico de Gamesa).

24. Evolución REf, margen y rotación (2008-2012)



Para completar este análisis consistente en descomponer la REf en margen y rotación es interesante valerse de las tablas de porcentajes verticales y horizontales. Concretamente de la que recoge los porcentajes verticales de la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que nos

permite identificar la proporción de cada partida de gastos respecto a las ventas, prestando especial atención a aquellas que posean un mayor peso relativo.

25. Porcentajes verticales sobre la cifra de ventas

	2012	2011	2010	2009	2008
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>					
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios.</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
a) Ventas.	100,00%	100,00%	80,75%	88,01%	85,72%
b) Prestaciones de servicios.	0,00%	0,00%	19,25%	11,99%	14,28%
<b>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.</b>	<b>-2,15%</b>	<b>8,20%</b>	<b>5,60%</b>	<b>-7,97%</b>	<b>5,15%</b>
<b>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,72%</b>
<b>4. Aprovisionamientos.</b>	<b>-68,49%</b>	<b>-76,48%</b>	<b>-73,21%</b>	<b>-65,02%</b>	<b>-82,37%</b>
<b>5. Otros ingresos de explotación.</b>	<b>3,83%</b>	<b>3,97%</b>	<b>3,51%</b>	<b>3,54%</b>	<b>0,12%</b>
<b>6. Gastos de personal.</b>	<b>-13,72%</b>	<b>-11,72%</b>	<b>-10,79%</b>	<b>-9,17%</b>	<b>-7,32%</b>
<b>7. Otros gastos de explotación.</b>	<b>-23,89%</b>	<b>-16,35%</b>	<b>-13,13%</b>	<b>-9,01%</b>	<b>-9,08%</b>
<b>8. Amortización del inmovilizado.</b>	<b>-3,63%</b>	<b>-3,27%</b>	<b>-7,63%</b>	<b>-6,82%</b>	<b>-2,52%</b>
<b>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>10. Excesos de provisiones.</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>11. Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado.</b>	<b>-10,83%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>12. Otros resultados.</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>A-1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)</b>	<b>-18,90%</b>	<b>4,34%</b>	<b>4,35%</b>	<b>5,54%</b>	<b>5,69%</b>

(\*) Los signos negativos significan, simplemente, que esas cifras representan gastos.

Si observamos las diferentes proporciones que las partidas representan con respecto al importe neto de la cifra de negocios podemos concluir que la que mayor importancia tiene es, claramente, la partida de los aprovisionamientos. El grupo debería prestar especial atención a esta partida y tratar de reducirla en la medida de lo posible, de hecho se ve que la partida se ha reducido bastante en 2012 respecto a 2008. Otras partidas importantes son los gastos de personal y otros gastos de explotación, que no solo tiene un peso relativo significativo, sino que además este ha ido aumentando año tras año.

#### 4.3.2. Análisis de la rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera es la “rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de a portantes de financiación al patrimonio empresarial” (Arbel, Sánchez, Lizarraga, 2008), es decir, la rentabilidad para los accionistas. Esto implica que la rentabilidad financiera incorpora la totalidad de las cifras de la cuenta de pérdidas y ganancias, incluido el efecto de la financiación (gastos financieros). Por tanto, hay que tener en cuenta que la rentabilidad financiera debe ser suficiente para retribuir a las fuentes de financiación de la empresa, tanto ajenas (acreedores) como propias (propietarios), teniendo prioridad los acreedores. Parece evidente, que la rentabilidad financiera depende de la gestión que la empresa realiza de su endeudamiento. Esto se refleja claramente en la expresión matemática de la rentabilidad financiera, que es la siguiente:

$RF=RAT/PN$  de la que se obtiene que:

$$RF=RE + (RE-CF)*L$$

En esta expresión se puede observar que la rentabilidad financiera se compone de:

- RE: Rentabilidad económica, es decir, rentabilidad obtenida a través de los activos de la empresa, independientemente de su financiación.
- CF: coste financiero de la deuda
- L: ratio de endeudamiento (pasivo total / patrimonio neto)

Por tanto, a través de la RF se relaciona la rentabilidad económica de los activos con la estructura de financiación y coste de la misma. Esto es interesante ya que nos permite medir el efecto del **apalancamiento financiero**, que es: **(RE-CF)\*L**. Este será positivo cuando la rentabilidad económica obtenida por los activos sea superior al coste financiero necesario para la financiación de los mismos. Si este factor es positivo, significa que se obtiene una rentabilidad mayor con los activos que lo que cuesta financiarlos, y ejercerá un efecto palanca positivo que impulsará a la rentabilidad financiera haciendo que sea superior a la económica.

Es decir, el endeudamiento es positivo para las empresas, siempre y cuando, la rentabilidad económica sea superior al coste de la deuda. Pero cuidado, las empresas no pueden endeudarse infinitamente, ya que deben tener en cuenta los riesgos financieros, tanto de crédito como de quiebra, y que analizaremos con mayor profundidad en siguientes epígrafes.

A continuación se procede al análisis de la rentabilidad financiera para el grupo Gamesa, prestando especial atención al efecto que el apalancamiento financiero tiene sobre la rentabilidad. Para facilitar este análisis, adjunto una tabla que muestra la descomposición de la rentabilidad financiera, según la fórmula matemática expuesta anteriormente.

26. Descomposición de la rentabilidad financiera de Gamesa

	RF	RE	Cf	L
2008	0,152	0,051	-0,026	2,905
2009	0,103	0,041	-0,021	2,651
2010	0,023	0,025	-0,022	2,226
2011	0,047	0,026	-0,015	2,390
2012	-0,546	-0,101	-0,021	3,638

En la tabla puede observarse como, al ser el coste financiero menor que la rentabilidad económica, se genera un efecto apalancamiento positivo que hace que la rentabilidad financiera aumente, lo que va a permitir responder mejor a las exigencias de los accionistas. Esto es posible gracias al gran poder negociador que posee el grupo Gamesa, lo que le permite conseguir unas buenas condiciones de financiación

#### 4.3.3. Análisis del riesgo económico

Una vez analizada la rentabilidad, tanto económica como financiera, el siguiente paso para realizar un correcto análisis de los estados contables consiste en analizar el riesgo. Como ya se ha indicado en el epígrafe 4.2, el *manual de análisis de la información contable* (Arbel, Sánchez, Lizarraga, 2008), distingue entre dos tipos de riesgo, el económico y el financiero. En primer lugar, en este apartado nos vamos a centrar en el análisis del riesgo económico, que es “el que incide de forma directa sobre los niveles de rentabilidad”.

El riesgo económico viene determinado por diferentes factores, que pueden agruparse en:

- Factores que influyen en la evolución de la cifra de ventas.
- Estructura empresarial de costes fijos y variables (grado de apalancamiento operativo).
- El grado de apalancamiento financiero.

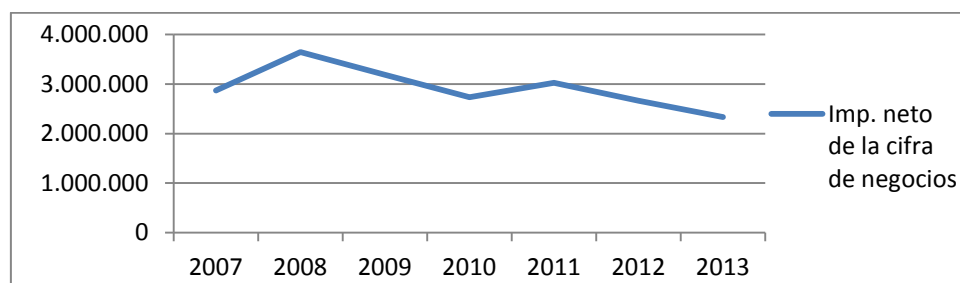
La evolución del importe neto de la cifra de negocios del grupo Gamesa, en el periodo de 2007 a 2013 ha sido la siguiente:

27. Evolución del importe neto de la cifra de negocios

GAMESA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Imp. neto de la cifra de negocios	2.867.041	3.646.175	3.187.085	2.735.645	3.026.616	2.664.841	2.335.618

Cifras en miles de Euro

28. Evolución del importe neto de la cifra de negocios



La cifra de negocio del grupo Gamesa ha experimentado, con carácter general, un descenso durante el periodo que recoge el gráfico. Puede observarse como de 2007 a 2008, la cifra aumentó considerablemente, pero desde este año, la tendencia es claramente a la baja, a excepción del año 2011, donde gracias a la reestructuración del negocio de Gamesa y su salida a determinados mercados internacionales, consiguió recuperar la cifra de negocio hasta por encima de los 3.026.616 miles de euros. Esto se debe a diversos factores entre los que destacan, principalmente, dos:

- **La sensibilidad del sector a los ciclos económicos:** Durante el periodo objeto de estudio, se ha producido un gran cambio de ciclo en la economía mundial, causado por el estallido de la crisis financiera en 2008. El sector de la energía eólica es un sector con unas características especiales, como que sus clientes son, principalmente, Gobiernos de países que apuestan por este tipo de energías o el elevado precio de sus productos, que son de gran complejidad técnica. Todo esto ha hecho que la demanda de los productos comercializados por el grupo Gamesa haya disminuido durante este periodo, ya que los Gobiernos se han visto obligados a controlar su gasto estableciendo prioridades, y las renovables no siempre han sido una de ellas. El grupo ha tratado de solucionar esta caída de la demanda accediendo a nuevos mercados, en países donde los Gobiernos hayan decidido desarrollar las energías renovable, en concreto la eólica.

- **Cambios en el marco regulatorio:** Como ya he analizado en el epígrafe 2.3, el sector eólico se ha visto duramente golpeado por los cambios en la regulación que se han producido como consecuencia de la crisis. Concretamente, en España, el Ministerio de Industria ha impuesto una moratoria a las primas del sector, que ha aumentado la incertidumbre y ha supuesto una reducción de 608 millones de euros, el 34% de sus primas.

Esto a obligado a Gamesa a establecer su plan de desarrollo para los próximos años centrandose en la internacionalización, que le permita acceder mercados interesados realmente en las energías renovables.

### 29. Cálculo del grado de apalancamiento operativo (GAO)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Importe neto de la cifra de negocios	3.646.175	3.187.085	2.735.645	3.026.616	2.664.841
Coste variable	-3.334.725	-2.359.377	-2.361.889	-2.809.715	-2.462.015
Margen sobre cargas variables	-1,09	-1,35	-1,16	-1,08	-1,08
Costes fijos	-358.861	-509.791	-503.790	-453.745	-462.452
RAIT funcional	207.609	176.721	119.006	131.433	-503.659
Variación % Importe neto cifra negocios	27,18%	-12,59%	-14,16%	10,64%	-11,95%
Variación % RAIT funcional	56,51%	-14,88%	-32,66%	10,44%	-483,21%

El grado de apalancamiento operativo está determinado por la estructura de costes que posea la empresa. “La existencia de costes fijos es la causa de que los incrementos en el nivel de actividad produzcan variaciones más que proporcionales en el resultado de explotación” (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008). Es decir, siempre que existan costes fijos, estos provocarán un aumento o disminución en el RAIT funcional proporcionalmente mayor que la experimentada por la cifra de negocios. Esto se puede observar en las variaciones porcentuales recogidas en la tabla, que aparecen sombreadas en verde.

Sin embargo, no podemos concluir si este grado de apalancamiento operativo es positivo para el grupo Gamesa o no, ya que esto depende de la evolución de la cifra de negocios. Si esta es positiva, el efecto palanca provocará un aumento proporcional mayor en el RAIT funcional, pero si por contra es negativa, se producirá el efecto opuesto.

### 30. Descomposición de la rentabilidad financiera de Gamesa

	RF	RE	Cf	L
2008	0,152	0,051	-0,026	2,905
2009	0,103	0,041	-0,021	2,651
2010	0,023	0,025	-0,022	2,226
2011	0,047	0,026	-0,015	2,390
2012	-0,546	-0,101	-0,021	3,638

Otro factor de riesgo económico es el grado de apalancamiento financiero, medido por el ratio de endeudamiento L. Siguiendo el mismo razonamiento que en el apartado de análisis de la rentabilidad financiera, el endeudamiento provoca un efecto palanca que impulsa la rentabilidad financiera.

Al igual que ocurre con el efecto del apalancamiento operativo, no se puede concluir si este efecto es positivo o negativo, ya que si la rentabilidad económica es positiva, el efecto será positivo y se obtendrá una rentabilidad financiera positiva mayor, pero por el contrario, si la rentabilidad económica es negativa, el efecto provocará la obtención de una rentabilidad financiera negativa mayor.

#### 4.3.4. Análisis del riesgo financiero

El último paso para completar el análisis de la rentabilidad y el riesgo del grupo Gamesa consiste en analizar el riesgo financiero, que es “la probabilidad de que la empresa sea incapaz de hacer frente a sus pagos” (Archel, Sánchez, Lizarraga, 2008).

##### A) Riesgo de crédito a corto plazo. Análisis de la liquidez

Tradicionalmente se ha estudiado la liquidez o probabilidad de que las empresas no sean capaces de hacer frente a sus pagos a corto plazo a través del **capital circulante o fondo de rotación**, que resulta de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Parece lógico que es positivo para una empresa poseer unos activos a corto plazo mayores que sus pasivos a corto plazo, ya que esto le permitirá hacer frente a sus obligaciones con vencimiento a un año. Esto es cierto en parte, pero no debemos caer en el error de pensar que, porque una empresa posea un capital circulante positivo no tiene riesgo de crédito, ya que este dependerá también del tipo de activos que posea y de la liquidez de los mismos.

#### 31. Capital Circulante del grupo Gamesa

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente	3.723.972	3.631.842	3.581.676	4.218.106	3.703.491
Pasivo Corriente	2.641.509	2.579.258	2.422.646	2.624.453	2.500.896
Capital Circulante	1.082.463	1.052.584	1.159.030	1.593.653	1.202.595

*Cifras en miles de euros*

Observando la cifra de capital circulante del grupo Gamesa podemos afirmar que posee una alta liquidez, sin embargo no hay que limitar el análisis de la misma a esta simple cifra, sino que es necesario completarlo con otras técnicas del análisis contable, que se presentan a continuación.

##### Análisis de las necesidades del fondo de rotación

Consiste en descomponer el capital circulante, para analizar los diferentes componentes del mismo. Esta fragmentación nos lleva a diferenciar entre el fondo de rotación de la explotación y el ajeno a la explotación.



i. Necesidades del fondo de rotación de la explotación (NFRE)

Resulta de restar a la suma de las cuentas existencias y clientes, la cuenta acreedores comerciales, y nos permite identificar si la financiación concedida por los proveedores es suficiente para cubrir el ciclo de explotación, es decir, si los proveedores ofrecen una financiación suficiente como para que la empresa no necesite acudir a endeudarse en el exterior o emitir deuda, y por tanto le sea posible incurrir en unos gastos financieros menores.

32. Necesidades del fondo de rotación de explotación (NFRE) para el grupo Gamesa (2008-2012)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Existencias	765.304	806.340	814.063	979.936	853.247
Deudores	1.748.537	1.762.385	1.871.207	2.026.065	2.192.132
Acreedores comerciales	-2.051.644	-2.011.035	-2.007.658	-1.904.630	-1.556.669
NFRE	462.197	557.690	677.612	1.101.371	1.488.710

*Cifras en miles de euros*

Se puede observar como Gamesa posee unas NFRE positivas, lo que indica no puede financiar con los proveedores su ciclo de explotación, y por tanto, no posee sobrante de financiación para invertir y además deberá acudir a fuentes de financiación sean ajenas o propias que, generalmente generan un mayor coste financiero.

Llama la atención que las NFRE aumentan considerablemente durante el periodo objeto de estudio, llegándose a triplicar en 2012 respecto a 2008. Además, puede observarse que hasta 2011 la cifra de deudores es inferior a la de acreedores, lo que significa que, hasta esa fecha, el grupo Gamesa obtiene de sus acreedores una mejor financiación que la que el grupo ofrece a sus clientes. Por tanto es especialmente preocupante el cambio de tendencia que se produce en 2011, donde los deudores superan a los acreedores, lo que se acentúa en 2012.

ii. Necesidades del fondo de rotación (NFR)

Se obtienen de sumar a las NFRE otros activos corrientes y de restarle otros pasivos corrientes.

33. Necesidades del fondo de rotación (NFR) del grupo Gamesa (2008-2012)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Otros activos corrientes	74.920	11.326	17.059	70.479	15.022
Otros pasivos	-261.582	-467.918	-493.295	-618.920	-986.248

corrientes					
NFR	275.536	101.099	201.377	552.931	517.484

*Cifras en miles de euros*

Puede observarse como los valores de las NFR son positivos, algo que muestra que el grupo Gamesa debe acudir a financiarse a través de fuentes diferentes a los proveedores y otros pasivos corrientes. Esta financiación obligatoriamente, ya que si no deberían aparecer en el activo corriente, ha de ser financiación a largo plazo.

Nuevamente, se observa una evolución creciente de las NFR, a pesar del aumento de los otros pasivos corrientes. Esto es debido a las grandes necesidades de financiación de la explotación que tiene la empresa y que hacen insuficiente la financiación obtenida gracias a los otros pasivos corrientes.

### iii. Fondo de rotación

Pariendo de la cifra de las NFR, si a estas les sumamos la cifra de tesorería se obtiene el fondo de rotación o capital circulante. Anteriormente ya he llevado a cabo el cálculo y el análisis de esta partida, sin embargo ahora la voy a analizar desde un punto de vista diferente, el de la financiación.

#### *34. Capital Circulante del grupo Gamesa (2008-2012)*

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente	3.723.972	3.631.842	3.581.676	4.218.106	3.703.491
Pasivo Corriente	2.641.509	2.579.258	2.422.646	2.624.453	2.500.896
Capital Circulante	1.082.463	1.052.584	1.159.030	1.593.653	1.202.595

*Cifras en miles de euros*

Aunque es cierto lo señalado al principio del epígrafe 4.2.4 (Análisis del riesgo financiero) acerca de que es positivo que el activo circulante supere al pasivo circulante, ya que esto va a permitir a la empresa hacer frente a problemas de liquidez, no es menos cierto que la cifra positiva del capital circulante, representa la parte del circulante que no es financiada por deudas a corto plazo, y por tanto deberá ser financiada con deudas a largo plazo.

En conclusión, se puede afirmar que el grupo Gamesa debería realizar un esfuerzo por intentar aminorar su fondo de rotación (y sus NFRE y NFR), por ejemplo usando su poder negociador para conseguir una mejor financiación de sus proveedores.

✚ Ratios de la liquidez

- Ratio de solvencia a corto plazo = Activo corriente / Pasivo corriente

35. Evolución del ratio de solvencia a c/p del grupo Gamesa (2008-2012)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
ratio de solvencia a corto plazo	1,410	1,408	1,478	1,607	1,481

Realizando los cálculos pertinentes a partir de las magnitudes del balance del grupo Gamesa se obtiene que su ratio de solvencia a corto plazo esté, en todo el periodo, en torno a 1,4 (menos en 2011 que es de 1,6). Esto nos señala que el grupo es solvente a corto plazo, ya que el ratio es superior a la unidad. Además parece una cifra adecuada, ya que si este ratio fuese más elevado, indicaría unas mayores necesidades de financiación.

- Ratio de liquidez inmediata = Disponible + Realizable / Pasivo Corriente

36. Evolución del ratio de liquidez inmediata del grupo Gamesa (2008-2012)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Liquidez inmediata	0,765	1,100	1,123	1,155	1,182

Para calcular el ratio de liquidez inmediata solo se tienen en cuenta las partidas del activo corriente que mayor posibilidades tienen de convertirse en líquidas, es decir los deudores y la propia tesorería. Esto nos da una mayor precisión a la hora de valorar si la empresa es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo a través de partidas que no necesitan transformación en liquidez.

Así, se puede observar que Gamesa tiene mayores problemas de liquidez que si tomamos como medida de la misma el Ratio de solvencia a corto plazo, debido a que este Ratio incluye la partida de las existencias. Esta partida debe de ser interpretada con prudencia, ya que nadie asegura que estas existencias vayan a venderse en el mercado ni cuándo se van a poder vender.

Además, cabe destacar que la evolución del Ratio de liquidez inmediata es positiva para el grupo Gamesa, ya que en el 2008 tenía problemas de liquidez al presentar un ratio menor a la unidad. Esto significa que, en ese año, el grupo no era capaz de responder con sus activos líquidos a sus deudas a corto plazo. Sin embargo a partir de 2009, el ratio no solo se sitúa por encima de la unidad, si no que va aumentando año a año.

B) Riesgo de crédito a largo plazo. Análisis de la solvencia

- Ratio de solvencia=Activo total/Pasivo

37. Evolución del ratio de solvencia del grupo Gamesa (2008-2012)

GAMESA	2008	2009	2010	2011	2012
Ratio de solvencia	1,462	1,472	1,492	1,430	1,252

El ratio de solvencia es muy importante, ya que nos indica si la empresa está en riesgo de quiebra o por el contrario es solvente para hacer frente a sus deudas. Así un ratio menor que la unidad muestra que aún vendiendo todos los activos de la empresa no se podría cumplir con los compromisos adquiridos. Por tanto, parece evidente que el ratio de solvencia debe ser superior a la unidad, aunque sin ser excesivamente alto, ya que esto mostraría un exceso de recursos ociosos, o lo que es lo mismo un desaprovechamiento de oportunidades de inversión.

En el caso de Gamesa, el ratio es adecuado, por lo que podemos afirmar que el grupo Gamesa es solvente a largo plazo y no corre riesgo de quiebra. Sin embargo, llama la atención la disminución del mismo en el año 2012, lo que refleja las dificultades financieras a las que se enfrentó Gamesa en ese año, como consecuencia de las políticas restrictivas del Gobierno en materia de renovables.

## 7. CONCLUSIONES

Como resultado del análisis presentado, podemos concluir que, dadas las características especiales del sector eólico -donde los clientes son principalmente Gobiernos de diferentes Estados o regiones- el éxito de las empresas del sector y, más concretamente, el de Gamesa, depende en gran medida del apoyo que estos Gobiernos proporcionen a las compañías del sector eólico en forma de subvenciones. Esto explica que durante los años 90 y, sobretodo de 2000 a 2010, periodo en el que el Gobierno español apostó de forma decidida por las renovables, en España se desarrollaron algunas de las principales empresas de este sector en todo el mundo como Acciona y Gamesa.

Sin embargo, el trabajo realizado ha puesto de manifiesto que, desde que estalló la crisis en 2008 hasta la actualidad, el apoyo a este sector ha ido reduciéndose paulatinamente, como demuestra la disminución de 608 millones de euros en concepto de subvenciones, lo que representa el 34% de sus primas. Todo lo cual ha provocado una caída en los beneficios de las empresas del sector, que ven como única solución el acceso a nuevos mercados donde se apueste firmemente por el desarrollo de las energías renovables, más concretamente de la energía eólica. Esto se ve reflejado en la evolución de la cifra de negocios de Gamesa,

que se ha reducido en un 22,8% en solo dos años (de 2011 a 2013) y, sobretodo en la rentabilidad económica del grupo, que no solo se ha reducido drásticamente durante el periodo objeto de estudio (2008-2012), sino que ha llegado a ser negativa en 2012, como consecuencia de la obtención de pérdidas en este ejercicio. Por todo ello Gamesa centra su estrategia para los próximos años en la internacionalización.

En otro orden de cosas, destaco también la utilidad informativa de la información contable consolidada (del grupo) frente a la individual, ya que este tipo de información permite obtener una imagen del grupo como si de una unidad económica se tratara e identificar con mayor precisión de donde procede la rentabilidad del grupo, eliminando distorsiones interpretativas derivadas de la información contable individual (epígrafe 4.1). Al mismo tiempo permite analizar partidas contables que son específicas de las cuentas consolidadas y cuyo estudio facilita la comprensión del funcionamiento del grupo.

Llegados a este punto cabría preguntarse si no es demasiado elevado el precio que puede pagar nuestro país con estos recortes presupuestarios que, como acabamos de ver, afectan a uno de los pocos sectores en los que nuestra Comunidad ha sido pionera.

## BIBLIOGRAFÍA

### • Libros:

- Archel, P., Lizarraga, F. y Sánchez, S. (2008): Estados Contables. Elaboración, Análisis e Interpretación. Ediciones Pirámide.
- Archel, P. y Arnedo, L. (2013-2014): Consolidación de Estados Financieros.
- Grant, R.M. (2010): Dirección Estratégica. Conceptos. Técnicas y Aplicaciones. Civitas.
- Navas, J.E.; Guerras, L.A. (2002): La Dirección Estratégica de la Empresa. Teoría y Aplicaciones.
- Kay, J. (1994): Fundamentos del Éxito Empresarial. Ariel Sociedad Económica.
- Porter, M. (1982): Estrategia Competitiva. ICESA

### • Páginas Web:

- <http://www.gamesacorp.com/es/gamesa/estrategia/>
- <http://www.gamesacorp.com/recursos/memoria2009/castellano/clientes.html>
- [http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE\\_2944\\_15-30\\_\\_2CAC255109E52034ABD0DBBC24F553E0.pdf](http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE_2944_15-30__2CAC255109E52034ABD0DBBC24F553E0.pdf)
- <http://www.structuralia.com/es/component/k2/item/102697-gamesa-apuesta-por-la-internacionalizacion-con-nuevos-contratos-de-energia-eolica-en-filandia-y-mauritania&Itemid=633&ORIG=inicio&CAMP=noticias&TCAMP=WEB>
- <http://www.estrategiasdeinversion.com/top-10-ei/20131022/gamesa-zona-resistencia-continuará-rally>
- <http://www.expansion.com/diccionario-economico/cuentas-anuales-consolidadas.html>
- <http://www.fierasdelaingenieria.com/analisis-del-mercado-de-la-energia-eolica-mundial/>

