



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis económico-financiero de GAMESA, S.A.

Autora

Laura Ezquerro Lucientes

Directora

Marta Blanco Vázquez Prada

Facultad de Economía y Empresa, Campus Paraíso

2017

RESUMEN

Gamesa es una de las empresas españolas más importantes en el sector eólico. Se trata de una empresa en proceso de expansión, que ha alcanzado en 2017 la quinta posición a nivel mundial en fabricación de aerogeneradores.

El objetivo de este trabajo es analizar la situación económico-financiera de Gamesa y su evolución en el periodo 2009-2016, reflejando como le ha afectado la crisis y comparando sus resultados con sus principales competidoras.

Para ello estudiaremos el entorno de la empresa y realizaremos un análisis DAFO y PEST. Asimismo compararemos la situación de la empresa con sus principales competidores a partir de la elaboración de una base de datos propia y calcularemos los ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad, además de realizar el modelo econométrico Altman- Z-Score para conocer la predicción de riesgo de insolvencia de Gamesa.

Para finalizar realizaremos un análisis bursátil que nos permita analizar la tendencia de las acciones de Gamesa y calcularemos la Q de Tobin para conocer si las acciones de Gamesa están sobrevaloradas o infravaloradas.

Palabras clave: Estados financieros, ratios, sector eólico, crisis financiera, Z-Score.

ABSTRACT

Gamesa is one of the most important spanish companies in the wind sector. It is a firm wich is in the process of expansion and has reached the fifth position in the manufacturing of wind turbines in 2017 in the world.

The objetive of this proyect is to analyze the economic and financial situation of Gamesa and its evolution over the period 2009-2016, reflecting how the crisis has affected it and comparing its results with its main competitors.

To get our objetive, we will study the environment of the company and carry out a DAFO and PEST analysis. In addition, we eill compare the situation of the company with its main competitors from the elaboration of an own database, and we will caculate the liquidity, solvency, debt and profitability ratios.

Furthermore to performing the Altman-Z-Score econometric model to know Gamesa's prediction of insolvency risk.

Análisis económico-financiero de GAMESA.

Finally, we will carry out a stock market analysis, which allows us to analyze the trend of Gamesa's shares and we will calculate the Q of Tobin to know if Gamesa's shares are overvalued or undervalued.

Keywords: Financial statements, ratios, wind sector, financial crisis, Z-Score.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
1.1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL PROYECTO.....	6
1.2. OBJETIVO.....	7
1.3. DATOS Y METODOLOGIA	7
1.4. CONTENIDO DEL PROYECTO.....	9
2. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA EMPRESA	10
2.1. HISTORIA DE GAMESA	10
2.2. ENTORNO EN EL QUE OPERA GAMESA	11
2.2.1. Análisis PEST.....	11
2.2.2. Análisis DAFO	14
3. ANALISIS PATRIMONIAL.....	15
3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA	15
3.1.1. Activo no corriente	17
3.1.2. Activo corriente	18
3.2 ESTRUCTURA FINANCIERA	19
4. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	22
4.1. FONDO DE MANIOBRA	22
4.2. RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO.	23
5. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA	25
6. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO.....	27
7. ANÁLISIS DEL RESULTADO.....	29
7.1. ANÁLISIS DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN Y EBITDA	30
7.2. ANÁLISIS DEL RESULTADO FINANCIERO	32
8. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD	33
8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA	33
8.1.1. Rotación de activos.....	33
8.1.2. Margen de ventas.....	34
8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA	35
8.3. APALANCAMIENTO FINANCIERO	36
9. MODELO Z-SCORE.....	36
10. ANÁLISIS BURSÁTIL.....	38

10.1. EVOLUCIÓN BURSÁTIL	38
10.2. LA Q DE TOBIN	40
11. CONCLUSIONES	40
12. BIBLIOGRAFÍA	42
ANEXOS	45

1. INTRODUCCIÓN

1.1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL PROYECTO

En un contexto de fuerte desarrollo de las tecnologías renovables, la energía eólica se ha situado a la cabeza de este crecimiento. Tanto en España como en Europa, la electricidad procedente del viento está tomando cada vez mayor importancia.

De acuerdo a la Asociación Empresarial Eólica (2017), España es el tercer país de Europa en fabricación de aerogeneradores y el quinto a nivel mundial después de China, Estados Unidos, Alemania e India, además es el tercer exportador mundial de este tipo de productos.

A diferencia del éxito de la industria eólica a nivel internacional, este sector sigue sufriendo en el estancamiento de nuestro país derivado de la reforma energética, lo que ha ocasionado durante los últimos años que los fabricantes de aerogeneradores hayan exportado el 100% de la manufactura.

En 2016 España ha aumentado 38 MW en potencia de energía eólica, colocando a dicha energía en la segunda fuente de generación eléctrica en España, con una producción de 47.319 GWH y una cobertura de la demanda eléctrica de 19,3%, además la energía eólica en España aporta directa e indirectamente 2.731 millones de euros al PIB en el que representa el 0,25% (AEE 2017)

Debido al entorno económico existente y a la importancia de la energía eólica actualmente en el mundo, nos planteamos como trabajo de fin de grado analizar la situación económica financiera de una empresa de este sector para estudiar cómo ha evolucionado a lo largo de la crisis.

Los motivos por los que hemos elegido una empresa del sector eólico son los siguientes:

- La preocupación que nos despierta el grave peligro en el que se encuentra nuestro planeta debido al uso masivo de energías contaminantes, principalmente energías generadas con materiales fósiles. Dentro de la gran cantidad de alternativas en este campo apostamos por el uso de energías limpias y renovables, por ejemplo la energía eólica.
- La apuesta por una fuente de riqueza para nuestra región, ya que meteorología de Aragón se caracteriza por un viento intenso y de gran velocidad, que podrían utilizar

las empresas energéticas con gran profusión, generando recursos y empleo entre la población aragonesa.

Después de haber estudiado las diferentes empresas eólicas españolas hemos elegido Gamesa, S.A. (en adelante Gamesa), ya que es una de las principales empresas del sector eólico a nivel mundial.

Para llevar a cabo este estudio se va a realizar un análisis financiero, proceso mediante el cual se interpreta la información financiera de una empresa con objetivo de estudiar y calificar su situación pasada, presente y futura (Azofra 1995). Este análisis será de vital importancia en épocas de incertidumbre, y pretenderá aportar datos y valores para ayudar a los empresarios a tomar las decisiones más acertadas (Lev, 1978).

1.2. OBJETIVO

El objetivo de este proyecto es analizar la situación patrimonial, económica y financiera de Gamesa, así como su evolución durante el periodo 2009-2016. Para ello estudiaremos sus necesidades o capacidades de liquidez y solvencia de Gamesa, su nivel y composición de endeudamiento y su rentabilidad económica y financiera.

Sin embargo el análisis aislado de los estados financieros de una compañía es insuficiente para conocer el comportamiento de la misma. Para analizar dicho comportamiento es necesario estudiar a las empresas competidoras del sector en el que opera y realizar un análisis comparativo respecto a ellas (Bernstein 1984), por lo cual compararemos el estudio de Gamesa con sus principales competidoras.

A continuación se llevará a cabo un estudio sobre la solvencia futura de la entidad aplicando el modelo Z-Score de Altman, y para finalizar se realizará un análisis bursátil calculando la Q de Tobin.

1.3. DATOS Y METODOLOGIA

Para la consecución del objetivo planteado, es necesario previamente conocer las características de la empresa y del sector en el que opera, ya que sus políticas, comportamientos y resultados se ven condicionados por su entorno (Martínez 2012). Por ello, en la primera parte de este trabajo, se analiza la situación empresarial desde un punto de vista estratégico para conocer las ventajas competitivas y las variables externas que afectan a Gamesa. Este análisis se va a realizar mediante un análisis interno de la entidad a través de la técnica DAFO y un análisis del entorno general con un análisis PEST.

Posteriormente analizaremos las cuentas anuales no consolidadas de Gamesa. Para llevar a cabo dicho análisis se ha utilizado una metodología tradicional financiera, la cual emplea métodos como la composición estructural, la evolución de los estados financieros, el estudio de porcentajes verticales y horizontales y la técnica de los ratios financieros.

Los ratios utilizados para el estudio de la liquidez, solvencia, endeudamiento, rentabilidad y análisis bursátil son los siguientes:

Tabla1.1: Indicadores económico-financieros utilizados.

LIQUIDEZ A CORTO PLAZO	
Liquidez general	AC/PC
Liquidez inmediata (prueba ácida)	(AC-existencias)/PC
Ratio de tesorería	Disponible/PC
Fondo de maniobra	AC-PC

SOLVENCIA A LARGO PLAZO	
Solvencia	Activo/Pasivo
Autofinanciación	PN/AT
Cobertura	(PN+PNC)/ANC

ENDEUDAMIENTO	
Endeudamiento total	PT/PN
Endeudamiento c/p	PC/PN
Endeudamiento l/p	PNC/PN

RENTABILIDAD	
Rentabilidad económica	EBITDA/AT
Margen de ventas	EBITDA/Ventas
Rotación de activos	Ventas/AT
Rentabilidad financiera	Bº neto/ PN
Apalancamiento financiero	(EBT/EBIT)/(AT/PN)

ANÁLISIS BURSÁTIL	
Q de Tobin	Valor de mercado/ Valor contable

Fuente: Elaboración propia.

Autores como Brealey, et al (1999), indican que un análisis financiero carece de importancia si no es incluido en un marco de actuación y comparado con empresas que operan en el mismo sector. Para ello se lleva a cabo una comparativa sectorial, en la cual se van a comparar los ratios de Gamesa con sus principales competidoras Fersa Energías Renovables, que al igual que Gamesa su principal fuente de actividad es la energía eólica y Acciona Energía, que tiene una mayor diversificación en sus actividades, por lo que las cifras de negocios son mayores que las de Gamesa.

El motivo por el que se han seleccionado estas dos empresas es su activo, siendo la partida predominante en las tres compañías las inversiones en empresas del grupo y asociadas, tanto a largo como a corto plazo.

Hemos querido completar nuestro trabajo con la aplicación de técnicas multivariantes a través del modelo Z-Score de Altman (1968), ya que el método tradicional ha sido cuestionado por autores como Galeano (2011) e Ibarra (2006) quienes defendían que la técnica de ratios financieros tiene una capacidad limitada para predecir el éxito o fracaso de una empresa. Asimismo, autores como Goxens y Gay (1999) se plantean la necesidad de dejar paso a un nuevo concepto de análisis prospectivo para así poder estimar y predecir el futuro de una empresa a través de métodos estadísticos.

Para perfeccionar nuestro estudio se ha realizado un análisis bursátil y el cálculo del ratio de Q de Tobin, para conocer si la empresa es atractiva para los actuales accionistas, además de ser capaz de atraer a nuevos inversores.

Para finalizar, aclarar, que el cálculo de los ratios, así como el desarrollo de afirmaciones y conclusiones durante el proyecto está respaldado y basado en la información incluida en los estados financieros de Gamesa correctamente auditados y en La Bolsa de Madrid.

1.4. CONTENIDO DEL PROYECTO

Hemos estructurado el contenido del proyecto de la siguiente forma:

- El siguiente punto consta de un breve resumen de la historia de Gamesa y un estudio del sector en el que opera a nivel nacional e internacional en los últimos años. Además se lleva a cabo un análisis DAFO y un análisis PEST.

- En la sección 3 se realiza un análisis patrimonial de la compañía para conocer su estructura económica y financiera.
- En las partes cuarta, quinta y sexta se estudia la situación de liquidez, solvencia y endeudamiento de Gamesa.
- En el séptimo punto se estudiarán los resultados que ha obtenido la empresa durante el periodo objeto de estudio, así como un análisis de los gastos y de la evolución de las ventas.
- La octava parte corresponde al análisis de la rentabilidad económica y financiera.
- En la novena parte se aplicará el modelo Z-Score de Altman al caso de Gamesa.
- Por último lleva a cabo un análisis bursátil de Gamesa.

2. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA EMPRESA

La empresa, según Garrido (2003), es un sistema abierto que necesita conocer la situación de su entorno y cómo va a evolucionar, y de esta forma estar preparada para tomar las decisiones oportunas anticipándose a la competencia y adaptándose al sector mitigando los aspectos negativos y aprovechándose de los positivos para así poder conseguir una ventaja competitiva. Por este motivo es tan importante analizar la empresa en su ámbito interno y externo.

2.1. HISTORIA DE GAMESA

Gamesa nació en el año 1976 bajo la denominación Grupo Auxiliar Metalúrgico, operaba en actividades de construcción y comercialización de máquinas e instalaciones industriales, así como en la automoción y desarrollo de nuevas tecnologías para actividades emergentes como robótica, microelectrónica, medioambiente y materiales compuestos.

Especializándose en energías renovables y en aeronáutica en 1994 se crea Gamesa Eólica, para posteriormente adentrarse en la promoción, construcción y venta de parques eólicos, así como en la venta de las demás energías renovables.

En la siguiente década, Gamesa llevó a cabo una consolidación global, con proyectos en países como Portugal, Italia, Francia, Grecia, Alemania, Irlanda, Reino Unido, Estados Unidos, China y México. Por otro lado, en 2001, la compañía salió a la bolsa Española y formó parte del IBEX 35, en este punto comenzó a centrarse en tecnologías para la industria de energías renovables, haciendo especial hincapié en la energía eólica.

En marzo de 2017 arranca la fusión de Gamesa y Siemens, surgiendo Siemens Gamesa Renewable Energy mediante una fusión por absorción en la que Siemens es la sociedad absorbida y Gamesa la absorbente, a partir de aquí se crea el segundo mayor fabricante de aerogeneradores mundial.

Después de tantos cambios, actualmente el Grupo Gamesa se determina como un grupo fabricante y suministrador de productos, instalaciones y servicios tecnológicamente avanzado en el sector de la energía renovable, además incluye servicios de mantenimiento.

2.2. ENTORNO EN EL QUE OPERA GAMESA

2.2.1. Análisis PEST

Peng y Baptista (2007) explican que unos de los principales análisis del entorno general o macroentorno es el análisis PEST, siglas que hacen referencia a los factores político-legales, económicos, sociales y tecnológicos que afectan a la entidad. Estos factores pueden considerarse factores macroambientales y su utilidad consiste en la suposición de que el éxito de una empresa no se puede obtener sin conocer el entorno que lo rodea. Por lo que el análisis PEST nos ofrece una visión global para evaluar el ambiente externo facilitando al empresario la toma de decisiones y la gestión empresarial.

Factores políticos

- La política del gobierno sobre las energías renovables no es la más favorecedora para Gamesa, ya que las subvenciones que instauró Rodríguez Zapatero, han sido suprimidas en el año 2012.
- En 2010 se trató de mantener el compromiso de cubrir con fuentes renovables al menos el 12% del consumo total de energía primaria, con esta idea aumentó el objetivo de energía eólica de 9.000 MW a 20.155 MV
- La política fiscal restrictiva implantada para reducir el déficit en España, también afecta al sector de las energías renovables, en consecuencia a la reducción de I+D a favor de este sector.

Factores económicos

- Reducción de los tipos de interés en los últimos años, por lo que las empresas se podían financiar a un menor coste.
- La energía eólica aporta 3.000 millones de euros anuales al PIB y supone un 0,3% del PIB nacional (Fuente Plan de Relanzamiento de la Industria Eólica 2012)
- La deflación actual provoca la bajada de valor de los activos tangibles de la empresa, como pueden ser los solares, molinos o infraestructuras.
- Se debe tener en cuenta los tipos de cambio respecto al euro, ya que el valor de las ventas dependerá de las apreciaciones o depreciaciones de las monedas.
- El Centro Internacional para el Arreglo de Diferencias sobre Inversiones (Ciadi 2017) ha multado a España con 128 millones de euros, más intereses, por los perjuicios que el recorte de las primas a las renovables causó a tres plantas termosolares instaladas por el fondo británico Eiser Infrastructure.

Factores socio-culturales

- A Gamesa le favorece la preocupación social por el medio ambiente de forma positiva, ya que cada vez se hace más evidente el calentamiento global y el efecto invernadero provocado por la emisión de gases contaminantes.
- La reducción del poder adquisitivo y de nivel de renta per cápita derivado de la crisis, provoca una reducción de la demanda doméstica de campos energéticos.
- La energía eólica da empleo a unos 20.000 trabajadores, directa o indirectamente (datos estimados por AAEE 2014).
- Gamesa se sitúa en países donde la energía eólica es vista como una oportunidad de futuro frente a las energías fósiles. (España, Brasil China e India).

Factores tecnológicos

- Gamesa se 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.
- En España en los últimos años, como consecuencia de la maduración del mercado español y del crecimiento en paralelo del mercado internacional, las empresas han ido avanzando hacia un proceso de internacionalización creciente. (Datos AEE 2015)

- En el sector español existe toda la cadena de suministro con presencia local, lo que ha permitido consolidar productos, además de una integración de las empresas en distintas actividades. (Datos AAEE 2015).

Factores legales

- En enero de 2012, con el fin de que acometer la resolución del problema del elevado déficit tarifario¹ del sistema eléctrico en un entorno más favorable, se aprobó el Real Decreto-ley 1/2012, por el cual se suspenden los incentivos económicos para los proyectos encaminados a la instalación de nuevas plantas de producción de energía eléctrica por medio de fuentes renovables, cogeneración y residuos. (Fuente: BOE)

La conclusión a la que se ha llegado a través del análisis PEST realizado anteriormente es que el principal factor del entorno general que afecta al sector de energías renovables es el factor legal, concretamente los cambios del marco regulatorio respecto a las renovables. Dada la importancia del factor, a continuación procedemos a explicarlo con mayor profundidad.

Hasta 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 energía primaria demandada. 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 las energías renovables, de la cual la mitad provendría de la energía eólica.

Sin embargo, esto ha venido cambiando durante los últimos años, ya que el sector de las renovables no ha podido escapar de los recortes presupuestarios llevados a cabo por el gobierno. Concretamente el Ministerio de Industria ha puesto una moratoria a las primas del sector, que ha supuesto una reducción de 608 millones de euros en concepto de subvenciones.

Por ello las grandes compañías españolas del sector, entre las que se encuentra Gamesa, buscan 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.

¹Diferencia entre el monto total recaudado a través de los peajes de acceso a las redes y cargos (precios regulados que fija la Administración y pagan los consumidores por acceder al Sistema) y los costes reales asociados a dichas tarifas (costes de transportar, distribuir, subvencionar...)

2.2.2. Análisis DAFO

A continuación realizaremos un análisis cualitativo de la situación en la que se encuentra la entidad y el posible desempeño de la misma en los próximos años.

Para realizar dicho análisis, se ha realizado una matriz DAFO de Gamesa, la cual permite comparar y enfrentar las amenazas y oportunidades externas del entorno con las fortalezas y debilidades de la empresa para conseguir una gestión estratégica adecuada (Koontz y Weihrich, 2004). Este análisis se divide en cuatro apartados, debilidades, fortalezas, oportunidades y amenazas, representados en la siguiente tabla:

Tabla 2.1: Análisis DAFO

Fortalezas	<ul style="list-style-type: none">• Buen posicionamiento en el mercado.• Buena imagen de marca.• Empresa socialmente responsable.• Experiencia en el sector
Debilidades	<ul style="list-style-type: none">• Menor deficiencia respecto a otras energías.• Poca diversificación del negocio.• Incertidumbre en la producción: intermitencia y falta de predictibilidad del viento
Oportunidades	<ul style="list-style-type: none">• Mayor preocupación por el medio ambiente de los consumidores y los políticos.• Crecimiento de la demanda de energía eólica.• Incipiente desarrollo de la instalación de parques eólicos marinos.• Incremento del coste de los combustibles fósiles.
Amenazas	<ul style="list-style-type: none">• Cambios regulatorios, supresión de primas eólicas.• Avances tecnológicos en otras energías limpias.• Empresas ya consolidadas en los mercados que desea acceder Gamesa.• Agotamiento de las zonas aptas para instalar aerogeneradores en tierra.

Fuente: Elaboración propia.

3. ANALISIS PATRIMONIAL

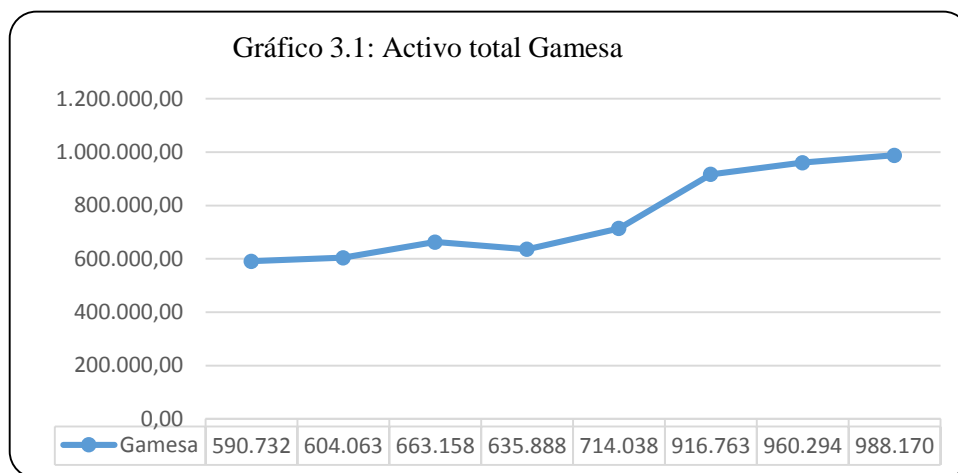
En este apartado vamos a analizar cómo están estructurados los activos de Gamesa y su financiación a lo largo del periodo de estudio 2009-2016.

Autores como Fernández (1986) opinan que es importante el estudio de la evolución y estructura del balance, por ser una técnica que permite conocer cómo están distribuidos los elementos de la estructura empresarial y los cambios sufridos a lo largo del tiempo.

Por esta razón, a continuación, se estudiara la estructura de las principales masas patrimoniales a través de los porcentajes verticales, los cuales según Archel, et al (2012), indican la importancia relativa de las diferentes partidas dentro del balance respecto a su perteneciente nivel superior, además permite la identificación de las partidas más significativas en la empresa, para posteriormente compararlas tanto a lo largo del tiempo como con otras empresas.

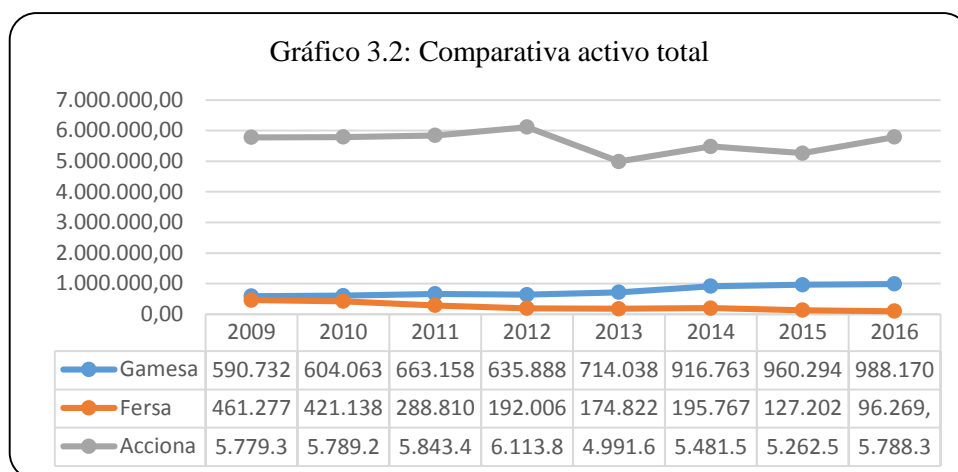
3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA

En el gráfico 3.1 se muestra la cifra total de activo de Gamesa y su evolución en los siete años de estudio.



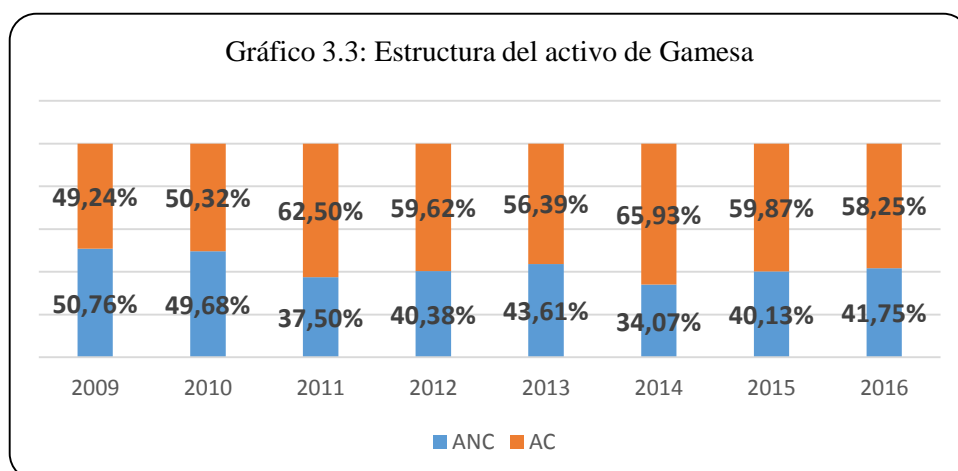
Fuente:Elaboración propia.

En comparativa con sus competidores Fersa y Acciona, observamos en el gráfico 3.2 como Gamesa es la única empresa que se mantiene estable durante los años de la crisis, llegando a aumentar su activo a partir del año 2012, debido a un incremento de las inversiones en empresas del grupo y asociadas, tanto a corto como a largo plazo



Fuente:Elaboración propia.

Para profundizar en el análisis del activo de estas compañías, vamos a realizar un análisis vertical de su composición dividiéndolo en activo no corriente y corriente y al mismo tiempo estudiaremos las partidas que componen cada tipo de activo.



Fuente: Elaboración propia.

El gráfico 3.3 nos muestra como la composición del activo de Gamesa en los años de inicio de la crisis mantiene una situación equilibrada entre su activo no corriente y corriente, pero del año 2009 al 2011 aumenta un 26% su activo corriente por el incremento de inversiones financieras a corto plazo, derivadas principalmente de intereses de préstamos a corto plazo (Nota 10 de la memoria).

Sin embargo este aumento es mayor desde el año 2009 al 2014 siendo de un 33% debido al incremento de los créditos concedidos a las empresas del grupo a corto plazo.

Por lo que se concluye que Gamesa cuenta en su mayoría con activos corrientes.

Gráfico 3.4: Estructura del activo de Fersa

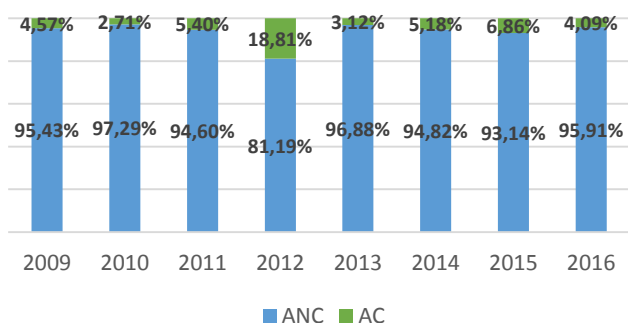
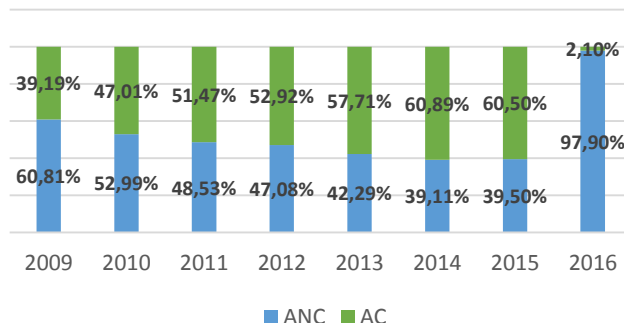


Gráfico 3.5: Estructura del activo de Acciona



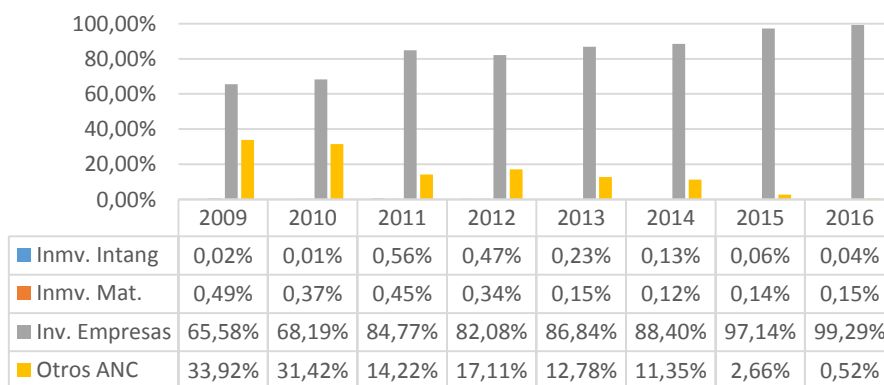
Fuente: Elaboración propia.

Al comparar la estructura del activo de Gamesa con el de su competidora Fersa, observamos en el gráfico 3.4 como la mayoría del activo de Fersa es a largo plazo, caso contrario al de Gamesa

El gráfico 3.5 nos muestra como la estructura del activo de Acciona cambia a lo largo de los años de estudio, contando con una estructura igual a la de Gamesa del 2011 al 2015; Sin embargo en el resto de los años la mayor parte del activo es a largo plazo, produciéndose un aumento del 70% en el último año.

3.1.1. Activo no corriente

Gráfico 3.6: Composición ANC de Gamesa



Fuente:Elaboración propia.

Analizando el activo no corriente en el gráfico 3.6 vemos como las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo aumentaron drásticamente en el año 2011, el motivo de dicho incremento se corresponde principalmente con los instrumentos de patrimonio propio

concedidos por Gamesa a sus filiales para realizar pagos a empleados con dichos instrumentos (Nota 9 de la memoria)

En relación al activo intangible, podemos destacar el incremento importante en dichos activos a partir de 2011, debido a la adquisición de licencias de programas informáticos. (Nota 6 de la memoria)

Gráfico 3.7: Composición ANC de Fersa

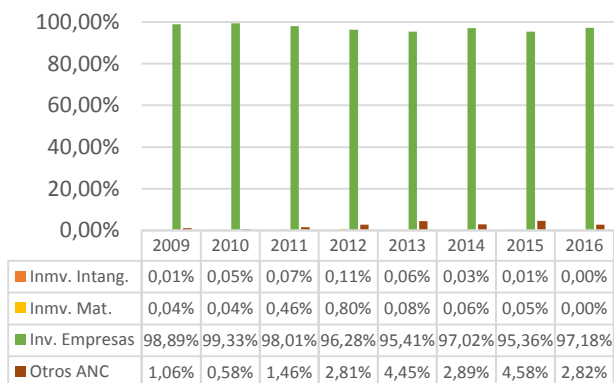
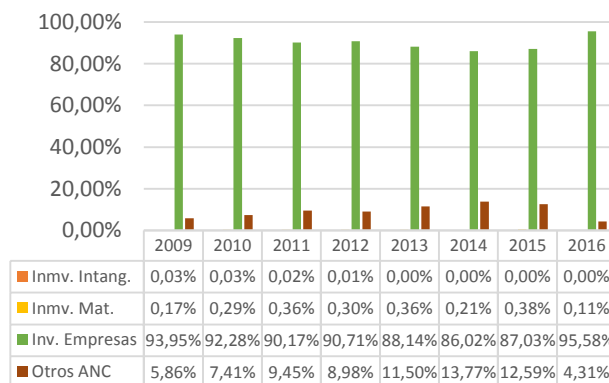


Gráfico 3.8: Composición ANC de Acciona

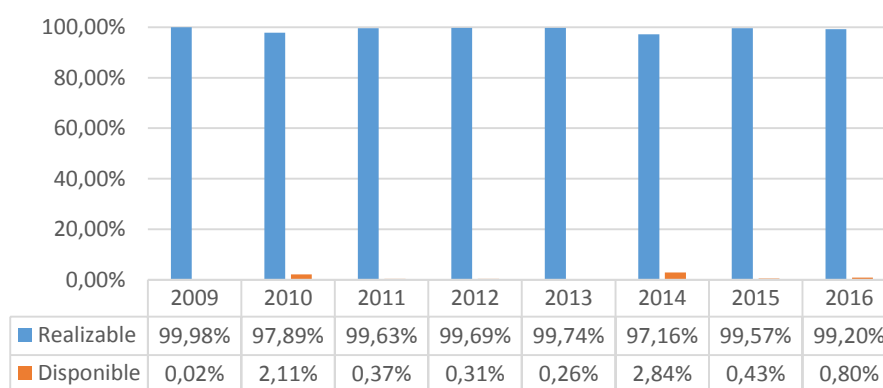


Fuente: Elaboración propia.

A sí mismo, en los gráficos 3.7 y 3.8 resalta del activo no corriente de estas empresas energéticas, al igual que en Gamesa, la enorme importancia de las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, las cuales principalmente realizan la actividad productiva.

3.1.2. Activo corriente

Gráfico 3.9: Composición del AC de Gamesa



Fuente: Elaboración propia.

Desglosando el activo corriente de Gamesa en el gráfico 3.9 llama la atención la gran cantidad de realizable frente al disponible, debido a que Gamesa genera la mayor parte de sus ingresos a través de las participaciones en sus sociedades filiales.

Para finalizar, resaltar la pequeña la cantidad de disponible, principalmente porque los gastos generales, básicos y fundamentales los realiza a través de sus empresas de grupo, por tanto no precisa disponer cantidades importantes en efectivo.

Realizando la comparativa con sus competidoras podemos observar en los gráficos 3.10 y 3.11 como la partida más importante es el realizable, debido a las inversiones financieras a corto plazo que realizan todas ellas en las empresas del grupo y asociadas, excepto para Fersa en el año 2012, donde el elemento más importante son los activos no corrientes mantenidos para la venta. Este hecho se debe a la venta de sus filiales en Polonia (Nota 9 de la memoria).

Gráfico 3.10: Composición AC de Fersa

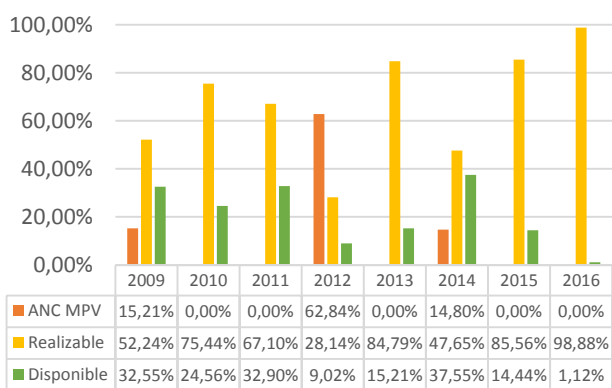
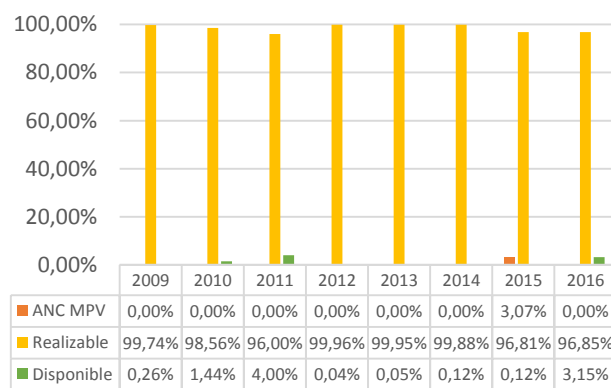


Gráfico 3.11: Composición AC de Acciona

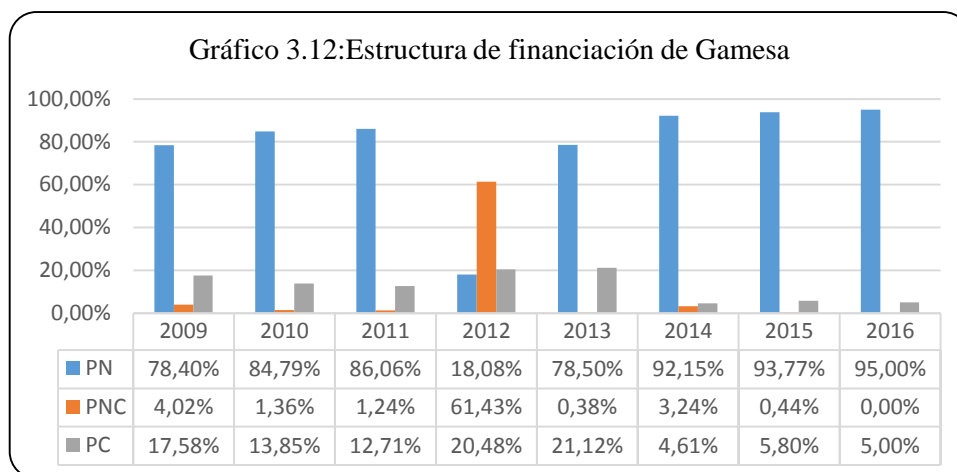


Fuente: Elaboración propia.

Por tanto se puede concluir que Gamesa es la única empresa que mantiene estable el activo total en todo el periodo de estudio, contando con la mayor parte del mismo a corto plazo en los siete años analizados.

3.2 ESTRUCTURA FINANCIERA

Una vez analizada la estructura económica de Gamesa es importante conocer como se ha financiado, para así determinar cuáles han sido los medios necesarios para el funcionamiento de la empresa. (Sanz, 2001). De esta forma conoceremos si la empresa se ha financiado a través de terceros o de recursos propios. Para ello se muestra a continuación la estructura de financiación seguida por Gamesa.



Fuente: Elaboración propia.

Observando toda la serie estudiada en el gráfico 3.12 podemos destacar que el patrimonio neto es porcentualmente el mayor elemento de financiación de la empresa, salvo en 2012, periodo crítico y álgido de la crisis en España, cuando Gamesa obtiene unos resultados negativos, de los que hablaremos más adelante en el análisis del resultado; Además ese mismo año aumenta el pasivo no corriente drásticamente debido a un incremento de las provisiones de riesgos y gastos de inversión en empresas del grupo (Nota 13 de la memoria).

Al año siguiente el patrimonio de Gamesa aumenta de forma significativa, ya que se realiza una ampliación de capital totalmente liberado con cargo a reservas de libre disposición (Nota 12 de la memoria). En este año también se reduce de forma considerable el pasivo no corriente, ya que se reducen totalmente las provisiones de riesgo y gastos de inversión en empresas del grupo (Nota 13 de la memoria).

Destacar también como a partir de 2014, donde España empezó a recuperarse de la crisis, como el pasivo corriente se redujo considerablemente y el pasivo no corriente llega a desaparecer en 2016, ya que la deuda a largo plazo reflejada en el año 2015, ha sido registrada en 2016 como deuda a corto plazo.

En cuanto a la estructura de financiación seguida por sus competidoras, observamos en los gráficos 3.13 y 3.14 como estas dos compañías a lo largo del periodo de estudio siguen una estructura similar a la de Gamesa, contando las tres compañías con un elevado volumen de patrimonio neto.

Gráfico 3.13: Estructura de financiación de Fersa

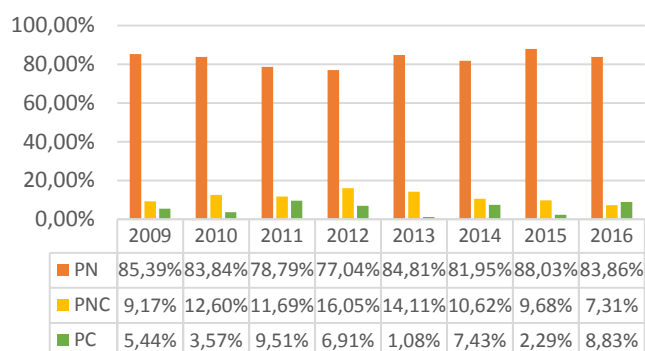
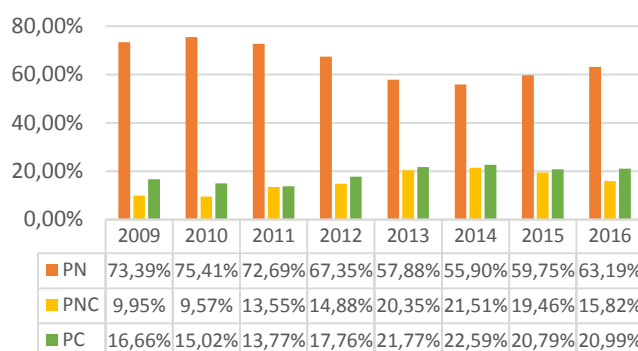


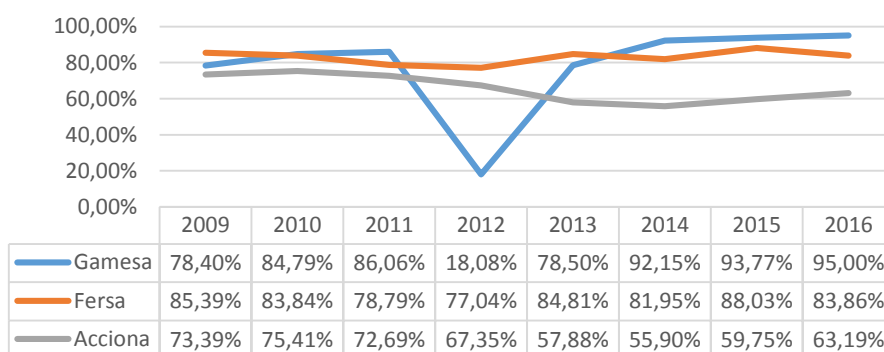
Gráfico 3.14: Estructura de financiación de Acciona



Fuente: Elaboración propia.

Por último se va a estudiar la proporción de fuentes de financiación de las tres empresas objeto de estudio. Para ello se van a comparar los recursos propios y ajenos de estas empresas con el total de fuentes de financiación.

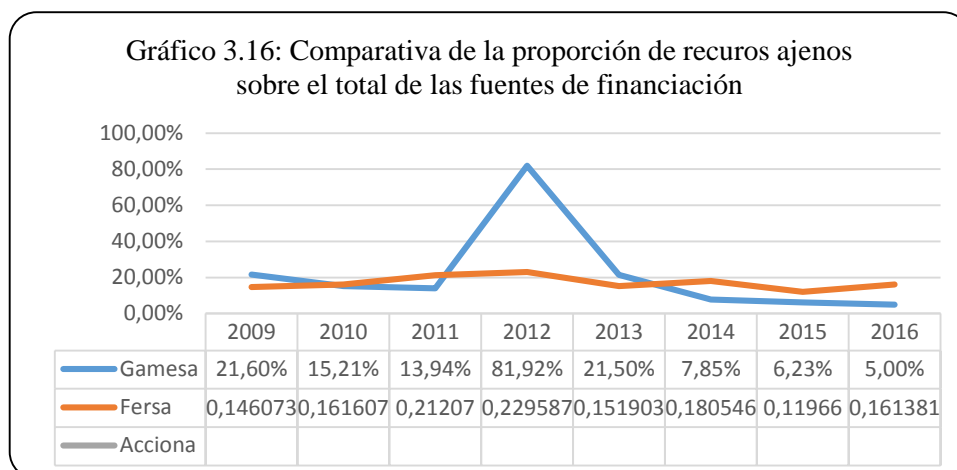
Gráfico 3.15: Comparativa de la proporción de recursos propios sobre el total de las fuentes de financiación



Fuente: Elaboración propia.

Comparando la proporción de recursos propios sobre el total de recursos de financiación del gráfico 3.15, Fersa y Acciona han tenido pocas oscilaciones a lo largo de los años de estudio, los cuales aunque han correspondido con una gran crisis. En cambio Gamesa ha tenido mayores oscilaciones durante el periodo estudiado, llamando la atención los años 2012 y 2013.

Por otro lado, analizando el gráfico 3.16 se deduce que la situación de endeudamiento de Gamesa es mejor a partir del año 2013 que la de sus competidoras. El hecho de que la proporción de recursos ajenos sea menor que sus competidoras le proporciona una mejor situación con una gran posibilidad de endeudamiento a la hora de necesitar futuras inversiones.



Fuente:Elaboración propia.

Por tanto se puede concluir que Gamesa se financia a través de fondos propios en mayor medida que sus competidoras, por lo que su situación de endeudamiento será más favorecedora.

4. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

En este apartado se analiza la capacidad que tiene una empresa para afrontar sus compromisos a corto plazo. Según Bernstein (1984), si una empresa no puede hacer frente a su obligaciones pendientes a su vencimiento a corto, su existencia a corto plazo está en peligro, lo que relega las demás medidas de rendimiento a un lugar secundario, sino irrelevante. Además la evaluación de la liquidez a corto plazo está relacionada con la evolución de riesgo financiero.

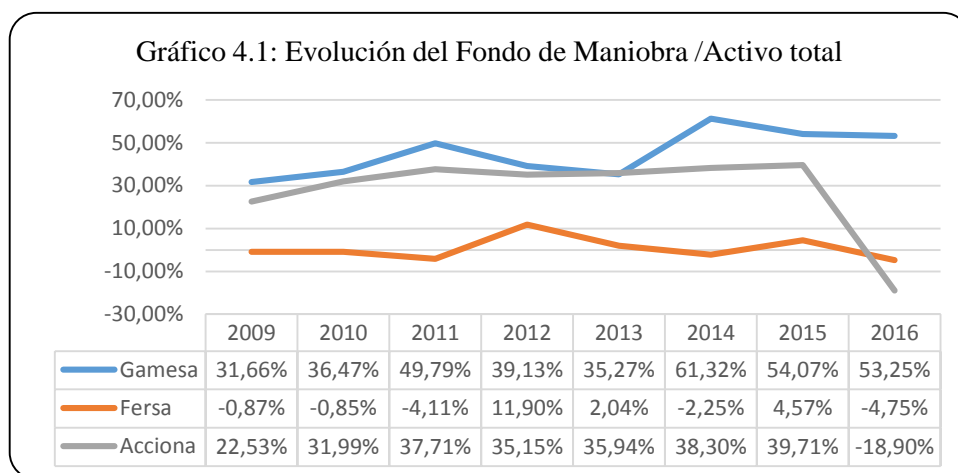
Este análisis se va a dividir en dos partes. Por un lado se analizara el fondo de maniobra de Gamesa, y por otro lado analizaremos los principales ratios de liquidez a corto plazo.

Además, tanto el fondo de maniobra como los ratios de liquidez serán comparados con el sector.

4.1. FONDO DE MANIOBRA

Según Amat Salas (2005) “el fondo de maniobra lo integran los recursos financieros de carácter permanente de la empresa que quedan después de financiar el activo fijo o inmovilizado” Por ello se puede afirmar, según Calleja (2008), que el fondo de maniobra es un concepto de pasivo.

Veamos los resultados para las tres empresas presentados en terminos relativos para una mayor representatividad.



Fuente:Elaboración propia.

En el gráfico 4.1 se realiza una comparativa del fondo de maniobra de Gamesa con sus empresas competidoras. Como se puede observar, Gamesa presenta un fondo de maniobra mayor que el de sus competidoras y positivo en todos años de estudio, esto nos quiere decir que parte del activo corriente es financiado con pasivos a corto y el resto de activo circulante con capitales permanentes; Por el contrario, Fersa tiene un fondo de maniobra negativo en la mayoría de los años objeto de estudio, lo cual dificultaría sus pagos a corto plazo, aunque no sería un grave problema, puesto que sus inversiones y demás elementos del activo son muy importes. Lo mismo le sucede a Acciona en 2016, ya que dicho año la mayoría de los activos que posee Acciona son a largo plazo.

4.2. RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO.

Los ratios que tratan de estudiar la liquidez, son herramientas que explican la situación de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo. La liquidez es la posesión de efectivo de la empresa, necesario en el momento oportuno, que le permita hacer frente a los pagos de los compromisos contraídos con anterioridad. (Hammi, 2014)

Tabla 4.1: Ratios de liquidez a corto plazo de Gamesa.

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	AC/PC	2,80	3,63	4,92	2,91	2,67	14,32	10,32	11,64
Liquidez inmediata	(AC-exist.)/PC	2,80	3,63	4,92	2,91	2,67	14,32	10,32	11,64
Ratio de tesorería	Disponible/PC	0,05%	7,67%	1,82%	0,91%	0,70%	40,68%	4,41%	9,34%

Fuente: Elaboración propia.

Comenzaremos estudiando el ratio de liquidez general que proporciona una primera aproximación a la liquidez de la empresa, cuanto mayor sea su valor, menor es el riesgo de crédito a corto plazo (Merchante, 2005)

Durante el período estudiado podemos observar en la tabla 4.1 que Gamesa presenta un ratio de liquidez positivo, siendo más elevado a partir del año 2014.

A continuación analizaremos el ratio de liquidez inmediata, que indica la capacidad de una empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo sin vender las existencias (Martínez y Somohano, 2002)

Este ratio es idéntico al de liquidez general porque Gamesa no tiene existencias en su activo, ya que vierte la electricidad directamente a la red, por lo que se puede observar que Gamesa puede solventar sus deudas a corto plazo únicamente con el realizable y el disponible.

Por último vamos a estudiar el ratio de tesorería que mide la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo y a vencimiento únicamente con el activo más líquido, el disponible.

Se puede observar que no llega en ningún momento a la unidad, a pesar del aumento realizado después de los momentos más duros de la crisis, por lo que se puede afirmar que Gamesa con el disponible no puede afrontar sus deudas a corto plazo.

Tabla 4.2 : Ratios de liquidez a corto plazo de Fersa.

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	AC/PC	0,84	0,76	0,57	2,72	2,89	0,70	3,00	0,46
Liquidez inmediata	(AC-exist.)/PC	0,84	0,76	0,57	2,72	2,89	0,70	3,00	0,46
Ratio de tesorería	Disponible/PC	27,36%	18,69%	18,69%	24,55%	43,92%	26,17%	43,27%	0,52%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4.3 : Ratios de liquidez a corto plazo de Acciona.

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	AC/PC	2,35	3,13	3,74	2,98	2,65	2,69	2,91	0,10
Liquidez inmediata	(AC-exist.)/PC	2,35	3,13	3,74	2,98	2,65	2,69	2,91	0,10
Ratio de tesorería	Disponible/PC	0,62%	4,52%	14,97%	0,11%	0,12%	0,31%	0,36%	0,31%

Fuente: Elaboración propia.

Si comparamos la situación de liquidez a corto plazo de Gamesa con la de sus empresas competidoras, podemos observar en las tablas 4.2 y 4.3 como estas dos últimas tienen una menor capacidad para pagar sus deudas a corto plazo con los recursos que disponen.

En el caso de Fersa hay momentos puntuales en los que el ratio de liquidez no llega a la unidad, hecho significativo de que sus pasivos corrientes son mayores que sus activos corrientes, por

lo que en dichos años Fersa no podría hacer frente a sus obligaciones con sus recursos a corto plazo; Por el contrario, la liquidez de Acciona se mantiene constante a lo largo del periodo de estudio, excepto en el último año, cuando Acciona aumenta de forma significativa su activo no corriente.

Respecto al ratio de prueba ácida, los valores son semejantes a los comentados anteriormente, ya que en estas empresas generadoras de energía no hay existencias, debido a que las entidades analizadas vierten la electricidad directamente a la red.

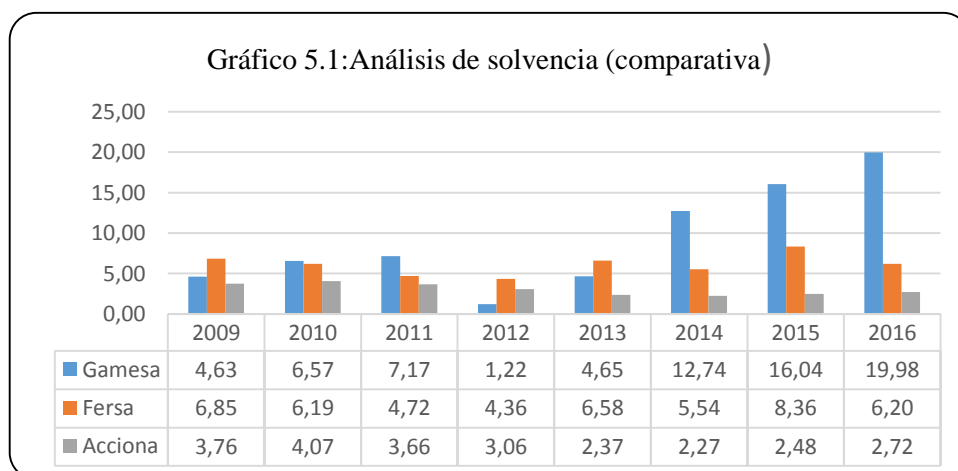
El ratio de activo disponible también nos indica que la situación de liquidez a corto plazo es mejor para Fersa, excepto en los años 2014 y 2016 en los que destaca Gamesa. Sin embargo en todas compañías estudiadas el ratio de tesorería, en ningún momento llega a la unidad, por lo que únicamente con el disponible ninguna de estas empresas podría afrontar sus compromisos a corto plazo

5. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

De acuerdo con Garrido (2010), la situación financiera a largo plazo determinará si una empresa es estable o inestable, entendiendo por estable a aquella empresa que es capaz de financiar las inversiones fijas y parte de las existencias con recursos permanentes.

En este estudio el aspecto clave es la solvencia, que según García Fernández (1992), determina la capacidad de la empresa para atender sus compromisos de pago. Este análisis se va a llevar a cabo a través del ratio de solvencia, autofinanciación y el ratio de cobertura, a la vez que se comparará con las empresas competidoras

El análisis de solvencia implica analizar la composición de los activos de la empresa, pero primordialmente cómo estos están financiados.



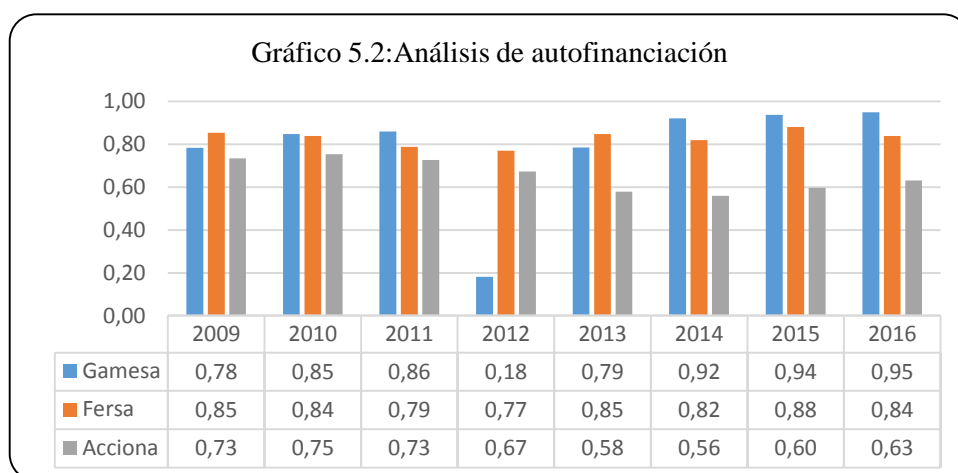
Fuente: Elaboración propia.

Si comparamos los valores de solvencia de Gamesa con los seguidos por sus competidoras, vemos en el gráfico 5.1 como Gamesa es a partir de 2014 la empresa con una mayor solvencia, siendo la misma muy elevada.

Gamesa es la empresa con menor solvencia en el año 2012, momento a partir del cual la entidad va recuperando e incrementando su solvencia con el paso de los años, debido a que el patrimonio neto se va acrecentando año tras año y los pasivos disminuyendo, fortaleciendo así la estructura empresarial de Gamesa.

Cabe resaltar, que tanto Gamesa como las dos empresas competidoras son compañías solventes, ya que los activos totales son superiores al exigible total, por tanto son capaces de afrontar todas las deudas.

Por otro lado, el ratio de autofinanciación muestra al cantidad de activos que la empresa financia con recursos propios.



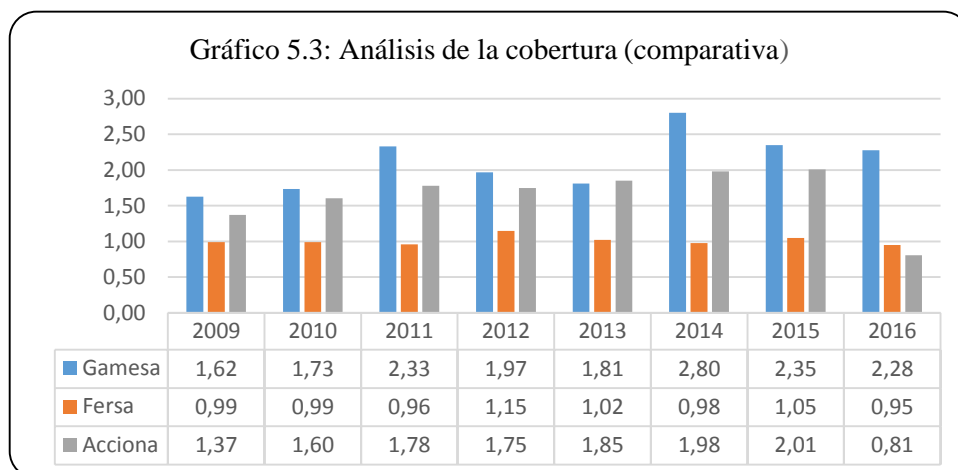
Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el gráfico 5.2 Gamesa, cuenta con un porcentaje de autofinanciación de activos muy elevado, el cual se va incrementando a lo largo del periodo objeto de estudio, lo que nos recalca la buena situación financiera de la empresa. En comparación con sus competidoras, Fersa y Gamesa son las empresas con mayor autofinanciación, a excepción del año 2012, momento más duro para Gamesa, en el cual disminuyen sus recursos propios al obtener resultados negativos.

Concluir que tres empresas comparadas tienen un grado de autofinanciación elevado, lo que nos indica la buena situación financiera con la que cuentan.

Por ultimo, el ratio de cobertura nos muestra la capacidad que tiene la empresa para financiar el activo no corriente con sus recursos permanentes. Este análisis nos indicará la supuesta correcta estructura financiera de una empresa (Cuervo y Rivero, 1986).

En el gráfico 5.3 se muestran los altos valores de cobertura que tiene Gamesa, los cuales nos indican la existencia de un fondo de maniobra positivo, ya que se trata una empresa que no financia sus activos no corrientes con pasivos corrientes, debido a que los recursos permanentes son suficientes para financiar la totalidad de los activos a largo plazo.



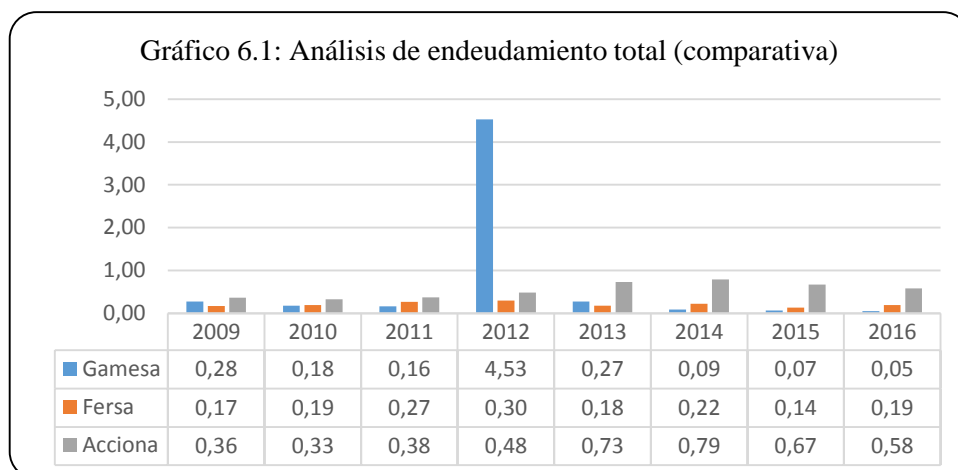
Fuente:Elaboración propia.

Al comparar estos valores con Fersa y Acciona, vemos como estas cuentan con un ratio de cobertura menor, lo que nos demuestra que se trata de empresas con una estructura financiera peor que la de Gamesa.

6. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO

En este apartado analizaremos el nivel de endeudamiento con el que cuenta Gamesa, así como la composición del mismo, ya que no llegaremos a la misma conclusión si una empresa está endeudada pero dispone de un plazo suficientemente largo para devolverla y además genera mucho efectivo, que si una empresa está muy endeudada y además debe devolver la deuda en un plazo muy corto y no genera efectivo. (Garrido e Íñiguez 2010)

Para realizar el análisis del endeudamiento vamos a utilizar tres ratios: endeudamiento total, a corto y a largo plazo. Además, este análisis será comparado con el de las dos compañías en estudio para conocer la situación de Gamesa dentro del sector.



Fuente:Elaboración propia.

Por un lado, como ya se ha visto en el análisis patrimonial de Gamesa, esta empresa cuenta con un mayor volumen de recursos propios que ajenos. Esto hace que, como se puede observar en el gráfico 6.1, el ratio de endeudamiento total es muy bajo, a excepción del año 2012, en el cual la empresa cuenta con un menor volumen de recursos propios.

En comparativa con las empresas competidoras, vemos como estas cuentan con un nivel de endeudamiento mayor, aunque no superior a la unidad, por lo que se puede decir que las tres entidades tienen unos recursos propios superiores a los ajenos.

Tabla 6.1: Composición del endeudamiento de Gamesa

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	PC/PN	0,22	0,16	0,15	1,13	0,27	0,05	0,06	0,05
Endeudamiento l/p	PNC/PN	0,05	0,02	0,01	3,40	0,00	0,04	0,00	0,00

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.2: Composición del endeudamiento de Fersa

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	PC/PN	0,06	0,04	0,12	0,09	0,01	0,09	0,03	0,11
Endeudamiento l/p	PNC/PN	0,11	0,15	0,15	0,21	0,17	0,13	0,11	0,09

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.3: Composición del endeudamiento de Acciona

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	PC/PN	0,23	0,20	0,19	0,26	0,38	0,40	0,35	0,33
Endeudamiento l/p	PNC/PN	0,14	0,13	0,19	0,22	0,35	0,38	0,33	0,25

Fuente: Elaboración propia

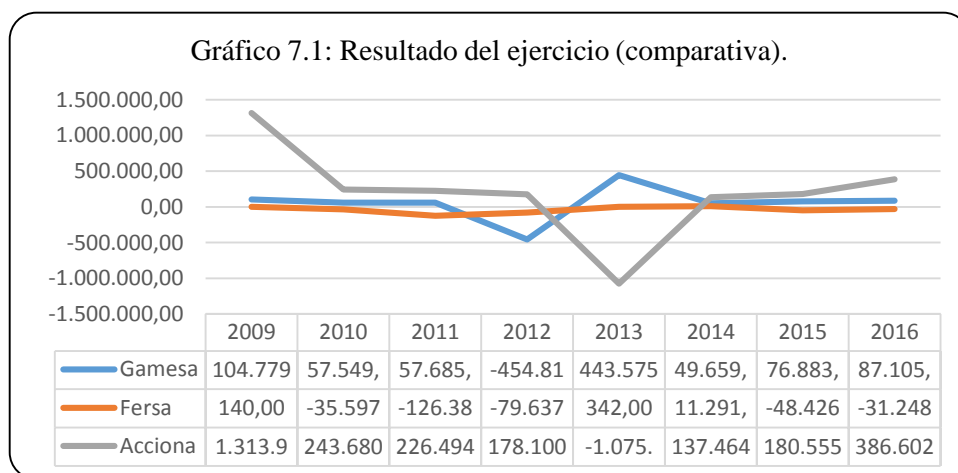
Por otro lado, como ya se ha visto anteriormente, Gamesa cuenta en su mayor parte con endeudamiento a corto plazo, al igual que Acciona y a diferencia de Fersa quien cuenta con deudas en su mayor parte a largo plazo.

No obstante, la existencia de deudas en su mayoría a corto plazo no tiene porque entenderse como un motivo de mala situación económica, puesto que según, Flannery (1986) y Kale y Noe (1990) las compañías con proyectos de inversión de alta calidad utilizan recursos ajenos a corto plazo para transmitir al mercado sus buenas perspectivas.

7. ANÁLISIS DEL RESULTADO

Para conocer la renta generada por Gamesa durante el periodo de estudio se va a analizar la Cuenta de Pérdidas y Ganancias presentada según el formato del Plan General de Contabilidad Español, la cual según González (2010) se trata del documento que recoge los flujos económicos que se han producido en una empresa durante un periodo de tiempo determinado.

Otros autores como Cea (1994) consideran que dicho estado es *“la magnitud clave de la información contable, ya que es útil para cumplir con los requisitos legales que tiene cualquier empresa, para servir de orientación en la gestión de la actividad y a su control, para conocer las necesidades de financiación...”*



Fuente:Elaboración propia.

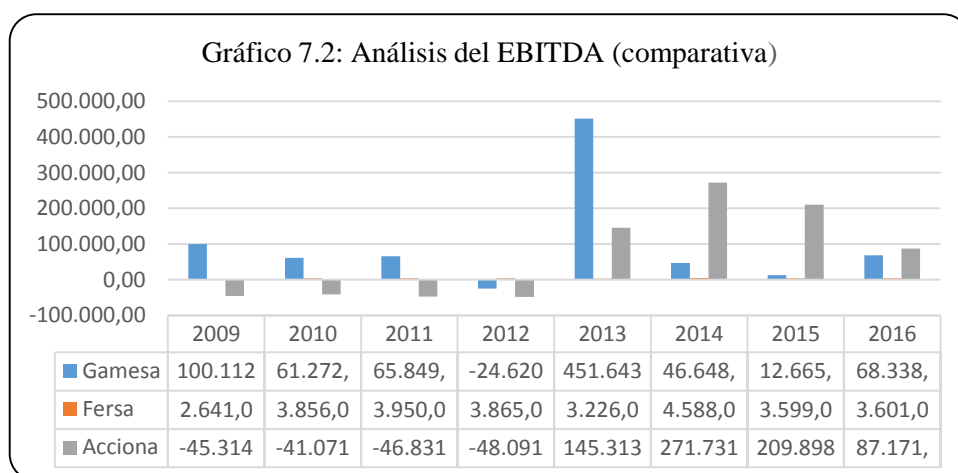
Analizando el resultado del ejercicio de las tres empresas estudiadas, observamos en el gráfico 7.1 como Gamesa es la empresa que mejor ha superado la crisis manteniendo unos resultados constantes y positivos todos los años de estudio excepto en el 2012. Por el contrario Fersa obtiene en casi todo el periodo de crisis unos resultados negativos; Sin embargo Acciona obtiene unos beneficios superiores a Gamesa pero con mayores oscilaciones en los siete años de estudio.

Por tanto se puede concluir que la crisis no ha afectado tanto a los beneficios de Gamesa como a los de sus competidoras.

Para analizar el resultado estudiaremos por separado el resultado generado por la propia actividad de la empresa que se muestra en el resultado de explotación y el resultado financiero.

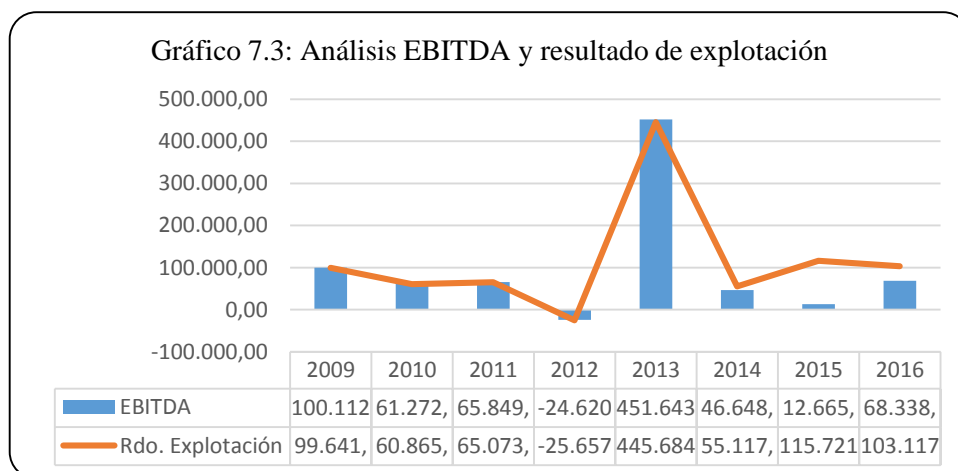
7.1. ANÁLISIS DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN Y EBITDA

El resultado de explotación es el resultado generado por la actividad habitual del negocio, es decir ingresos por ventas menos gastos normales de explotación, que incluyen amortizaciones y deterioros de inmovilizado. El EBITDA es el resultado de explotación antes de imputar las amortizaciones y deterioros.



Fuente:Elaboración propia.

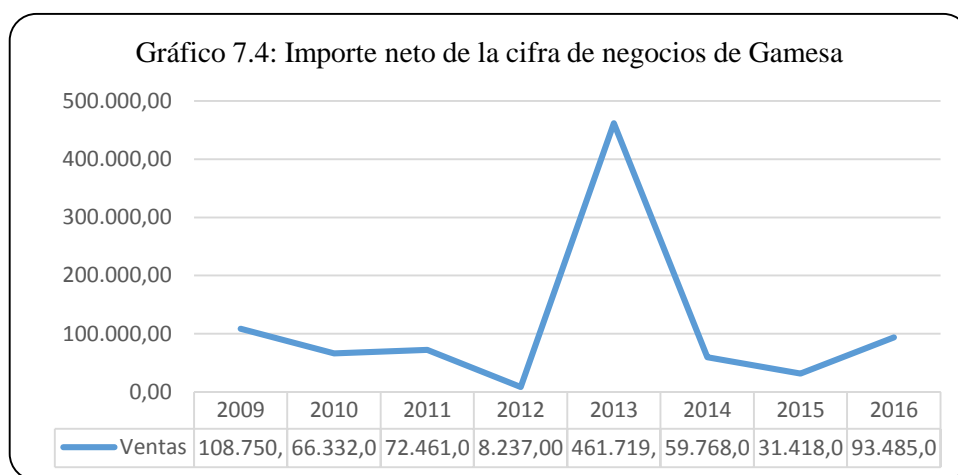
Como se muestra en el gráfico 7.2 en toda la serie estudiada, Gamesa tiene mejores resultados brutos de explotación que sus empresas competidoras, aunque a partir del año 2014 Acciona le supera, debido al gran aumento de las ventas sufrido por dicha empresa.



Fuente:Elaboración propia.

Como podemos ver en el gráfico 7.3 Gamesa cuenta con un EBITDA positivo todos los años de estudio, a excepción del 2012 en la cual obtiene un EBITDA negativo. Además, en el mismo gráfico se observa como el resultado de explotación sigue la misma tendencia que el EBITDA, ya que la política de amortización de Gamesa es prácticamente constante hasta el año 2014, en la cual se produce un cambio en la misma, momento en el que el resultado de explotación comienza a superar al EBITDA; La causa es la reversión de algunos deterioros dotados con anterioridad (Nota 9 de la memoria).

A continuación vamos a analizar la significatividad de las principales partidas de gastos de explotación sobre el total de las ventas y su evolución durante los siete años de estudio. Para ello comenzaremos analizando la evolución seguida por la cifra de negocios de Gamesa.



Fuente:Elaboración propia.

El gráfico 7.4 nos muestra como Gamesa sigue una tendencia de sus ventas progresivamente descendente hasta el año 2012, observando un crecimiento de su cifra de negocios del 197,55% en el último año 2016 respecto al año anterior.

Siguiendo con el estudio de la significatividad de las principales partidas de gastos sobre el total de la cifra de ventas podemos ver en la tabla 7.1 como la mayor parte de los ingresos que se obtienen con las ventas durante el periodo objeto de estudio van destinados a financiar el gasto de personal.

Tabla 7.1: Principales partidas de gastos de Gamesa y su significatividad sobre la cifra de ventas

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gasto personal	14,9%	28,6%	30,0%	280,3%	4,1%	55,1%	110,4%	37,0%
Gastos de explotación	13,8%	30,3%	30,9%	222,1%	2,5%	33,2%	62,7%	26,4%

Fuente: Elaboración propia.

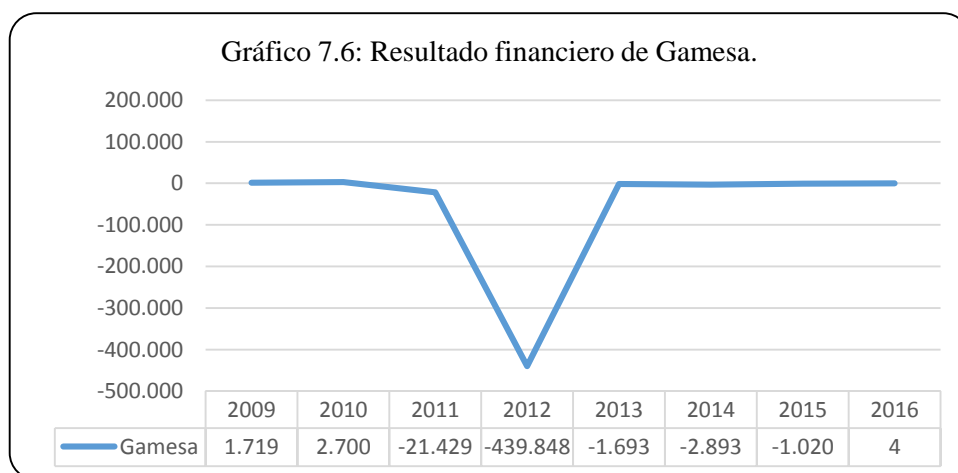
7.2. ANÁLISIS DEL RESULTADO FINANCIERO



Fuente:Elaboración propia.

Asimismo, como se muestra en el gráfico 7.5, los gastos financieros aumentaron de forma significativa en el año 2012, debido a un préstamo en el que Gamesa identificó indicadores de deterioro en este activo financiero, consecuencia de una menor capacidad de generación de flujos de caja del mismo, debido fundamentalmente al deterioro de la actividad del sector en el que opera (Nota 10 de la memoria).

Por último, la tendencia seguida por los gastos financieros es descendente a partir del comienzo de la salida de la crisis, esto explica la cada vez menor diferencia de valor entre el resultado de explotación y financiero.



Fuente:Elaboración propia.

Como se muestra en el gráfico 7.6 en el año 2012 el resultado financiero disminuyó drásticamente, el motivo de esta disminución tan importante lo encontramos en el gran aumento ocurrido en los gastos financieros y en la disminución del resultado de explotación. A partir de este mismo año el resultado financiero fue aumentando paulatinamente llegando a ser positivo en el último año objeto de estudio.

8. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

En este epígrafe se va a estudiar la rentabilidad de Gamesa, para conocer la capacidad de la empresa para generar resultados con los capitales o medios invertidos.

Además según Pérez- Carballo, A. y J y Vela Sastre, E. (1997) el nivel de rentabilidad es una medida de la posición económica de la empresa más eficiente que el nivel de beneficios, ya que la rentabilidad relativiza los resultados al compararlos con los recursos utilizados.

A continuación vamos a analizar la rentabilidad de Gamesa diferenciando entre rentabilidad económica y financiera, al mismo tiempo que compararemos estos resultados con los de Fersa y Acciona.

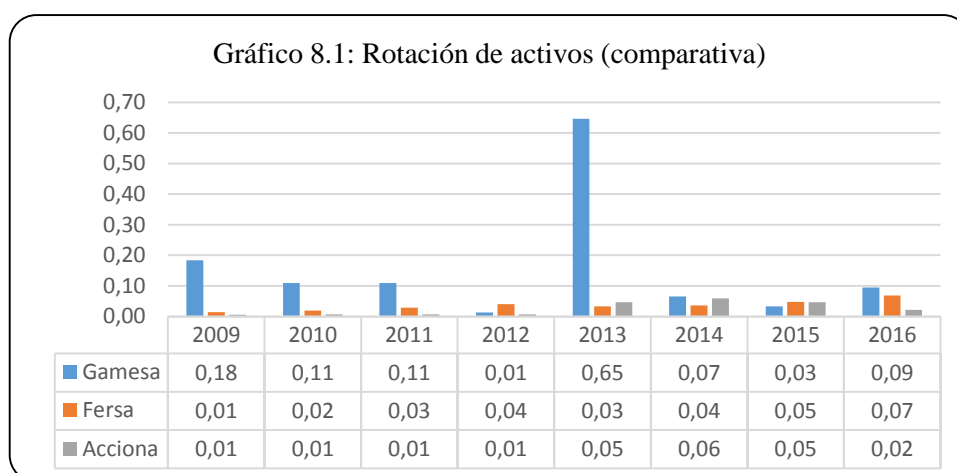
8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

El ratio de rentabilidad económica (ROI) según Palomares y Peset (2015) pretende medir la eficacia de la empresa en la gestión de su activo sin tener en cuenta como se ha financiado dicho activo.

Con el fin de realizar mejor el estudio de rentabilidad, analizaremos los dos ratios en los que se puede desglosar la rentabilidad económica: el margen sobre ventas y rotación de activos.

8.1.1. Rotación de activos

Este ratio muestra la eficacia de la empresa en la gestión de sus activos para generar ventas. De Jaime (2008) lo define como “el volumen de euros vendidos por cada euro invertido”



Fuente:Elaboración propia.

El gráfico 8.1 muestra como Gamesa en la mayoría de los años objeto de estudio tiene una rotación de activos superior a la de sus competidoras, sin embargo ninguna de las 3 empresas

utiliza la totalidad de sus activos para generar ventas, ya que la mayoría de los mismos son inversiones en sus empresas filiales.

Destacar que en ningún momento ninguna empresa llega al 20%, a excepción de Gamesa, la cual en el año 2013 tiene una rotación mayor debido al gran aumento de las ventas que tuvo en ese periodo.

8.1.2. Margen de ventas

En este apartado estudiaremos el margen sobre ventas generado por el activo, es decir la riqueza generada por cada unidad monetaria vendida.

Tabla 8.1: Margen de ventas (comparativa)

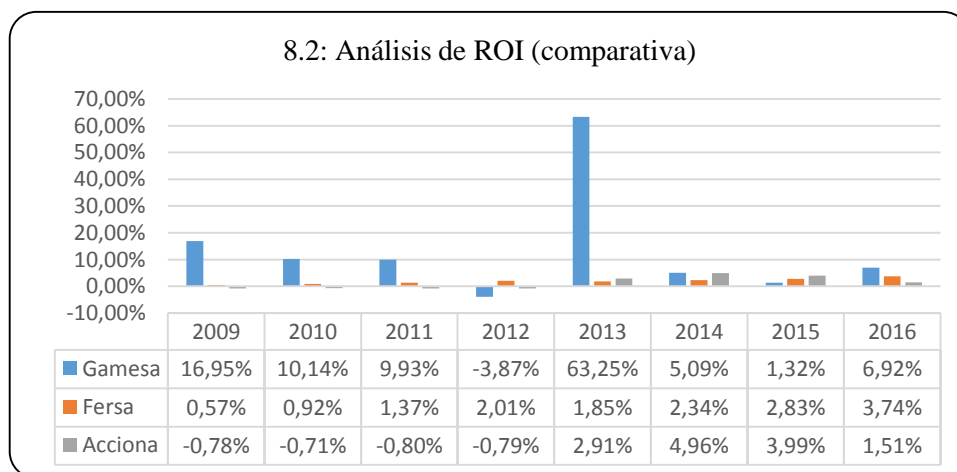
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	92,06%	92,37%	90,88%	-298,90%	97,82%	78,05%	40,31%	73,10%
Fersa	40,94%	46,14%	47,09%	49,81%	56,48%	64,38%	58,95%	54,25%
Acciona	-148,23%	-108,74%	-123,88%	-122,56%	62,29%	83,58%	85,22%	70,07%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 8.1 nos muestra como Gamesa cuenta con un margen positivo, esto quiere decir que ha generado beneficio por cada unidad vendida, sufriendo una enorme bajada en el año 2012, en el cual el margen es negativo, por lo que no ha obtenido ningún beneficio por cada unidad vendida debido a la situación económica del momento.

En cambio Fersa cuenta con un margen positivo todos los años y Acciona con un margen negativo en los momentos más duros de la crisis debido a las escasas ventas en dichos años.

Para finalizar este apartado se va a estudiar la rentabilidad económica de Gamesa, a la vez que compararemos estos valores con los de sus competidores.



Fuente: Elaboración propia.

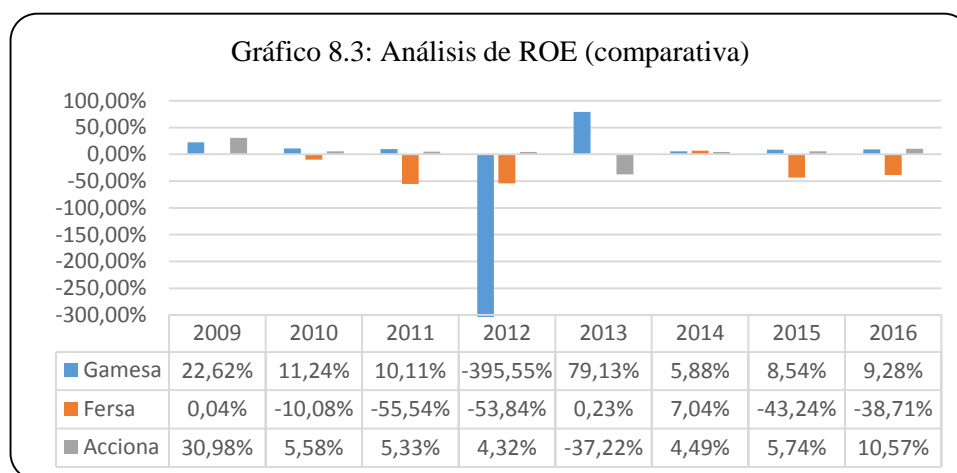
Vemos en el gráfico 8.2 como Gamesa cuenta con una rentabilidad económica positiva todos los años menos en el 2012. En cambio en el año 2013 la rentabilidad de Gamesa aumenta de forma significativa debido al gran aumento de las ventas sufrido al que se ha hecho referencia anteriormente.

Comparando estos valores con los de sus competidores, observamos una mayor rentabilización de los activos de Gamesa en casi todos años de estudio.

8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

Según Defez (2014), la rentabilidad financiera (ROE), refleja la ganancia de los socios como proveedores de recursos financieros comparando el resultado antes de impuestos y los capitales invertidos por los propietarios.

Además, este ratio es considerado por muchos financieros como el ratio más importante en finanzas empresariales, ya que indica la capacidad que tiene la empresa para crear riqueza a favor de sus propietarios o accionistas (Sánchez, 1994).



Fuente:Elaboración propia.

Vemos en el gráfico 8.3 como en el caso de Gamesa el año 2012 cuenta con una rentabilidad financiera negativa, lo que significa que la capacidad para generar recursos con los capitales propios es nula, además en dicho año las ventas fueron muy escasas y los gastos financieros bastante elevados. Por el contrario, el resto de los años cuenta con una rentabilidad financiera positiva, lo que nos indica una remuneración de fondos propios favorable.

Si realizamos la comparativa con sus competidoras vemos que Gamesa es la que mayor rentabilidad financiera tiene en la mayor parte de los años.

8.3. APALANCAMIENTO FINANCIERO

El apalancamiento financiero analiza la influencia que tiene la utilización de la deuda sobre la rentabilidad financiera, partiendo de una rentabilidad económica dada y un coste de los recursos ajenos determinados (Sánchez, 2002). En la tabla 8.2 se muestra la evolución del apalancamiento financiero de las tres compañías estudiadas.

Tabla 8.2: Apalancamiento financiero (comparación)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	79,75%	88,55%	57,72%	328,07%	78,21%	87,31%	92,94%	95,00%
Fersa	-40,71%	86,79%	78,35%	79,20%	15,32%	213,78%	-1220%	-746,99%
Acciona	-1930,11%	-439,66%	-269,77%	-244,04%	-428,76%	41,45%	50,78%	289,25%

Fuente: Elaboración propia.

Comparando a Gamesa con sus competidoras podemos observar en la tabla 8.2 que Gamesa es la empresa que mejor utiliza la deuda para realizar sus inversiones, contando todos los años con un apalancamiento financiero positivo, mientras que sus competidoras han sufrido unas oscilaciones mayores.

9. MODELO Z-SCORE

En este apartado se aplicará el modelo Z-Score de Altman (1968), con el fin de analizar y predecir la viabilidad de Gamesa en el futuro.

Los ratios financieros han sido considerados una herramienta para el análisis de una empresa, sin embargo, existen autores que defienden que esta técnica de ratios tiene una capacidad limitada para predecir el éxito o fracaso empresarial.

Los primeros autores en desarrollar las investigaciones más importantes en torno a los ratios, dentro de los modelos para predecir quiebras destacan: el pionero Fitzpatrick (1932), Winakor y Smith (1935) y Merwin (1942) quienes, en sus trabajos representaron la capacidad para describir el fracaso empresarial únicamente a través de ratios.

Así, desde los trabajos pioneros de autores como Beaver (1966), los estudios sobre los ratios aplicados a las finanzas fueron incrementando su complejidad, planteando la necesidad de utilizar otras técnicas basadas en métodos estadísticos.

Basándose en esta hipótesis Altman (1968) creó un modelo para la identificación del riesgo de quiebras (Z-Score), en el que se combinan matemáticamente 5 variables independientes que

miden la liquidez, rentabilidad, apalancamiento, solvencia y actividad. El valor de dicha combinación permite predecir la posible quiebra de la empresa.

Con todo ello, la función discriminante que resulto del valor Z fue la siguiente:
 $Z=1,2X_1 + 1,4X_2 + 3.3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5$;

Donde:

X_1 = Capital circulante/Total activo

X_2 = Beneficios retenidos/ Total activo

X_3 = EBITDA/Total activo

X_4 = Capitalización bursátil/Total pasivo

X_5 = Ventas netas/ Total activo

Tabla 9.1: Modelo Z-Score para Gamesa en 2016

	2016
X1= Capital circulante/Total activo	0,53
X2= Beneficios retenidos/ Total activo	0,47
X3= EBITDA/Total activo	0,07
X4= Capitalización bursátil/Total pasivo	108,83
X5 = Ventas netas/ Total activo	0,09
Z=	110

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenido el valor de Z se compara con los límites de referencia para obtener el diagnóstico de Gamesa.

- Si el valor de Z se encuentra por encima de 2,99, la empresa se encuentra en la zona segura, en la que la empresa cuenta con una baja probabilidad de quiebra, la empresa probablemente no tendrá problemas de solvencia en corto y largo plazo.
- Si el valor de Z se encuentra entre 1,81 y 2,99, la empresa se encuentra en la zona gris, es probable que la empresa pueda quebrar en los próximos dos años.
- Si el valor de Z se encuentra por debajo de 1,81, la empresa se encuentra en zona de peligro, en la que la empresa contará con una alta probabilidad de quiebra.

El valor de Z de Gamesa indica que está en la zona segura, debido principalmente a la alta capitalización bursátil de Gamesa en el año 2016 y el bajo endeudamiento en el que se

encuentra la empresa. Por lo que la probabilidad de quiebra es prácticamente inexistente y no tiene ningún problema de solvencia a corto ni a largo plazo.

10. ANÁLISIS BURSÁTIL

En este apartado se va a realizar un análisis bursátil ya que es una buena forma de ver como el mercado ha visto la situación de las empresas de energías renovables, en particular la de Gamesa.

Este análisis se va a dividir en dos partes, por un lado vamos a comentar los últimos 10 años de la evolución de sus acciones comparándola con la del IBEX 35 y por otro lado se va a realizar un análisis de la Q de Tobin comparándola con los de sus competidoras.

10.1. EVOLUCIÓN BURSÁTIL

Gamesa es una compañía que salió Bolsa en el año 2001 y comenzó a formar parte del IBEX 35.

A pesar de que en este trabajo estamos analizando la evolución de Gamesa desde el año 2009, se ha considerado realizar un análisis de la evolución bursátil desde el año 2005, ya que consideramos que da una visión más enriquecedora de su situación económica.

Gráfico 10.1: Evolución de la cotización de Gamesa



Fuente: Invertia

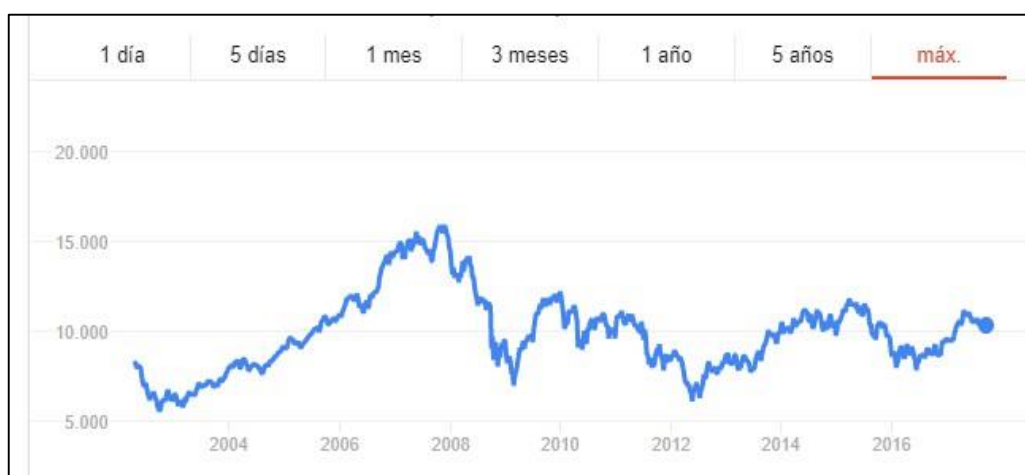
En el gráfico 10.1 se puede observar que hasta noviembre del 2007, las acciones de esta compañía alcanzaron el máximo nivel (34,98) del periodo analizado, influenciadas por las ayudas gubernamentales a las empresas de energías renovables, en particular las empresas eólicas.

Con la llegada de la crisis se produjo un desplome en la cotización bursátil del 77%, llegando a un mínimo relativo en marzo del 2009 de 8,22, la principal causa es la pérdida de confianza de los inversores, principalmente extranjeros, al comienzo de la crisis.

Durante el periodo de crisis las acciones van cayendo paulatinamente, alcanzando un mínimo histórico en julio del 2012 de 1,17 lo que supuso desde marzo del 2009 una caída del 86%, coincidiendo con los primeros meses de gobierno de Mariano Rajoy, en el cual suprimió las primas a las empresas de energías renovables.

A finales del año 2013, observamos una lenta recuperación de la cotización de Gamesa, aunque hay picos de subidas y bajadas se ve una tendencia alcista y continuada hasta la actualidad.

Gráfico 10.2: Evolución del IBEX 35



Fuente: Invertia

El gráfico 10.2 muestra la evolución del IBEX 35, el cual presenta sus valores en puntos básicos. Como podemos observar en la evolución del IBEX 35 el máximo alcanzado por este índice es en noviembre de 2007, al igual que las acciones de Gamesa, produciéndose en marzo del 2009 una gran caída de valor del mismo, caso idéntico a la cotización de Gamesa; sin embargo el mínimo valor del IBEX 35 registrado en el periodo analizado es en junio del 2012, un mes antes que el mínimo de Gamesa.

En definitiva, la cotización de Gamesa no sigue la misma tendencia que sus resultados, sino que sigue la misma tendencia que la del IBEX 35, siendo incierta durante los primeros años de la crisis.

10.2. LA Q DE TOBIN

Blanch (1989) explica que los ratios bursátiles tradicionales están afectados por una cierta parcialidad en su enfoque, ya sea por motivos patrimoniales o por criterios de valoración. Debido a la aportación de Tobin en 1977, existe una fórmula alternativa conocida como ratio Q de Tobin, que según Muñoz y Rodríguez (2014) se halla mediante la siguiente formula:

$$Q = (\text{Valor de mercado} + \text{Capitalización bursátil}) / \text{Valor de reposición de la deuda}$$

Pero aclarar que es difícil de estimar el valor de reposición de los activos y el valor de mercado de la deuda, por lo que se utilizará una fórmula alternativa:

$$Q = \text{Valor de mercado de la acción} / \text{Valor contable de la acción}$$

- **Ratio $Q > 1$ = sobrevalorada**
- **Ratio $Q < 1$ = infravalorada**

Tabla 10.1: Q de Tobin

Q de Tobin	Año 2016
Gamesa	5,73
Fersa	0,87
Acciona	1,09

Fuente: Elaboración propia

En 2016, las acciones de Gamesa están sobrevaloradas, por lo que tiene capacidad para generar una rentabilidad superior al coste de oportunidad de sus activos y por tanto será interesante invertir en ella, lo mismo ocurre con Acciona; sin embargo Fersa tiene una Q inferior a la unidad, por lo que en un futuro no podrá obtener una mayor rentabilidad que el coste de oportunidad de sus activos y por tanto no estará bien valorada por el inversor.

11. CONCLUSIONES

Tras el análisis realizado sobre Gamesa, S.A. en los años 2009-2016 podemos determinar que esta empresa se encuentra en una situación relativamente estable y con buenas perspectivas de futuro.

Sin embargo, a pesar de encontrarse en una situación de equilibrio patrimonial en todos los años de estudio, como nos indica su fondo de maniobra, y de tener una elevada liquidez y solvencia, esta empresa ha presentado en el 2012 ciertas dificultades desde el punto de vista del resultado, obteniendo este mismo año una rentabilidad económica y financiera negativa.

A pesar de la situación crítica por la que pasó Gamesa en el año 2012, en comparación con Fersa y Acciona, es la única empresa que mantiene unos resultados constantes a lo largo del periodo de estudio, contando sus competidoras con unas mayores oscilaciones en los años analizados, con una menor rentabilización de los activos y una menor rentabilidad financiera.

En relación con el análisis patrimonial de las tres empresas analizadas, Gamesa es la única empresa que mantiene su activo estable durante todo el periodo analizado, llegando a aumentar a partir del año 2013. Por otro lado esta compañía cuenta con una gran cantidad de patrimonio neto y una pequeña cantidad de pasivos, por lo que comparando la estructura financiera de las tres empresas estudiadas, se puede concluir que Gamesa se financia a través de fondos propios en mayor medida que sus competidoras, por lo que su situación de endeudamiento será más favorecedora, pudiendo tener una mayor capacidad de endeudamiento e inversión en el futuro.

Todo ello se traduce en una situación de solvencia y liquidez elevada y mejor que la de Fersa y Acciona, por lo que Gamesa tiene una mayor capacidad para devolver sus deudas a corto y largo plazo que sus competidoras.

Por último, comentar que Gamesa se comporta de forma similar a las empresas del IBEX-35, siguiendo la misma tendencia del mismo y siendo una empresa atractiva para los accionistas.

12. BIBLIOGRAFÍA

AMAT SALAS, O (2005). Análisis económico financiero: balances, cuentas de resultados, origen y aplicación de fondos, cash flow, ratios, fondo de maniobra, autofinanciación y rentabilidad.

ARCHEL, P, LIZARRAGA, F.SÁNCHEZ, SYCANO, M (2012). Estados contables: elaboración, análisis e interpretación

ASOCIACIÓN EÓLICA EMPRESARIAL 2017 (AAEE): <https://www.aeeolica.org/>

AZOFRA, V (1995). Sobre el análisis financiero y su nueva orientación.

BERNSTEIN, L.A. (1984). *Análisis de Estados financieros*. Bilbao: Editorial Deusto.

BLANCH, J. (1989): “El ratio Q de Tobin como un instrumento valorativo de la empresa española (1964-1982)”.

BREALEY, R.; MYERS, S. Y ALLEN, F (1999). *Principios de finanzas corporativas*. Mc Graw Hill. México

BOLETÍN ECONÓMICO DE ICE N°2944

BOLSA DE MADRID: información bursátil de Gamesa Corporación tecnológica.
<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0143416115&ClvEmis=43416>

CALLEJA, J.L. (2008). *El Fondo de Maniobra y las Necesidades Operativas de Fondos*. Departamento de Publicaciones del IE Business School. Madrid (España):

CEA GARCÍA, J.L. (1994). *La búsqueda de la Racionalidad Económico- financiera*. I.C.A.C. Madrid (España)

CNMV: cuentas anuales individuales de Gamesa Corporación tecnológica

CUERVO, A Y RIVERO, P (1986). El análisis económico financiero de la empresa. Revista española de financiación y contabilidad

DEFEZ, E (2014): Análisis rentabilidad económica y financiera: nociones básicas. *Blog sobre Contabilidad y Economía*.

DE JAIME ESLAVA, J (2008). Las claves del análisis económico financiero de la empresa. Madrid: ESIC

DÍEZ TORCA, I. (2010). *Cómo Entender las Finanzas de Hoy*. Antoni Bosch Editor, S.A. Barcelona (España).

FERNÁNDEZ, A.I (186): “El Diagnostico Financiero de la Empresa. Nuevas Tendencias en el Análisis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XVI, Nº 49, pp 113-132.

FITZPATRICK (1932): “A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies”. *The Certified Public Accountant*, pp.

FLANNERY, M.L. (1986): “Asymmetric information and risky debt maturity choice”. *Journal of Finance*, vol 41, 19-37

GALEANO OSORIO, A.F (2011): “Limitaciones de los Indicadores Tradicionales de Análisis Financiero en las Pymes del Sector Metalmecánico de Manizales”. *Trabajo Fin de Máster, Universidad de Colombia*.

GAMESA 2017: <http://www.gamesacorp.com/es/gamesa/energia-eolica/>

GARCÍA, V. y FERNÁNDEZ, M.A. (1992): “*Solvencia y rentabilidad de la empresa española*”. Instituto de Estudios Económicos. Madrid.

GARRIDO, R. (2003). *Análisis del entorno económico de la empresa*. Pirámide, Madrid.

GARRIDO, P., IÑIGUEZ, R (2010): *Análisis de estados contables*. Editorial Pirámide, Madrid

GONEX, M.A. y GAY, J.M. (1999): *Análisis de estados contables. Diagnóstico económico-financiero*. Pearson Prentice Hall, Madrid.

GONZÁLEZ PASCUAL, L. (2010). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones*. 3ª Edición. Editorial Pirámide.

HAMMI ABDELHAMID (2014). Control financiero interno bajo incertidumbre: control de gestión liquidez. Tesis doctoral (2014)

IBARRA MARES, A (2006): Una perspectiva sobre la Evolución en la Utilización de las Razones Financieras o Ratios. *Pensamiento y Gestión*, Vol. I, Nº 21, pp. 234-271.

KALE, J.R., y NOE, T.H. (1990): “Risk debt maturity choice in a sequential game equilibrium”. *Journal of Financial Research*, vol. 13, 155-165

KOONTZ, H y WEIRICH, H (2004): *Administración*. Una perspectiva global. Mc Graw Hill. México

LEV, B (1978): *Análisis de los estados financieros: un nuevo enfoque*. Ediciones ESIC, Madrid

MARTÍNEZ GARCÍA, FJ, SOMOHANO RODRÍGUEZ F.M (2002). Análisis de estados contables.

MERCHANTE, Á. M (2005). Análisis de los estados financieros teoría y práctica. Madrid: ediciones académicas.

MERWIN, CH. (1942): Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-36. *New York National Bureau of Economics Research*.

MUÑOZ, I, y RODRÍGUE, J. (2004): “Valor bursátil de los bancos europeos: Determinantes económico-financieros y de gobierno corporativo”

PALOMARES, J. Y PESET, M.J (2015). *Estados financieros: interpretación y análisis*. Edición Pirámide.

PENG, G. y BAPTISTA, M (2007): “Using PEST Analysis as a Tool for Refining and Focusing Context for Information Systems Research”. European Conference on Research Methodology for Business and Management Studies, 6th edition.

PÉREZ- CARBALLO, A. Y J Y VELA SASTRE, E. 1997. Principios de gestión financiera de la empresa

REN21 (Renewable Energy Policy Network for the 21st Century)

SÁNCHEZ BALLESTA, J.O (2002): *Análisis de la rentabilidad de la empresa*

SÁNCHEZ SEGURA, A (1994). “La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes.” *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. XXIV, n 78, pp 159-179

SANZ SANTOLARIA, F.J. (2001): “El análisis de estados financieros desde una perspectiva patrimonial”. *Acciones e investigaciones sociales*, N°12, pp 33.52.

WINAKOR, A y SMITH, R (1995): Chanfes in financial structure of unsuccessful industrial companies. *Bureau of Business Research. Bulletin 51, University of Illinois*.

ANEXOS

ANEXO I: Masas patrimoniales, estructura y evolución del Balance de situación.

Tabla1: Balance de situación de Gamesa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	299.837,00	300.092,00	248.692,00	256.799,00	311.406,00	312.348,00	385.335,00	412.522,00
Inmovilizado intangible	46,00	22,00	1.401,00	1.205,00	703,00	391,00	228,00	174,00
Inmovilizado material	1.475,00	1.125,00	1.114,00	875,00	482,00	386,00	534,00	619,00
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p	196.626,00	204.646,00	210.816,00	210.776,00	270.431,00	276.108,00	374.317,00	409.593,00
Inversiones financieras a l/p	69.053,00	71.234,00	1.419,00	555,00	558,00	560,00	444,00	1.077,00
Activos por impuestos diferidos	32.637,00	23.065,00	33.942,00	43.388,00	39.232,00	34.903,00	9.812,00	1.059,00
Activo corriente	290.895,00	303.971,00	414.466,00	379.089,00	402.632,00	604.415,00	574.959,00	575.648,00
<i>Existencias</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Realizable</i>	290.846,00	297.557,00	412.932,00	377.907,00	401.573,00	587.240,00	572.502,00	571.028,00
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	46.920,00	47.775,00	46.430,00	48.224,00	55.753,00	42.895,00	47.395,00	38.167,00
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a c/p	243.926,00	249.782,00	318.790,00	328.028,00	342.764,00	542.918,00	523.045,00	531.506,00
Inversiones financieras a c/p			47.712,00	1.655,00	1.717,00	1.165,00	1.765,00	1.025,00
Periodificaciones a c/p					1.339,00	262,00	297,00	330,00
<i>Disponible</i>	49,00	6.414,00	1.534,00	1.182,00	1.059,00	17.175,00	2.457,00	4.620,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	49,00	6.414,00	1.534,00	1.182,00	1.059,00	17.175,00	2.457,00	4.620,00
TOTAL ACTIVO	590.732,00	604.063,00	663.158,00	635.888,00	714.038,00	916.763,00	960.294,00	988.170,00

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Patrimonio neto	463.129,00	512.182,00	570.687,00	114.983,00	560.545,00	844.804,00	900.424,00	938.723,00
Capital	41.361,00	41.771,00	42.039,00	43.160,00	43.160,00	47.476,00	47.476,00	47.476,00
Prima de emisión	155.279,00	155.279,00	155.279,00	154.619,00	154.619,00	386.413,00	386.413,00	386.413,00
Reservas	194.020,00	291.771,00	343.225,00	379.173,00	-59.469,00	386.129,00	435.896,00	464.626,00
Acciones en patrimonio propias	-32.310,00	-34.188,00	-27.541,00	-7.157,00	-21.340,00	-24.873,00	-46.244,00	-46.897,00
Resultado del ejercicio	104.779,00	57.549,00	57.685,00	-454.812,00	443.575,00	49.659,00	76.883,00	87.105,00
Pasivo no corriente	23.749,00	8.211,00	8.211,00	390.652,00	2.709,00	29.739,00	4.180,00	0,00
Provisiones a l/p	1.882,00	465,00	465,00	390.132,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudas a l/p	14.882,00	761,00	761,00	520,00	2.709,00	29.739,00	4.180,00	0,00
Pasivos por impuesto diferido	6.985,00	6.985,00	6.985,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasivo corriente	103.862,00	83.668,00	84.258,00	130.253,00	150.784,00	42.220,00	55.690,00	49.447,00
Provisiones a c/p	914,00	986,00	1.003,00	888,00	891,00	891,00	1.381,00	170,00
Deudas a c/p	39.901,00	13.309,00	7.842,00	11.758,00	31.338,00	7.461,00	4.414,00	4.182,00
Deudas con empresas del Grupos y asociadas c/p	54.867,00	59.400,00	67.785,00	89.960,00	90.640,00	13.693,00	34.249,00	24.134,00
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	8.180,00	9.973,00	7.628,00	27.647,00	27.915,00	20.175,00	15.646,00	20.961,00
TOTAL PASIVO	127.611,00	91.879,00	92.469,00	520.905,00	153.493,00	71.959,00	59.870,00	49.447,00
TOTAL PASIVO Y PN	590.740,00	604.061,00	663.156,00	635.888,00	714.038,00	916.763,00	960.294,00	988.170,00

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Balance de situación de Fersa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	440.180,00	409.707,00	273.202,00	155.899,00	169.360,00	185.629,00	118.477,00	92.336,00
Inmovilizado intangible	60,00	190,00	201,00	167,00	99,00	49,00	17,00	0,00
Inmovilizado material	172,00	159,00	1.261,00	1.252,00	141,00	113,00	54,00	4,00
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p	435.279,00	406.965,00	267.758,00	150.099,00	161.584,00	180.100,00	112.978,00	89.730,00
Inversiones financieras a l/p	4.669,00	1.370,00	3.244,00	3.466,00	6.370,00	4.177,00	3.976,00	878,00
Activos por impuestos diferidos	0,00	1.023,00	738,00	915,00	1.166,00	1.190,00	1.452,00	1.724,00
Activo corriente	21.097,00	11.431,00	15.608,00	36.107,00	5.462,00	10.138,00	8.725,00	3.933,00
<i>ANC MPV</i>	3.208,00	0,00	0,00	22.690,00	0,00	1.500,00	0,00	0,00
<i>Existencias</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Realizable</i>	11.022,00	8.624,00	10.473,00	10.161,00	4.631,00	4.831,00	7.465,00	3.889,00
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	8.937,00	5.514,00	8.030,00	8.540,00	1.941,00	1.590,00	1.422,00	881,00
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a c/p	817,00	1.362,00	1.218,00	1.596,00	1.684,00	2.288,00	5.292,00	2.979,00
Inversiones financieras a c/p	1.239,00	1.717,00	1.224,00	0,00	1.003,00	753,00	751,00	0,00
Periodificaciones a c/p	29,00	31,00	1,00	25,00	3,00	200,00	0,00	29,00
<i>Disponible</i>	6.867,00	2.807,00	5.135,00	3.256,00	831,00	3.807,00	1.260,00	44,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	6.867,00	2.807,00	5.135,00	3.256,00	831,00	3.807,00	1.260,00	44,00
TOTAL ACTIVO	461.277,00	421.138,00	288.810,00	192.006,00	174.822,00	195.767,00	127.202,00	96.269,00

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Patrimonio neto	393.897,00	353.079,00	227.562,00	147.924,00	148.266,00	160.422,00	111.981,00	80.733,00
Capital	140.004,00	140.004,00	140.004,00	140.004,00	140.004,00	140.004,00	98.003,00	98.003,00
Prima de emisión	280.019,00	278948	278948	278948	278948	278948	278948	278948
Reservas	-19.273,00	-21.502,00	-58.241,00	-184.623,00	264.260,00	269.821,00	216.544,00	-264.970,00
Acciones y participaciones propias	-10.999,00	-8.774,00	-6.768,00	-6.768,00	-6.768,00	0,00	0,00	0,00
Resultado del ejercicio	140,00	-35.597,00	-126.381,00	-79.637,00	342,00	11.291,00	-48.426,00	-31.248,00
Aj. Por cambio de valor	4.006,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasivo no corriente	42.277,00	53.044,00	33.774,00	30.820,00	24.664,00	20.799,00	12.309,00	7.035,00
Provisiones a largo plazo	0,00	0,00	1.300,00	1.300,00	658,00	658,00	658,00	0,00
Deudas a largo plazo	1.554,00	15.381,00	5.796,00	24.193,00	16.093,00	13.315,00	4.530,00	54,00
Deudas con e ^a del grupo	240,00	258,00	76,00	38,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos no corrientes	40.198,00	36.466,00	25.947,00	3.451,00	4.374,00	1.969,00	1.929,00	1.328,00
Pasivos por impuesto diferido	285,00	939,00	655,00	1.838,00	3.539,00	4.857,00	5.192,00	5.653,00
Pasivo corriente	25.103,00	15.015,00	27.474,00	13.262,00	1.892,00	14.546,00	2.912,00	8.501,00
Deudas a corto plazo	19.953,00	11.975,00	21.845,00	3.231,00	256,00	11.622,00	5,00	4.590,00
Acreedores comerciales y otras ctas	1.040,00	2.051,00	2.958,00	2.539,00	1.510,00	1.014,00	2.540,00	3.247,00
Otros pasivos corrientes	4.110,00	989,00	2.671,00	7.492,00	126,00	1.910,00	367,00	664,00
TOTAL PASIVO	67.380,00	68.059,00	61.248,00	44.082,00	26.556,00	35.345,00	15.221,00	15.536,00
TOTAL PASIVO Y PN	461.277,00	421.138,00	288.810,00	192.006,00	174.822,00	195.767,00	127.202,00	96.269,00

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Balance de situación de Acciona, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	3.514.333	3.067.633	2.835.519	2.878.582	2.111.024	2.143.819	2.078.956	5.667.121
Inmovilizado intangible	985	909	558	255	80	7	0	0
Inmovilizado material	5.817	8.787	10.117	8.627	7.555	4.460	7.885	6.295
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p	3.301.671	2.830.664	2.556.868	2.611.114	1.860.708	1.844.173	1.809.342	5.416.742
Inversiones financieras a l/p	2.631	1.829	2.197	3.036	1.951	1.382	1.213	2.042
Activos por impuestos diferidos	203.229	225.444	265.779	255.550	240.730	293.797	260.516	242.042
Activo corriente	2.264.989	2.721.624	3.007.886	3.235.245	2.880.650	3.337.712	3.183.563	121.271
<i>Activo no corriente mantenido para la venta</i>	0	0	0	0	0	0	97.620	0
<i>Existencias</i>	1	0	0	0	0	0	0	0
<i>Realizable</i>	2.259.012	2.682.297	2.887.435	3.234.053	2.879.321	3.333.845	3.082.018	117.457
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	327.385	120.645	95.298	131.537	142.679	124.979	86.405	111.520
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a c/p	1.930.114	2.561.652	2.792.136	3.101.650	2.736.128	3.207.518	2.994.827	4.521
Inversiones financieras a c/p	1.512	0	1	0	0	0	0	0
Periodificaciones a c/p	1	0	0	866	514	1.348	786	1.416
<i>Disponible</i>	5.976	39.327	120.451	1.192	1.329	3.867	3.925	3.814
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5.976	39.327	120.451	1.192	1.329	3.867	3.925	3.814
TOTAL ACTIVO	5.779.322	5.789.257	5.843.405	6.113.827	4.991.674	5.481.531	5.262.519	5.788.392

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Patrimonio neto	4.241.404	4.365.655	4.247.364	4.119.131	2.889.406	3.064.090	3.144.403	3.657.425
Capital	63.550	63.550	63.550	57.260	57.260	57.260	57.260	57.260
Prima de emisión	170.110	170.110	170.110	170.110	170.110	170.110	170.110	170.110
Reservas	2.916.895	4.038.540	4.084.934	3.717.174	3.743.293	3.802.947	2.756.010	3.057.145
Acciones en patrimonio propias	-155.116	-149.981	-297.438	-3.396	-5.750	-28.184	-19.527	-13.692
Resultado del ejercicios anteriores	0	0	0	0	0	-1.075.507	0	0
Resultados de ejercicio	1.313.963	243.680	226.494	178.100	-1.075.507	137.464	180.550	386.602
Dividendo a cuenta	-67.998	0	0	0	0	0	0	0
Otros instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0
Ajustes por cambios de valor	0	-244	-286	-117	0	0	0	0
Pasivo no corriente	575.025	553.971	791.604	910.252	1.015.565	1.178.890	1.024.087	915.780
Provisiones a largo plazo	241.277	239.315	471.875	455.846	452.434	340.337	255.446	166.293
Deudas a largo plazo	329.973	302.365	308.542	434.668	544.614	817.158	763.434	739.512

Pasivos por impuesto diferido	3.775	12.291	11.187	19.738	18.517	21.395	5.207	9.975
Pasivo corriente	962.893	869.631	804.437	1.086.444	1.086.703	1.238.551	1.094.029	1.215.187
Provisiones a corto plazo	0	0	0	0	0	22	21	7.315
Deudas a corto plazo	36.963	81.175	52.936	167.740	213.450	476.549	390.937	145.331
Deudas con empresas del Grupos y asociadas c/p	870.820	763.051	734.547	896.494	851.494	718.348	668.904	988.338
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	55.110	25.405	16.599	21.860	21.409	43.282	34.167	74.203
Periodificaciones a corto plazo	0	0	355	350	350	350	0	0
TOTAL PASIVO	1.537.918	1.423.602	1.596.041	1.996.696	2.102.268	2.417.441	2.118.116	2.130.967
TOTAL PASIVO Y PN	5.779.322	5.789.257	5.843.405	6.115.827	4.991.674	5.481.531	5.262.519	5.788.392

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Estructura del Balance de situación de Gamesa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	50,76%	49,68%	37,50%	40,38%	43,61%	34,07%	40,13%	41,75%
Activo corriente	49,24%	50,32%	62,50%	59,62%	56,39%	65,93%	59,87%	58,25%
<i>Existencias</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Realizable</i>	49,23%	49,26%	62,27%	59,43%	56,24%	64,06%	59,62%	57,79%
<i>Disponible</i>	0,01%	1,06%	0,23%	0,19%	0,15%	1,87%	0,26%	0,47%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Patrimonio neto	78,40%	84,79%	86,06%	18,08%	78,50%	92,15%	93,77%	95,00%
Pasivo no corriente	4,02%	1,36%	1,24%	61,43%	0,38%	3,24%	0,44%	0,00%
Pasivo corriente	17,58%	13,85%	12,71%	20,48%	21,12%	4,61%	5,80%	5,00%
TOTAL PASIVO	21,60%	15,21%	13,94%	81,92%	21,50%	7,85%	6,23%	5,00%
TOTAL PASIVO Y PN	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 5: Estructura del Balance de situación de Fersa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	95,43%	97,29%	94,60%	81,19%	96,88%	94,82%	93,14%	95,91%
Activo corriente	4,57%	2,71%	5,40%	18,81%	3,12%	5,18%	6,86%	4,09%
<i>ANC MPV</i>	0,70%	0,00%	0,00%	11,82%	0,00%	0,77%	0,00%	0,00%
<i>Existencias</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Realizable</i>	2,39%	2,05%	3,63%	5,29%	2,65%	2,47%	5,87%	4,04%
<i>Disponible</i>	1,49%	0,67%	1,78%	1,70%	0,48%	1,94%	0,99%	0,05%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Patrimonio neto	85,39%	83,84%	78,79%	77,04%	84,81%	81,95%	88,03%	83,86%
Pasivo no corriente	9,17%	12,60%	11,69%	16,05%	14,11%	10,62%	9,68%	7,31%
Pasivo corriente	5,44%	3,57%	9,51%	6,91%	1,08%	7,43%	2,29%	8,83%
TOTAL PASIVO	14,61%	16,16%	21,21%	22,96%	15,19%	18,05%	11,97%	16,14%
TOTAL PASIVO Y PN	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6: Estructura del Balance de situación de Acciona, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente	60,81%	52,99%	48,53%	47,08%	42,29%	39,11%	39,50%	97,90%
Activo corriente	39,19%	47,01%	51,47%	52,92%	57,71%	60,89%	60,50%	2,10%
<i>Activo no corriente mantenido para la venta</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,86%	0,00%
<i>Existencias</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Realizable</i>	39,09%	46,33%	49,41%	52,90%	57,68%	60,82%	58,57%	2,03%
<i>Disponible</i>	0,10%	0,68%	2,06%	0,02%	0,03%	0,07%	0,07%	0,07%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Patrimonio neto	73,39%	75,41%	72,69%	67,35%	57,88%	55,90%	59,75%	63,19%
Pasivo no corriente	9,95%	9,57%	13,55%	14,88%	20,35%	21,51%	19,46%	15,82%
Pasivo corriente	16,66%	15,02%	13,77%	17,76%	21,77%	22,59%	20,79%	20,99%
TOTAL PASIVO	26,61%	24,59%	27,31%	32,65%	42,12%	44,10%	40,25%	36,81%
TOTAL PASIVO Y PN	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

ANEXO II: Análisis de liquidez a corto plazo.

Tabla 1: Ratios de liquidez a corto plazo de Gamesa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	2,80	3,63	4,92	2,91	2,67	14,32	10,32	11,64
Liquidez inmediata (prueba ácida)	2,80	3,63	4,92	2,91	2,67	14,32	10,32	11,64
Ratio de tesorería	0,05%	7,67%	1,82%	0,91%	0,70%	40,68%	4,41%	9,34%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Ratios de liquidez a corto plazo de Fersa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	0,84	0,76	0,57	2,72	2,89	0,70	3,00	0,46
Liquidez inmediata	0,84	0,76	0,57	2,72	2,89	0,70	3,00	0,46
Ratio de tesorería	27,36%	18,69%	18,69%	24,55%	43,92%	26,17%	43,27%	0,52%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Ratios de liquidez a corto plazo de Acciona, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez general	2,35	3,13	3,74	2,98	2,65	2,69	2,91	0,10
Liquidez inmediata	2,35	3,13	3,74	2,98	2,65	2,69	2,91	0,10
Ratio de tesorería	0,62%	4,52%	14,97%	0,11%	0,12%	0,31%	0,36%	0,31%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Fondo de Maniobra

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	187.033	220.303	330.208	248.836	251.848	562.195	519.269	526.201
Fersa	6.912	7.635	7.802	2.669	4.505	2.921	7.098	3.225
Acciona	272.275	95.240	78.699	109.677	121.270	81.697	52.238	37.317

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO III: Análisis de solvencia a largo plazo.

Tabla 1: Ratio de Solvencia

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	4,63	6,57	7,17	1,22	4,65	12,74	16,04	19,98
Fersa	6,85	6,19	4,72	4,36	6,58	5,54	8,36	6,20
Acciona	3,76	4,07	3,66	3,06	2,37	2,27	2,48	2,72

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Ratio de Autofinanciación

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	0,78	0,85	0,86	0,18	0,79	0,92	0,94	0,95
Fersa	0,85	0,84	0,79	0,77	0,85	0,82	0,88	0,84
Acciona	0,73	0,75	0,73	0,67	0,58	0,56	0,60	0,63

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Ratio de Cobertura

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	1,62	1,73	2,33	1,97	1,81	2,80	2,35	2,28
Fersa	0,99	0,99	0,96	1,15	1,02	0,98	1,05	0,95
Acciona	1,37	1,60	1,78	1,75	1,85	1,98	2,01	0,81

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO IV: Análisis del endeudamiento.

Tabla 1: Ratio de endeudamiento

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	0,28	0,18	0,16	4,53	0,27	0,09	0,07	0,05
Fersa	0,17	0,19	0,27	0,30	0,18	0,22	0,14	0,19
Acciona	0,36	0,33	0,38	0,48	0,73	0,79	0,67	0,58

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Composición del endeudamiento de Gamesa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	0,22	0,16	0,15	1,13	0,27	0,05	0,06	0,05
Endeudamiento l/p	0,05	0,02	0,01	3,40	0,00	0,04	0,00	0,00

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Composición del endeudamiento de Fersa, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	0,06	0,04	0,12	0,09	0,01	0,09	0,03	0,11
Endeudamiento l/p	0,11	0,15	0,15	0,21	0,17	0,13	0,11	0,09

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Composición del endeudamiento de Acciona, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento c/p	0,23	0,20	0,19	0,26	0,38	0,40	0,35	0,33
Endeudamiento l/p	0,14	0,13	0,19	0,22	0,35	0,38	0,33	0,25

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO V: Estructura operativa de la cuenta de resultados.**Tabla1: Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias de Gamesa, S.A.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VENTAS	108.750	66.332	72.461	8.237	461.719	59.768	31.418	93.485
Gasto personal	-16.181	-18.953	-21.733	-23.085	-19.156	-32.914	-34.672	-34.569
Otros ingresos de explotación	22.513	33.998	37.482	8.522	20.823	39.645	35.604	34.118
Otros gastos de explotación	-14.970	-20.105	-22.361	-18.294	-11.743	-19.851	-19.685	-24.696
EBITDA	100.112	61.272	65.849	-24.620	451.643	46.648	12.665	68.338
Amortizaciones y deterioros	-471	-407	-776	-1.037	-5.959	8.469	103.056	34.779
EBIT	99.641	60.865	65.073	-25.657	445.684	55.117	115.721	103.117
Ingresos financieros	4.287	3.757	4.294	1.723	61	28	0	49
Otros gastos financieros	-2.568	-1.057	-25.723	-441.571	-1.754	-2.921	-1.020	-45
EBT	101.360	63.565	43.644	-465.505	443.991	52.224	114.701	103.121
Impuesto s/B°	3.419	-6.016	14.041	10.693	-416	-2.565	-37.818	-16.016
RESULTADO DEL EJERCICIO	104.779	57.549	57.685	-454.812	443.575	49.659	76.883	87.105

*Fuente: Elaboración propia.***Tabla 2: Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias de Fersa, S.A.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VENTAS	6.451	8.358	8.388	7.759	5.712	7.126	6.105	6.638
Gasto personal	-2.318	-2.514	-2.212	-1.683	-1.746	-1.518	-1.562	-1.761
Trabajos realizados por la e ^a	281	167	264	463	0	0	0	0
Otros ingresos de explotación	2	11	0	0	5	3	0	0
Exceso de provisiones	0	0	0	0	642	0	0	658
Otros gastos de explotación	-1.775	-2.166	-2.490	-2.674	-1.387	-1.023	-944	-1.934
EBITDA	2.641	3.856	3.950	3.865	3.226	4.588	3.599	3.601
Amortizaciones y deterioros	-2.813	-38.331	-129.835	-81.341	-120	-89	-98	-115
EBIT	-172	-34.475	-125.885	-77.476	3.106	4.499	3.501	3.486
Ingresos financieros	646	378	3.798	642	22	8.859	8	1
Otros gastos financieros	-392	-1.590	-3.088	-2.815	-2.567	-1.621	-52.027	-34.538
EBT	82	-35.687	-125.175	-79.649	561	11.737	-48.518	-31.051
Impuesto s/B°	58	90	-1.206	12	-219	-446	92	-197
RESULTADO DEL EJERCICIO	140	-35.597	-126.381	-79.637	342	11.291	-48.426	-31.248

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias de Acciona, S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VENTAS	30.571	37.771	37.803	39.240	233.279	325.101	246.287	124.408
Gasto personal	-32.437	-34.686	-36.433	-36.182	-37.489	-36.528	-42.970	-52.319
Otros ingresos de explotación	387	555	263	30	4	38.659	70.536	80.728
Otros gastos de explotación	-43.835	-44.711	-48.464	-51.179	-50.481	-55.501	-63.955	-65.646
EBITDA	-45.314	-41.071	-46.831	-48.091	145.313	271.731	209.898	87.171
Amortizaciones y deterioros	-1.053	-1.270	-1.309	-1.905	-1.939	-1.752	-1.893	-1.906
EBIT	-46.367	-42.341	-48.140	-49.996	143.374	269.979	208.005	85.265
Ingresos financieros	1.736.347	310.280	531.941	273.575	90	500	22.351	363.398
Otros gastos financieros	-470.546	-21.078	-305.133	-42.482	-1.205.449	-70.277	-53.570	-58.336
EBT	1.219.434	246.861	178.668	181.097	-1.061.985	200.202	176.786	390.327
Impuesto s/B°	94.529	-3.181	47.826	-2.997	-13.522	-62.738	3.769	-3.725
RESULTADO DEL EJERCICIO	1.313.963	243.680	226.494	178.100	-1.075.507	137.464	180.555	386.602

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO VI: Análisis de la rentabilidad.

Tabla 1: Rotación de activos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	0,18	0,11	0,11	0,01	0,65	0,07	0,03	0,09
Fersa	0,01	0,02	0,03	0,04	0,03	0,04	0,05	0,07
Acciona	0,01	0,01	0,01	0,01	0,05	0,06	0,05	0,02

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Margen de ventas

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	92,06%	92,37%	90,88%	-298,90%	97,82%	78,05%	40,31%	73,10%
Fersa	40,94%	46,14%	47,09%	49,81%	56,48%	64,38%	58,95%	54,25%
Acciona	-148,23%	-108,74%	-123,88%	-122,56%	62,29%	83,58%	85,22%	70,07%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3: Rentabilidad económica

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	16,95%	10,14%	9,93%	-3,87%	63,25%	5,09%	1,32%	6,92%
Fersa	0,57%	0,92%	1,37%	2,01%	1,85%	2,34%	2,83%	3,74%
Acciona	-0,78%	-0,71%	-0,80%	-0,79%	2,91%	4,96%	3,99%	1,51%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Rentabilidad financiera

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	22,62%	11,24%	10,11%	-395,55%	79,13%	5,88%	8,54%	9,28%
Fersa	0,04%	-10,08%	-55,54%	-53,84%	0,23%	7,04%	-43,24%	-38,71%
Acciona	30,98%	5,58%	5,33%	4,32%	-37,22%	4,49%	5,74%	10,57%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 5: Apalancamiento financiero

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gamesa	79,75%	88,55%	57,72%	328,07%	78,21%	87,31%	92,94%	95,00%
Fersa	-40,71%	86,79%	78,35%	79,20%	15,32%	213,78%	-1220,00%	-746,99%
Acciona	-1930,11%	-439,66%	-269,77%	-244,04%	-428,76%	41,45%	50,78%	289,25%

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO VII: Modelo Z-Score.

Tabla 1: Valores de las variables independientes y de Z

	2016
X1= Capital circulante/Total activo	0,53
X2= Beneficios retenidos/ Total activo	0,47
X3= EBITDA/Total activo	0,07
X4= Capitalización bursátil/Total pasivo	108,83
X5 = Ventas netas/ Total activo	0,09
Z=	110,0003521

Fuente: Elaboración propia.

ANEXO VIII: Análisis bursátil.

Tabla 1: Q de Tobin

	Año 2016
Gamesa	5,73
Fersa	0,87
Acciona	1,09

Fuente: Elaboración propia.