



# **TRABAJO DE FIN DE GRADO**

**Análisis económico-financiero de ENUSA Industrias  
Avanzadas S.A.**

(Economic-financial analysis of ENUSA Industrias Avanzadas S.A.)

**Autor:** David Pozas Ramos

**Tutor:** Dr. Alfonso Andrés Rojo Ramírez,

**Cotutora:** Dra. María José Martínez Romero

**Grado en Administración y Dirección de Empresas**

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2017 / 2018

Almería, Junio de 2018

## Tabla de contenido

<b>1. Introducción.....</b>	<b>3</b>
<b>2. El sector y la empresa .....</b>	<b>3</b>
2.1. El sector	4
2.2. La empresa	7
<b>3. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA .....</b>	<b>13</b>
<b>3.1. Balance</b>	<b>13</b>
3.1.1. Estructura Económica .....	13
3.1.1.1 Análisis del activo no circulante (ANC).....	14
3.1.1.2. Análisis del AC .....	15
3.1.2. Estructura Financiera .....	17
3.1.3. Análisis del Balance Proforma CI y Fondo de Maniobra.....	22
<b>3.2. Cuenta de resultados</b>	<b>23</b>
<b>3.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO</b>	<b>25</b>
3.3.1 Las actividades de explotación u operativas (FTO).....	26
3.3.2 Las actividades de inversión (FTI).....	27
3.3.3 Las actividades de financiación (FTAF) .....	29
<b>4. Análisis de la Rentabilidad .....</b>	<b>31</b>
<b>4.1. Rentabilidad económica</b>	<b>32</b>
4.1.1. Margen económico y rotación de activos.....	33
<b>4.2. Rentabilidad Financiera</b>	<b>34</b>
4.2.1 Margen financiero, rotación y endeudamiento .....	36
<b>4.3. Relación entre la rentabilidad económica de la empresa (ROIC) y la rentabilidad financiera (ROE)</b>	<b>37</b>
<b>4.4. Análisis de la Rentabilidad Global de la Empresa</b>	<b>38</b>
<b>5. La solvencia.....</b>	<b>39</b>
<b>5.1. Riesgo económico y financiero</b>	<b>39</b>
<b>5.2. Análisis de solvencia y liquidez</b>	<b>40</b>
5.2.1 Solvencia a corto plazo .....	40
5.2.2. Análisis de la solvencia a largo plazo .....	43
<b>6. Valoración de la empresa mediante el modelo RIM .....</b>	<b>45</b>
<b>7. Conclusiones .....</b>	<b>48</b>
<b>8. Bibliografía .....</b>	<b>50</b>
<b>9. Anexos o apéndices.....</b>	<b>0</b>

## **RESUMEN**

Este trabajo consiste en el estudio de la empresa Enusa durante los ocho años de estudio, en el que se analiza el sector en el que está incluida y los principales factores que le influye desde el entorno, además de las principales características de dicha empresa para conocer sus fortalezas y debilidades. Por otra parte, se realiza el análisis económico-financiero de la empresa mediante el estudio de sus estados contables, principalmente a partir de su balance, la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo, además de ofrecer una visión general de su creación de valor mediante la rentabilidad generada en los últimos años, y la solvencia que presenta. Por último, se realiza un estudio de la condición de viabilidad económica de dicha empresa mediante el método Residual Income Model (RIM) para conocer el valor de la empresa durante el periodo de estudio de la empresa y ofrecer una visión más detallada acerca de su posible comportamiento futuro.

**Palabras clave:** valoración de empresas, rentabilidad, creación de valor, estados contables, liquidez

## **ABSTRACT**

This work consist of the study of the business Enusa during the eight years of study, which analyzes the sector in which it is included and the main factors that influence it from the environment, in addition to the main features of said business to know its strengths and weaknesses. On the other hand, the economic-financial analysis of the business is carried out through the study of its financial statements, mainly from its balance sheet, the income statement and the cash flow statement, as well as offering an overview of its creation of value through the profitability generated in recent years and the solvency it presents. Finally, a study of the economic viability condition of the business is carried out using the Residual Income Model (RIM) method to know the value of the company during the study period of the business and offer a more detailed view of its possible future behavior.

**Keywords:** valuation of companies, profitability, value creation, financial statements, liquidity

## **1. Introducción**

El informe que se presenta a continuación sobre la empresa ENUSA Industrias Avanzadas S.A. (en adelante Enusa) tiene como finalidad ofrecer un análisis económico-financiero de la empresa para poder extraer conclusiones sobre la marcha de la empresa durante el intervalo de estudio, además de su posible comportamiento en el futuro y como fin último la valoración de la empresa

Este informe se enmarca dentro del Análisis contable e incluye el período de ocho años (de 2009 a 2016), y está compuesto principalmente en cuatro partes: primera parte recoge un breve análisis del comportamiento del sector al que se encuadra Enusa y de las características fundamentales de la empresa; la segunda parte está compuesta por el análisis de la empresa, que es la parte central del informe; la tercera parte está compuesta por la valoración de la empresa mediante el método RIM; por último, la cuarta parte son las conclusiones de las que podemos partir tras el estudio de los apartados anteriores, además de un breve comentario acerca de su actividad en el futuro. Además, en este apartado se incluyen los anexos donde figuran los aspectos que pueden ayudar al lector a entender mejor el informe. En particular, en los anexos se incluyen los datos del balance, la cuenta de resultados pro forma, el estado de flujos de efectivo pro forma, además de su análisis vertical y horizontal.

La información que sirve de soporte para este informe es la información contable contenida en las cuentas anuales de Enusa, incluyendo otras fuentes de carácter estadístico y sectorial obtenidas de diferentes fuentes externas.

Particularmente he encontrado ciertas limitaciones a la hora de encontrar información estadística e histórica sobre la empresa y el sector, ya que existían algunas restricciones a la hora de acceder a cierta información específica.

## **2. El sector y la empresa**

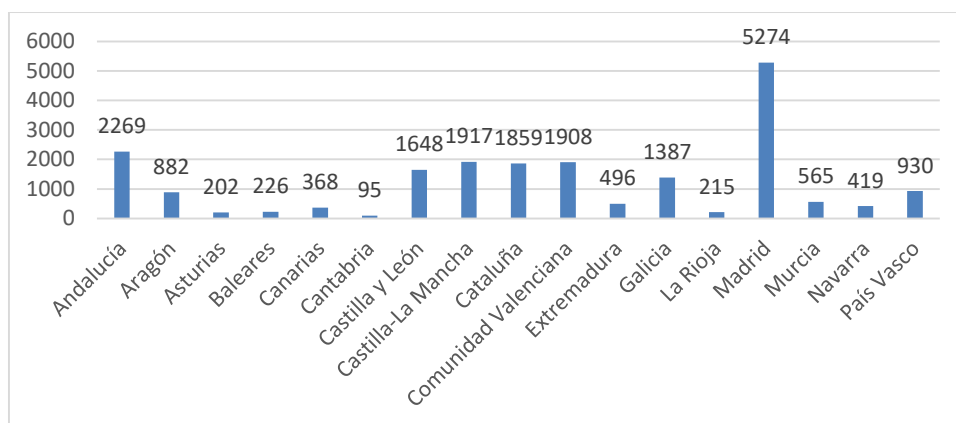
Este apartado está orientado a dar un conocimiento sobre el sector energético, y a presentar los datos que mejor representan la propia empresa. Éste lo dividiremos en dos subapartados, uno destinado a reflejar los datos que mejor representan al sector y otro que reflejará los datos más importantes de la empresa.

## 2.1. El sector

El sector energético español cuenta a 31/12/2017 con aproximadamente 20.669 empresas, pero en cuanto a la energía nuclear, su actividad principal, cuenta sólo con 9 empresas. Las tres empresas que destacan a nivel nuclear son: Iberdrola, Enusa y Asociación Nuclear Asco Vandellos II AIE. Según los datos disponibles del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, cuyas iniciales son SABI, que es una herramienta que contiene información sobre los balances presentados por más de 2,5 millones de empresas españolas, encontramos que el número de empleados en el sector nuclear es aproximadamente de 2.325, donde se concentran principalmente en la Asociación Nuclear Asco Vandellos II (1.031 empleados) y Enusa (635 empleados). A continuación, se realiza un análisis de la distribución de las empresas del sector eléctrico por comunidades autónomas.

La distribución de las empresas del sector eléctrico por comunidades autónomas se muestra en el gráfico 2.1.

**Gráfico 2.1. Distribución del sector eléctrico por Comunidades Autónomas**

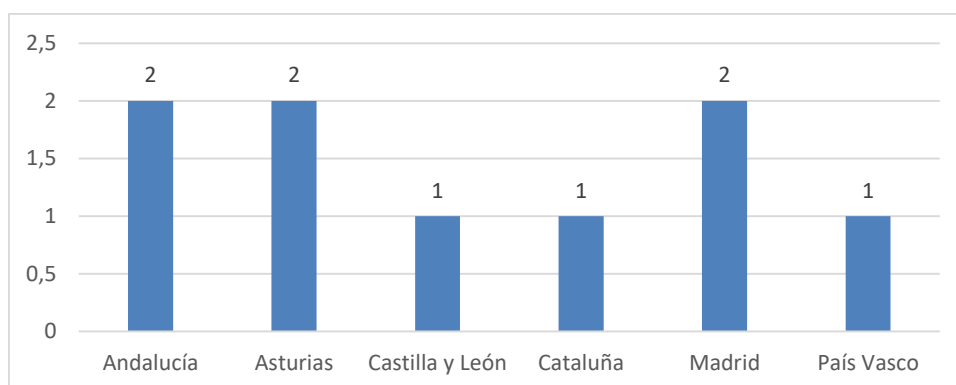


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como podemos apreciar, la mayor parte de las empresas eléctricas se concentran en Madrid (5.274 empresas), seguida de Andalucía (2.269 empresas) y de Castilla-La Mancha (1.917 empresas).

Centrándonos en el sector nuclear, la concentración de las empresas tiene mayor dispersión, como podemos apreciar en el gráfico 2.2.

**Gráfico 2.2. Distribución del sector nuclear por Comunidades Autónomas**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

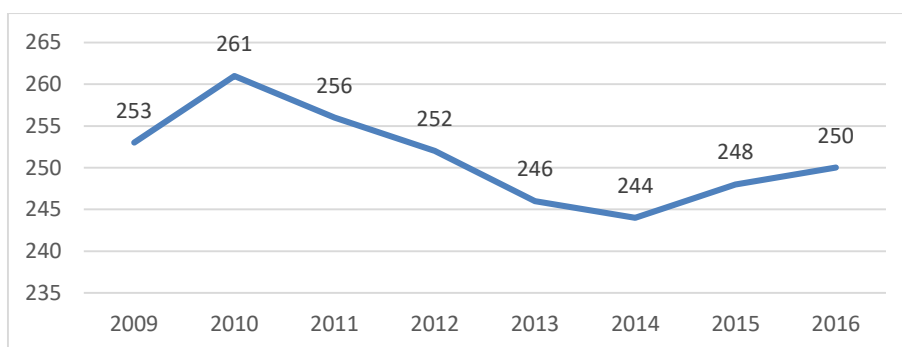
Las empresas del sector nuclear no se concentran en ninguna comunidad autónoma en concreto, aunque como podemos ver en Andalucía, Asturias y Madrid se localizan más de la mitad de las empresas nucleares.

En el ámbito económico, el sector energético español es un sector de gran importancia, suponiendo aproximadamente un cinco por ciento del PIB español, pero su importancia va más allá de su participación en la producción total, ya que constituye un sector estratégico del que necesitan todas las ramas de la actividad económica, siendo la energía una necesidad para cualquier clase de producción de bienes y servicios. Precisamente uno de los elementos que ha limitado el desarrollo económico de España en los últimos siglos, ha sido la escasez de recursos energéticos. La pobreza de recursos ha llevado al sistema energético nacional a una situación de déficit y dependencia exterior. Desde finales de los años 1990 esta dependencia se intenta reducir mediante políticas de impulso de energías renovables, que tienen como objetivo generar el 30% de la electricidad a partir de fuentes de energía renovable, el 12% de la energía primaria y el 5,75% con biocarburantes. España es asimismo líder mundial en energía eólica, con la mayor tasa de penetración mundial de esta tecnología (21% del consumo eléctrico en 2013).

Es necesario resolver los problemas de subidas de precio de la electricidad en España ocasionados por regulaciones erróneas, que han desembocado en pérdida de competitividad de la industria, disminución de inversiones extranjeras e inseguridad jurídica. Para ello era necesaria otra reforma del sector eléctrico, algo que ha empezado a ser una realidad con la aprobación de la Ley 24/2013 de 26 de diciembre del sector eléctrico; cuyo objetivo principal es reducir el déficit de tarifa.

En base a nuestro último año de estudio en 2016, tomando como fuente de referencia el ‘Informe del sistema eléctrico español’ se pueden tomar como conclusiones que la demanda de energía eléctrica española mantiene su tendencia de crecimiento, aumentando por segundo año consecutivo, aumentando un 0,7% con respecto al año anterior. Por otra parte, España consiguió por primera vez desde 2003 acabar el año con un saldo importador con sus países limítrofes de 7.660 GWh. El consumo anual de electricidad en España es del 94% sobre el total de la demanda del país. Para concluir, cabe destacar que en España sigue evolucionando el uso de las energías renovables, ya que en 2016 ha conseguido generar el 40,8% del total de la energía peninsular, lo que se traduce en el papel que está adoptando el país siendo responsable con el medio ambiente al reducir la contaminación de CO<sub>2</sub>, alcanzando el nivel más bajo de la última década. El gráfico 2.3 muestra la evolución de la demanda del sistema eléctrico peninsular de nuestro periodo de estudio.

**Gráfico 2.3 Evolución de la demanda del sistema eléctrico península en TWh**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de El Informe Del Sistema Eléctrico Español

En relación con el sector energético, se va a realizar un análisis de las empresas que compiten con Enusa y se hace una selección de las empresas más significativas de este sector, las cuales son Repsol, Endesa y Cepsa, aunque también cabe destacar Iberdrola o Gas Natural.

Podemos destacar de Repsol que se encuentra en el número 42 de entre las 250 compañías más fuertes del mundo, siendo con este dato la empresa más fuerte de las españolas lo que se traduce que es la que mayor reputación corporativa tiene. Seguida de Repsol se encuentra Endesa de la que resalta que es la primera compañía eléctrica en España y, a nivel mundial la segunda más fuerte. Por último, se encuentra Cepsa la cual se creó antes que éstas. De Iberdrola se puede decir que se encuentra con una reputación corporativa por encima de Endesa y Cepsa.

Para concluir con los datos más relevantes del sistema eléctrico español de 2016, se muestra un cuadro resumen acerca del balance de energía eléctrica nacional y su variación con respecto al año anterior.

**Tabla 2.1. Balance de energía eléctrica nacional y variación 2016/2015**

Fuente de energía	GWh	%16/15
Hidráulica	39.168	25,5
Nuclear	56.099	2,5
Carbón	35.188	-30,9
Ciclo combinado	25.686	1,7
Eólica	47.296	-0,9
Solar fotovoltaica	7.567	-3,5
Solar térmica	5.060	-0,5
Otras renovables	3.416	7,6
Cogeneración	25.782	1,4
Residuos	3.121	4,5
Generación	248.383	-2,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de El Informe Del Sistema Eléctrico Español

Como datos concluyentes, destacar que la tecnología nuclear predomina en la producción de energía eléctrica con 56.099 GWh, representando un incremento de un 2,5% con respecto al año 2015, seguida de la energía eólica con 47.296 kWh traduciéndose en una disminución del 0,9% respecto el año anterior y la energía hidráulica con 39.168 kWh aumentando de forma considerable con un 25,5% en 2016.

## 2.2. La empresa

Con este subapartado tratamos de dar al lector del informe un conocimiento básico de la situación en que se encuentra la empresa cuando realizamos el análisis.

Enusa Industrias Avanzadas S.A. es una empresa pública y matriz del GRUPO Enusa que se completa con las filiales EMGRISA (60% de las acciones de Enusa) y ETSA (40% de las acciones).

Enusa divide sus actividades en dos áreas de negocio: nuclear y medioambiental. En este caso, nos centramos en su negocio nuclear, que tiene como principal actividad la primera parte del ciclo del combustible nuclear que consiste en: gestionar el suministro de uranio enriquecido destinado a centrales nucleares españolas; diseñar, fabricar y suministrar el combustible a centrales nucleares nacionales y extranjeras; los servicios de ingeniería en lo relativo a la gestión y optimización de usar el combustible en el reactor; los servicios de



combustible en actividades de inspección, reparación, manejo en fresco e irradiado; y el transporte de material nuclear y mercancías radiactivas a través de la filial ETSA. Dentro de las actividades nucleares también desarrolla capacidades tecnológicas para la segunda parte del ciclo de combustible y la venta de equipos de inspección de combustible fresco e irradiado.

Esta empresa se constituye como Empresa Nacional del Uranio S.A. el 1 de enero de 1972 siendo su objetivo inicial explorar e investigar los yacimientos de uranio existentes en España para hacer posible la producción de concentrados y la fabricación de elementos combustibles para centrales nucleares. Está dada de alta en el CNAE 3517, sin embargo, a partir de 2016 modifica su actividad económica y pasa al procesamiento de combustibles nucleares, CNAE 2446, siendo el dominante en su sector ese año.

Su sede central se encuentra en Madrid y dispone además de cinco centros en toda España, sus instalaciones se basan en una planta de biogás y una fábrica de elementos combustibles en Juzbado, un centro medioambiental en Ciudad Rodrigo, una antigua instalación minera en La Haba (Don Benito) y una planta RSU en Cervera del Maestre.

La estrategia que utiliza Enusa se basa en renunciar a la estandarización de su oferta de productos y realizar una política de firma de acuerdos comerciales y tecnológicos con las multinacionales líderes del sector. La cuota de mercado de ENUSA en Europa es del 10%.

La misión de esta empresa es principalmente aportar a la sociedad, continuamente y a largo plazo, unos productos de calidad, competitividad y de forma segura, que permitan el correcto desarrollo profesional y humano, una elevada protección al medio ambiente y una rentabilidad adecuada.

Mientras tanto, la visión se enfoca en líneas de negocio en áreas tecnológicas y de servicios, generadas a partir de capacidades estructurales en el tratamiento y la gestión de materiales nucleares y radioactivos, en el que se mezclan mercados consolidados con otros emergentes con gran capacidad de crecimiento.

Los valores en los que se basa Enusa para realizar su actividad son: atención principal a la seguridad, a la calidad y al medio ambiente. La atención, confianza, respeto y comprensión a las personas. La formación, el espíritu de trabajo en grupo, el liderazgo, la innovación la profesionalidad y la honestidad. Esfuerzo en la superación, transparencia y crítica

constructiva. Además de la comunicación, compromiso y participación con la sociedad en general.

Su ejercicio social comienza el 1 de enero y finaliza el 31 de diciembre. Al 31 de diciembre de 2016, el capital social de Enusa está totalmente desembolsado, y se compone de 200.000 acciones ordinarias al portador de 300,51€ nominales cada una, con iguales derechos económicos y políticos.

El número medio de empleados durante el ejercicio 2016 fue de 635 empleados, destacando los directivos, técnicos y similares (392 empleados). En el siguiente cuadro se puede apreciar los trabajadores clasificados por categorías:

**Tabla 2.2. Número medio de empleados en 2016 clasificados por categorías**

EJERCICIO 2016	HOMBRES	MUJERES	TOTAL
CONSEJEROS	1	0	1
DIRECTIVOS	6	1	7
TÉCNICOS	288	104	392
ADMINISTRATIVOS	14	34	48
OTRO PERSONAL	176	11	187
<b>TOTAL</b>	<b>485</b>	<b>150</b>	<b>635</b>

Fuente: Memoria Enusa 2016

El ciclo del combustible nuclear incluye el conjunto de operaciones para la generación del combustible destinado a las centrales nucleares y el tratamiento del combustible. El ciclo abierto incluye actividades como la minería, la producción de concentrados de uranio, la conversión a UF6 y su enriquecimiento. Además, incluye la fabricación de los elementos combustibles, su uso en el reactor y el almacenamiento de los combustibles irradiados.

Enusa participa a lo largo de todas las fases de esta cadena de valor, comprando todos los componentes del uranio enriquecido destinado a las Centrales Españolas en nombre de las compañías eléctricas propietarias, fabricando los elementos combustibles para muchas empresas españolas y europeas, además de colaborar con sus clientes. A continuación, vamos a confeccionar un análisis DAFO para conocer las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que presenta Enusa respecto el sector eléctrico, además de establecer las ventajas competitivas de las que dispone nuestra empresa para planificar sus estrategias

para el futuro. Vamos a iniciar este análisis con el análisis externo de la empresa (amenazas y oportunidades).

En cuanto a las amenazas que encuentra Enusa encontramos:

- Déficit comercial por la dependencia energética exterior, España es un país importador de energía, sólo produce el 20% de la energía que consume.
- El sector eléctrico presenta una regulación incoherente y que varía con facilidad.
- Sus precios dependen de las subidas de precio de los combustibles en los mercados internacionales. Las políticas de medio ambiente establecidas por la Unión Europea (UE) son complicadas de cumplir.
- Limitación de la vida de las centrales nucleares
- Exceso de fabricación de combustible en Europa

En cuanto a las oportunidades que se les presenta a Enusa encontramos:

- La existencia de innovaciones tecnológicas.
- La bajada del precio del petróleo.
- Establecer un acuerdo con el Estado para eliminar la inseguridad jurídica.
- Establecer políticas de ahorro energético mediante medidas obligatorias.
- Corregir los fallos del mercado, limitando la intervención del gobierno.
- Eliminar los costes ajenos de la tarifa eléctrica.
- Incrementar la negociación de España con la Unión Europea.
- Internacionalización y suministro de equipos para fabricación e inspección-reparación de combustible.
- Aumento del mercado de servicios de ingeniería y combustible a las centrales nucleares españolas y europeas

El análisis externo tiene por objeto detectar los posibles indicios de cambio y establecer previsiones sobre la evolución de los factores principales del entorno en el que opera

nuestra empresa. A continuación, realizamos un breve análisis interno (fortalezas y debilidades).

En cuanto a las debilidades que presenta, encontramos las siguientes:

- Gastos por emisión de dióxido de carbono por consumo de carbón obligatorio de producción nacional.
- Las centrales nucleares provocan graves impactos sobre el paisaje y la fauna, impactando negativamente sobre la reputación de la empresa.
- Entrada en el mercado de energías renovables, lo que reduce el consumo de energía nuclear.
- Dificultad de planificar las inversiones en infraestructuras nucleares y su elevado coste.
- Uso de alternativas más baratas para la generación de electricidad.
- Elevado ratio de endeudamiento.
- Pequeño tamaño.
- Alta competencia y oportunidades limitadas en el mercado de tecnología BWR.

Por último, concluimos con las fortalezas de las que dispone Enusa:

- Inversión en I+D+i que garantiza sostenibilidad, eficiencia y competitividad.
- Presenta una gran diversidad geográfica internacional.
- Variedad en cuanto a los servicios que presta y los productos que genera.
- Diversificación de sus líneas de negocio.
- Descontaminación de las tierras contaminadas mediante la tecnología ``Desorción Térmica``.
- Mantiene una política de mejora continua.
- Colaboración con ciertas empresas como Energías sin fronteras o la Asociación Española del Pacto Mundial, para la ejecución de iniciativas de patrocinio mediante el cual contribuye a proyectos de interés general.

- No hay riesgo de quiebra ni problemas de estabilidad en la empresa.
- Amplia experiencia en el negocio nuclear.
- Primera y única planta en España con tecnología de Biosecado.
- Fuerte implantación y tecnología competitiva en el negocio de transporte de materiales radiactivos.

**Tabla 2.3. Análisis DAFO de Enusa**

<p><b>DEBILIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gastos por emisión de CO<sub>2</sub></li> <li>• Graves impactos sobre la fauna y el paisaje</li> <li>• Entrada de las energías renovables</li> <li>• Elevado coste de las inversiones en infraestructuras nucleares</li> <li>• Uso de alternativas más baratas</li> <li>• Elevado endeudamiento</li> <li>• Reducido tamaño</li> <li>• Alta competencia y oportunidades limitadas</li> </ul>	<p><b>AMENAZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit comercial por dependencia energética exterior</li> <li>• Regulación incoherente del sector</li> <li>• Precios dependientes de los combustibles en los mercados internacionales</li> <li>• Políticas de medio ambientes difíciles de cumplir</li> <li>• Limitación de la vida de centrales nucleares</li> <li>• Exceso de fabricación de combustible en Europa</li> </ul>
<p><b>FORTALEZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Inversión en I+D+i</li> <li>• Diversidad geográfica internacional</li> <li>• Variedad de servicios</li> <li>• Diversificación de sus negocios</li> <li>• Tecnología ``Desorción Térmica``</li> <li>• Política de mejora continua</li> <li>• Colaboración con empresas para iniciativas de patrocinio</li> <li>• Experiencia en el negocio</li> <li>• No hay riesgo de quiebra</li> <li>• Única planta en España con tecnología de biosecado</li> <li>• Tecnología competitiva en el transporte de materiales radioactivos</li> </ul>	<p><b>OPORTUNIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Innovaciones tecnológicas</li> <li>• Bajada de precio del petróleo</li> <li>• Acuerdo con el Estado para eliminar inseguridad jurídica</li> <li>• Políticas de ahorro energético</li> <li>• Corregir los fallos del mercado</li> <li>• Eliminar costes ajenos de la tarifa eléctrica</li> <li>• Negocios de España con la UE</li> <li>• Aumento del mercado de servicios de ingeniería y combustible</li> <li>• Internacionalización y suministro de equipos</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia

El análisis interno permite valorar las fortalezas y debilidades de la propia empresa para detectar las competencias que las distinguen de las demás.

Enusa es una empresa que se sitúa en el puesto 533 dentro del ranking nacional, mientras que se posiciona en el puesto 2 en el sector de producción de energía eléctrica de origen nuclear, dentro de un total de 10 empresas cuya mediana es de 35.156.734€ de cifra de negocio. En el año 2016 se situó en el puesto número 1 en el sector de procesamiento de combustibles nucleares. Por otra parte, la actividad del negocio es estacional, depende de los distintos ciclos de reactores españoles, aunque este tipo de energía es muy controvertida debido a la seguridad de las centrales nucleares y los residuos radioactivos.

### 3. Análisis económico-financiero de la empresa

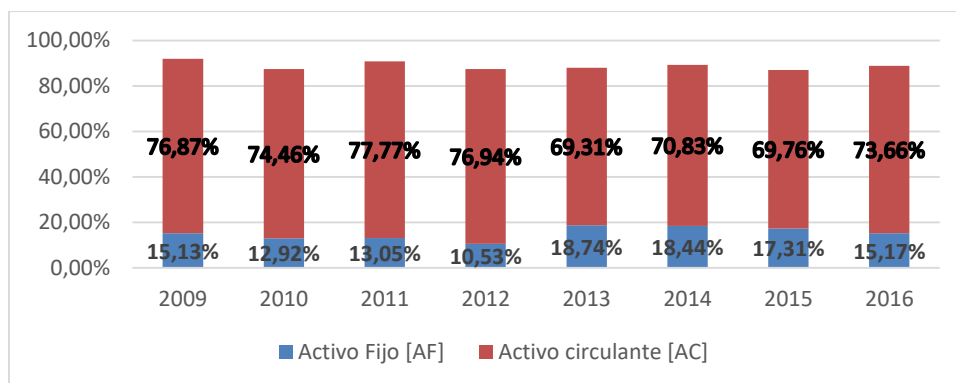
#### 3.1. Balance

Un balance pro-forma es un balance que reclasifica y agrupa los diferentes activos y pasivos en masas patrimoniales, de manera que sirvan a los propósitos de estudio y análisis de la empresa (Rojo Ramírez, 2011). A continuación, vamos a dividir el balance en sus dos estructuras, la estructura económica y la estructura financiera.

##### 3.1.1. Estructura Económica

Está compuesta por el conjunto de bienes y derechos que posee la empresa, en este caso se puede dividir en Activo No Corriente (ANC) y Activo Corriente (AC). Estos datos se recogen en el Anexo 9.1.1a.

Gráfico 3.1.: Composición del Activo



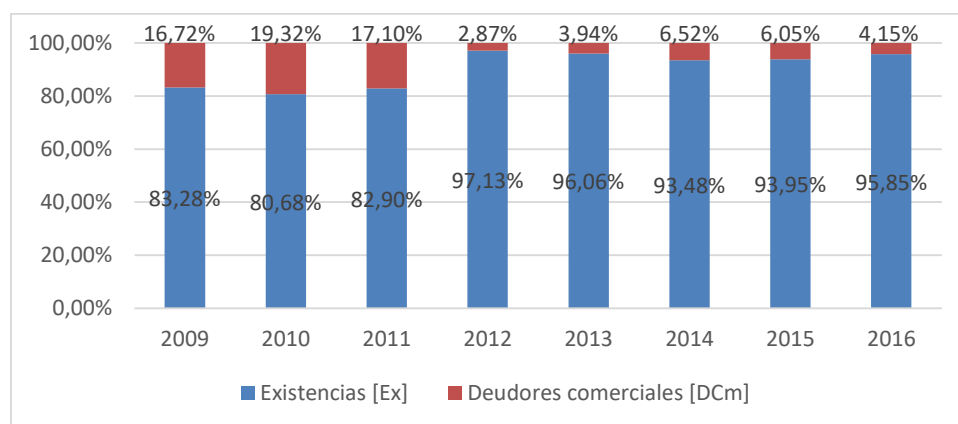
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se puede comprobar en el gráfico anterior, por parte del activo total, la mayor parte de su contenido lo conforma el capital circulante. Destaca la importancia de las materias primas y otros aprovisionamientos, que constituyen casi el 80% del activo circulante. A destacar también el aumento del inmovilizado, desde el año 2009 hasta 2016, pasando durante estos años de 53.129 a 81.454 miles de euros. Por su parte, el activo fijo se invierte en inmovilizado intangible, en concreto en otro inmovilizado intangible, el cual aumenta su importancia a partir del año 2013, evolucionando de 475 en 2012 a 38.853 miles de euros. También forman parte las inversiones en las empresas del grupo y asociadas a largo plazo, donde su máximo se encuentra en el año 2009, y progresivamente va disminuyendo hasta alcanzar 5.353 miles de euros en el año 2013, dónde permanece constante. A partir del año 2013, se mantiene la inversión en activo fijo por encima de los 85.000 miles de euros, con lo que ha ascendido aproximadamente 32.000 miles de euros con respecto el año anterior. Simultáneamente, en 2013 a pesar de aumentar el activo fijo, se produce una disminución de unos 70.000 miles de euros en activo circulante, debido a una reducción de materias primas y otros aprovisionamientos, sin embargo, en los posteriores años se consigue elevar el activo circulante debido al aumento de las existencias.

### 3.1.1.1 Análisis del activo no circulante (ANC)

El activo fijo o ANC son los activos de larga duración que suponen inversiones relevantes para la empresa, que están controlados por ésta y que generan recursos financieros a través de su utilización en su actividad durante más de un ejercicio económico (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

**Gráfico 3.2.: Composición del Activo No Circulante**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A partir de este gráfico, se puede decir que Enusa apenas dispone de inmovilizado financiero, en comparación con el inmovilizado económico, excepto en los tres primeros años de estudio en los que las inversiones de patrimonio superan la barrera de los 10.000 euros, reduciéndose a partir del año 2012. El inmovilizado financiero se descompone en inversiones financieras a largo plazo en instrumentos de patrimonio y de deudas comerciales no corrientes, esta última partida solo se aprecia en los años 2009, 2010 y 2011. También cabe destacar como las inversiones financieras en instrumentos de patrimonio disminuyen, ya que parte de 10.628 miles de euros en 2009, y cayendo a 264 miles de euros en 2013, y manteniéndose constante en esa cuantía durante los años 2013, 2014 y 2015. A partir del 2013 la empresa comienza a invertir en créditos a terceros, derivados y una gran inversión en otros activos financieros, lo que permite elevar la cifra del activo financiero de la empresa.

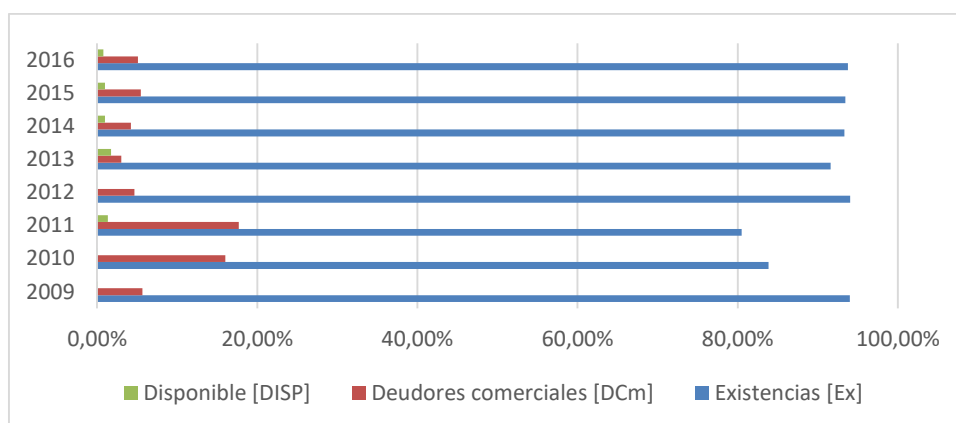
En cuanto al activo inmovilizado, representa la gran parte del ANC, ya que requiere importantes inversiones en inmovilizado intangible, inmovilizado material e inversiones en empresas del grupo y asociados a largo plazo. La evolución del activo inmovilizado se presenta estable, excepto en los primeros cuatro años de estudio, en los que la inversión en inmovilizado intangible se descompone en aplicaciones informáticas y de otro inmovilizado intangible, y su cuantía es escasa en comparación con el resto de años, presentando una cifra de 647 miles de euros en el año 2009, y en 2011 presenta su mínimo con 544 miles de euros. Esta evolución del activo inmovilizado se debe en gran parte, a la gran inversión en otro inmovilizado intangible, lo que permite a Enusa alcanzar la cifra de 86.000 miles de euros en 2013. Con respecto al inmovilizado material, la empresa no invierte mucha cantidad, ya que permanece en el intervalo de 38.000-39.000 miles de euros durante el horizonte temporal de estudio. Por último, las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo empiezan el período de estudio con su máximo con 13.511 miles de euros en el año 2009, sin embargo, a partir de este año, disminuyen durante el resto de años, manteniéndose constante en 5.353 miles de euros a partir de 2013.

### *3.1.1.2. Análisis del AC*

El activo circulante incluye todos aquellos elementos controlados por la empresa que generan disponibilidades, bien a través de su utilización en la actividad productiva, o no, pero dentro del ejercicio económico o de un período inferior al año (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).



**Gráfico 3.3.: Composición del Activo Circulante**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Con los datos anteriores, podemos sacar de conclusiones que las existencias representan entre el 62% y el 72,38% durante el intervalo de estudio, cabe destacar la importancia de las existencias en el sector eléctrico, ya que se caracteriza por la transformación de las materias primas y otros aprovisionamientos en productos finales que utiliza Enusa para la generación de energía nuclear. Durante 2016, destaca la adquisición de materias primas y otros aprovisionamientos por valor de 366.194 miles de euros, supone el año en el que se dispone de mayor cantidad de existencias, ya que el resto de años no supera el límite de los 340.000 miles de euros. En 2013, se produce una reducción de las materias primas y otros aprovisionamientos, pasando a 267.060 miles de euros, siendo el mínimo de este estudio.

En cuanto a los deudores comerciales, en Enusa no supone una gran cantidad respecto de su activo circulante, ya que en 2011 dispone de créditos por clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo por 63.393 miles de euros, mientras que el resto de años se reducen los deudores comerciales pasando a 18.353 miles de euros en 2012.

Con respecto a otros activos circulantes que dispone Enusa, se puede dividir en otros créditos con Administraciones Públicas y créditos con el personal. Ambas partidas aumentan progresivamente durante el estudio, sin embargo, representan una escasa cuantía del total del activo circulante.

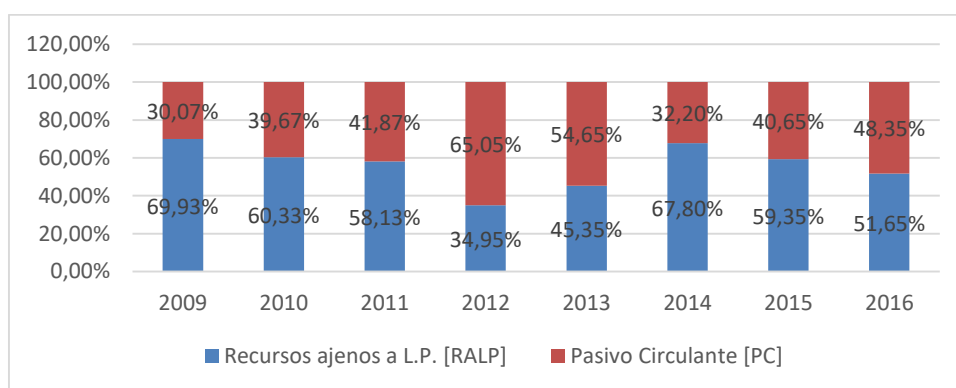
Por último, en cuanto al efectivo que dispone Enusa para llevar a cabo su actividad productiva, no dispone de una tesorería muy elevada ya que finaliza en 2009 con 354 miles de euros, al año siguiente en 2010 desciende hasta 102 miles de euros. Destaca en el año

2011 donde dispone de la mayor cantidad de tesorería durante estos años, con 5.109 miles de euros, sin embargo, al año siguiente se reduce drásticamente llegando a 76 miles de euros, por lo que, como conclusión, Enusa no requiere de demasiado efectivo en su caja.

### 3.1.2. Estructura Financiera

La estructura financiera está compuesta por aquellos recursos que dispone la empresa para financiar su estructura económica, se compone de dos bloques: los recursos propios y los recursos ajenos con coste. En el anexo 9.1.1b se recogen los datos de la estructura financiera.

**Gráfico 3.4.: Composición de la estructura financiera**



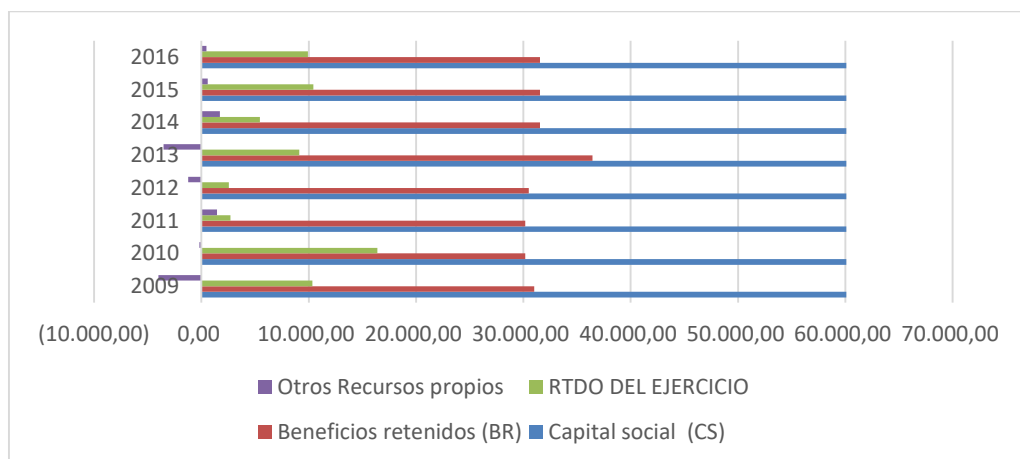
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Según los datos del gráfico anterior, podemos observar como Enusa financia su actividad principalmente mediante recursos ajenos con coste, ya que representa cerca del 80% durante los ocho años de estudio, mientras que los recursos propios llegan al 20% en este intervalo de tiempo. Los motivos por los que Enusa prefiere financiarse con deuda son debidos al menor coste que supone financiarse con deuda y aprovechar el efecto de la situación de apalancamiento financiero positivo, por lo que la deuda incrementa la rentabilidad financiera del grupo promotor. Además, el acceso a la deuda supone un mecanismo más fácil y directo para la empresa, aunque un exceso de deuda también le puede suponer inconvenientes, tales como crear tensión sobre la tesorería, incrementar el riesgo financiero y de insolvencia. Las principales ventajas de utilizar los recursos propios como financiación es su carácter no exigible, el aumento del nivel de garantías, su carácter financiero implícito y que no crea tensiones sobre la tesorería. Sin embargo, son los recursos más caros y no puede aprovechar la oportunidad de beneficiarse de las ventajas de la situación del apalancamiento financiero positivo.

### 3.1.2.1. Análisis de los Recursos Propios

Los recursos propios son aquellos recursos de la empresa asignables a los propietarios, los activos que le quedarían en caso de liquidación de la empresa, siendo un residuo que tiene un vencimiento indeterminado (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

**Gráfico 3.5.: Composición de los Recursos Propios**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

El anterior gráfico muestra la composición de los recursos propios de Enusa durante 2009 hasta 2016. Destaca el papel del capital social dentro de los recursos propios, ya que representan el 12,39% de la financiación total de la empresa. El capital social solo se compone del capital escriturado, que se mantiene constante con 60.102 miles de euros durante el intervalo de estudio.

En los tres últimos años, el capital social está totalmente desembolsada, y está compuesto por 200.000 acciones ordinarias, cuyo valor nominal es 300,51€ cada una, con igualdad de derechos. La reserva legal se ha aplicado del 10% de los resultados de los ejercicios. En los años 2014, 2015 y 2016, esta reserva tiene un límite mínimo del 20% del capital social. Esta reserva solo se puede aplicar a las pérdidas de ejercicios anteriores, por lo que no son de libre disposición. Las reservas voluntarias a partir de 2014, 2015 y 2016 si son de libre disposición. En los últimos cinco años, se ha producido un incremento de los recursos propios de aproximadamente un 9%. Enusa sigue una política de distribución de los resultados de cada ejercicio a dividendos.

Los beneficios no distribuidos están compuestos por las reservas, que se clasifican en legal y estatutarias y otras reservas, estos beneficios son utilizados para las inversiones en ANC

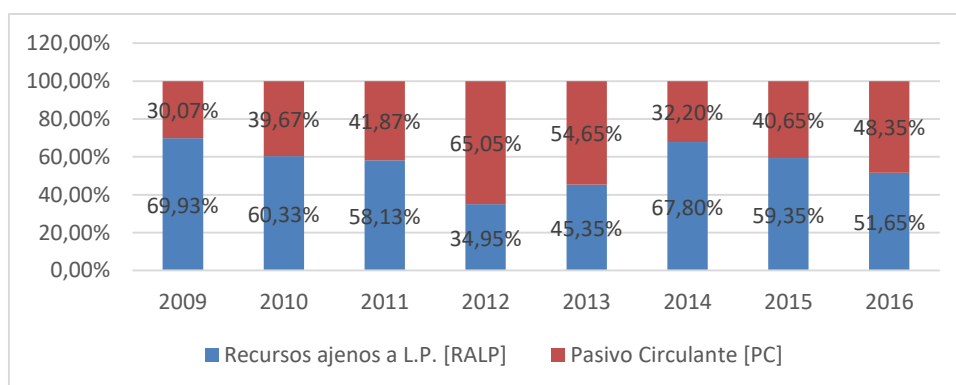
y AC. Se puede apreciar como Enusa mantiene un gran nivel de beneficios retenidos para la inversión que requiere o una expansión de su actividad empresarial, ya que su cifra se encuentra a lo largo de estos ocho años alrededor de 30.000 miles de euros.

Para finalizar, destaca que la partida de otros recursos propios se encuentra en negativo ya que se componen de los ajustes por cambio de valor como consecuencia del entorno. Se aprecia como en los años 2009,2010, 2012 y 2013 se producen pérdidas de valor debido a factores externos de la empresa por valores de 3.995, 199, 1.232 y 3.537 miles de euros respectivamente. El resto de años, se producen ajustes positivos del cambio de valor, finalizando 2016 con 336 miles de euros.

### 3.1.2.2. Análisis del Pasivo

Los recursos ajenos incluyen obligaciones con terceros ajenos a la empresa surgidas como consecuencia de transacciones o hechos pasados y, a cuyo vencimiento la empresa tendrá que desprenderse de activos para cancelarlas o prestar servicios generadores de rendimientos futuros (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

**Gráfico 3.6.: Composición de los Recursos Ajenos**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el anterior gráfico se muestra el peso que tienen los recursos ajenos a largo plazo y el pasivo circulante dentro del exigible total. Se demuestra que desde el inicio del estudio los recursos ajenos a largo plazo tienen una mayor presencia con respecto al pasivo circulante debido principalmente a las provisiones a largo plazo y las deudas a largo plazo con entidades de crédito. Sin embargo, esta tendencia varía a partir de 2012, ya que el pasivo circulante supera a los recursos ajenos a largo plazo, ya que se reduce a la mitad las deudas a largo plazo con entidades de crédito pasando en 2011 de 182.476 miles de euros a 92.082

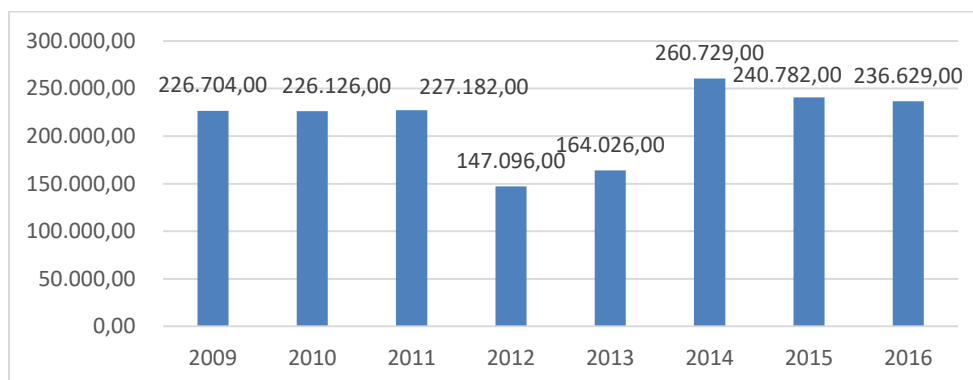
miles de euros, mientras que los acreedores comerciales y las deudas con entidades a corto plazo suman más importancia. Los siguientes años, la tendencia se vuelve a invertir y los recursos ajenos a largo plazo superan al pasivo circulante, siendo más notorio este cambio en 2014, donde la diferencia es de un 28%. La mayor diferencia entre estas dos partidas se muestra en 2009, donde la importancia que aportan los recursos ajenos a largo plazo con respecto al pasivo circulante es de un 39,86%.

A continuación, vamos a dividir los recursos ajenos en sus dos componentes: los recursos ajenos a largo plazo y el Pasivo Circulante.

### 3.1.2.2.1. Los Recursos Ajenos a Largo Plazo

Los Recursos Ajenos a Largo Plazo suelen ser de naturaleza financiera, como obligaciones o bonos emitidos en el caso de grandes empresas normalmente cotizadas; o préstamos obtenidos de entidades financieras (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

**Gráfico 3.7.: Evolución de los Recursos ajenos a largo plazo**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En base al gráfico, vemos cómo evolucionan los recursos ajenos a largo plazo, que se dividen en las provisiones a largo plazo, las deudas a largo plazo, las deudas con empresas del grupo y asociados a largo plazo y por pasivos por impuesto diferido.

La cifra de las deudas con entidades de crédito a largo plazo corresponde a préstamos concedidos a esta sociedad por diversas entidades, cuya finalidad es financiar la gestión de aprovisionamientos. La evolución de esta partida es dispar, ya que parte en 2009 de 182.136 miles de euros, y en 2012 se reduce a la mitad con 92.082 miles de euros. En 2014

presenta su máximo con 200.876 miles de euros, terminando 2016 con 177.615 miles de euros.

Por parte de las provisiones a largo plazo, Enusa tiene mayores provisiones en actuaciones medioambientales y otras provisiones. Destaca la subida de las provisiones a largo plazo desde 2009 hasta 2016, suponiendo un incremento de 10.000 miles de euros, que se debe al incremento de las provisiones por actuaciones medioambientales. También cabe mencionar que, a partir del año 2014, la empresa no aporta a planes de pensiones de empleo ni contratos de seguro colectivos que incluyan la cobertura de la contingencia de jubilación.

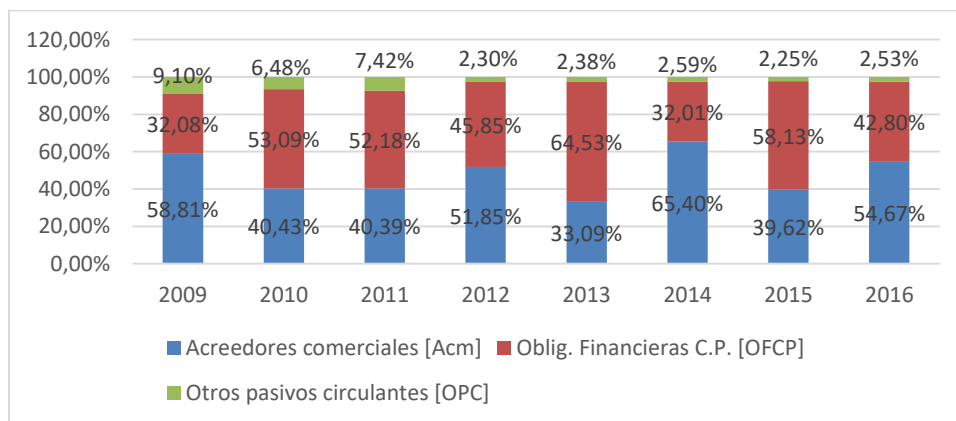
A partir de 2013 es cuando Enusa empieza a contraer deudas a largo plazo con empresas del grupo y asociadas, comenzando con 184 miles de euros y acabando en el ejercicio 2016 con 1.970 miles de euros.

Para finalizar, los pasivos por impuesto diferido tiene poco peso respecto el total de los recursos ajenos con coste, comenzando en 2009 con 44 miles de euros y con el paso de los años aumenta su cuantía considerablemente, encontrándose en 2014 con su máximo con 4.043 miles de euros.

### 3.1.2.2.2. Pasivo Circulante

El Pasivo Circulante recoge deudas u obligaciones con vencimiento inferior a 12 meses desde la fecha de cierre del Balance de la empresa (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

**Gráfico 3.8.: Composición del Pasivo Circulante**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En este gráfico se puede apreciar la importancia que tiene los acreedores comerciales y las obligaciones financieras a corto plazo sobre el pasivo circulante, sin embargo, vemos como otros pasivos circulantes no representan una gran proporción respecto del total.

En cuanto a las obligaciones financieras a corto plazo, destaca el incremento que se produce desde los años 2009 hasta 2013 debido al incremento en las deudas a corto plazo con entidades de crédito que ascienden de 27.523 miles de euros a 123.288 miles de euros. En 2014, se reduce el importe de las obligaciones financieras a corto plazo debido a la bajada de las deudas a corto plazo con entidades de crédito.

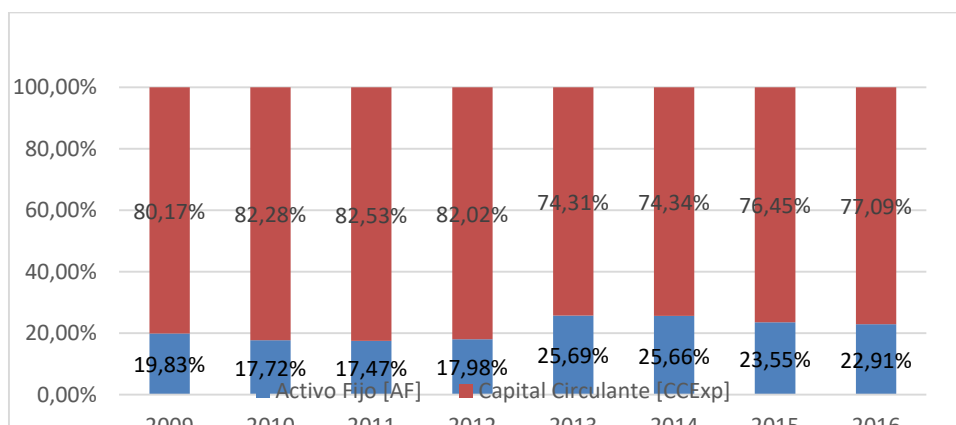
Por otra parte, los acreedores comerciales tienen una evolución regular a lo largo de los años, a excepción de los años 2012 y 2016, en 2012 se incrementa aproximadamente 70.000 miles de euros, como consecuencia de la deuda asumida con los proveedores a corto plazo y los anticipos de clientes.

### 3.1.3. Análisis del Balance Proforma CI y Fondo de Maniobra

El Capital Invertido es la inversión actual de la empresa tanto en Activos Fijos como en Capital Circulante, que debe ser financiada con los Recursos Permanentes (Rojo Ramírez, 2011). Mientras que el Fondo de Maniobra pone en relación los Activos Circulantes y los Pasivos Circulantes (Rojo Ramírez, 2011).

A continuación, analizamos la evolución del activo fijo y el capital invertido además de su importancia y la del fondo de maniobra desde 2009 hasta 2016.

**Gráfico 3.9.: Comparación del Activo Fijo y el Capital Invertido**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

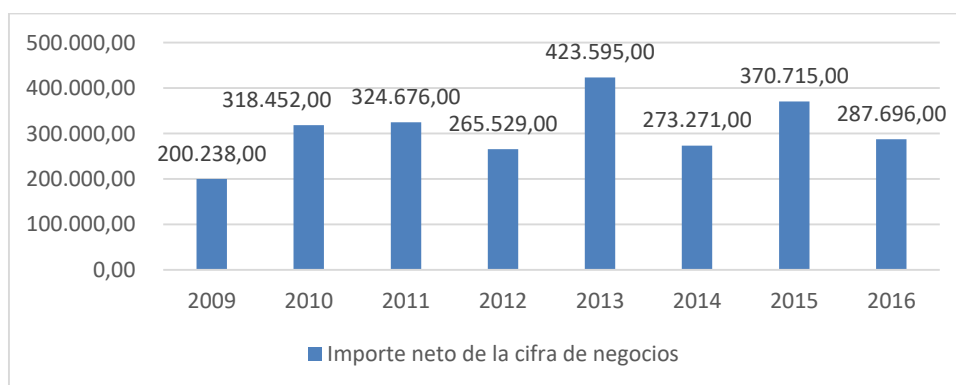
Respecto al gráfico 3.9. se demuestra el gran peso que tiene el capital circulante sobre el capital invertido alrededor del 80%, mientras que el activo fijo representa aproximadamente el 20% del capital invertido. Cabe destacar la importancia del capital circulante en la empresa, ya que la mayor parte de esta partida está conformada por las existencias, que es la base sobre la que se efectúa la actividad de la empresa. A partir del año 2013, el activo fijo adquiere un poco más de importancia respecto al capital invertido debido a la mayor inversión en inmovilizado intangible.

Enusa tiene un volumen de inversión efectiva total (en fijo y en circulante) de alrededor de 400.000 miles de euros como media de los ocho años de estudio, que se componen de 300.000 miles de euros invertidos en el Fondo de Maniobra o capital circulante, y los 100.000 miles de euros restantes están materializados en activos fijos netos.

### 3.2. Cuenta de resultados

Por cuenta de resultados entendemos que es un estado contable que agrupa los diferentes ingresos y gastos de manera que le permiten obtener las magnitudes intermedias (resultados) que sirven a los propósitos de estudio y análisis de la empresa (Rojo Ramírez, 2011). En el Anexo 9.1.2. se recoge la cuenta de resultados pro-forma.

**Gráfico 3.10.: Evolución del importe de la cifra de negocios**



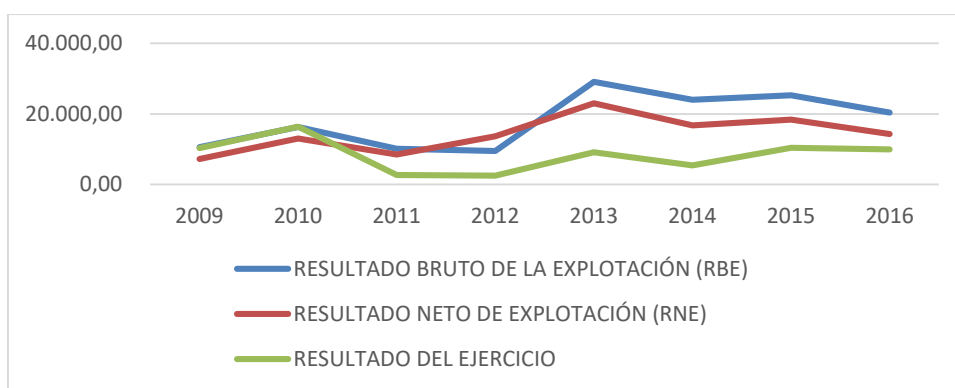
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En cuanto a la cifra de negocios de Enusa, en 2016 ha alcanzado el importe de 287.696 millones de euros, suponiendo una reducción aproximadamente del 22,39% con respecto del año anterior. La cifra de negocios es una magnitud que depende fundamentalmente de la estacionalidad del negocio, en este caso debido a las ventas de uranio enriquecido con una disminución del 44%, ya que está influido por los ciclos de los reactores españoles,



además de la fabricación de combustibles y servicios que se redujo en un 15%. El mayor aumento que se produce en nuestro intervalo de estudio se ha producido en el año 2013, en el que se ha incrementado su cifra de negocios en un 59,53%, comparándolo con su ejercicio anterior. Este aumento se produjo debido al incremento del 72% en las ventas de uranio enriquecido y de un 26% en la fabricación de combustibles. En cuanto al mínimo, se sitúa el ejercicio 2016, en el que se redujo un 23,39% respecto al ejercicio anterior, debido a una disminución en sus ventas y en sus prestaciones de servicios.

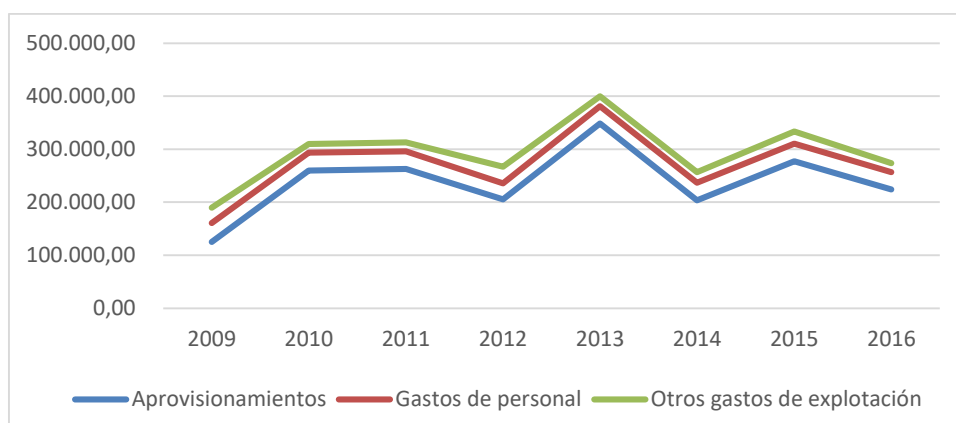
**Gráfico 3.11.: Evolución del RBE, RNE y RE**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En base al gráfico comprobamos como los tres resultados tienen una subida en 2010, seguida de una recesión en 2011, se vuelve a recuperar en 2013, el año siguiente disminuye, sin embargo, vuelve a aumentar en 2015 y por último disminuye en 2016, por lo que se deduce que muestra una evolución irregular sus resultados. Respecto al RNE, los continuos aumentos que se producen en esta partida se debe al elevado porcentaje del exceso de provisión y deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado en el paso de los años, la bajada de este resultado es consecuencia del bajo porcentaje en 2013 del deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado. También destaca el aumento de la amortización del inmovilizado, lo que hace reducir la cifra del RNE debido a la incorporación en el balance de Enusa de nuevo inmovilizado. Además, vemos cómo Enusa finaliza 2016 con unos resultados positivos, lo que hace que la empresa tenga posibilidades de seguir creciendo.

**Gráfico 3.12.: Evolución de los gastos**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Con estos datos se demuestra la importancia que tienen las materias primas y otros aprovisionamientos en el sector eléctrico. Existe una evolución del incremento de las compras de materias primas y otras materias consumibles, pasando del 62,61% sobre la cifra de negocios en 2009 hasta el 77,81% de la cifra de negocios en 2016. Este incremento se debe a la ampliación de la actividad que desarrolla la empresa, requiere de más existencias para completar su actividad, desde la adquisición de las existencias hasta la fabricación de los combustibles nucleares. Otro aspecto importante es el incremento de la compra de materias primas y otros aprovisionamientos en 2010, ya que se incrementa un 107,33% respecto del 2009. En segundo lugar, se encuentran los gastos del personal, manteniéndose estable durante el estudio de este período, que representan, en promedio un 11%. Por último lugar, encontramos otros gastos de explotación que no representan una gran parte del total de gastos que tiene la empresa, ya que pasa desde 2009 de tener 14,30% de gastos de explotación sobre la cifra de negocios, hasta llegar a 5,95% en 2016. Dentro de esta partida, los sueldos y salarios son los que aportan mayores gastos, ya que sus cifras se encuentran dentro de los 25.000€, para el pago a sus empleados.

### **3.3. Estado de flujos de efectivo**

El Estado de Flujos de Efectivo se puede definir como aquella cuenta anual que agrupa los diferentes cobros y pagos que han tenido lugar en la empresa durante un ejercicio, de manera que le permiten obtener las magnitudes intermedias (flujos netos de efectivo) que sirven a los propósitos de estudio y análisis de la empresa (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007). En el anexo 9.1.3 se recoge el Estado de Flujos de Efectivo Proforma de Enusa.

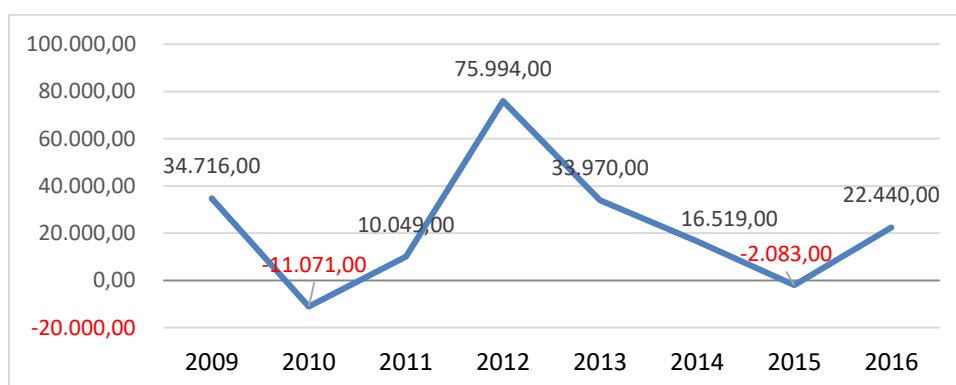
A la hora de analizar el estado de flujos de efectivo, es necesario centrarse en algunos de los Flujos de Efectivo específicos derivados de las diferentes actividades que desarrolla la empresa y que los Estados de Flujos de Efectivo clasifican en procedentes de:

- 1) Las actividades de explotación y operativas (FTO), es la tesorería generada en las actividades operativas, mediante el desarrollo habitual de la actividad de la empresa, ya sea mediante compra, transformación y venta de sus productos o servicios.
- 2) Las actividades de inversión (FTI), son los pagos que tienen su origen en la adquisición de activos no corrientes y otros activos no incluidos en el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.
- 3) Las actividades de financiación (FTAF), bien sea con los propietarios (FTP) o con los prestamistas (FTD), son los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresa o de recursos concedidos por entidades financieras o terceros, en forma de préstamos u otros instrumentos de financiación, así como los pagos realizados por amortización o devolución de las cantidades aportadas por ellos.

### 3.3.1 *Las actividades de explotación u operativas (FTO)*

Permite analizar el efectivo que genera internamente la empresa como consecuencia de su actividad de explotación.

**Gráfico 3.13.: Evolución del Flujo de efectivo operativo (FTO)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Del gráfico 3.13. se puede tomar como conclusiones que Enusa no genera recursos financieros en la actividad operativa en todos los ejercicios del periodo de estudio, debido principalmente a que la gestión del circulante es muy irregular, ya que por ejemplo,

durante el año 2010, en el que la empresa tiene pérdidas a la hora de llevar a cabo su actividad habitual, la causa de este resultado es la gestión de cobro a sus clientes, ya que han aumentado 38.765 miles de euros, por lo que la empresa no ha podido cobrar a estos clientes. También destaca el año 2012, ya que en dicho año la empresa genera la mayor cantidad de tesorería en el periodo de estudio con 75.994 miles de euros, que se debe al incremento en las partidas de ajustes al resultado, debido al incremento en las correcciones valorativas por deterioro, y a variación del capital circulante de explotación de la empresa, el cual se compone del aumento de las existencias, ya que es el año en el que mayor cantidad de existencias dispone la empresa, la disminución de los clientes durante este año y el aumento de proveedores, lo que provocado una mejor gestión del capital circulante de la empresa, al aumentar la cantidad de proveedores al que realizar el pago y disminuir los clientes a cobrar por los productos/servicios de la empresa. Cabe destacar que las fluctuaciones que se producen en los flujos se deben en gran parte a las variaciones que se producen en el precio de la energía, ya que el sector eléctrico destaca por ser un mercado de oligopolio, en el que los clientes no tienen ningún poder negociador, a excepción de los grandes consumidores que poseen un poder de negociación relevante, por lo que las empresas pueden fijar el precio a su libre elección y beneficiarse de un mayor precio a los consumidores particulares. Por otra parte, los proveedores tampoco disponen de un poder de negociación muy alto.

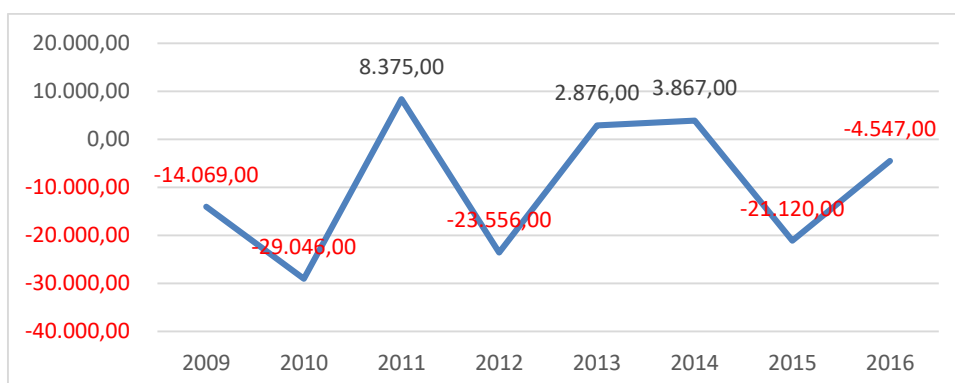
Durante los tres años siguientes en 2013, 2014 y 2015, la tesorería generada mediante la actividad habitual de la empresa vuelve a disminuir, a pesar de obtener en 2013 un mayor resultado del ejercicio, como consecuencia principalmente de una mala gestión del capital circulante, al disminuir a la vez la cantidad de existencias, la cantidad de clientes a cobrar y la cantidad de proveedores a pagar, por lo que incluso en 2015 se llega a generar pérdidas en la tesorería obtenida en dicho año. Por último, en 2016, la empresa vuelve a generar tesorería debido al aumento del capital circulante de explotación de este año con respecto al anterior.

### *3.3.2 Las actividades de inversión (FTI)*

Permite conocer aquellos cobros y pagos relacionados con operaciones de compra y venta de activos fijos, independientemente de la naturaleza de estos.

A continuación, se realiza un análisis detallado de la evolución de dicha actividad.

**Gráfico 3.14.: Evolución del Flujo de efectivo por inversión económica (FTI)**



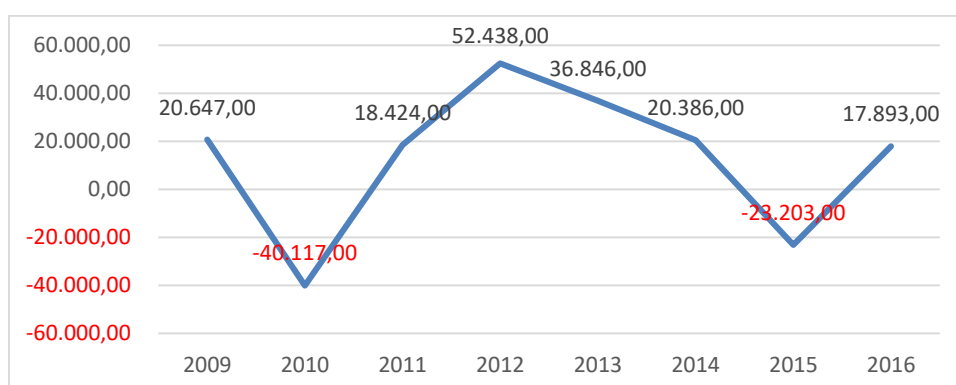
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

El gráfico, muestra las inversiones de naturaleza económica llevadas a cabo durante todos los años destacando principalmente en empresas del grupo y asociadas y en inmovilizado intangible y material, y los cobros por desinversiones no llegan a cubrir los pagos por inversiones. En cuanto a las desinversiones destacan las realizadas por empresas del grupo y asociadas. Otro aspecto a destacar es que solamente durante los años 2011, 2013 y 2014, los cobros por desinversiones superan a las inversiones realizadas por la empresa, lo que le permite generar una tesorería por inversiones económicas positivo, al contrario del resto de años durante se generan flujos de tesorería negativos.

Para realizar un estudio más detallado de la tesorería de Enusa, se explica a continuación los flujos libres de tesorería económicos, que se pueden definir como la tesorería generada por las operaciones de la empresa después de impuestos y tras cubrir las necesidades de inversión económica, quedando disponibles para propietarios y prestamistas.

En parte el descenso que se produce a partir de 2012-2013, se debe a la reforma energética, en el que se pretendía regular el desajuste entre los costes regulados y los ingresos del sistema eléctrico, y durante los años 2014 y 2015 se produce de forma generalizada una desinversión procedente de las empresas nacionales y extranjeras debido a la crisis económica.

**Gráfico 3.15.: Evolución del Flujo Libre de Tesorería Económico (FLTE)**



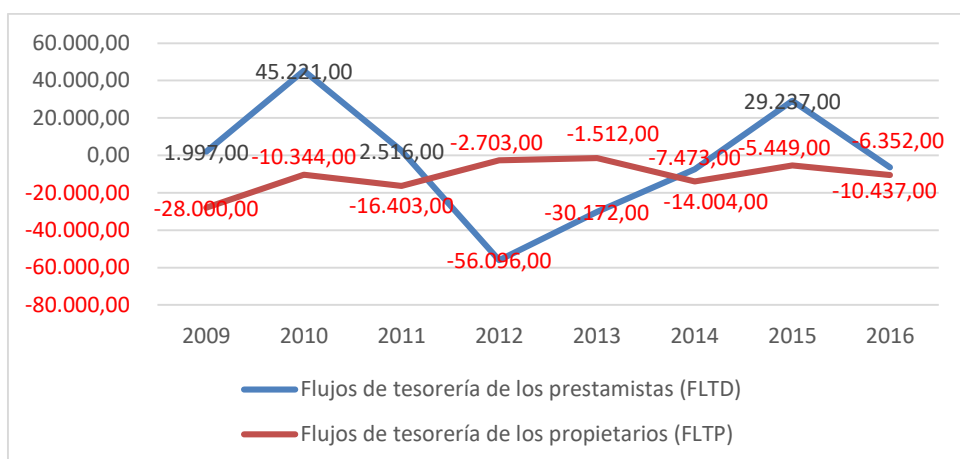
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Estos flujos nos permite analizar la tesorería restante proveniente de la actividad económica de la empresa, al descontarle las inversiones y desinversiones realizadas. Como se puede mostrar en el gráfico, con los recursos generados en la actividad de explotación, Enusa puede hacer frente a las inversiones realizadas en activos fijos ( $FTO > FTI$ ), a pesar de los años 2010 y 2015, donde los pagos por inversiones superan a la tesorería generada por la empresa ( $FTO < FTI$ ). El superávit de tesorería generado por la empresa puede ser destinado a la finalidad que estime más conveniente, ya sea al pago de dividendos a sus propietarios o mantenerlo como tesorería de la empresa para futuras actuaciones. Por otra parte, para superar las dificultades en caso de que exista déficit de tesorería, como en los años 2010 y 2015, la empresa puede incrementar su efectivo mediante préstamos a corto y largo plazo con entidades de crédito o mediante recursos propios.

### 3.3.3 Las actividades de financiación (FTAF)

En cuanto a las actividades de financiación, incluye aquellos flujos de tesorería que tienen que ver con la obtención y devolución de recursos financieros, tanto a los propietarios (FLTP) como a los prestamistas (FLTD). A continuación, se realiza un estudio del efectivo de los propietarios y de los prestamistas.

**Gráfico 3.16.: Evolución del Flujo de Tesorería de las Actividades Financieras (FTAF)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

La empresa demanda recursos financieros durante todos los años de estudio, principalmente en los años en los que fue incapaz de generar recursos financieros excedentarios (años 2010 y 2015), en los que era incapaz de generar tesorería mediante su actividad operativa para cubrir sus inversiones, por lo que demanda recursos ajenos para suplir esta carencia interna. No obstante, durante los años en los que la empresa dispone de superávit de tesorería, la empresa solicita de terceros la aportación de más tesorería, ya sea para repartir los dividendos a sus accionistas o para seguir pagando los préstamos o los pagos de intereses periódicos. Además, en cuanto al flujo de tesorería de los propietarios, destaca el hecho de que los propietarios no aportan mayor tesorería a la empresa, sino que este flujo únicamente se encuentra compuesto por el reparto de dividendos a sus propietarios, donde destaca que es durante el año 2009 cuando se realiza el mayor reparto de dividendos durante el periodo de estudio. Otro aspecto importante respecto los flujos de tesorería de los prestamistas, es que durante la mitad del intervalo de estudio, más concretamente, durante los años 2009, 2010, 2011 y 2015, los recursos obtenidos mediante el préstamo, es superior frente al pago de los intereses y el pago por el principal del préstamo, por lo que se generan recursos excedentarios en este flujo, y lo contrario ocurre durante el resto de años, ya que los recursos destinados al pago de los intereses del préstamo y al principal, superan los recursos recibidos por parte de las entidades de crédito, por lo que se incurre en pérdidas con respecto a este flujo.

#### **4. Análisis de la rentabilidad**

El análisis de la rentabilidad tiene como finalidad evaluar la conveniencia de mantener o no la inversión en la empresa, vista esta como un proyecto de inversión global (Rojo Ramírez, 2011; Plan General de Contabilidad, 2007).

El objetivo con el estudio de la rentabilidad es determinar si tanto los propietarios-inversores, como los gestores y los prestamistas de Enusa son capaces de recuperar su inversión a través de los flujos de renta que se generan a través de su actividad.

La rentabilidad se puede dividir en cuatro tipos según para quien se realice la inversión:

- La rentabilidad económica es la capacidad de generar rentas económicas por parte del capital invertido en la empresa, esta rentabilidad le interesa a los gestores (Rojo Ramírez, 2011).
- La rentabilidad financiera es la capacidad de la inversión para generar retornos financieros, esta rentabilidad afecta a los propietarios e inversores externos (Rojo Ramírez, 2011).
- Por último, tenemos la rentabilidad global de la empresa que se define como la capacidad de la empresa para generar rentas que remuneren a todos los factores que hacen posible la actividad, es decir, está relacionada con el proceso productivo, sin considerar la financiación de la empresa y que integra a los propietarios y prestamistas, al factor humano y a la Administración (Rojo Ramírez, 2011).

Además, cabe mencionar la rentabilidad media de la deuda, que afecta a los prestamistas. Esta rentabilidad no le vamos a dar tanta importancia, ya que su coste viene pactado contractualmente.

Sin embargo, cabe destacar que las rentabilidades basadas en datos contables miden la eficiencia en términos de devengo, por lo que hay que tener en cuenta que se trata de una rentabilidad histórica y de una rentabilidad media, por lo que es difícil el predecir el futuro a través de los datos contables. El objetivo será calcular los ratios sin tomar en consideración los ajustes propios del devengo.

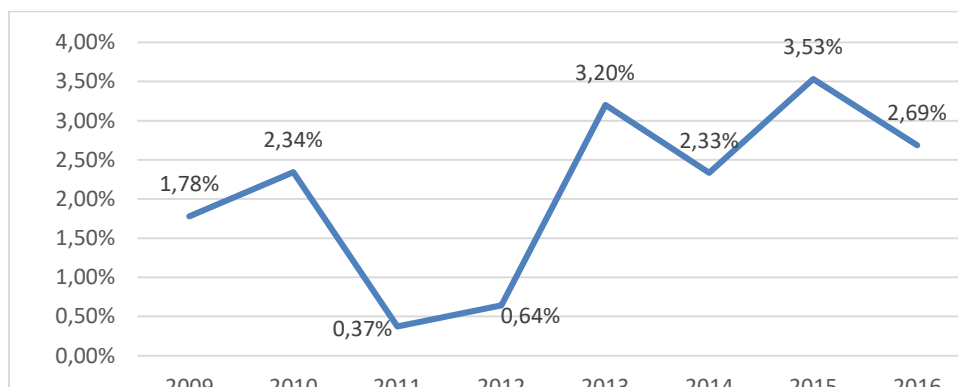
A continuación, se analiza las rentabilidades más importantes; la rentabilidad económica, financiera y global de la empresa.



#### 4.1. Rentabilidad económica

Un aspecto a destacar en la rentabilidad económica es que no tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa, midiendo la eficiencia del comportamiento de las inversiones de la empresa.

**Gráfico 4.1. Rentabilidad económica después de impuestos**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el gráfico anterior, se representa la evolución de la rentabilidad económica después de impuestos, a través de la rentabilidad del capital invertido (ROICdt). Se observa como la rentabilidad económica se reduce sustancialmente debido a una disminución en el resultado bruto de explotación que se produce a partir del año 2011, lo que reduce la rentabilidad en 2 puntos porcentuales. A partir del año 2013, la rentabilidad económica de la empresa se vuelve a recuperar gracias al incremento del resultado bruto de explotación en 20.000 miles de euros, generando una rentabilidad económica de 3,20 puntos porcentuales. Para concluir el periodo de estudio, Enusa alcanza una rentabilidad económica después de impuestos de 2,69%. La rentabilidad económica promedio de Enusa es del 2,11%.

A través del cálculo de la rentabilidad económica antes de impuestos, podemos comparar si Enusa está creando valor para sus gerentes o está destruyendo valor.

**Tabla 4.1. Rentabilidad económica y coste de capital de ENUSA**

Magnitud	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
REAT	2,99%	3,96%	2,50%	2,47%	7,67%	6,05%	6,03%	4,68%
Ko (dt)	2,71%	3,69%	3,38%	3,01%	4,07%	4,18%	3,86%	3,59%
ROIC-Ko	0,28%	0,27%	-0,88%	-0,54%	3,60%	1,87%	2,17%	1,09%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como conclusiones de la anterior tabla, podemos ver como durante los años 2011 y 2012, Enusa no cubre la rentabilidad mínima exigida por los gerentes, por lo que se está destruyendo valor, y las decisiones de inversión de Enusa no son eficientes. Por el contrario, en los años 2009 y 2010, y a partir del año 2013, la rentabilidad económica de Enusa se incrementa hasta tal punto de rebasar el coste de capital, por lo que se está creando valor, y las decisiones de inversión por parte de los gerentes son viables desde el punto de vista económico. Para calcular  $k_0$ , hemos utilizado como tasa mínima requerida por los propietarios 9,90%, ya que es el valor que nos ha sido proporcionado para el estudio.

#### 4.1.1. Margen económico y rotación de activos

La rentabilidad económica puede utilizarse como un instrumento de gestión estratégico al descomponerla en margen económico (me) y rotación del capital invertido (r).

El margen económico muestra la capacidad de la empresa para obtener beneficios antes de impuestos, y sin considerar el efecto del endeudamiento para un determinado nivel de la cifra neta de negocios. Por su parte, la rotación del capital invertido indica el número de veces que la empresa es capaz de recuperar sus inversiones con la cifra de negocio del ejercicio.

A continuación, vamos a analizar la rentabilidad económica desde un punto de vista estratégico.

**Tabla 4.2. Rentabilidad económica y componentes estratégicos**

RATIOS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
ROIC	2,99%	3,96%	2,50%	2,47%	7,67%	6,05%	6,03%	4,68%	4,544%
Me	5,31%	5%	3,14%	3,44%	6,78%	8,55%	7,05%	6,95%	5,78%
r	0,563	0,792	0,794	0,717	1,131	0,708	0,856	0,674	0,78

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

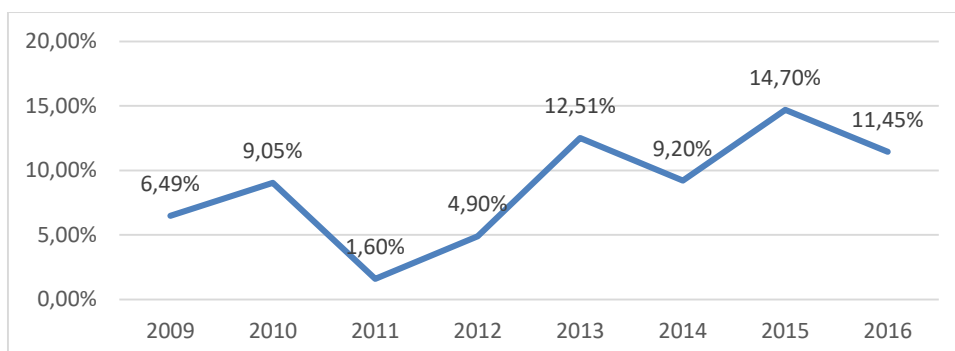
Como se observa en la anterior tabla, Enusa consigue incrementar su rentabilidad económica durante el intervalo de estudio debido a que el margen de explotación se eleva sustancialmente a partir del año 2013, en mi opinión debido a que Enusa posee ventajas competitivas al diferenciar su producto vía calidad, invirtiendo en la investigación y la innovación, lo que le permite reducir considerablemente su estructura de costes y mejorar su estructura productiva. Por otra parte, la rotación de activos de Enusa se mantiene estable durante los años, aunque en una proporción inferior que el margen de explotación.

Enusa sigue una estrategia basada en altos márgenes y rotaciones medias-altas, ya que el margen va incrementándose año tras año, a excepción de los dos primeros años, en el que baja del 5,31% al 3,14% en el 2011, duplicándose a partir de 2013, continuando con la tendencia decreciente a partir del 2015. El margen económico tiene un promedio de 5,77%. Mientras que la rotación del capital invertido solo consigue un punto porcentual en 2013, debido a que es el año de mayor actividad operativa de Enusa, sin embargo, el resto de años no consigue mejorar su posición. En conclusión, basándonos en los datos mostrados, vemos como la empresa tiene una orientación al mercado y su posición se debe de que dispone de alguna ventaja competitiva basada en la diferenciación del producto que ofrece.

## 4.2. Rentabilidad Financiera

Cabe mencionar que esta rentabilidad tiene en cuenta la estructura financiera en cuanto al grado de endeudamiento, y la aportación de los propietarios. Además, destaca que Enusa sigue una política de distribución de los resultados de cada ejercicio a dividendos.

**Gráfico 4.2.: Rentabilidad financiera después de impuestos**

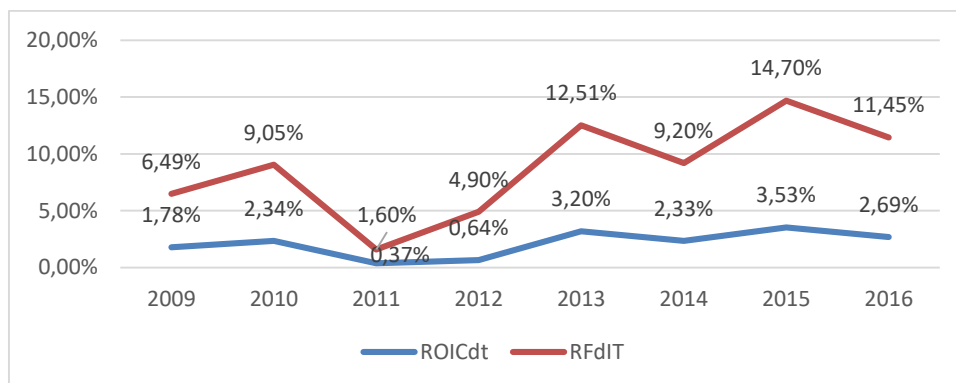


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como podemos ver la rentabilidad financiera después de impuestos tiene una enorme caída en el año 2011, debido principalmente a la disminución de los recursos propios y la reducción del resultado bruto de la explotación. También destaca un incremento de la rentabilidad financiera del año 2012 al 2013, lo que hace que se sitúe aproximadamente 8 puntos porcentuales respecto del año anterior. Además, en el año 2015 vemos como el ROEaT queda con un 14,70%, alcanzando el máximo en este intervalo de estudio. Finalmente, en el último año de estudio vuelve a decrecer la rentabilidad financiera como consecuencia de una reducción del resultado bruto de explotación. La rentabilidad financiera promedio de Enusa es del 8,73%.

A continuación, vamos a realizar una comparación entre la rentabilidad económica y financiera, ambos después de impuestos, desde 2009 a 2016 de Enusa.

**Gráfico 4.3.: Rentabilidad económica y financiera de Enusa**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se demuestra en el anterior gráfico, la rentabilidad financiera es superior a la rentabilidad económica, esto se debe a que los propietarios-inversores arriesgan sus recursos sin tener por seguro una remuneración ni un reembolso de sus aportaciones, y demandan una mayor rentabilidad mínima que el resto de aportantes de fondos. Por otra parte, el gestor coloca tanto los recursos de los propietarios como el de los prestamistas y asume un riesgo financiero y económico que se suaviza por el efecto de la financiación de los prestamistas.

A través del cálculo de la rentabilidad financiera después de impuestos podemos comprobar si a los inversores o propietarios les conviene aportar sus recursos a la empresa o, por lo contrario, retirarse de la empresa. El coste de los recursos propios facilitado para el período analizado es del 9,90%.

**Tabla 4.3.: Rentabilidad financiera y coste de los recursos propios**

Magnitud	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RFdiT	6,49%	9,05%	1,60%	4,90%	12,51%	9,20%	14,70%	11,45%
Ke	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
RFdiT-ke	-3,41%	-0,85%	-8,30%	-5%	2,61%	-0,70%	4,80%	1,55%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Con los datos de la tabla anterior, podemos comprobar como durante los cuatro primeros años de estudios y en 2014, la tasa de rentabilidad mínima exigida por los propietarios-inversores es superior a la rentabilidad financiera que genera Enusa ( $rf < ke$ ), por lo que

observamos que durante esos años es difícil solicitar fondos adicionales, ya que no se cubren suficientemente las expectativas. Por otra parte, durante los años 2013, 2015 y 2016, la rentabilidad financiera que obtiene Enusa es superior al coste de los recursos propios ( $r_f > k_e$ ), por lo que se generan los recursos financieros suficientes para retribuir a los propietarios-inversores, al rebasar el coste de los recursos propios. Teniendo en cuenta que hemos considerado una tasa mínima de rentabilidad requerida por los propietarios del 9,9%.

#### 4.2.1 Margen financiero, rotación y endeudamiento

En este apartado, vamos a analizar la ROE como un instrumento de gestión. La rentabilidad financiera puede estar asociada a dos tipos de estrategias económicas de la empresa; a una estrategia de Margen Financiero (mf) que es lo que queda al propietario-inversor por cada unidad monetaria vendida, o a una estrategia de rotación de capitales invertidos (r), que es el número de veces que se puede recuperar la inversión con la cifra neta de negocios del ejercicio. Analizaremos también el apalancamiento financiero (e2).

**Tabla 4.4: Rentabilidad financiera después de impuestos**

RENTABILIDAD DESPUES DE IMPUESTOS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RFDIT	6,49%	9,05%	1,60%	4,90%	12,51%	9,20%	14,70%	11,45%
Margen final	3,16%	2,95%	0,47%	1,65%	2,83%	3,30%	4,13%	3,99%
Rotación	0,563	0,792	0,794	0,717	1,131	0,708	0,856	0,674
Endeudamiento	3,647	3,865	4,310	4,140	3,907	3,945	4,161	4,263

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

Observando esta tabla podemos ver como destaca la caída de la rentabilidad financiera después de impuestos en el año 2011 respecto a 2010, esto se debe principalmente a que el porcentaje del margen financiero se reduce a más de la mitad al pasar de un año a otro, además de un elevado endeudamiento. También destaca la subida de la rentabilidad financiera en el año 2013, debido a que el porcentaje del margen financiero se duplica al pasar de un año a otro, además del incremento de la rotación de los capitales invertidos, a pesar de una disminución del efecto del apalancamiento financiero. En 2015, Enusa consigue el máximo de su rentabilidad financiera en el periodo estudiado debido a que los tres componentes estratégicos aumentan su cuantía de forma simultánea. Por otra parte, si observamos la rotación y el endeudamiento podemos ver que se mantienen estables durante este periodo, excepto con la subida de 2013 en la que la rotación se sitúa en 1,131. El

margen final por su parte se incrementa cada año de forma proporcional, excepto en los dos primeros años y en 2016, pero por lo general, significa que el beneficio que Enusa es capaz de obtener para sus propietarios por cada euro de ventas, es cada vez mayor. La rotación apenas varía, por lo que las ventas se mantienen en un nivel estable, sin muchos altibajos. El efecto apalancamiento se reduce en la mayoría de los años, lo que supone un descenso de los intereses que tiene que pagar Enusa por el principal de la deuda.

#### 4.3. Relación entre la rentabilidad económica de la empresa (ROIC) y la rentabilidad financiera (ROE)

Se puede establecer una relación entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, ya que la rentabilidad financiera es el resultado de agregar a la rentabilidad económica el margen de apalancamiento por el endeudamiento. A continuación, vamos a comentar dicha relación y las peculiaridades del apalancamiento financiero en Enusa.

**Tabla 4.5.: Relación entre la ROIC y la ROE**

Magnitud	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROIC	4,12%	5,60%	2,79%	1,95%	6,87%	5,10%	4,99%	4,27%
Ki	1,50%	1,66%	2,25%	2,21%	3,52%	3,75%	2,45%	2%
ROIC-Ki	2,62%	3,94%	0,54%	-0,25%	3,35%	1,34%	2,54%	2,28%
e	2,65	2,86	3,31	3,14	2,91	2,95	3,16	3,26
(ROIC-Ki)*e	6,92%	11,29%	1,78%	-0,80%	9,75%	3,95%	8,03%	7,42%
ROEat	11,04%	16,89%	4,57%	1,16%	16,62%	9,05%	13,02%	11,70%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A partir de la tabla anterior, podemos apreciar como en 2012 Enusa se encuentra en una situación de apalancamiento financiero negativo ( $ROIC < Ki$ ), al ser superior el coste de la deuda a la rentabilidad económica que genera en 2012, cabe destacar la baja rentabilidad económica que se genera en este año, debido fundamentalmente a los elevados deterioros por enajenaciones de instrumentos financieros, lo que provoca que Enusa disponga en 2012 de un resultado antes de impuestos de tan solo 1.519€. Como consecuencia al apalancamiento financiero negativo, a Enusa no le conviene financiarse con deuda, ya que reduce notablemente la rentabilidad financiera, lo que perjudica a sus propietarios e inversores. Sin embargo, a partir de los años posteriores, la rentabilidad económica se recupera al pasar de 1,95% a 6,87%, lo que induce a un apalancamiento financiero positivo ( $ROIC > Ki$ ), en el que beneficia a Enusa endeudarse, ya que los propietarios verán mejorada su rentabilidad cuanto mayor sea el diferencial positivo del margen de

apalancamiento y mayor sea su grado de endeudamiento. Para concluir, durante todo el horizonte temporal de estudio, a excepción de 2012, a Enusa le interesa endeudarse, ya que su apalancamiento es superior a 0, y como consecuencia permite aumentar la rentabilidad financiera a lo largo de los años, finalizando en 2016 con el 11,70%.

#### 4.4. Análisis de la Rentabilidad Global de la Empresa

La peculiaridad del análisis de la rentabilidad global de la empresa es que, además de no tener en consideración cómo se financia la empresa, es que tiene en cuenta a los trabajadores y a la Administración, a diferencia de la rentabilidad económica.

Vamos a proceder a analizar la rentabilidad global de la empresa como instrumento de gestión a través de tres variables: la productividad de los trabajadores, la estructura de gastos de personal y la rotación de los capitales invertidos.

**Tabla 4.6. Rentabilidad global y sus componentes estratégicos**

RATIOS DE RENTABILIDAD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
RENTABILIDAD GLOBAL	12,97%	12,07%	10,57%	10,27%	16,30%	14,44%	14,03%	12,16%	12,85%
PRODUCTIVIDAD	1,30	1,49	1,31	1,32	1,89	1,72	1,75	1,63	1,55
GASTOS DE PERSONAL	17,74%	10,23%	10,17%	10,87%	7,64%	11,85%	9,34%	11,10%	11,12%
ROTACIÓN DE CI	0,563	0,792	0,794	0,717	1,131	0,708	0,856	0,674	0,7794

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Esta rentabilidad es más elevada que las anteriores, ya que incluye a los trabajadores, los propietarios y prestamistas. Esta rentabilidad asciende a partir del 2013, alcanzando su máximo, y años posteriores, debido a un aumento en la productividad de los trabajadores, una reducción de los gastos de personal y un incremento de la rotación de los capitales invertidos. Es de suma importancia que, a pesar de la disminución de los gastos de personal en 2013, parece ser un hecho puntual, ya que en 2014 vuelve a repuntarse con un 11,85%. Para concluir, los gastos de personal son un factor determinante de la disminución de la rentabilidad global año a año, sin embargo, gracias a la productividad de los trabajadores y a la rotación de los capitales invertidos, la rentabilidad global mantiene un promedio de 12,85%. Se muestra una tendencia decreciente durante los cuatro primeros años, en el que presenta su punto de inflexión en el año 2012 con su mínimo en 10,27%, a partir de este año presenta una tendencia puntual creciente, en el que consigue su máximo en 2013 con 16,30%, y finalmente vuelve a seguir una tendencia decreciente en 2014.

## **5. La solvencia**

Podemos definir ésta como la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus compromisos financieros (Rojo Ramírez, 2011). La solvencia es una medida del riesgo en el ámbito del Análisis Contable Externo.

Por otra parte, la actividad empresarial es incierta, por lo que no podemos asegurar de forma exacta si Enusa va a realizar su actividad económica con la consecuencia del objetivo de creación de valor en términos exactos, sin embargo, a través del análisis del riesgo podemos hacernos una idea de cómo serán las expectativas de Enusa de futuro. Un factor a considerar es el binomio riesgo-rentabilidad, ya que cuanto mayor sea el riesgo de la empresa, mayor será la rentabilidad que exija cada usuario general de la empresa.

El riesgo es mayor cuanto mayor es la posibilidad de que la incertidumbre a la que se ve sometida la empresa desemboque en un estado de insolvencia. Mediante el análisis de la solvencia buscamos medidas para comprender la capacidad de la empresa para hacer frente a los compromisos financieros.

Nuestro análisis se basará en estudiar el riesgo económico y el riesgo financiero a través de medidas estadísticas, más concretamente a partir de la desviación típica.

- Por su parte, el riesgo económico es la incertidumbre generada en la empresa sobre la obtención de la rentabilidad económica esperada debido a las decisiones de inversión y operativas (Rojo Ramírez, 2011).
- El riesgo financiero se define como la incertidumbre generada en los propietarios-inversores sobre la obtención de la rentabilidad financiera esperada (Rojo Ramírez, 2011).

### **5.1. Riesgo económico y financiero**

A continuación, estudiaremos tanto la rentabilidad económica como la financiera de Enusa a través de la desviación típica de la Rentabilidad del Capital Invertido (ROIC) y el Resultado Financiero después de impuestos durante el intervalo de estudio. Para profundizar en este estudio realizaremos un análisis comparativo de ambos riesgos, con el riesgo de cuatro empresas del mismo sector, que son: EDP, Gas y Electricidad generación S.L e Iberdrola Distribución Eléctrica.



**Tabla 5.1.: Riesgo económico y financiero correspondiente a empresas del CNAE 351**

EMPRESA	$\Sigma$ (RBE)	$\Sigma$ (RBEDIT)
ENUSA	1,79%	4,28%
EDP	6,06%	32,93%
GAS Y ELECTRICIDAD GENERACIÓN S.L.	3,49%	9,23 %
IBERDROLA DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA SAU	1,92%	5,98%
PROMEDIO	3,32%	13,10%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos de SABI

A partir de los datos anteriores, concluimos que Enusa es una empresa que posee un riesgo económico por debajo del promedio de las empresas con las que hemos realizado su análisis comparativo, mientras que la empresa EDP es la que mayor riesgo económico presenta, por lo que existe un menor grado de incertidumbre sobre su futuro, se traduce en un menor riesgo, lo que significa una menor variabilidad en generar flujos de renta futuros.

En cuanto al riesgo financiero, cabe destacar que Enusa es la empresa con menor riesgo en base a las empresas comparadas, y además su riesgo financiero se encuentra por debajo de la media, aunque como se puede apreciar, el riesgo financiero supera al riesgo económico, por lo que existe mayor riesgo para generar rentas financieras futuras.

Para concluir, cabe destacar que el riesgo financiero es mayor que el riesgo económico, esto se debe a que el riesgo financiero es acumulativo, por lo que la rentabilidad financiera tiene más altibajos que la rentabilidad económica.

## **5.2. Análisis de solvencia y liquidez**

La solvencia permite conocer si mediante los recursos que dispone la empresa, es capaz de hacer frente a los compromisos de pago. Esta solvencia es mayor cuanto menor sea el riesgo de conseguir flujos de efectivo para hacer frente a los compromisos. Vamos a dividir en dos la solvencia: la solvencia a corto plazo (SCP) o análisis de la liquidez, y la solvencia a largo plazo o análisis del endeudamiento.

### *5.2.1 Solvencia a corto plazo*

La solvencia a corto plazo es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo operativas (Rojo Ramírez, 2011). Se asocia con la liquidez de la empresa y el riesgo de crédito.

Se trata de conocer si existen suficientes activos a corto plazo que puedan hacer frente a los pasivos corrientes. La solvencia a corto plazo a su vez, se puede dividir en solvencia efectiva y solvencia técnica.

La solvencia efectiva es la forma estática de estudiar la solvencia, este tipo de solvencia nos ofrece una visión escasa, ya que se refiere a los estados contables, frente al dinamismo de la empresa en el tiempo, se analizará mediante la ayuda de ratios de liquidez.

La solvencia técnica contempla la solvencia desde un punto de vista dinámico, teniendo en cuenta variables flujo, se estudiará mediante el periodo medio de cobro a clientes y el periodo medio de pago a proveedores.

### 5.2.1.1 Solvencia efectiva

La solvencia efectiva analiza la liquidez a través de ratios contables, por lo que se muestra la situación puntual de la empresa a la fecha de cierre del balance. Utilizaremos tres ratios como pueden ser L1 (solvencia a corto plazo) , L2 (test ácido) y L3 (liquidez inmediata).

**Tabla 5.2.: Ratios de liquidez de Enusa**

RATIO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
L1	3,325	2,410	2,306	1,441	1,627	2,765	2,150	1,863	2,236
L2	0,199	0,389	0,450	0,086	0,136	0,184	0,141	0,116	0,213
L3	0,004	0,001	0,031	0,0	0,028	0,028	0,021	0,015	0,016

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En primer lugar, vamos a analizar la solvencia a corto plazo a partir del ratio clásico L1 (AC/PC). Con los datos de la tabla 5.2., vemos como los activos corrientes de la empresa pueden cubrir las obligaciones asumidas, ya que durante todo el período el ratio es mayor que 1, ya que el activo corriente es mayor que el pasivo corriente durante el intervalo de estudio, debido a que el nivel de existencias de Enusa es muy elevado, y permite cubrir sus compromisos financieros de forma satisfactoria. Por lo tanto, el Fondo de Maniobra de Enusa es positivo, que es la parte del activo circulante que es financiada con recursos de carácter permanente. Este ratio, sin embargo, no es del todo fiable, ya que dispone de algunos inconvenientes como que puede ser manipulable por parte de la gerencia al cierre del periodo y el diferente vencimiento de activos y pasivos. La interpretación sería que por cada euro de deuda comercial a corto plazo Enusa dispone de promedio 2,236 € de activos corrientes para hacer frente a su pago.

Por otra parte, para intentar solucionar los inconvenientes del anterior ratio utilizamos el uso del test ácido (AC-Ex/PC), que toma en consideración solo aquellas partidas del activo corriente que se convertirán en corto plazo en disponibilidades, excluyendo las existencias, ya que éstas precisan ser transformadas, vendidas y cobradas. A diferencia del anterior ratio, podemos ver como Enusa dispone de problemas de liquidez, ya que, en este caso al no considerar las existencias, se reduce de forma drástica la liquidez de la empresa, por lo que Enusa entraría en problemas de riesgo de crédito, al no disponer de los suficientes fondos para hacer frente a sus compromisos financieros.

Por último, encontramos la liquidez inmediata (DISP/PC), trata de conocer hasta qué punto la empresa es capaz de hacer frente a los compromisos de pago con los recursos líquidos al cierre del ejercicio. En caso de Enusa, podemos comprobar como a partir de las disponibilidades, es incapaz de hacer frente a las obligaciones asumidas, incluso en 2012, el ratio de liquidez inmediata alcanza un valor nulo, esto se debe a que Enusa en ese año solo disponía de 76 miles de euros de efectivo. El resto de años, Enusa posee un bajo nivel de disponibilidades, por lo que es incapaz de pagar las deudas con su efectivo.

#### 5.2.1.2. Solvencia técnica

Al estudiar la solvencia debemos tener en cuenta el ciclo operativo de la empresa y tener en consideración el grado de cadencia de créditos y débitos. Por esto, ahora realizaremos una comparación entre el periodo medio de cobro a clientes y el periodo medio de pago a proveedores. Este tipo de solvencia permite corregir los inconvenientes que encontramos en el apartado anterior de la solvencia efectiva, al considerar la temporalidad en el análisis de la solvencia.

**Tabla 5.3.: Períodos medios de cobro y pago de Enusa**

PERÍODOS DE COBRO Y PAGO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
MEDIO DE COBRO	33,06	64,94	74,05	57,71	11,91	15,87	16,37	25,20	37,39
MEDIO DE PAGO	164,64	83,27	90,50	142,42	181,68	75,66	129,21	121,13	123,56
SALDO NETO DE DÍAS	131,58	18,33	16,45	84,71	169,78	59,79	112,84	95,93	86,18

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A partir de los datos anteriores, podemos observar como Enusa tarda, como promedio, 37 días en cobrar a sus clientes, mientras que paga a los proveedores en 124 días aproximadamente. Como se puede observar, Enusa realiza una buena gestión de su capital circulante, ya que, existe un equilibrio entre los compromisos de cobro y pago a corto

plazo. Al principio del intervalo, Enusa necesita más días para cobrar a sus clientes hasta llegar a su máximo en 2011 con 74 días, sin embargo, con el paso de los años, Enusa tarda cada vez menos días para cobrar a sus clientes, pasando de 74 días en 2011, a tan solo 25 días en 2016, por lo que conseguirá las disponibilidades con suficiente antelación para pagar a sus proveedores.

En cuanto al periodo medio de pago a proveedores, también apreciamos como Enusa va retrasando cada vez más los días de pago, a excepción de los primeros años de estudio, en los que se reduce, ya que pasa de 83 días en 2010 a 121 días en 2016, lo que le permite hacer frente a sus compromisos de pago de forma holgada.

En conclusión, en base a la solvencia técnica, Enusa no va a presentar problemas de liquidez, ya que cobra lo antes posible y retrasa el pago lo máximo posible, realizando una buena gestión financiera de cobros y pagos. Además, se puede apreciar una relación inversa entre ambos periodos, ya que en los años en los que disminuye el periodo medio de cobro a clientes, aumenta el periodo medio de pago a proveedores, y viceversa.

### 5.2.2. Análisis de la solvencia a largo plazo

Este apartado nos permite conocer la capacidad que se espera de Enusa para hacer frente a los compromisos de pago a largo plazo, tanto en cantidad como en plazo. Nos vamos a basar para estudiar este aspecto en ratios de estructura financiera y ratios de cobertura.

**Tabla 5.4.: Ratios de estructura financiera y de cobertura de Enusa**

RATIO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
E	2,65	2,86	3,31	2,96	2,85	3,04	3,28	3,25	3,03
eET	3,33	3,52	4,14	4,58	3,54	3,89	3,95	4,49	3,93
Ki	1,44%	1,52%	1,41%	0,64%	2,10%	2,33%	2,13%	1,63%	1,65%
eINV	5,08	5,35	5,08	4,43	3,06	4,03	3,90	3,99	4,37

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A partir de los datos anteriores, podemos ver la estructura financiera adoptada por Enusa durante el intervalo de estudio. Lo más relevante, es la preferencia de la empresa por la deuda, ya que el coeficiente de endeudamiento (e) tiene un promedio de 3,03, por lo que financia su estructura económica principalmente con deuda a largo plazo y obligaciones financieras a corto plazo, mientras que los recursos propios tiene un papel menos relevante a la hora de financiar la empresa. El coeficiente de endeudamiento está alrededor del 3,03 en promedio, su interpretación sería que por cada euro de recursos propios se dispone de

3,03€ de recursos ajenos. El endeudamiento se incrementa cada año debido al efecto del apalancamiento financiero, ya que, Enusa posee un apalancamiento financiero positivo durante todo el horizonte temporal de estudio, a excepción de 2012 y 2016, en el que el coste de la financiación ajena era superior a la rentabilidad económica, por lo que el resto de años a Enusa le interesaba endeudarse para aumentar su rentabilidad financiera.

Para comparar el exigible con el patrimonio neto, la diferencia se incrementa, ya que en este caso incorporamos el pasivo circulante, que tiene también un gran peso sobre el endeudamiento de la empresa, y su interpretación puede ser la siguiente: por cada euro de recursos propios se dispone de 3,93€ de exigible total.

Para finalizar con los ratios de estructura financiera, vamos a considerar el coste de la financiación ajena neto del efecto impositivo ( $k_i'$ ). En base a la tabla anterior, vemos como el coste de la financiación es cada vez mayor, aunque a esto no debería preocuparles a los gestores, ya que el coste de la financiación ajena es menor que el de la financiación propia, por lo que al gestor le interesa esta financiación. Esto se debe a que los prestamistas están dispuestos a cobrar menos que los propietarios, debido a la existencia de mayores garantías, y se formaliza un contrato para el interés y la devolución del principal.

En el caso de los ratios de cobertura, encontramos el ratio de cobertura de las inversiones, que muestra la relación entre la financiación permanente y la inversión. Como vemos, posee valores elevados, manteniendo un promedio de 4,37, con lo que se puede interpretar que la empresa no tendría ninguna dificultad a la hora de adquirir activo fijo, ya que, con la suma de sus recursos propios y recursos ajenos, permite financiar de forma holgada la adquisición del inmovilizado.

A continuación, se muestra en la tabla 5.5. una comparativa de las principales variables estudiadas en apartados anteriores, de tres empresas eléctricas, en el último periodo analizado (2016).

**Tabla 5.5. Tabla resumen de las principales variables de Enusa, EDP Energía y Gas y electricidad generación en el periodo 2016**

Variable	Enusa	EDP Energía	Gas y electricidad generación
Nºempleados	635	87	399
Resultado del ejercicio	9.924€	40.784€	38.586
REaIT	4,68%	6,80%	4,69%
Rentabilidad financiera	11,45%	38,65%	3,67%
Total activo	560.154€	178.750€	1.257.890€
Ratio endeudamiento	81,78%	69,15%	41,49%
Periodo de cobro clientes	25,20 días	41,64 días	5,78 días
Periodo de pago proveedores	121,13 días	26,85 días	90,44 días

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Cabe destacar que EDP Energía es la empresa que cuenta con el mayor resultado del último ejercicio, teniendo en cuenta que su plantilla tan solo está compuesta por 87 empleados. En cuanto al ciclo de explotación, Gas y electricidad generación realiza una buena gestión de su circulante al cobrar a sus clientes en tan solo unos 6 días aproximadamente y pagar a sus proveedores en 90 días, a pesar de que EDP Energía consigue aplazar el pago en 27 días. Por otra parte, Enusa es la empresa que posee el mayor ratio de endeudamiento, situándose en más del 80% este último ejercicio. En cuanto a la rentabilidad de las empresas, EDP consigue el mayor porcentaje de rentabilidad tanto económica como financiera, seguido de ENUSA. Por último, la empresa que posee mayor activo en su balance es Gas y electricidad generación superando 1.000.000 miles de euros en 2016, seguida de ENUSA con 560.154€ y por último EDP con 178.750 miles de euros.

## 6. Valoración de la empresa mediante el modelo RIM

Para concluir el análisis de Enusa, se procede a valorar la empresa mediante el modelo RIM (*Residual Income Model*) que es un modelo mixto de valoración, que consiste en tratar de llegar al valor de la empresa agregando al valor analítico o tangible el valor de los activos intangibles, también conocido como el fondo de comercio (Rojo Ramírez, 2011). El modelo RIM se puede representar mediante la siguiente expresión:

$$V_0 = RP_t + \sum^{\infty} \frac{(RFdIT - k_e) \times RP_{t-1}}{(1 + ke^t)}$$

donde:

V<sub>0</sub>, es el valor de la empresa

$RP_t$ , son los recursos propios contables de la empresa

RFdIT, es la rentabilidad financiera después de impuestos de la empresa

$k_e$ , es la rentabilidad normal exigida a la inversión por los propietarios

El método aplicado recoge un punto de vista especial que toma en consideración los RP en base contable y no corregida como debería ser. Esto hace que, sin variar el valor total, se desplace hacia el Fondo de comercio. A continuación, se realizan los cálculos para determinar la valoración de la empresa Enusa:

Para estimar el valor financiero basándose en el modelo RIM, es necesario partir del valor analítico financiero (VNCC) y agregar el GW (Fondo de Comercio) correspondiente a los propietarios ( $GW_F$ ):

$$VE = VNCC + GW_F$$

donde:

VE, es el valor financiero de la empresa

VNCC, es el valor analítico financiero

$GW_F$ , es el fondo de comercio correspondiente a los propietarios

Para determinar el fondo de comercio se realiza desde una naturaleza financiera, considerando que el fondo de comercio es un sobrevalor del capital físico que corresponde a los propietarios en cuanto que son éstos los que crean el negocio, arriesgando su capital y adquiriendo de los recursos necesarios (Rojo Ramírez, 2011). A continuación, se realizan los cálculos para determinar el fondo de comercio desde el punto de vista del propietario.

**Tabla 6.1.: Valor del GW financiero de Enusa**

Conceptos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RBE <sub>d</sub> IT	10.205,61 €	14.861,83 €	6.368,22 €	2.987,61 €	16.788,56 €	14.652,16 €	20.827,90 €	16.864,36 €
RP	97.462	106.490	94.439	91.944	102.131	98.850	102.688	102.044
RF <sub>d</sub> IT= RBE <sub>d</sub> IT/RP	10,47%	13,96%	6,74%	3,25%	16,44%	14,82%	20,28%	16,53%
$k_e$	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
(RF <sub>d</sub> IT- $k_e$ ) * RP	555,53	4.323,50	-2.984,27	-6.114,28	6.679,37	4.863,42	1.659,01	6.765,52
1/ $k_e$	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>	<b>10,10</b>
$GW_F$	<b>5.610,85</b>	<b>43.667,35</b>	<b>-30.141,23</b>	<b>-61.754,23</b>	<b>67.461,64</b>	<b>49.120,54</b>	<b>16.756,01</b>	<b>68.331,75</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

La expresión  $(ROE - K_e) * VNCC$  muestra la superrenta o renta anormal. El valor financiero se calcula actualizando la superrenta a la tasa de rentabilidad mínima exigida por los propietarios de la empresa.

Una vez calculado el fondo de comercio desde el punto de vista del propietario y el valor de los recursos propios, podemos conocer el valor de la empresa, se puede calcular el valor para cada ejercicio según la expresión del método RIM mostrada anteriormente.

**Tabla 6.2.: Valor de Enusa según el modelo RIM**

Conceptos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
RP	97.462	106.490	94.439	91.944	102.131	98.850	102.688	102.044	99.506
Fondo de comercio	5.610,85	43.667,35	-30.141,23	-61.754,23	67.461,64	49.120,54	16.756,01	68.331,75	19.882,34
VE= RP+ GWF	<b>103.072,85</b>	<b>150.157</b>	<b>64.297,77</b>	<b>30.189,77</b>	<b>169.592,64</b>	<b>147.970,54</b>	<b>119.444,01</b>	<b>170.375,75</b>	<b>94.387,54</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

El fondo de comercio se ha calculado actualizando la superrenta a la tasa de rentabilidad mínima exigida por los propietarios de la empresa ( $k_e$ ). Mientras que el valor de la empresa es el agregado de los recursos propios más el fondo de comercio.

Cabe destacar que durante dos años en el periodo de estudio, en concreto durante los años 2011 y 2012, el fondo de comercio resulta negativo, ya que los resultados de dichos ejercicios no superan las expectativas mínimas de beneficios exigidos por los accionistas o inversores de acuerdo con la rentabilidad mínima exigida a sus inversiones.

En cuanto al valor de la empresa, es durante el año 2016 donde se maximiza el valor de Enusa con 170.375,75 miles de euros, ya que obtiene la mayor cuantía del fondo de comercio, que está compuesto por los elementos inmateriales no recogidos en el balance que tienen valor para la empresa, además de obtener los mayores resultados en el periodo de estudio. En cuanto al mínimo valor de Enusa, se encuentra en el año 2012, con 30.189,77 miles de euros, ya que la empresa consigue unos bajos resultados del ejercicio y dispone de la menor cantidad de Recursos Propios.

Como conclusión, si se tiene en cuenta el promedio de los 8 años de estudio, la empresa Enusa dispone de un valor aproximado de 94.387,54 miles de euros.



## **7. Conclusiones**

Para concluir podemos deducir que Enusa es una empresa destacada en su sector, situándose dentro de las tres empresas más grandes del sector nuclear, cabe destacar que cada año ha incrementado considerablemente su nivel de existencias, en particular de materias primas y otros aprovisionamientos, ya que requiere de grandes cantidades de activo circulante para la realización de su actividad principal. Por otra parte, tiene un bajo nivel de tesorería para hacer frente a sus compromisos de pago.

En la estructura de gastos destaca la compra de aprovisionamientos, ya que supone un ascenso del 63% en 2009 dedicado a compras de materias primas y otros aprovisionamientos a 78% en 2016.

La financiación de Enusa se basa fundamentalmente en los recursos ajenos con coste, que representa aproximadamente el 80% total de la financiación, posee un endeudamiento más elevado que la media del sector nuclear, por lo que el pago de gastos financieros se incrementa año a año, además de la devolución del principal.

También cabe destacar la evolución que se produce en sus estados contables a partir de 2013, ya que se duplica su cifra neta de negocios y simultáneamente el resto de partidas del balance, sin embargo, a partir de los años posteriores, se produce una caída drástica, por lo que se puede considerar que la evolución que se produjo en 2013 es un hecho puntual. Por otra parte, destaca que mediante su actividad operativa no siempre consigue durante los años de estudio generar recursos financieros, debido a la gestión de su circulante, y en concreto a la gestión de cobro de sus clientes. Además, Enusa realiza durante todos los años inversiones económicas, principalmente en empresas del grupo y asociadas y en inmovilizado intangible y material, sin embargo, los cobros por desinversiones en la mayoría de años no llegan a cubrir los pagos por inversiones, por lo que existiría déficit de tesorería. También la empresa hace frente durante la mayoría de años a las inversiones realizadas en el activo fijo, ya que los flujos de tesorería operativos son mayores que los de inversión, por lo que existe superávit de tesorería. Por último, Enusa demanda recursos financieros durante todos los años para hacer frente a los desajustes de tesorería o para el pago de préstamos o repartir los dividendos a los accionistas. Mientras tanto, los propietarios no aportan capital a la empresa, sino que el flujo de los propietarios tan solo se compone del reparto de dividendos.

Con respecto a su rentabilidad económica, hemos podido observar como a partir de 2013 Enusa es capaz de generar valor para remunerar a propietarios y prestamistas, debido al aumento de la rotación de sus activos y el margen económico, por lo que es viable en los últimos cuatro años desde el punto de vista económico.

Con respecto a su rentabilidad financiera, Enusa únicamente es capaz de crear valor para sus propietarios en los años 2013, 2015 y 2016 debido a un aumento simultáneo de sus tres componentes que son el margen final, la rotación y el endeudamiento.

Por otra parte, Enusa cumple su objetivo de liquidez, y puede hacer frente a sus compromisos financieros de forma holgada, debido al elevado nivel de existencias que posee. Además de llevar a cabo una política de cobros y pagos adecuada, que le permite satisfacer sus compromisos financieros sin ningún problema.

Para finalizar con la valoración de la empresa, mediante el método RIM se puede sacar como conclusión que los resultados de la mayoría de ejercicios superan las expectativas mínimas de los propietarios o inversores, por lo que el fondo de comercio sería positivo, a excepción de los años 2011 y 2012, en los que resulta negativo debido a que ambos años presentan resultados brutos de explotación muy inferiores a la media, y los recursos propios que obtienen estos años se encuentran en el mínimo del intervalo. Teniendo en cuenta el conjunto de los años de estudio, la empresa se puede valorar en 94.387,54 miles de euros. Por otra parte, podemos comparar el valor de la empresa mediante el método RIM con el valor bursátil de la empresa, es decir, el valor total de mercado de la empresa. El valor bursátil es el producto del número total de las acciones, que como mencionamos en apartados anteriores, disponía en el último ejercicio de 200.000 acciones ordinarias, por el valor nominal de dichas acciones, cuyo valor son 300,51 €/acción. El resultado del producto es 60.102 miles de euros, que se podría entender como el dinero que habría que desembolsar para comprar dicha empresa al precio actual de mercado. Si comparamos el valor de la empresa con ambos métodos durante el último ejercicio:  $VE \text{ método RIM} = 94.387,54 \text{ miles de euros} > 60.000 \text{ miles de euros} = VE \text{ mediante valor bursátil}$ .

La diferencia entre ambos métodos se puede definir como el fondo de comercio, que son los activos intangibles que no están representados en el balance de la empresa, y las expectativas acerca de la marcha futura de la empresa, por ello difieren ambos resultados, siendo más fiable la valoración mediante el método RIM.

En nuestra opinión, a pesar de que Enusa mantiene una buena gestión financiera, pensamos que debe incrementar su nivel de disponibilidades, por si aparecen problemas de tesorería en momentos puntuales, de manera que pueda responder con su tesorería inmediata. Por otra parte, su nivel de existencias es muy elevado, lo que incrementa sus gastos de aprovisionamientos, como consecuencia no obtiene la rentabilidad que realmente podría obtener. Además, Enusa está financiada principalmente por deuda, lo que le permite aprovechar el efecto del apalancamiento financiero, sin embargo, la cuantía de devolución de deuda a largo plazo y los gastos financieros que debe de reembolsar se elevan en demasía, por lo que debe intentar reducir su endeudamiento e incrementar la financiación mediante recursos propios. Para concluir, una manera de que pueda aumentar su rentabilidad económica y financiera es mediante un aumento de su rotación de capitales invertidos, ya que en la actualidad está desaprovechado, y podría aprovechar esta oportunidad mediante una mejora en su tecnología.

## 8. Bibliografía

- Datos del INE en relación con el sector nuclear y eléctrico. <http://www.ine.es/>
- Estados contables de Enusa (Base de datos SABI). (Biblioteca UAL).
- Información sobre el sector energético.  
[http://www.ren21.net/wp-content/uploads/2015/07/GSR2015\\_KeyFindings\\_SPANISH.pdf](http://www.ren21.net/wp-content/uploads/2015/07/GSR2015_KeyFindings_SPANISH.pdf)
- Información sobre el sector nuclear y eléctrico. <http://ranking-empresas.economista.es>
- Información sobre la empresa Enusa. <http://www.enusa.es/>
- Informe del sector eléctrico 2015. <http://www.ree.es/es/estadisticas-del-sistema-electrico-espanol/informe-anual/informe-del-sistema-electrico-espanol-2015>
- Informe del sector eléctrico 2016.  
<http://www.minetad.gob.es/energia/balances/LibrosEnergia/energia-espana-2016.pdf>
- Memoria de Enusa en 2015.  
<http://www.enusa.es/wpcontent/uploads/2016/05/MEMORIA-ANUAL-2015.pdf>
- Plan General Contable. <https://www.plangeneralcontable.com/>
- Rojo, A. (2011): ``Análisis económico-financiero de la empresa``. Ed. Garceta
- Rojo, A. (2000): ``Estado de flujos de fondos financieros y análisis de la empresa``. Ed. Tébar
- Rojo, A. (2008): ``Valoración de empresas y gestión basada en valor``. Ed. Paraninfo

## 9. Anexos o apéndices

### Anexo 9.1 Estados Contables Proforma de Enusa

#### Anexo 9.1.1a. Balance (activo)

Activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Activo Fijo [AF]</i>	<b>63.798</b>	<b>62.179</b>	<b>63.325</b>	<b>53.990</b>	<b>86.897</b>	<b>89.123</b>	<b>88.009</b>	<b>84.983</b>
<i>Activo Inmovilizado [AI]</i>	53.129	50.169	52.495	52.442	83.471	83.313	82.687	81.454
<b>Activos tangibles e intangibles</b>	53.129	50.169	52.495	52.442	83.471	83.313	82.687	81.454
<b>- Amortización acumulada</b>								
<i>Activo Financiero</i>	10.669	12.010	10.830	1.548	3.426	5.810	5.322	3.529
<i>Capital circulante [CC<sub>Exp</sub>]</i>	<b>257.916</b>	<b>288.637</b>	<b>299.144</b>	<b>246.309</b>	<b>251.385</b>	<b>258.216</b>	<b>285.624</b>	<b>285.940</b>
<b>+ Existencias [Ex]</b>	304.731	300.547	303.812	371.127	294.561	319.572	331.422	386.945
<b>+ Deudores comerciales [DCm]</b>	18.388	57.445	66.785	18.353	9.668	14.418	19.305	20.969
<b>+ Otros activos circulantes [OAC]</b>	657	301	1.684	4.990	11.722	5.003	512	1.465
<b>+ Disponible [DISP]</b>	354	102	5.109	76	5.531	3.410	3.440	3.241
<b>- Acreedores comerciales [ACm]</b>	-57.340	-60.127	-66.098	-141.932	-65.402	-80.974	-65.347	-121.085
<b>- Otros pasivos circulantes [OPC]</b>	-8.874	-9.631	-12.148	-6.305	-4.695	-3.213	-3.708	-5.595
<b>Activo circulante ajeno explotación</b>	33.733	60.754	44.543	64.246	55.422	51.874	65.714	62.551
<i>CAPITAL INVERTIDO (CI)</i>	<b>355.447</b>	<b>411.570</b>	<b>407.012</b>	<b>364.545</b>	<b>393.704</b>	<b>399.213</b>	<b>439.347</b>	<b>433.474</b>
<i>CAPITAL INVERTIDO ECONÓMICO (CIE)</i>	<b>321.714</b>	<b>350.816</b>	<b>362.469</b>	<b>300.299</b>	<b>338.282</b>	<b>347.339</b>	<b>373.633</b>	<b>370.923</b>

### Anexo 9.1.1b. Balance (PN y Pasivo)

PN y Pasivo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Recursos Propios (RP)</i>	<b>97.462</b>	<b>106.490</b>	<i>94.439</i>	<i>91.944</i>	<i>102.131</i>	<i>98.850</i>	<i>102.688</i>	<b>102.044</b>
<b>Capital social (CS)</b>	60.102	60.102	60.102	60.102	60.102	60.102	60.102	60.102
<b>Beneficios retenidos (BR)</b>	31.011	30.184	30.184	30.512	36.443	31.562	31.562	31.562
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>	10.344	16.403	2.703	2.562	9.123	5.449	10.437	9.924
<b>Otros Recursos propios</b>	-3.995	-199	1.450	-1.232	-3.537	1.737	587	456
<i>Recursos ajenos con coste (RAc)</i>	<b>257.985</b>	<b>305.080</b>	<i>312.573</i>	<i>272.601</i>	<i>291.573</i>	<i>300.363</i>	<i>336.659</i>	<b>331.430</b>
<b>Recursos ajenos a L.P [RALP]</b>	226.704	226.126	227.182	147.096	164.026	260.729	240.782	236.629
<b>Oblig. financieras C.P [OFCP]</b>	31.281	78.954	85.391	125.505	127.547	39.634	95.877	94.801
<b>Pasivo Ajeno a la explotación (PC<sub>AExp</sub>)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>PN Y PASIVO TOTAL [PN+PT]</b>	<b>355.447</b>	<b>411.570</b>	<i>407.012</i>	<i>364.545</i>	<i>393.704</i>	<i>399.213</i>	<i>439.347</i>	<b>433.474</b>
<b>PN y PASIVO TOTAL AFECTO [PN + RAc]</b>	<b>355.447</b>	<b>411.570</b>	<i>407.012</i>	<i>364.545</i>	<i>393.704</i>	<i>399.213</i>	<i>439.347</i>	<b>433.474</b>

## Anexo 9.1.2. Cuenta de resultados

A) OPERACIONES CONTINUADAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>1. Importe neto de la cifra de negocios.</i>	200.238	318.452	324.676	265.529	423.595	273.271	370.715	287.696
<i>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.</i>	-11.891	4.286	327	7.481	-148	3.303	-14.055	3.520
<i>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.</i>	72	93	89	10	6	0	0	0
<i>5. Otros ingresos de explotación.</i>	11.697	3.300	-2.008	3.730	5.262	3.969	2.181	2.829
<b>VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)</b>	<b>200.116</b>	<b>326.131</b>	<b>323.084</b>	<b>276.750</b>	<b>428.715</b>	<b>280.543</b>	<b>358.841</b>	<b>294.045</b>
<i>4. Aprovisionamientos.</i>	-125.377	-259.938	-262.923	-205.412	-348.239	-203.836	-277.050	-223.855
<i>7. Otros gastos de explotación.</i>	-28.629	-16.532	-17.131	-31.724	-18.668	-19.476	-22.970	-17.121
<b>VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)</b>	<b>46.110</b>	<b>49.661</b>	<b>43.030</b>	<b>39.614</b>	<b>61.808</b>	<b>57.231</b>	<b>58.821</b>	<b>53.069</b>
<i>6. Gastos de personal.</i>	-35.491	-33.364	-32.871	-30.080	-32.745	-33.232	-33.521	-32.636
<b>RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)</b>	<b>10.619</b>	<b>16.297</b>	<b>10.159</b>	<b>9.534</b>	<b>29.063</b>	<b>23.999</b>	<b>25.300</b>	<b>20.433</b>
<i>8. Amortización del inmovilizado.</i>	-3.901	-4.034	-4.029	-4.208	-6.516	-6.896	-7.113	-7.006
<i>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>10. Excesos de provisiones.</i>	420	827	2.373	8.319	529	16	204	939
<i>11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.</i>	98	-15	-1	42	-11	-358	6	-72
<b>A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)</b>	<b>7.236</b>	<b>13.075</b>	<b>8.502</b>	<b>13.687</b>	<b>23.065</b>	<b>16.761</b>	<b>18.397</b>	<b>14.294</b>
<i>12. Ingresos financieros.</i>	9.754	13.491	4.810	3.656	4.255	2.476	2.943	4.422
<i>13. Gastos financieros.</i>	-3.878	-5.077	-7.042	-6.013	-10.255	-11.277	-8.249	-6.615
<i>14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>15. Diferencias de cambio.</i>	156	-1.576	154	-702	-203	-96	-413	-77
<i>16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.</i>	-2.505	-1.926	-2.112	-9.109	-1.069	1.061	0	0
<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)</b>	<b>3.527</b>	<b>4.912</b>	<b>-4.190</b>	<b>-12.168</b>	<b>-7.272</b>	<b>-7.836</b>	<b>-5.719</b>	<b>-2.270</b>

<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)</b>	<b>10.763</b>	<b>17.987</b>	<b>4.312</b>	<b>1.519</b>	<b>15.793</b>	<b>8.925</b>	<b>12.678</b>	<b>12.024</b>
<i>17. Impuestos sobre beneficios.</i>	-419	-1.584	-1.609	1.043	-6.670	-3.476	-2.241	-2.100
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)</b>	<b>10.344</b>	<b>16.403</b>	<b>2.703</b>	<b>2.562</b>	<b>9.123</b>	<b>5.449</b>	<b>10.437</b>	<b>9.924</b>
<b>B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>								
<i>18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.</i>								
<b>A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)</b>	<b>10.344</b>	<b>16.403</b>	<b>2.703</b>	<b>2.562</b>	<b>9.123</b>	<b>5.449</b>	<b>10.437</b>	<b>9.924</b>
<b>Dividendos</b>								
<b>Beneficios retenidos</b>	<b>10.344</b>	<b>16.403</b>	<b>2.703</b>	<b>2.562</b>	<b>9.123</b>	<b>5.449</b>	<b>10.437</b>	<b>9.924</b>

### Anexo 9.1.3. Estado de flujos de efectivo proforma

Partida	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Flujos de tesorería operativos</b>	<b>34.716</b>	<b>-11.071</b>	<b>10.049</b>	<b>75.994</b>	<b>33.970</b>	<b>16.519</b>	<b>-2.083</b>	<b>22.440</b>
<b>Rtdo ejercicio(RAI) – TAX</b>	9.058	14.655	3.680	481	12.178	5.380	9.304	6.434
<b>Ajustes al resultado (ARAI)</b>	13.542	4.156	14.786	23.945	15.907	18.025	19.089	11.055
<b>Variación CC explotación</b>	12.116	-29.882	-8.417	51.568	5.885	-6.886	-30.476	4.951
<b>FT por inversiones económicas</b>	<b>-14.069</b>	<b>-29.046</b>	<b>8.375</b>	<b>-23.556</b>	<b>2.876</b>	<b>3.867</b>	<b>-21.120</b>	<b>-4.547</b>
<b>Inversiones pagadas</b>	-25.209	-49.914	-37.597	-49.084	-41.560	-32.782	-48.140	-48.547
<b>Desinversiones cobradas</b>	11.140	20.868	45.972	25.528	44.436	36.649	27.020	44.000
<b>Subvenciones cobradas</b>	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)</i>	<b>20.647</b>	<b>-40.117</b>	<b>18.424</b>	<b>52.438</b>	<b>36.846</b>	<b>20.386</b>	<b>-23.203</b>	<b>17.893</b>
<b>+ FT de los prestamistas</b>	<b>1.997</b>	<b>45.221</b>	<b>2.516</b>	<b>-56.096</b>	<b>-30.172</b>	<b>-7.473</b>	<b>29.237</b>	<b>-6.352</b>
<b>Recursos cobrados</b>	27.564	76.810	85.011	33.234	189.205	124.193	71.486	90.460
<b>Recursos pagados</b>	-22.364	-27.504	-76.810	-84.511	-211.332	-123.154	-34.974	-91.680
<b>Intereses pagados</b>	-3.203	-4.085	-5.685	-4.819	-8.045	-8.512	-7.275	-5.132
<b>FT de los propietarios</b>	<b>-28.000</b>	<b>-10.344</b>	<b>-16.403</b>	<b>-2.703</b>	<b>-1.512</b>	<b>-14.004</b>	<b>-5.449</b>	<b>-10.437</b>
<b>Recursos cobrados</b>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Recursos pagados</b>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Dividendos pagados</b>	-28.000	-10.344	-16.403	-2.703	-1.512	-14.004	-5.449	-10.437
<b>= FT de las actividades financieras</b>	<b>-26.003</b>	<b>34.877</b>	<b>-13.887</b>	<b>-58.799</b>	<b>-31.684</b>	<b>-21.477</b>	<b>23.788</b>	<b>-16.789</b>
<b>VARIACIÓN DE TESORERÍA DE LAS ACTIVIDADES VT<sup>1</sup>)</b>	<b>-5.356</b>	<b>-5.240</b>	<b>4.537</b>	<b>-6.361</b>	<b>5.162</b>	<b>-1.091</b>	<b>585</b>	<b>1.104</b>
<b>+ FT ajenos a la actividad</b>	5.290	4.988	470	1.328	293	-1.030	-555	-1.303
<b>= VARIACIÓN DE LA TESORERÍA DEL EJERCICIO</b>	<b>-66</b>	<b>-252</b>	<b>5.007</b>	<b>-5.033</b>	<b>5.455</b>	<b>-2.121</b>	<b>30</b>	<b>-199</b>
<b>+ Tesorería al comienzo del ejercicio (TES<sub>i</sub>)</b>	102	5.109	76	5.531	3.410	3.440	3.241	0
<b>= tesorería al final del ejercicio</b>	<b>36</b>	<b>4.857</b>	<b>5.083</b>	<b>498</b>	<b>8.865</b>	<b>1.319</b>	<b>3.271</b>	<b>-199</b>





**Anexo 9.2.2. Cuenta de resultados pro-forma con variación porcentual vertical de Enusa**

Partida	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>								
<i>1. Importe neto de la cifra de negocios.</i>	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<i>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.</i>	-5,94%	1,35%	0,10%	2,82%	-0,03%	1,21%	-3,79%	1,22%
<i>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.</i>	0,04%	0,03%	0,03%	0%	0%			
<i>5. Otros ingresos de explotación.</i>	5,84%	1,04%	-0,62%	1,40%	1,24%	1,45%	0,59%	0,98%
<b>VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)</b>	99,94%	102,41%	99,51%	104,23%	101,21%	102,66%	96,80%	102,21%
<i>4. Aprovisionamientos.</i>	-62,61%	-81,63%	-80,98%	-77,36%	-82,21%	-74,59%	-74,73%	-77,81%
<i>7. Otros gastos de explotación.</i>	-14,30%	-5,19%	-5,28%	-11,95%	-4,41%	-7,13%	-6,20%	-5,95%
<b>VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)</b>	23,03%	15,59%	13,25%	14,92%	14,59%	20,94%	15,87%	18,45%
<i>6. Gastos de personal.</i>	-17,72%	-10,48%	-10,12%	-11,33%	-7,73%	-12,16%	-9,04%	-11,34%
<b>RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)</b>	5,30%	5,12%	3,13%	3,59%	6,86%	8,78%	6,82%	7,10%
<i>8. Amortización del inmovilizado.</i>	-1,95%	-1,27%	-1,24%	-1,58%	-1,54%	-2,52%	-1,92%	-2,44%
<i>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.</i>								
<i>10. Excesos de provisiones.</i>	0,21%	0,26%	0,73%	3,13%	0,12%	0,01%	0,06%	0,33%
<i>11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.</i>	0,05%			0,02%		-0,13%		-0,03%
<b>A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)</b>	3,61%	4,11%	2,62%	5,15%	5,45%	6,13%	4,96%	4,97%
<i>12. Ingresos financieros.</i>	4,87%	4,24%	1,48%	1,38%	1,00%	0,91%	0,79%	1,54%
<i>13. Gastos financieros.</i>	-1,94%	-1,59%	-2,17%	-2,26%	-2,42%	-4,13%	-2,23%	-2,30%
<i>14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.</i>								
<i>15. Diferencias de cambio.</i>	0,08%	-0,49%	0,05%	-0,26%	-0,05%	-0,04%	-0,11%	-0,03%
<i>16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.</i>	-1,25%	-0,60%	-0,65%	-3,43%	-0,25%	0,39%		

<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO</b> <i>(13+14+15+16+17)</i>	1,76%	1,54%	-1,29%	-4,58%	-1,72%	-2,87%	-1,54%	-0,79%
<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b> <i>(A.1+A.2)</i>	5,38%	5,65%	1,33%	0,57%	3,73%	3,27%	3,42%	4,18%
<i>17. Impuestos sobre beneficios.</i>	-0,21%	-0,50%	-0,50%	0,39%	-1,57%	-1,27%	-0,60%	-0,73%
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)</b>	5,17%	5,15%	0,83%	0,96%	2,15%	1,99%	2,82%	3,45%
<b>B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>								
<i>18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.</i>								
<b>A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)</b>	5,17%	5,15%	0,83%	0,96%	2,15%	1,99%	2,82%	3,45%

### Anexo 9.2.3. Balance pro-forma con variación porcentual horizontal de Enusa

<i>Activo</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
<i>Activo Fijo [AF]</i>		-2,54%	1,84%	-14,74%	60,95%	2,56%	-1,25%	-3,44%
<i>Activo Inmovilizado [AI]</i>		-5,57%	4,64%	-0,10%	59,17%	-0,19%	-0,75%	-1,49%
<b>Activos tangibles e intangibles</b>		-5,57%	4,64%	-0,10%	59,17%	-0,19%	-0,75%	-1,49%
<b>- Amortización acumulada</b>								
<i>Activo Financiero</i>		12,57%	-9,83%	-85,71%	121,32%	69,59%	-8,40%	-33,69%
<i>Capital circulante[CC<sub>Exp</sub>]</i>		11,91%	3,64%	-17,66%	2,06%	2,72%	10,61%	0,11%
<b>+ Existencias [Ex]</b>		-1,37%	1,09%	22,16%	-20,63%	8,49%	3,71%	16,75%
<b>+ Deudores comerciales [DCm]</b>		212,40%	16,26%	-72,52%	-47,32%	49,13%	33,90%	8,62%
<b>+ Otros activos circulantes</b>		-54,19%	459,47%	196,32%	134,91%	-57,32%	-89,77%	186,13%
<b>+ Disponible [DISP]</b>		-71,19%	4908,82%	-98,51%	7177,63%	-38,35%	0,88%	-5,78%
<b>- Acreedores comerciales</b>		4,86%	9,93%	114,73%	-53,92%	23,81%	-19,30%	85,30%
<b>- Otros pasivos circulantes</b>		8,53%	26,13%	-48,10%	-25,54%	-31,57%	15,41%	50,89%
<b>Activo circulante ajeno explotación (AC<sub>AExp</sub>)</b>		80,10%	-26,68%	44,23%	-13,73%	-6,40%	26,68%	-4,81%
<b>CAPITAL INVERTIDO (CI)</b>		15,79%	-1,11%	-10,43%	8%	1,40%	10,05%	-1,34%
<b>CAPITAL INVERTIDO ECONÓMICO (CIe)</b>		9,05%	3,32%	-17,15%	12,65%	2,68%	7,57%	-0,73%
<b>PN y Pasivo</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<i>Recursos Propios (RP)</i>		9,26%	-11,32%	-2,64%	11,08%	-3,21%	3,88%	-0,63%
<b>Capital social(CS)</b>								
<b>Beneficios retenidos (BR)</b>		-2,67%		1,09%	19,44%	-13,39%		
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>		58,58%	-83,52%	-5,22%	256,09%	-40,27%	91,54%	-4,92%
<b>Otros Recursos propios</b>		-95,02%	-828,64%					-22,32%
<i>Recursos ajenos con coste (RAc)</i>		18,25%	2,46%	-12,79%	6,96%	3,01%	12,08%	-1,55%
<b>Recursos ajenos a L.P</b>		-0,25%	0,47%	-35,25%	11,51%	58,96%	-7,65%	-1,72%
<b>Oblig. financieras C.P.</b>		152,40%	8,15%	46,98%	1,63%	-68,93%	141,91%	-1,12%
<b>PN Y PASIVO TOTAL [PN+PT]</b>		15,79%	-1,11%	-10,43%	8,00%	1,40%	10,05%	-1,34%
<b>PN y PASIVO TOTAL AFECTO</b>		15,79%	-1,11%	-10,43%	8,00%	1,40%	10,05%	-1,34%