



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA
COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**Análisis económico y financiero de Audax Renovables, S. A. y
Sociedades Dependientes. Un caso de Fusión Inversa.**

Presentado por Cristina Calvo de Blas

Tutelado por María Cristina de Miguel Bilbao

Segovia, 10 de junio de 2020

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es el estudio de la situación económico-financiera de Audax Renovables, S.A. y sus Sociedades Dependientes (Grupo Audax) durante el periodo 2014-2018. Audax Renovables, S.A. se incluye en el código 3519 (Producción de Energía Eléctrica de otros tipos) de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE). El trabajo sigue una estructura compuesta por dos capítulos. El primer capítulo incluye: el estudio del sector energético, la historia y evolución del grupo, el análisis sectorial para ver el posicionamiento de Audax Renovables con respecto a la competencia, y el análisis del entorno general. En el segundo capítulo se realiza el análisis de los estados económicos-financieros del Grupo Audax para el periodo indicado previamente. El análisis consta de cuatro epígrafes: análisis patrimonial, análisis del Estado de Flujos de Efectivo, análisis de la situación financiera, a corto y largo plazo, y finalmente, un análisis de la rentabilidad, tanto económica como financiera.

PALABRAS CLAVE

Grupo Audax, análisis económico-financiero, energías renovables, comercializadora energética, fusión inversa.

SUMMARY

The objective of this work is the study of the economic-financial situation of Audax Renovables, S.A. and their Dependent Companies (Audax Group) during the period 2014-2018. Audax Renovables, S.A. is included in code 3519 (Production of Electric Power of other types) of the National Classification of Economic Activities (CNAE). The work follows a structure made up of two chapters. The first chapter includes: the study of the energy sector, the history and evolution of the group, the sector analysis to see the position of Audax Renovables with respect to the competition, and the analysis of the general environment. In the second chapter, the analysis of the Audax Group economic-financial statements for the period previously indicated is performed. The analysis consists of four headings: equity analysis, analysis of the Cash Flow Statement, analysis of the financial situation, in the short and long term, and finally, an analysis of profitability, both economic and financial.

KEYWORDS

Audax Group, economic-financial analysis, renewable energy, energy trading, reverse fusion.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN y PALABRAS CLAVE	3
INTRODUCCIÓN	7

CAPÍTULO 1

Principales Rasgos Característicos del Sector de Generación y Comercialización de Energías Renovables y la Situación del Grupo Audax Renovables

1.1 CONTEXTO ENERGÉTICO DE EUROPA Y ESPAÑA	11
1.2 HISTORIA DE AUDAX RENOVABLES	15
1.2.1 Fusión Inversa entre Audax Renovables, S.A. y Audax Energía, S.A.....	21
1.3 ANÁLISIS SECTORIAL: POSICIONAMIENTO	22
1.4 ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL	23

CAPÍTULO 2

Análisis de la Situación Económico-Financiera de Audax Renovables, S.A. y Sociedades Dependientes

2.1 INTRODUCCIÓN	29
2.2 ANÁLISIS PATRIMONIAL	30
2.2.1 Evolución y Composición del Activo.....	31
2.2.2 Evolución y Composición del Patrimonio Neto y Pasivo.....	36
2.3 ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	42
2.4 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA	47
2.4.1 Análisis de la Liquidez.....	48
A. El Fondo de maniobra o Capital circulante.....	48
B. Ratios de liquidez.....	50
- Ratio Corriente.....	51
- Ratio de Prueba Ácida.....	52
- Ratio de Tesorería.....	54
2.4.2 Análisis de Solvencia.....	55
- Ratio de Solvencia.....	55
- Ratio de Autonomía Financiera.....	57
- Ratios de Endeudamiento.....	58
2.5 ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD	62
2.5.1 Rentabilidad Económica (ROA).....	62
2.5.2 Rentabilidad Financiera (ROE).....	66
2.5.2.1 Apalancamiento Financiero y Endeudamiento.....	69
CONCLUSIONES	73
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	75
ANEXO	79

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. Dependencia de Importaciones Energéticas Totales: incluye Combustibles Fósiles Sólidos (Carbón), Petróleo y Productos derivados del petróleo (excluida la porción de biocombustible) y Gas Natural.....	12
Gráfico 1.2. Parte de la Energía Procedente de Fuentes Renovables.....	12
Gráfico 1.3. Número de Comercializadoras Significativas ² por país en Europa (2016-2017).....	14
Gráfico 1.4. Variación de la Cuota de Mercado Libre del Sector Eléctrico, España (2014-2018).....	14
Gráfico 1.5. Energía Total Suministrada (GWh) del Grupo Audax Renovables.....	17
Gráfico 1.6. Distribución de la Producción por países del Grupo Audax Renovables.....	17
Gráfico 1.7. Participación de las Energías Renovables en el Consumo Bruto Final de Energía.....	25
Gráfico 2.1. Evolución del Activo del Grupo Audax Renovables.....	31
Gráfico 2.2. Evolución del Activo No Corriente del Grupo Audax Renovables.....	32
Gráfico 2.3. Evolución del Activo Corriente del Grupo Audax Renovables.....	34
Gráfico 2.4. Composición del Activo del Grupo Audax Renovables.....	35
Gráfico 2.5. Evolución del Patrimonio Neto y Pasivo del Grupo Audax Renovables.....	36
Gráfico 2.6. Evolución del Pasivo No Corriente del Grupo Audax Renovables.....	38
Gráfico 2.7. Evolución del Pasivo Corriente del Grupo Audax Renovables.....	39
Gráfico 2.8. Composición del Patrimonio Neto y Pasivo del Grupo Audax Renovables.....	40
Gráfico 2.9. Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación, de Inversión y de Financiación del Grupo Audax Renovables.....	44
Gráfico 2.10. Fondos de Maniobra del Grupo Audax Renovables.....	49
Gráfico 2.11. Evolución del Capital Circulante del Grupo Audax Renovables.....	49
Gráfico 2.12. Evolución del Ratio Corriente del Grupo Audax Renovables.....	51
Gráfico 2.13. Evolución del Ratio de Prueba Ácida del Grupo Audax Renovables.....	53
Gráfico 2.14. Evolución del Ratio de Tesorería del Grupo Audax Renovables.....	54
Gráfico 2.15. Evolución del Ratio de Solvencia del Grupo Audax Renovables.....	56
Gráfico 2.16. Evolución del Ratio de Autonomía Financiera del Grupo Audax Renovables....	58
Gráfico 2.17. Evolución del Ratio de Endeudamiento a Corto Plazo y a Largo Plazo del Grupo Audax Renovables.....	60
Gráfico 2.18. Evolución de la Rentabilidad Económica (ROA) del Grupo Audax Renovables.....	65
Gráfico 2.19. Evolución de la Rentabilidad Económica (ROA) y de la Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables.....	69

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. Ingresos de Explotación, Resultado del Ejercicio y Total de Activo de las 10 principales empresas del sector en el ejercicio de 2018 (Miles de €).....	22
Tabla 2.1. Estado de Flujos de Efectivo del Grupo Audax Renovables.....	43
Tabla 2.2. Flujo Libre de Caja del Grupo Audax Renovables.....	45
Tabla 2.3. Ratio de Endeudamiento del Grupo Audax Renovables.....	59
Tabla 2.4. Deudas con Entidades de Crédito del Grupo Audax Renovables.....	61
Tabla 2.5. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Audax Renovables.....	64
Tabla 2.6. Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables.....	68
Tabla 2.7. Ecuación de la Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables.....	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1. Cronología del Grupo Audax Renovables.....	16
Figura 1.2. Sociedades que integran el Grupo Fersa a 31 de Diciembre de 2014.....	18
Figura 1.3. Sociedades que integran el Grupo Audax Renovables a 31 de Diciembre de 2018.....	19 y 20
Figura 2.1. Esquema del concepto Fondo de maniobra.....	48

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años, se ha ido estableciendo la necesidad del cambio hacia un nuevo modelo económico y energético más sostenible. Todo ello sucede porque nos hemos concienciado que el aprovechamiento de todas las materias primas del entorno, de manera “intensiva”, nos ha llevado hasta un punto sin retorno, en el que el modelo actual de desarrollo es “insostenible”.

Los recursos naturales son limitados y esto hace que la estabilidad económica y el bienestar social se tambaleen. Por ello, hay que contribuir a conservar y restablecer la calidad ambiental; reducir el consumo de energía y materias primas; disminuir las emisiones de gases de efecto invernadero, los residuos y la contaminación; proteger y restablecer los ecosistemas y la biodiversidad. Pero, tenemos que tener una idea muy clara: la lucha contra la contaminación, para lograr un mundo mejor al tiempo que conseguimos que las personas también vivan mejor, sólo será posible si conseguimos que sea algo rentable.

Estas acciones suponen un desafío ambiental, económico, social y laboral, pero no hay que olvidar un detalle importante: **Se estaría invirtiendo en nuestro futuro.**

Con este trabajo se busca realizar un estudio de la situación económico-financiera de Audax Renovables, S.A. y sus Sociedades Dependientes (Grupo Audax) perteneciente al sector de la elaboración de Producción de Energía Eléctrica de otros tipos en España (CNAE 3519), para el período 2014 a 2018.

La elección del Grupo Audax en este análisis se fundamenta en su destacada evolución de los últimos años, pues es un Grupo energético independiente español que cotiza en la Bolsa Española, que desarrolla y comercializa energía renovable (sobre todo tiene gran capacidad eólica), se focaliza en el segmento PYME y que cuenta con presencia tanto a nivel nacional como internacional, gracias al crecimiento orgánico e inorgánico (mediante numerosas fusiones y adquisiciones de otras empresas del sector). Por otro lado, es interesante el análisis económico-financiero de Audax Renovables y sus Sociedades Dependientes por su reciente fusión inversa entre Audax Renovables, S.A. y Audax Energía, S.A.

En cuanto a la metodología, según Azofra (1995), “*el análisis económico-financiero es un proceso metodológico que trata e interpreta la información económica, contable financiera y jurídica, relativa a una empresa o a un colectivo de empresas, con el propósito de emitir un juicio o diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de la empresa.*”

La información económica y financiera utilizada para elaborar dicho análisis, principalmente, se ha obtenido recurriendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y a la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) consiguiendo las Cuentas Anuales Consolidadas y demás información relevante del Grupo Audax; a su vez, también se ha recurrido a la página web oficial del Grupo.

Este estudio está compuesto por dos capítulos:

El Capítulo 1 consta de los análisis del sector energético europeo y español, de la evolución e hitos más destacados del Grupo Audax, que ayudarán a comprender, posteriormente, algunos de los resultados reflejados en el Capítulo 2. Además, del análisis sectorial que revela el posicionamiento de la empresa en relación con su competencia. Y, por último, un análisis externo del entorno general del sector en el que opera el Grupo.

En el Capítulo 2, se procede al desarrollar el estudio. Por consiguiente, se analiza las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Audax. Este análisis se descompone en cuatro epígrafes, evaluando la estructura patrimonial del grupo, tanto su evolución como la composición del Activo, Patrimonio Neto y Pasivo, el Estado de Flujos de Efectivo, la situación financiera, a corto plazo (análisis de la liquidez) y a largo plazo (análisis de la solvencia) y, finalmente, se analiza la rentabilidad, tanto la rentabilidad económica (ROA) como la rentabilidad financiera (ROE), haciendo hincapié en la relación apalancamiento financiero y endeudamiento.

Para terminar, se exponen una serie de Conclusiones a las que se ha llegado tras la realización de este trabajo, la Bibliografía que he empleado para documentarme y, adicionalmente, los Anexos.

CAPÍTULO 1.

PRINCIPALES RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR DE GENERACIÓN y COMERCIALIZACIÓN DE ENERGÍAS RENOVABLES y LA SITUACIÓN DEL GRUPO AUDAX RENOVABLES

1.1. CONTEXTO ENERGÉTICO DE EUROPA Y ESPAÑA.

Cada vez más, la transición hacia una economía menos dependiente de las materias fósiles y la búsqueda del empleo de energías limpias y bajas en carbono ha ocupado un lugar destacado en la agenda política de las instituciones y gobiernos europeos. Llevándose a cabo una transformación significativa de la industria energética, con las energías renovables como protagonistas.

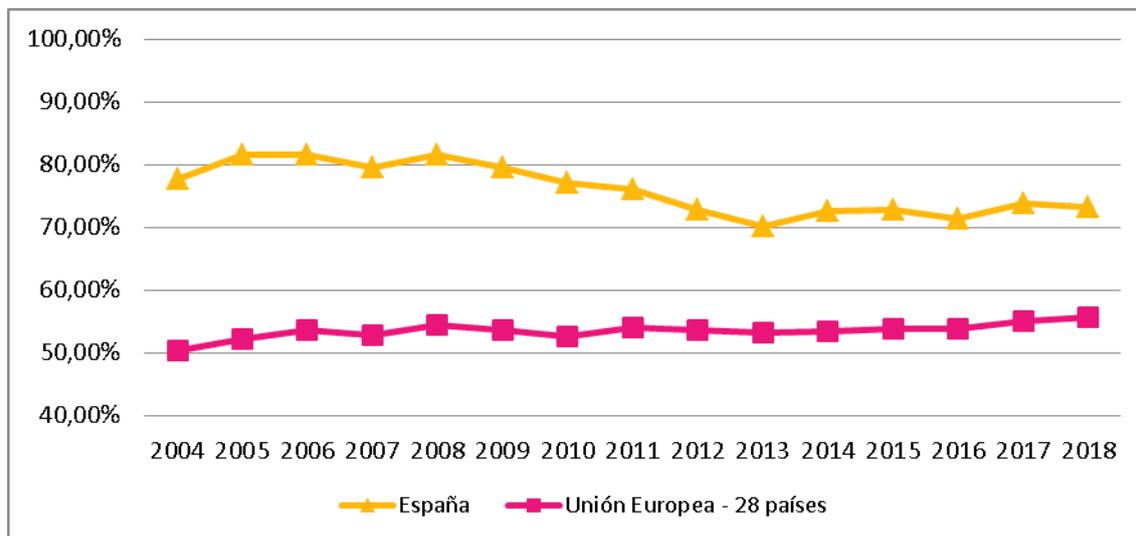
La consolidación de este proceso de transición es consecuencia de las diversas iniciativas adoptadas por parte de los poderes públicos, tanto en el escenario político nacional como internacional en materia de energía y medio ambiente. Esta transición es una reacción a los objetivos asumidos con los convenios internacionales, como el Protocolo de Kyoto (en 1997) o el Acuerdo de París (en 2015) cuya aplicabilidad inició en este año 2020, al finalizar la vigencia del Protocolo de Kyoto. Ambos están dentro del marco de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC), pero junto con otros acuerdos que se han realizado durante este tiempo, aportan las directrices y estrategias de desarrollo sostenible que deben seguir los Estados, que son los encargados de definir el punto de partida para las políticas energéticas y de cambio climático y de adecuar esas medidas al ámbito regional y local, aprovechando para impulsar las nuevas tecnologías no contaminantes.

Pero, no hay que olvidar que, este tipo de planes suelen confiar demasiado en el gasto público, en las regulaciones y en la capacidad de los burócratas, pues consisten en dar ayudas y financiación a empresas con actividades vinculadas al medio ambiente.

Por ello, una forma distinta para lograrlo sería llevar a cabo otros tipos de políticas que no incrementen el gasto público. Como por ejemplo, en vez de repartir subvenciones, se podría estudiar la sustitución de impuestos convencionales, tales como el Impuesto de Sociedades o reducir impuestos al consumo (el IVA), por nuevos impuestos ligados al impacto ambiental. En otras palabras, hacer que paguen quienes contaminan y premiar a quienes se esfuerzan en no contaminar. Por un lado, este cambio permitiría gravar las externalidades negativas, los daños que tiene la contaminación en el medioambiente y, por otro, promovería la inversión de tecnologías limpias y competitivas. O también, ir extendiendo líneas de financiación en condiciones preferentes, o mejorando la fiscalidad para los inversores privados de los llamados bonos verdes (títulos de deuda que las empresas emiten para llevar a cabo proyectos medioambientalmente responsables). Es decir, la idea es que si se invierte dinero financiando proyectos verdes, entonces se paguen menos impuestos por los beneficios que se obtengan.

A continuación, en el gráfico 1.1 se puede apreciar el porcentaje de dependencia de las importaciones de las energías fósiles totales en España en comparación con la Unión Europea.

Gráfico 1.1. Dependencia de Importaciones Energéticas Totales: incluye Combustibles Fósiles Sólidos (Carbón), Petróleo y Productos derivados del petróleo (excluida la porción de biocombustible) y Gas Natural

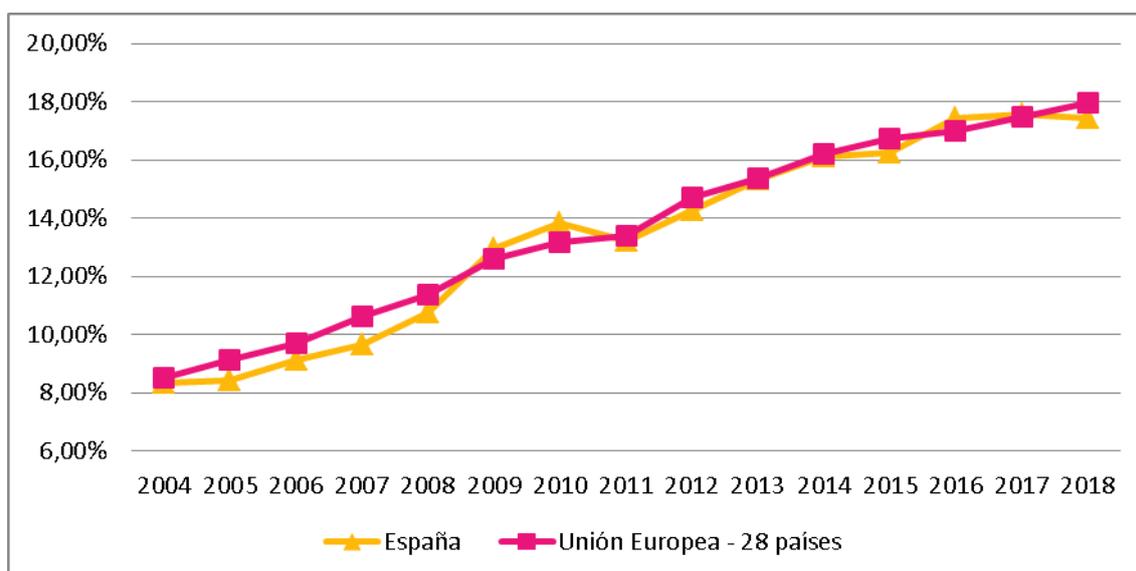


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Eurostat.

Se observa como España es un país muy dependiente energéticamente teniendo que importar la mayoría de combustibles fósiles, pues oscila entre un 70% y un 82% durante el periodo 2004 a 2018. Sin embargo, la Unión Europea compuesta por 28 países miembros aunque también presenta bastante dependencia energética, alcanza valores aproximados de entre 50% y 56% durante 2004-2018, siendo esta más estable y significativamente menor en comparación con España.

A su vez, en el gráfico 1.2 podemos ver la parte porcentual que se produce mediante fuentes de energías renovables tanto en España como en la Unión Europea.

Gráfico 1.2. Parte de la Energía Procedente de Fuentes Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Eurostat.

Se aprecia la evolución y el gran impulso de las energías renovables durante el periodo 2004 a 2018. A pesar de que la Unión Europea compuesta por 28 países miembros supera en la mayoría de los años a España; en determinados momentos, España ha tenido algo más de participación en las energías limpias en comparación con UE-28.

En relación con lo anterior, la Unión Europea es la institución que más recursos está destinando a luchar contra el cambio climático. En diciembre del 2019, se presentó el llamado “**Pacto Verde Europeo**”. Un plan de acción que tiene como objetivo que para el año 2050, según palabras de Ursula Von der Leyen (Presidenta de la Comisión Europea): “*Europa se convierta en el primer continente climáticamente neutral en carbono del mundo*”. Es decir, el objetivo es transformar el sistema energético de la UE, avanzando hacia una economía competitiva y descarbonizada. Por supuesto, no es una tarea fácil ni tampoco barata. La propia Comisión Europea ha estimado la inversión necesaria para alcanzar ese objetivo en más de 250.000 millones de € anuales.

Hoy por hoy, la crisis sanitaria desatada por el coronavirus ha provocado una situación inédita. Pero, esto no ha detenido las prioridades futuras consideradas por la Comisión Europea. El pasado día 27 de Mayo de 2020, Ursula Von der Leyen presentó un fondo para la “reconstrucción económica” de 750 mil millones de €. En concreto, dijo “*La Comisión hoy propone un nuevo instrumento de reconstrucción llamado ‘Next Generation EU’ por valor de 750.000 millones de €.*”

Un dinero que debería ir a parar preferentemente a las prioridades políticas de la Comisión Europea, entre las que se encuentra el “Pacto Verde Europeo”. De esta forma, la Comisión se suma a una estrategia conocida como la “**Green Recovery**” o Recuperación Verde, poniendo en marcha políticas y medidas contra la crisis económica al mismo tiempo que se contribuye a lograr mejorar la eficiencia energética, impulsar la máxima integración de las energías renovables en el mix energético e incentivar el desarrollo de nuevas tecnologías que permitan mejorar el mundo en el que vivimos.

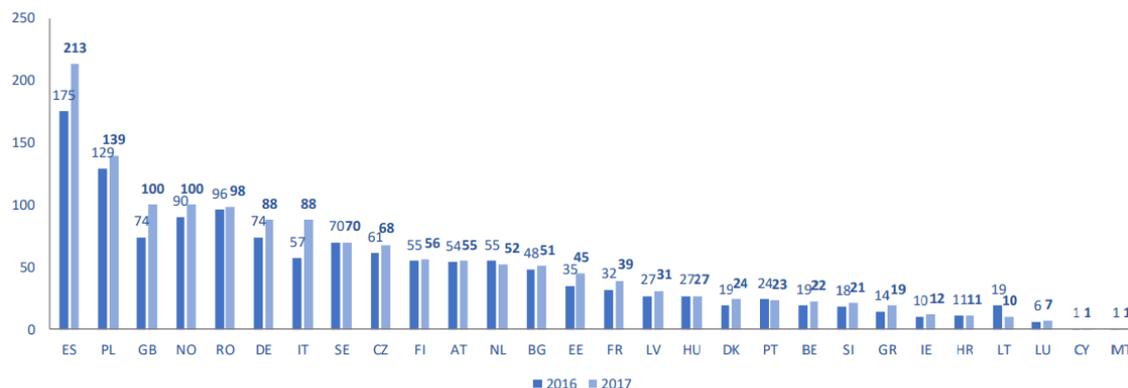
En cuanto a promover energías limpias y avances tecnológicos, según datos de la Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA), durante la última década los costes de la energía eólica se han reducido en un 39 % (terrestre) y en un 29% (marina). Y los de la energía solar, aún más, un 82%. Con estos datos, se puede decir que en muchos casos las energías renovables son cada vez más competitivas dentro del mercado. Tecnologías como la solar y la eólica están experimentando un fuerte crecimiento y una fuerte reducción de costes. Por tanto, las energías renovables son fuentes competitivas y seguras para tener un suministro energético sostenible.

Del mismo modo, el sector energético tiende a la integración vertical, es decir, abarca desde la generación hasta la comercialización de energía, esto crea grandes compañías capaces de aprovechar economías de escala, en consecuencia, el mercado europeo muestra una elevada concentración. Al tiempo que, algunas compañías de tamaño más reducido sólo son comercializadoras al carecer de recursos financieros suficientes para el desarrollo de la actividad de generación.

Aun así, hay que destacar que, en la Unión Europea el mercado eléctrico se encuentra liberalizado, lo que convierte a esta industria en una altamente competitiva, pues los consumidores pueden cambiar su proveedor de electricidad con total libertad.

Durante los últimos años, en Europa se ha producido un considerable incremento del número de pequeñas comercializadoras, frente a los grandes proveedores ya establecidos, debido a las bajas barreras de entrada del negocio por ser el producto comercializado un commodity y a las condiciones favorables de precios.

Gráfico 1.3. Número de Comercializadoras Significativas² por país en Europa (2016-2017)

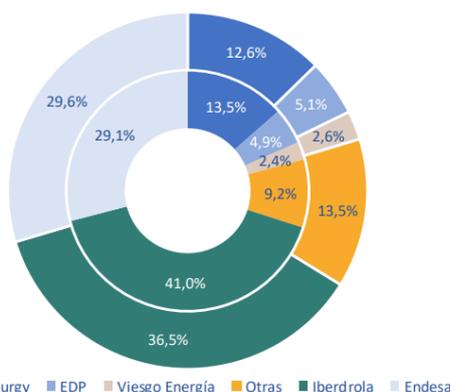


Fuente: Consejo de Reguladores Europeos de la Energía (CEER).

² hace referencia a aquellas que tienen capacidad de distribuir su producto a nivel nacional. Fuente: Documento Análisis Independiente de Audax Renovables del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

Según el Consejo de Reguladores Europeos de la Energía (CEER), en 2017 el mayor número de comercializadoras se encontraba en España y Polonia con 213 y 139, respectivamente. Se pueden observar las bajas barreras de entrada del negocio por el aumento de comercializadoras, que se incrementó en 20 (de 28 países que forman la Unión Europea) entre 2016 y 2017, siendo España, Italia y Reino Unido los países donde se produjo la entrada de un mayor número de nuevos participantes (38, 31 y 26 más de un año al otro, respectivamente).

Gráfico 1.4. Variación de la Cuota de Mercado Libre del Sector Eléctrico, España (2014-2018)



Fuente: CNMC; Cuota de mercado medida por puntos de suministro

Fuente: Documento Análisis Independiente de Audax Renovables del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

En España, como en el resto de Europa, el sector de la comercialización de electricidad presenta una concentración alta, al suministrar los cinco grandes grupos energéticos tradicionales el 86,5% del total de los puntos de suministro del mercado en 2018.

Sin embargo, en los últimos años, se ha observado un incremento del número de consumidores que contratan su suministro eléctrico con comercializadoras independientes no pertenecientes a los grupos energéticos tradicionales. Pero, hay que señalar que, el mercado controlado por las comercializadoras independientes es muy atomizado.

1.2. HISTORIA DE AUDAX RENOVABLES.

❖ Orígenes:

El inicio de Audax Renovables S.A. y sus Sociedades Dependientes (en adelante Grupo Audax) se remonta al año 2000 cuando se constituye en Barcelona bajo el nombre de Fersa Energías Renovables, S.A., considerándose, en 2003, como la primera compañía independiente que cotizó en la Bolsa Española.

Al principio, se dedicaba exclusivamente a la generación y obtención de energía eléctrica a través de fuentes 100% renovables (parques eólicos y solares). Progresivamente, con el paso de los años, el Grupo Fersa comenzó su diversificación internacional en 2008.

Para más detalles, se puede ver con detenimiento la Figura 1.1. que se encuentra posteriormente.

❖ Actualmente:

El Grupo Audax es el grupo energético líder en el segmento PYME en España, es una comercializadora de energía eléctrica y gas, que ofrece un suministro eficiente, a través de un proceso de integración vertical con su segmento de generación de energía renovable, principalmente energía eólica y solar.

En definitiva, el Grupo Audax ha evolucionado a lo largo del tiempo, ya que su objetivo empresarial se ha ampliado. Ahora, está presente en dos fases de la cadena de valor energética al desempeñar como actividades principales:

- La promoción, construcción y explotación de todo tipo de actividades relacionadas con la **generación** de energía eléctrica empleando fuentes energéticas 100% renovables, mayoritariamente eólica.
- Y, proporciona suministro de electricidad y gas, tanto a particulares como a empresas, a través de su división de **comercialización**, que realiza las siguientes actividades: compraventa de electricidad, incluida la importación y exportación, comercialización de combustibles para la producción de energía, la comercialización de gas natural y de derechos de emisión de CO₂.

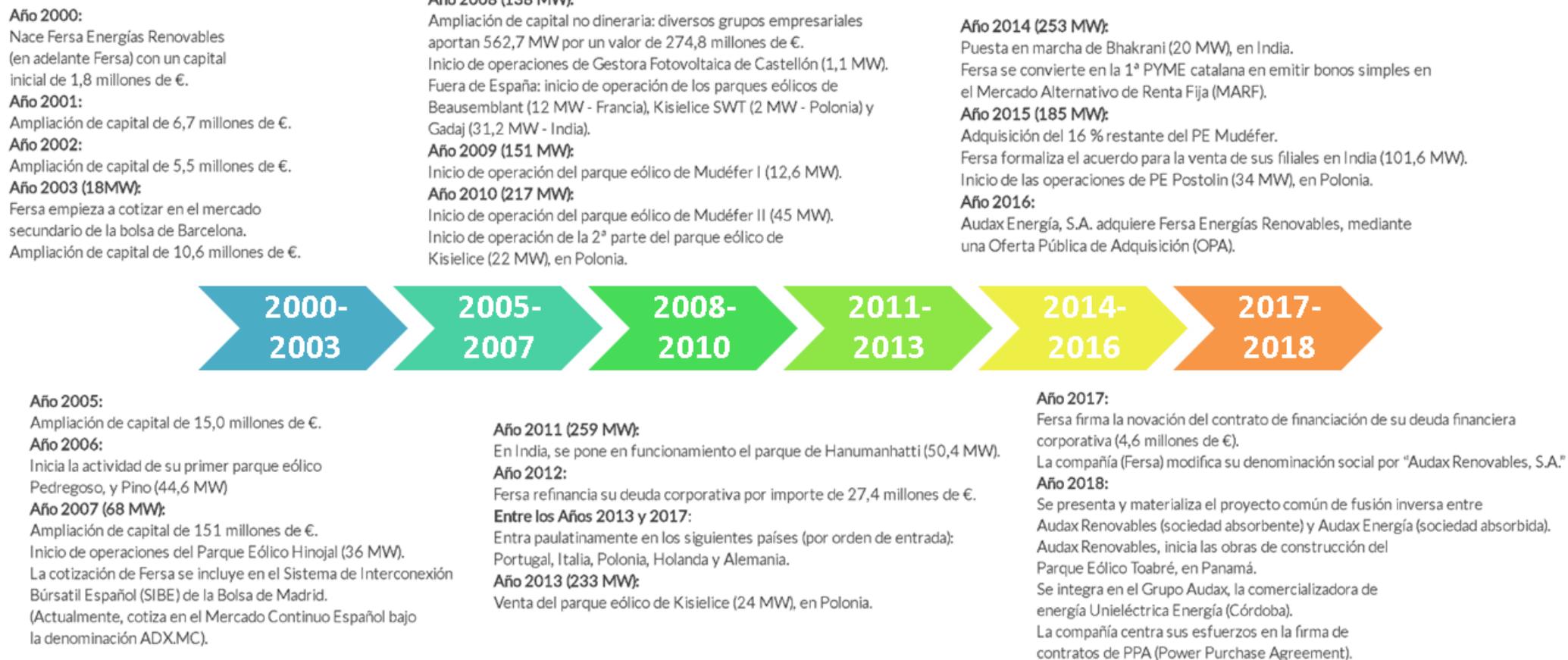
A su vez, ofrece productos y servicios de calidad y a precios competitivos que se adaptan a las necesidades de los clientes.

Si bien, es necesario mencionar que el Grupo ha ido desinvirtiendo en el negocio de generación, porque es capital intensivo. Por ello, en los últimos ejercicios, se ha centrado en la comercialización de energía eléctrica y gas, que no requiere inversiones significativas.

En el ejercicio 2016, Audax Energía, S.A. adquiere al Grupo Fersa, mediante una Oferta Pública de Adquisición (OPA). En el año 2017, Fersa Energías Renovables, S.A. modifica su denominación social por “Audax Renovables S.A.”. Y, en 2018, se produce una operación corporativa que conduce a una fusión inversa, mediante la cual Audax Renovables, S.A. absorbe a su matriz Audax Energía, S.A.

A continuación, se presenta una línea temporal con algunos de los acontecimientos y fechas claves del Grupo Audax Renovables:

Figura 1.1. Cronología del Grupo Audax Renovables

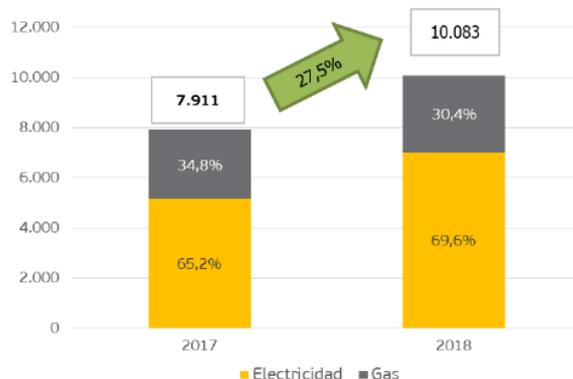


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de las Memorias del Grupo Audax depositadas en la CNMV y <https://www.audaxrenovables.com/>.

Según la **Memoria del Grupo en el ejercicio 2018**, se puede destacar:

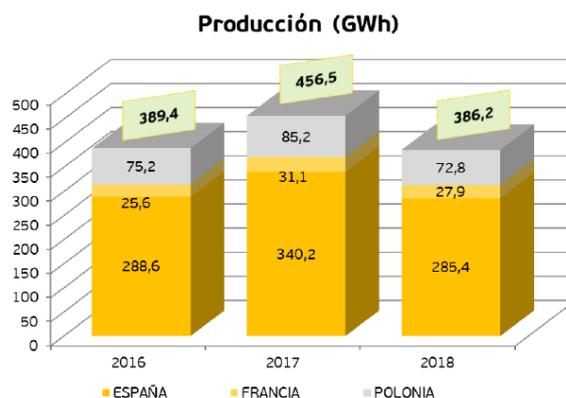
→ En la División de Comercialización: el total de energía suministrada es de 10,1 TWh frente a los 7,9 TWh del año 2017, lo que supone un incremento del 27,5%.

Gráfico 1.5. Energía Total Suministrada (GWh) del Grupo Audax Renovables



→ En la División de Generación: la producción del año 2018 se ha situado en 386,2 GWh, es inferior al dato registrado en 2017, pero está en línea con el ejercicio 2016.

Gráfico 1.6. Distribución de la Producción por países del Grupo Audax Renovables

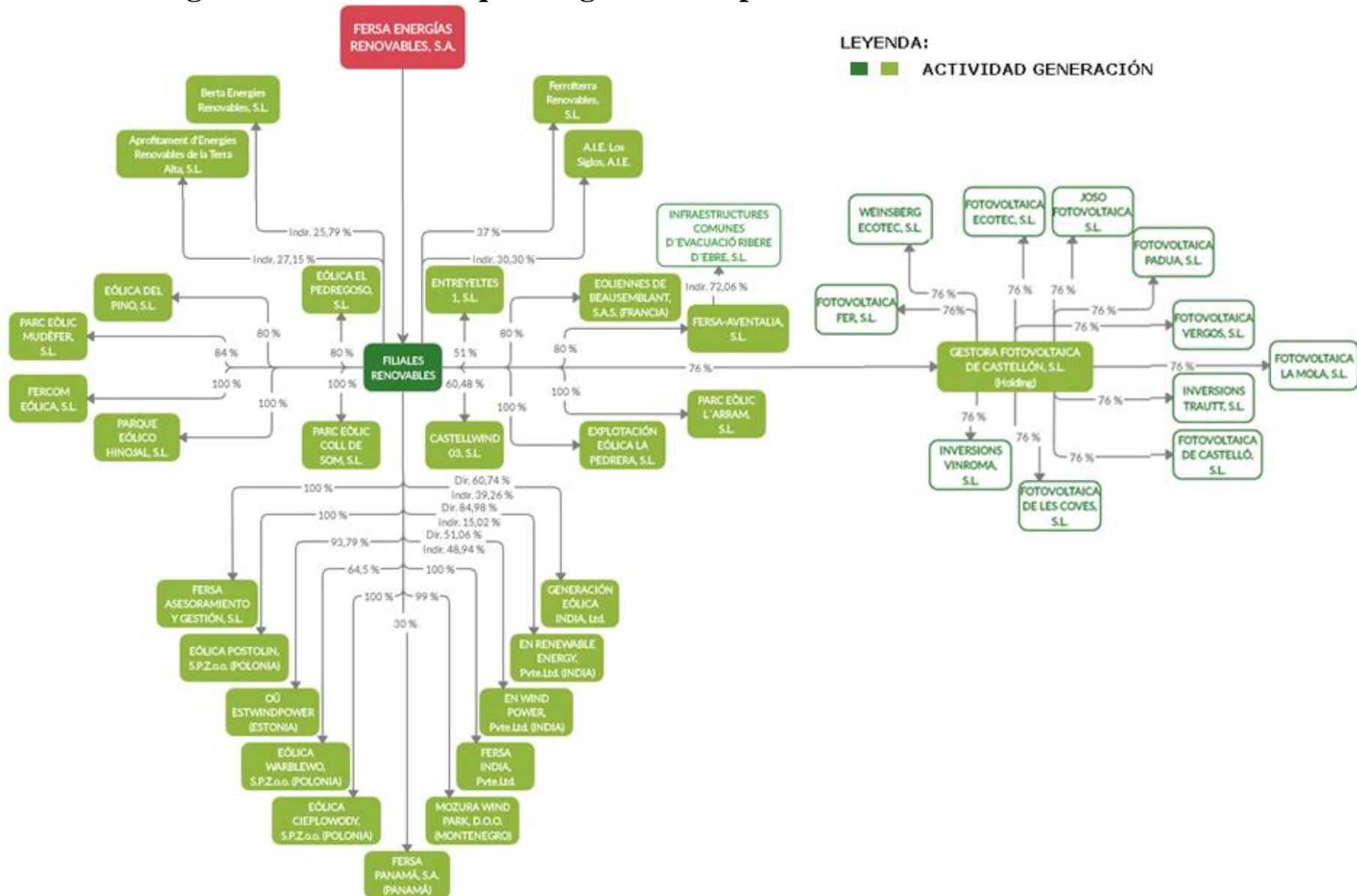


Aunque, en la actualidad, opera en 8 países (**División de Generación**: España, Polonia, Francia y Panamá. **División de Comercialización**: España, Portugal, Holanda, Italia, Polonia y Alemania), sus aspiraciones futuras van orientadas hacia:

- Un mayor posicionamiento en el sector energético español, vía crecimiento orgánico como inorgánico.
- Una fuerte expansión de todas sus líneas de negocio, tanto a nivel nacional como internacional.
- Seguir creciendo en su oferta como comercializadora energética y mantener una posición financiera sólida para afrontar nuevos proyectos en el ámbito de la generación de energía renovable.
- Seguir cerrando nuevos proyectos de las energías renovables, como nuevos acuerdos PPAs (Power Purchase Agreements), lo que le otorgará una posición ventajosa respecto a los precios del pool energético.

Seguidamente, se representa en forma de mapa conceptual la estructura societaria, de los ejercicios 2014 y 2018, para observar la transición operativa del Grupo Audax. En dichos mapas, se agrupan las diversas empresas que conforman el Grupo: sociedades dependientes, sociedades asociadas y multigrupo.

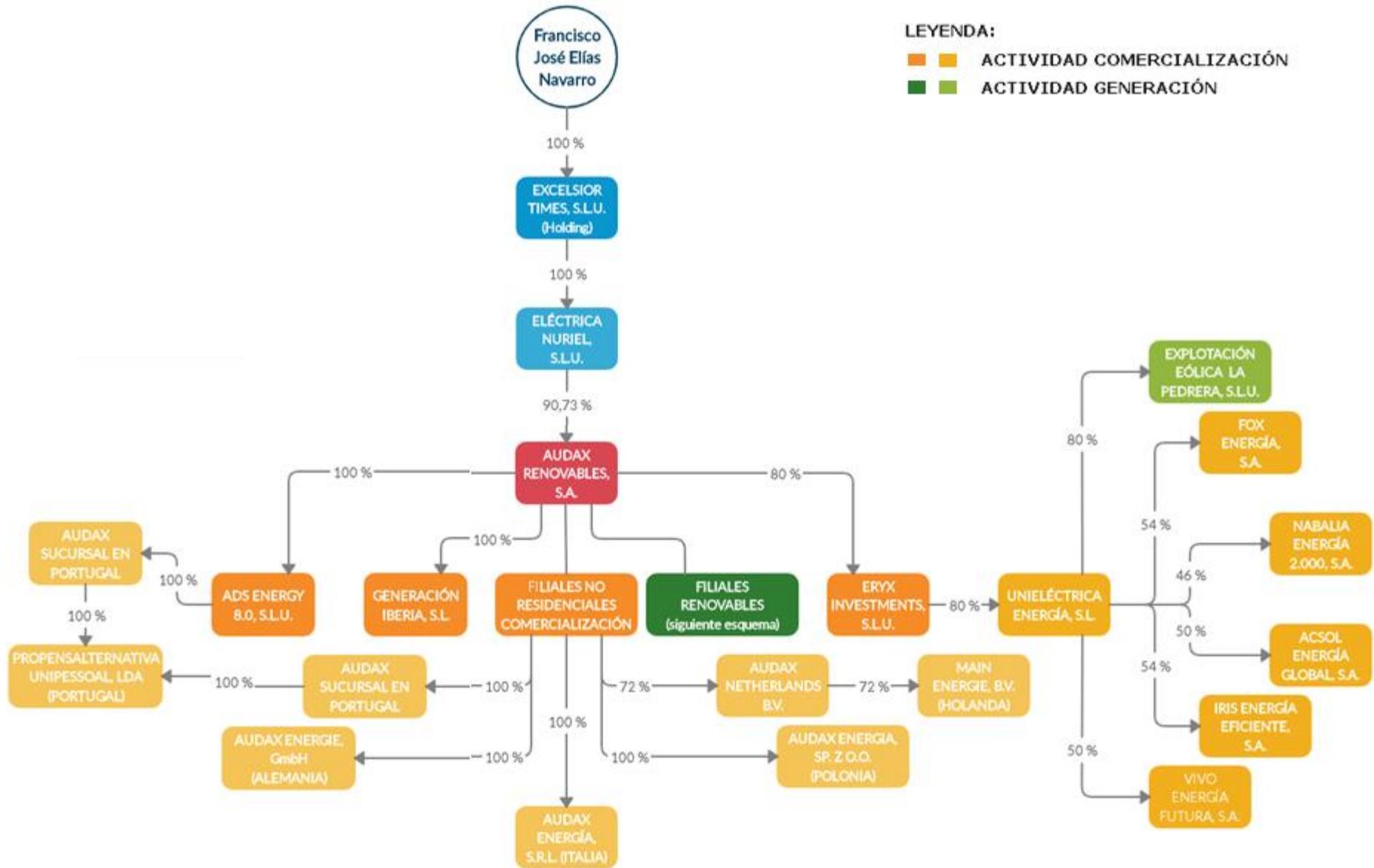
Figura 1.2. Sociedades que integran el Grupo Fersa a 31 de Diciembre de 2014

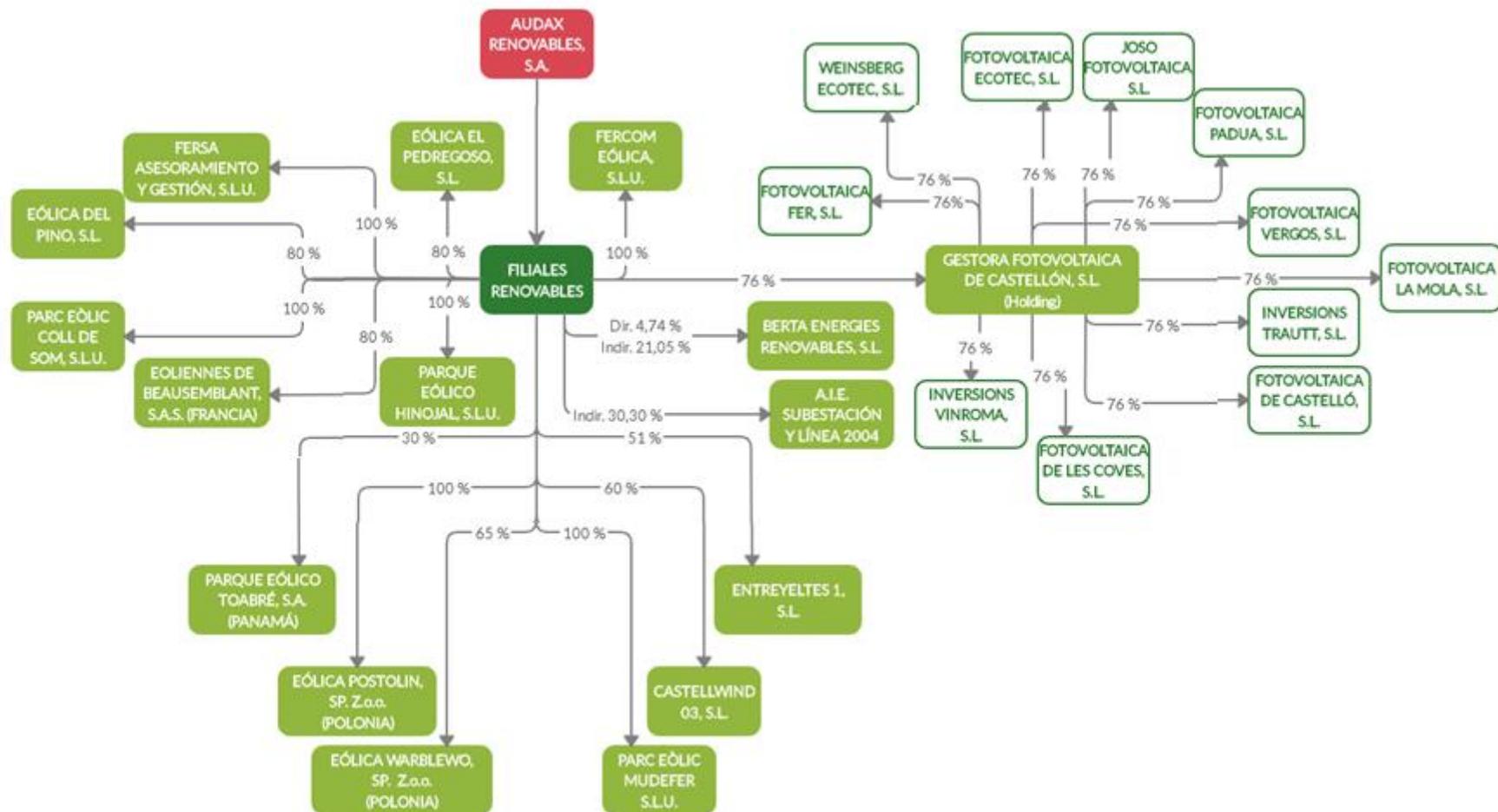


Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria de 2014 del Grupo Fersa.

Puede verse con mayor detalle en el Anexo I. Sociedades del Grupo Fersa en la Memoria del ejercicio 2014 del Grupo depositada dentro de la CNMV.

Figura 1.3. Sociedades que integran el Grupo Audax Renovables a 31 de Diciembre de 2018





Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria de 2018 del Grupo Audax Renovables.

Puede verse con mayor detalle en el *Anexo I. Sociedades del Grupo Audax Renovables* en la Memoria del ejercicio 2018 del Grupo depositada dentro de la CNMV.

Como se puede observar en las figuras previas, si se tiene en cuenta el primer y último año del estudio, el Grupo ha minorado su participación en filiales dedicadas a la generación de energía renovable y ha incrementado, de forma considerable, su participación en filiales que desempeñan la comercialización de energía eléctrica y gas. Esto demuestra su paso de generadora energética a, adicionalmente, ser comercializadora de energía.

1.2.1. FUSIÓN INVERSA ENTRE AUDAX RENOVABLES, S.A. Y AUDAX ENERGÍA, S.A.

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 23.2 y 33 de las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (NOFCAC), modificado posteriormente por el Real Decreto 602-2016, se consideran adquisiciones inversas:

“Aquellas en las que la operación que da lugar a la relación dominante-dependiente ha sido realizada mediante un intercambio de participaciones por el que los socios anteriores de la sociedad dependiente obtienen el control de la sociedad dominante... Dado que el control del grupo ha sido obtenido por los socios anteriores de la sociedad dependiente, se considera a la sociedad dependiente como sociedad adquirente, mientras que la sociedad dominante derivada de una adquisición inversa, se considerará sociedad adquirida...”

Los criterios que se deben seguir para formular el balance consolidado en la fecha de adquisición se describen en el artículo 33.

En este caso particular, como se indica en la Memoria del Grupo Audax de 2018:

La unión de ambas compañías se inició el 29 de Junio de 2018 cuando los Consejos de Administración de Audax Renovables, S.A. y de Audax Energía, S.A. formularon el proyecto común de fusión por absorción de Audax Renovables, S.A. como sociedad absorbente (nueva sociedad dominante dentro del Grupo) y Audax Energía, S.A. como sociedad absorbida (antigua matriz del Grupo, ahora nueva sociedad dependiente). Con fecha 23 de Noviembre de 2018, se aprobó la fusión inversa por unanimidad de los accionistas asistentes a la Junta General Extraordinaria de Audax Renovables.

El proceso de fusión ha supuesto la integración de la sociedad absorbida en la absorbente, mediante la transmisión en bloque del patrimonio de la primera en beneficio de la segunda y la disolución sin liquidación de la sociedad absorbida, entre otras cosas. Finalmente, el 25 de Enero de 2019, se culminó la operación de fusión inversa al inscribirse en el Registro Mercantil de Barcelona.

Esta fusión ha dado lugar a un gran grupo energético “Grupo Audax Renovables”, permitiendo al grupo empresarial seguir creciendo gracias a las sinergias positivas de la integración vertical de las actividades de generación de energía limpia, desarrolladas por Audax Renovables, y a las actividades de comercialización de energía, desarrolladas por Audax Energía.

1.3. ANÁLISIS SECTORIAL: POSICIONAMIENTO.

En este apartado, se va a realizar un análisis del sector en el que opera Audax Renovables, S.A., así como el posicionamiento que ocupa respecto a la competencia.

Audax Renovables, S.A. se incluye en el código 3519 del CNAE (Producción de Energía Eléctrica de otros tipos). Según la base de datos SABI, en España existen 10.480 empresas activas dadas de alta en esta actividad. En la siguiente tabla se muestran las 10 empresas más importantes de este sector según los Ingresos de Explotación (formados principalmente por el Importe Neto de la Cifra de Negocios).

Tabla 1.1. Ingresos de Explotación, Resultado del Ejercicio y Total de Activo de las 10 principales empresas del sector en el ejercicio de 2018 (Miles de €)

	Empresa	Ingresos de explotación	Resultado del Ejercicio	Total Activo
1	IBERDROLA GENERACION ESPAÑA SOCIEDAD ANONIMA.	7.411.925	257.120	3.439.624
2	I-DE REDES ELECTRICAS INTELIGENTES SOCIEDAD ANONIMA.	2.228.568	797.393	13.029.586
3	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY EOLICA SL	1.226.879	65.421	2.395.850
4	GAS Y ELECTRICIDAD GENERACION SA	662.536	-84.125	1.448.956
5	AUDAX RENOVABLES S.A.	485.189	19.975	437.442
6	VIESGO PRODUCCION SL.	346.395	-27.924	429.144
7	ACCIONA ENERGIA SA	325.901	75.280	1.795.191
8	ENEL GREEN POWER ESPAÑA SOCIEDAD LIMITADA UNIPERSONAL	297.686	81.090	1.836.156
9	BAHIA DE BIZKAIA ELECTRICIDAD SOCIEDAD LIMITADA	280.919	140.630	273.045
10	IBERDROLA RENOVABLES ENERGIA S.A.	227.748	63.069	5.313.584

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Como se aprecia en la Tabla anterior, en el ejercicio 2018, en relación con los Ingresos de Explotación la empresa Audax Renovables, S.A se sitúa en el lugar número cinco con unos Ingresos de Explotación de 485,19 millones de €. La empresa líder en el sector es Iberdrola Generación España, S.A. con unos Ingresos de Explotación de 7.411,92 millones de €.

Si se analiza la cifra del Total Activo, según se recoge en la base SABI, Audax Renovables se sitúa en el lugar número diecisiete con un Total en su Estructura Económica a 31 de diciembre de 2018 de 437,44 millones de €. Siendo la empresa con mayor volumen de Activo en dicha fecha, I-de Redes Eléctricas Inteligentes, S.A. con un Total de 13.029,59 millones de €.

Por último, al estudiar el Resultado del Ejercicio, Audax Renovables, S.A. se sitúa en el puesto número veinte con un Resultado que alcanza el valor de 19,97 miles de €. Siendo I-de Redes Eléctricas Inteligentes, S.A. la empresa que alcanza un mejor Resultado, llegando a 797,39 millones de €.

1.4. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL.

De acuerdo con Guerras, Navas y García (2015), el entorno general se refiere al medio externo que rodea a la empresa desde una perspectiva genérica. Es decir, a todo aquello que afecta a la empresa, desde un punto de vista global, derivado del sistema socioeconómico en que desarrolla su actividad.

El objetivo principal del análisis del entorno general es identificar los factores que, desde la perspectiva del sistema económico y social general, afectan a la actuación de la empresa. Este marco determina el bienestar de la economía, lo que puede afectar al potencial de rentabilidad de la empresa. Conjuntamente, con este análisis se busca detectar las oportunidades y amenazas que dicho entorno ofrece a la actuación de la empresa, tanto en el momento actual como en el futuro, para intentar adaptar a la empresa al entorno aprovechando las oportunidades de la mejor manera posible y evitando las amenazas. Pero, no hay que olvidar que uno de los rasgos propios del entorno general es que el conjunto de factores que lo componen suelen ser cambiantes, lo que introduce incertidumbre en el análisis.

El estudio del entorno general se va a realizar a través del análisis de PESTEL, que es una herramienta que mediante el estudio de una serie de dimensiones ayuda a las empresas a definir su entorno. Se denomina así por ser un acrónimo constituido por las siguientes dimensiones: **Política, Económica, Social, Tecnológica, Ecológica y Legal.**

➤ **Dimensión Política:**

Recoge las actuaciones de los gobiernos que tienen una influencia directa en la empresa. Incluye aspectos relacionados con la estabilidad gubernamental y con las decisiones políticas y normas que regulan un país, que afectan en temas como la actividad económica, la fiscalidad o el bienestar social. Entre los factores políticos que se pueden analizar, se pueden destacar los siguientes:

- **Estabilidad política de la Unión Europea:** El riesgo del populismo no ha hecho más que crecer en los últimos años, siendo un trampolín para los euroescépticos, dificultando la cooperación dentro de la organización. Lo más notable ha sido la salida definitiva de Reino Unido de la Unión Europea al comienzo de este año 2020, después de que en 2016 celebraran el referéndum que dio como resultado el Brexit. Por ello, esta inestabilidad política que se ha desarrollado amenaza el proyecto común de la Unión Europea. Además, corre un mayor peligro al tener que enfrentarse a la crisis económica derivada de la crisis sanitaria actual. Aun así, como se ha mencionado anteriormente, la Unión Europea sigue tomando decisiones como el “Pacto Verde Europeo” y la “Next Generation EU” para la transformación de la industria energética hacia un sistema descarbonizado comprometido a luchar contra el cambio climático.
- **Estabilidad política Nacional:** En Enero de 2020, Pedro Sánchez (PSOE) fue elegido presidente del Gobierno, conformándose así un gabinete ministerial con miembros del PSOE y de Unidas Podemos, siendo el primer gobierno de coalición del actual periodo democrático. Esto también demuestra la inestabilidad política que se está viviendo dentro del país, pues aumenta la crispación de los ciudadanos que se ve reflejada a la hora de votar en las urnas y los Partidos Políticos se alejan de la senda moderada, teniendo cada vez comportamientos más extremistas.

Por ello, esta situación junto a la etapa recesiva que se avecina, puede complicar las futuras actuaciones del país hacia una economía más comprometida con el medio ambiente.

➤ **Dimensión Económica:**

Son factores económicos que afectan a la naturaleza y a la dirección del sistema económico, tanto directa como indirectamente, donde se desarrolla la actividad de la empresa. Viene dada por sus principales indicadores económicos, existiendo dos tipos de variables que permiten conocer los factores económicos que van a afectar a la estrategia de la empresa analizada. Por un lado, están las variables estructurales que cambian a largo plazo o varían muy lentamente (política económica de un país, nivel de desarrollo económico, sistema financiero,...); y, por otro lado, están las variables coyunturales que son aquellas que cambian en el corto plazo o varían muy rápidamente (el PIB, la tasa de desempleo, la inflación,...).

Entre los factores económicos más importantes que ha repercutido a la generación y al consumo de energía eléctrica a partir de fuentes renovables se encuentra la fuerte crisis económica mundial de 2007, que ha afectado muy negativamente a la economía española. Si se tiene en cuenta que España no se ha recuperado económicamente de la anterior crisis y, adicionalmente, en la actualidad, está entrando en otra recesión como consecuencia de la pandemia del coronavirus, se puede decir que se augura una época complicada, aun cuando está claro que no se puede conocer exactamente la profundidad de la crisis económica que se va a producir.

Debido a la crisis sanitaria, prácticamente países enteros han echado el cierre. En el caso de España, en Marzo y Abril de 2020, se detuvo la producción de todas aquellas industrias que no dedicaran sus esfuerzos a la fabricación de equipamiento médico (ventiladores, mascarillas, EPIs, geles desinfectantes,...). Si bien hubo industrias que pudieron adaptarse y prestar ayuda aportando sus cadenas de suministro, muchas otras se detuvieron. Además, también muchas empresas del sector servicios tuvieron que cerrar. Esto ha supuesto que el consumo de energía eléctrica haya disminuido, perjudicando al sector energético que seguramente verá mermados sus ingresos.

➤ **Dimensión Sociocultural:**

Hace referencia tanto a las creencias, valores, actitudes y estilo de vida de los individuos que forman la sociedad donde se desarrolla la actividad de la empresa; como a los aspectos demográficos, culturales, educativos, étnicos,... del sistema social en su conjunto. Estos factores permiten ver el comportamiento de los consumidores, evolución de la demografía, cambios del estilo de vida, del nivel educativo, de la distribución de la renta,..., facilitando la adaptabilidad de la empresa al entorno.

Entre los factores socioculturales el que más destaca es la población residente en España, que según el Instituto Nacional de Estadística (INE) a 1 de Enero de 2020, es 47.329.981 habitantes. Pero, a fecha 7 de Junio de 2020, según la Organización Mundial de la Salud (OMS), o en denominación inglesa World Health Organization (WHO), ya han muerto 27.135 personas a causa del COVID-2019.

➤ **Dimensión Tecnológica:**

Contiene el marco científico y tecnológico que distingue la situación de un sistema. Entonces, los factores que se analizan son: la habilidad o experiencia que tiene la sociedad para usar las nuevas tecnologías dentro de la empresa, la política de Investigación, Desarrollo e innovación (I+D+i) que aplica el gobierno,...

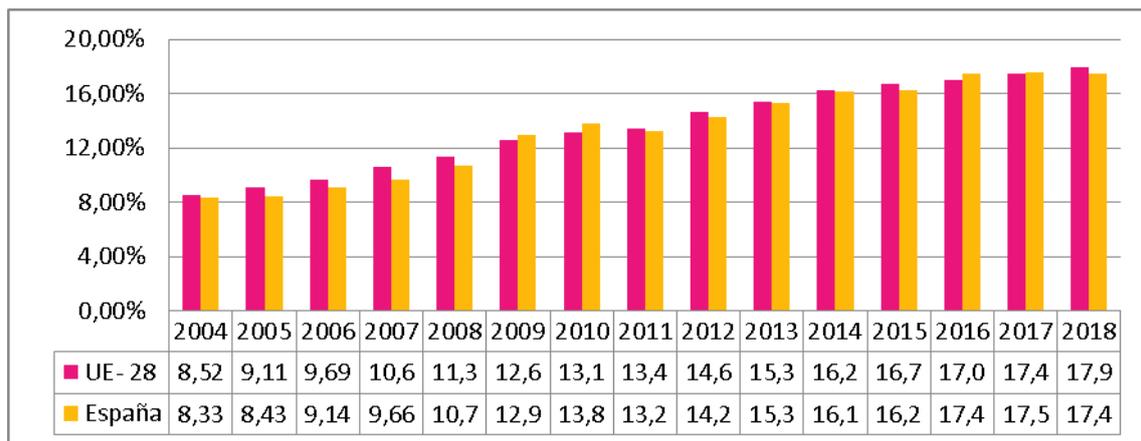
La industria energética con fuentes 100% renovables es un sector en crecimiento, que requiere un gran esfuerzo económico. Pero, como se ha mencionado previamente, los costes de la energía solar y eólica, tanto terrestre como marítima, se han ido reduciendo en los últimos 10 años gracias al avance tecnológico. Consiguiendo que la industria llegue a ser cada vez más competitiva y eficiente, por tanto, las empresas que forman el mercado estarán constantemente innovando para mejorar sus servicios.

➤ **Dimensión Ecológica:**

Ha tomado gran relevancia en los últimos años por el cambio climático. Se refiere a la política sobre la perseverancia del medioambiente que aplican las Administraciones Públicas. Se debe conocer las leyes medioambientales de cada país, consumo de energía, tratamiento de residuos, sanciones,...

Uno de los factores a distinguir es la participación de las energías renovables en el consumo bruto final de energía, que tal y como muestra el siguiente gráfico, el porcentaje de consumo de energía limpia ha ido aumentando progresivamente en la Unión Europea (28 países) al igual que en España.

Gráfico 1.7. Participación de las Energías Renovables en el Consumo Bruto Final de Energía



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de Eurostat.

En lo que respecta a Audax Renovables, es un grupo empresarial que colabora con la protección del medioambiente.

➤ **Dimensión Legal:**

Esta dimensión integra los factores administrativos, legales y reguladores que debe cumplir la empresa para operar.

En España, el marco regulatorio del sector eléctrico está recogido básicamente en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre del Sector Eléctrico.

Pero, también, debe respetar las siguientes leyes y decretos que conforman el marco normativo del sector de la producción de energías renovables:

- La Ley 15/2012, de 27 de diciembre, de medidas fiscales para la sostenibilidad energética, establece un nuevo impuesto sobre la producción de energía eléctrica que grava la realización de actividades de producción e incorporación al sistema eléctrico de energía eléctrica a un tipo de gravamen del 7%.

- El Real Decreto-ley 9/2013, de 13 de julio, establece los principios de un nuevo régimen retributivo para las instalaciones de generación de energía renovable.
- El Real Decreto 413/2014, de 6 de junio, que regula la actividad de producción de energía eléctrica a partir de fuentes de energías renovables, cogeneración y residuos.
- La Orden Ministerial IET 1045/2014 que establecen los nuevos parámetros retributivos de las instalaciones tipo aplicables a determinadas instalaciones de producción de energía eléctrica a partir de fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos.

Y, el marco normativo del sector de la comercialización de energía viene regulado, entre otros, por:

- El Real Decreto 1202/2010, de 24 de septiembre, por el que se establecen los plazos de revisión de los peajes de acceso a las redes de transporte y distribución de energía eléctrica.
- La Orden ETU/1282/2017, de 27 de diciembre, establece los peajes de acceso a partir de 1 de enero de 2018.
- El Real Decreto-ley 15/2018, de 5 de octubre, de medidas urgentes para la transición energética y la protección de los consumidores.

Al mismo tiempo, el Grupo Audax tiene que respetar la legislación de los países donde desarrolla su actividad, que se han nombrado con anterioridad.

CAPÍTULO 2.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE AUDAX RENOVABLES, S.A. y SOCIEDADES DEPENDIENTES

2.1. INTRODUCCIÓN.

En este capítulo se lleva a cabo un análisis de los estados financieros de Audax Renovables, S.A. (la sociedad dominante) y sociedades dependientes (Grupo Audax Renovables) en el periodo comprendido entre los ejercicios 2014-2018, ambos incluidos.

Para la realización del estudio del Grupo, los datos se han obtenido de las Cuentas Anuales Consolidadas (Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Flujos de Efectivo), extraídas de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) que contiene información depositada en el Registro Mercantil. Además, se han verificado utilizando la Memoria del Grupo, obtenida de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Como se indica en la Memoria, dichas Cuentas Anuales Consolidadas han sido elaboradas de acuerdo con lo establecido en las Normas Internacionales de Contabilidad / Normas Internacionales de Información Financiera (NIC/NIIF).

Las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Audax Renovables han sido auditadas en los ejercicios 2014-2016 por DELOITTE, S.L. y en 2017 y 2018 por KPMG AUDITORES, S.L., las cuales presentan un informe de auditoría favorable en todos los ejercicios objeto de estudio. Según se recoge en la memoria del informe, *“las cuentas anuales consolidadas adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio consolidado y de la situación financiera consolidada del Grupo, así como de los resultados de sus operaciones, de los cambios en el estado de resultados global, de los cambios en el patrimonio neto y de los flujos de efectivo, todos ellos consolidados, de acuerdo con lo establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE), de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo, así como teniendo en consideración la totalidad de los principios y normas contables y de los criterios de valoración de aplicación obligatoria, así como el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital, la Ley del Mercado de Valores y demás disposiciones del marco normativo de información financiera que resulta de aplicación al Grupo en España”*.

Con anterioridad al análisis, se ha realizado un tratamiento y homogenización de los datos en Excel, los cuales aparecen contenidos en los Anexos, para la realización de los posteriores gráficos y tablas del estudio.

2.2. ANÁLISIS PATRIMONIAL.

Antes de adentrarse en un estudio más detallado, conviene realizar un análisis que permita conocer la evolución y composición del patrimonio de la empresa. Dicho análisis se realiza mediante el balance de situación.

Como recogen Archel, Lizagarra, Sánchez y Cano (2018), “*el balance de situación es un estado contable de naturaleza estática que presenta la relación de los elementos que componen la estructura financiera y económica de la empresa en un momento concreto*”.

Por tanto, se identifican dos partes:

- **La estructura económica (compuesta por el Activo):** es el reflejo de las inversiones efectuadas y de los derechos adquiridos con los recursos captados.
 - El Marco Conceptual de la Contabilidad del *International Accounting Standards Board* (IASB) define Activo como recurso controlado por la empresa, resultante de sucesos pasados, del que la empresa espera obtener en el futuro beneficios económicos.
- **La estructura financiera (compuesta por el Patrimonio Neto y el Pasivo):** es el reflejo de las diferentes formas a las que ha recurrido la empresa para captar recursos con los que financiar el activo.

De acuerdo con el Marco Conceptual de la Contabilidad del IASB:

- Pasivo es una deuda actual de la empresa, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos.
- Patrimonio Neto es la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Integra las aportaciones realizadas por los socios (propietarios) de la empresa que no tengan la consideración de pasivos, los resultados acumulados u otras variaciones que les afecten.

El análisis patrimonial tiene por finalidad estudiar la composición, evolución, tendencia y equilibrio entre las distintas masas patrimoniales del balance (Archel et al. 2018) y suele plasmarse a efectos prácticos a través de dos procedimientos: un análisis estático o vertical y un análisis dinámico u horizontal (Garrido e Íñiguez, 2017).

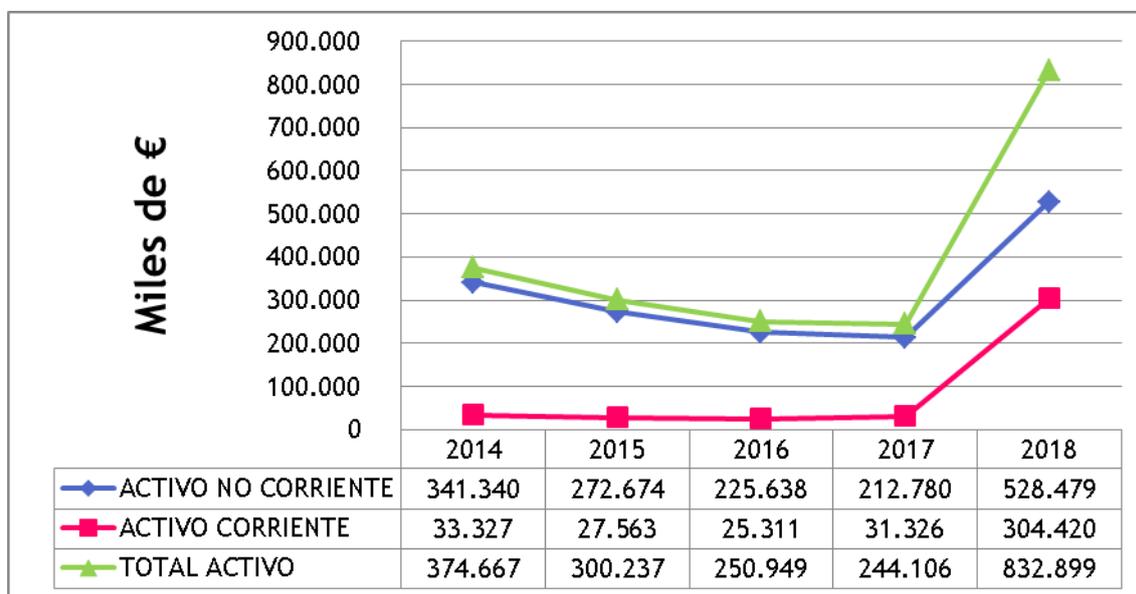
El **análisis vertical o estático** observa el peso relativo o la importancia de cada elemento patrimonial (ya sea, una partida, epígrafe o masa patrimonial) con respecto al importe total de la masa de nivel superior al que pertenece dentro de un determinado estado contable, en un momento de tiempo concreto.

El **análisis horizontal o dinámico** comprueba cómo evolucionan a lo largo del tiempo cada uno de los diversos elementos que forman el patrimonio de la empresa, tomando para ello un año base o de referencia. Obteniéndose la variación (porcentaje de incremento o disminución) de cada elemento patrimonial.

2.2.1. EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN DEL ACTIVO

El gráfico 2.1 refleja la evolución del **Activo Total** del Grupo Audax Renovables y sus masas patrimoniales durante todo el periodo comprendido entre el 31 de diciembre de 2014 y el 31 de diciembre de 2018.

Gráfico 2.1. Evolución del Activo del Grupo Audax Renovables



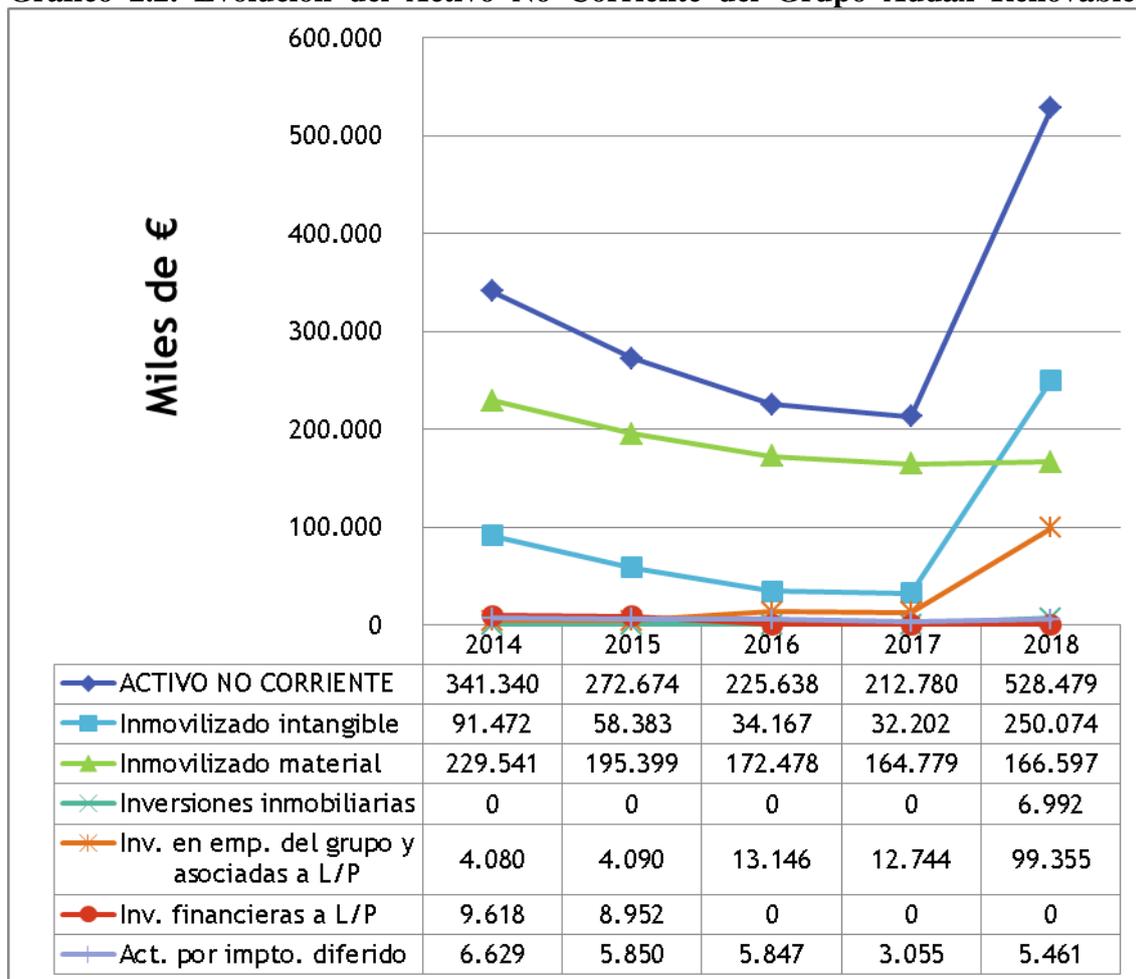
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Como se observa en el gráfico, la inversión muestra una tendencia decreciente en los ejercicios 2014 al 2017, incrementándose en 2018.

El **Activo** que mantenía el Grupo Audax en 2014 ascendía a 374,7 millones de €, pasando en 2017 a tener un valor de 244,1 millones de €, lo que supone un descenso de un 34,85%. En el ejercicio 2018 se produce un aumento, llegando a alcanzar un valor de 832,9 millones de €. Esto supone un incremento de un 122,30% en todo el período objeto de estudio.

Como puede apreciarse, la tendencia, tanto decreciente entre 2014-2017 como creciente en 2018, se origina tanto en el Activo No Corriente como en el Activo Corriente, ya que ambas masas patrimoniales experimentan una evolución a la baja y al alza, respectivamente. Sin embargo, al concretar más este estudio se puede afirmar que el Activo Corriente es quién realmente propicia este incremento de la inversión, ya que experimenta un mayor incremento (un 813,43%) que el Activo No Corriente (un 54,82% a lo largo del período estudiado). No obstante, el Activo No Corriente presenta un peso importante en el total de la estructura de inversión del Grupo Audax Renovables, en torno a un 84,49% de media.

El gráfico 2.2 refleja la evolución del **Activo No Corriente** del Grupo Audax Renovables y sus distintos epígrafes durante todo el periodo comprendido entre el 2014 y el 2018.

Gráfico 2.2. Evolución del Activo No Corriente del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El **Activo No Corriente** ascendía en el ejercicio 2014 a 341,34 millones de €, pasando a ser de 528,5 millones de € en 2018, lo que supone un aumento de un 54,82% en el período estudiado. Este evidente incremento sólo se advierte si consideramos todo el período, dado que desde el ejercicio 2014 hasta el 2017 desciende un 37,66%, alcanzando en el 2017 un valor de 212,8 millones de €.

Destaca el aumento del Activo No Corriente producido en el último ejercicio. En 2018, el Activo No Corriente se incrementa un 148,37% respecto al 2017 debido fundamentalmente al aumento de los epígrafes: “*Inmovilizado Intangible*” (676,58%) y “*Inversiones en Empresas del Grupo y Asociadas a Largo Plazo*” (679,62%).

El epígrafe de “*Inmovilizado Intangible*”, que presenta un peso significativo dentro del Activo, en 2014 ascendía a 91,5 millones de €, pasando en 2017 a alcanzar un valor de 32,2 millones de €, lo que supone una disminución de un 64,80%. En el ejercicio 2018, el Inmovilizado Intangible se sitúa en 250,1 millones de €, lo que supone un incremento de un 676,58% en el último ejercicio. En el período 2014 al 2018, el inmovilizado intangible aumenta un 173,39%. El aumento del Inmovilizado Intangible es debido fundamentalmente al incremento experimentado en la partida de Fondo de Comercio (pasa de un valor de 10,2 millones de € en 2014 a 138,6 millones de € en 2018, produciéndose en este último ejercicio el mayor aumento). El aumento en el ejercicio 2018 es debido, según se recoge en la Nota 5 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas, a la incorporación de activos como consecuencia de la aportación no

dineraria de ADS Energy 8.0 S.L.U. y Eryx Investments, S.L. Adicionalmente, se han incorporado activos intangibles procedentes de la fusión por absorción de Orus Energía, S.L. y A-DOS Energía S.L. y de la fusión entre Audax Energía, S.A. y Audax Renovables, S.A.

También destaca el aumento producido en las “*Inversiones en Empresas del Grupo y Asociadas a Largo Plazo*”, que pasa de 4,1 millones de € en 2014 a 99,3 millones de € en 2018, lo que supone un aumento de un 2.335,17%. Según se recoge en la Nota 22 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2018 es debido a los préstamos concedidos por parte de Audax Renovables y sus filiales a Excelsior Times, S.L.U.

Las “*Inversiones Inmobiliarias*” han pasado de ser inexistentes a alcanzar un valor contable de 7 millones de € en 2018.

Por su parte, el epígrafe “*Inmovilizado Material*” experimenta una progresiva disminución, pasando de un valor contable de 229,5 millones de € a 164,8 millones de €, durante los años 2014 y 2017, respectivamente, lo que representa un descenso de 28,21%. Posteriormente, en 2018 aumenta ligeramente alcanzando 166,6 millones de €. Esto equivale a que durante el periodo estudiado disminuye un 27,42%. Como ya se ha señalado anteriormente, Audax está presente en dos fases de la cadena de valor energética a través de dos negocios complementarios:

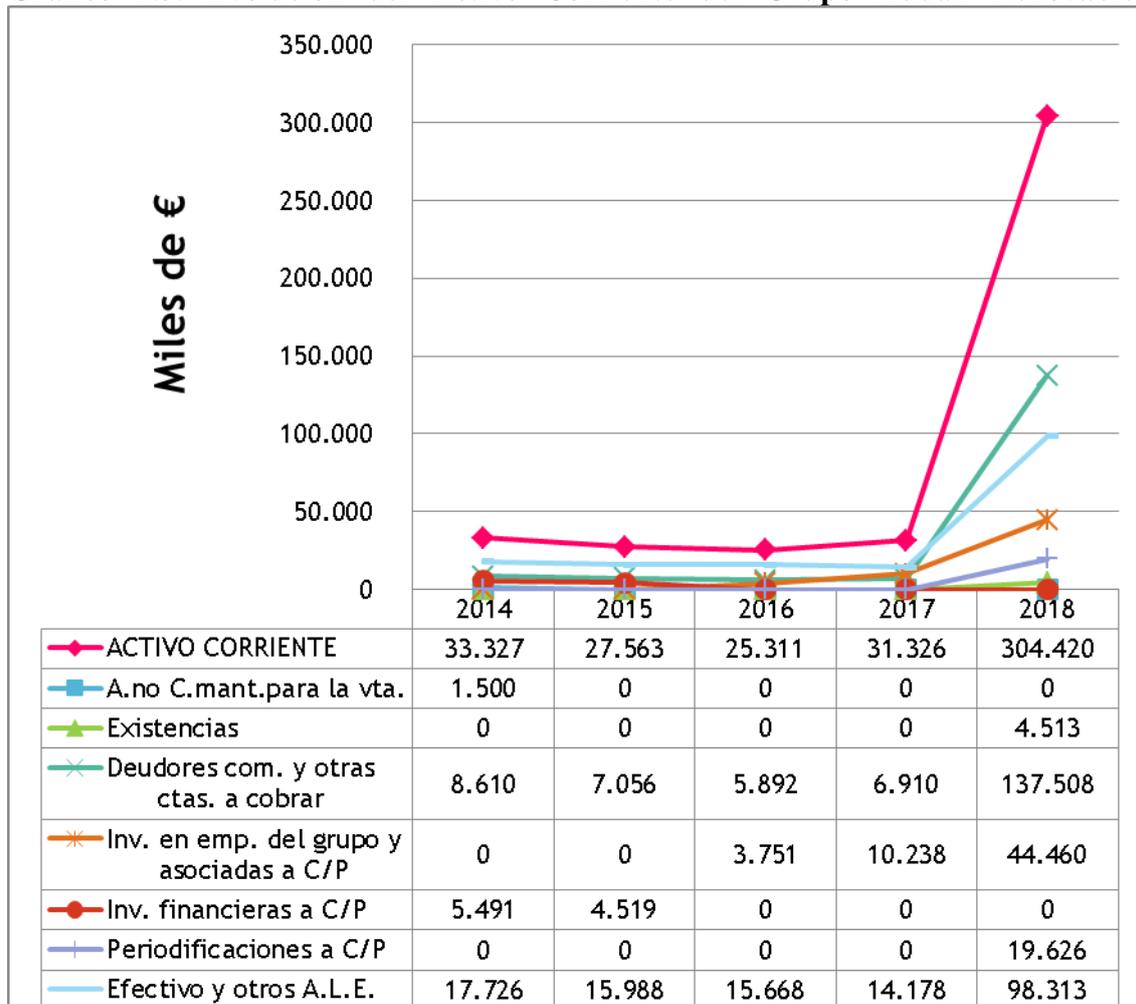
- i) Generación de energía eléctrica a través de fuentes 100% renovables,
- ii) Comercialización de energía eléctrica y gas.

El Grupo está dejando en segundo plano el negocio de generación, por lo que no está invirtiendo, centrándose en la comercialización de energía eléctrica y gas, que a diferencia del negocio de generación no requiere inversiones significativas.

Las “*Inversiones financieras a Largo Plazo*” caen pasando de 9,6 millones de € en 2014 a tener un valor nulo en 2018.

El epígrafe “*Activos por Impuesto Diferido*” experimenta un continuo descenso, recuperándose ligeramente en 2018 (aunque no llega al valor de 2014). En el año 2014 presenta un valor de 6,6 millones de € y en el año 2017 de 3,1 millones de €, por lo que se produce una reducción de un 53,91%. En el ejercicio 2018 se sitúa en 5,5 millones de €. Por ello, en el período 2014 al 2018 disminuye un 17,62%. Según se recoge en la Nota 18 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2018, los principales Activos por Impuesto Diferido corresponden al efecto fiscal del registro de los derivados de pasivo, así como a diferencias temporarias por gastos reconocidos contablemente, pendientes de ser deducibles fiscalmente.

El gráfico 2.3 refleja la evolución del **Activo Corriente** del Grupo Audax Renovables y sus distintos epígrafes durante todo el periodo comprendido entre el 2014 y el 2018.

Gráfico 2.3. Evolución del Activo Corriente del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Por otro lado, el **Activo Corriente** del Grupo ha sufrido un incremento en mayor proporción que el Activo No Corriente, ya que pasa de un valor de 33,3 millones de € en 2014 a tener un valor de 304,4 millones de € en 2018, lo que representa un incremento de un 813,43%. Este aumento se explica por el incremento de dos epígrafes, como se puede apreciar en el gráfico 2.3.

El epígrafe que ha sufrido un mayor crecimiento durante el período estudiado dentro del Activo Corriente ha sido los “*Deudores Comerciales y otras Cuentas a Cobrar*”, el cambio ascendente que ha sufrido es del 1.497,07%, pasando de un valor de 8,6 millones de € en 2014, a 5,9 millones de € en 2016, para en 2018 alcanzar los 137,5 millones de €. El aumento en el ejercicio 2018 es debido a los Clientes por ventas y prestación de servicios a largo plazo, dado el incremento en el período de cobro consecuencia de una política de captación de clientes más agresiva.

El “*Efectivo y otros Activos Líquidos Equivalentes*” también es causante del crecimiento del Activo Corriente, ha experimentado un aumento del 454,63%, presentando un valor de 17,7 millones de € en 2014 que aumenta hasta los 98,3 millones de € en 2018.

El epígrafe de “*Existencias*” también experimenta un apreciable incremento, puesto que de ser 0 € durante los años 2014 al 2017, pasa a alcanzar un valor de 4,5 millones de € en 2018.

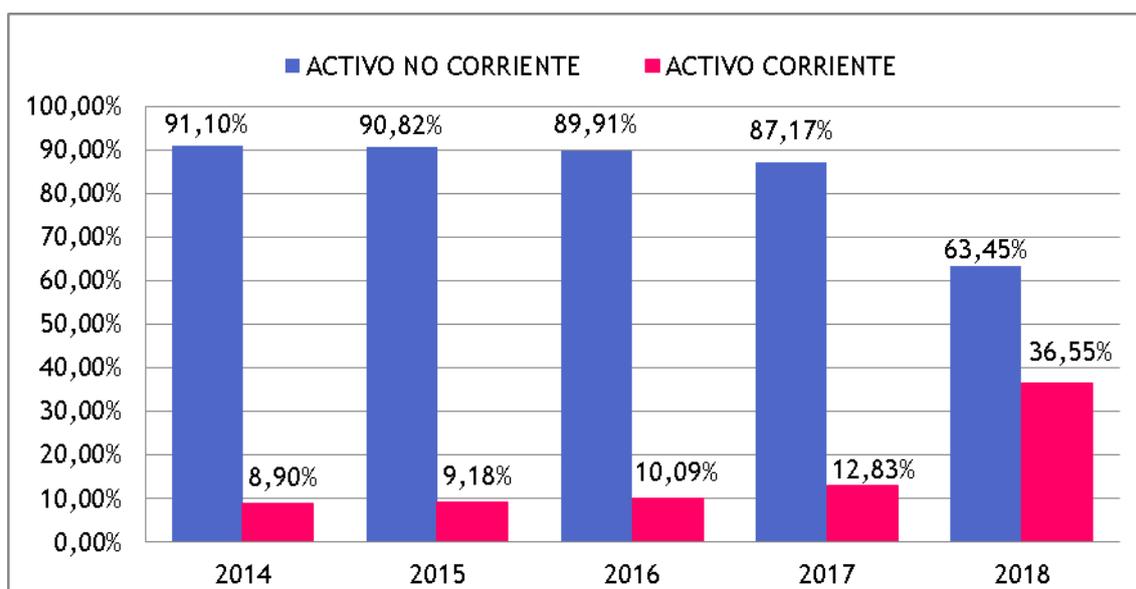
Las “*Inversiones en Empresas del Grupo y Asociadas a Corto Plazo*” presentan una tendencia creciente pasando de 0 € en los años 2014 y 2015 a lograr 44,5 millones de € en 2018.

Las “*Periodificaciones a Corto Plazo*” también presenta una importancia significativa, debido a que muestra unos valores de 0 € desde 2014 hasta 2017, y se incrementa en torno a 19,6 millones de € en el año 2018.

Por otra parte, el epígrafe de “*Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta*” sufre un detrimento pasando de 1,5 millones de € en 2014 a 0 € en los posteriores ejercicios analizados. Las “*Inversiones Financieras a Corto Plazo*” también sufren una considerable disminución al caer de un valor de 5,5 millones de €, en el año 2014, a 0 € durante los tres últimos años del estudio.

A continuación, el gráfico 2.4 muestra la composición del **Activo Total** diferenciando entre las dos masas patrimoniales que lo componen: Activo Corriente y Activo No Corriente.

Gráfico 2.4. Composición del Activo del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Como se observa en el gráfico anterior, en todo el periodo objeto de estudio el **Activo No Corriente** supera al **Activo Corriente**, siendo la diferencia entre ambas masas patrimoniales cada vez menor. El **Activo No Corriente** ha pasado de suponer el 91,10% en 2014 al 63,45% del Total de la Estructura Económica en 2018. Como consecuencia de ello, el **Activo Corriente** ha aumentado su participación en el Total del Activo, pasando del 8,90% en 2014 al 36,55% en 2018.

El detrimento del peso relativo del **Activo No Corriente** en el Activo Total es debido fundamentalmente a la disminución de la importancia de los siguientes epígrafes: del “*Inmovilizado Material*”, que ha pasado de significar el 61,27% del Total del Activo en 2014 al 20,00% en 2018. Así como, de las “*Inversiones financieras a largo plazo*”, pasan de un 2,57% del Activo Total en 2014 a un 0,00% en 2018; y, en menor medida, al descenso de los “*Activos por impuesto diferido*”, de un 1,77% a un 0,66% en el periodo analizado.

La partida “*Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material*” ubicada dentro del “*Inmovilizado Material*” es la que mayor importancia relativa tiene en el Total de la Estructura Económica.

Mientras, los epígrafes del Activo No Corriente que experimentan un incremento del peso relativo en el Total Activo son: el “*Inmovilizado Intangible*” pasando del 24,41% en 2014 al 30,02% en 2018, las “*Inversiones inmobiliarias*” del 0,00% en 2014 al 0,84% en 2018 y las “*Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo*” que pasan de un 1,09% a un 11,93%, en 2014 y 2018, respectivamente.

El aumento de la importancia del **Activo Corriente** en el Total de la Estructura Económica se debe al incremento de los “*Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*” que pasan de representar el 2,30% del Activo Total en 2014 a un 16,51% en 2018; además, también aumentaron los epígrafes “*Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo*” de suponer un 0,00% a un 5,34% y el “*Efectivo y otros activos líquidos equivalentes*” de un 4,73% a un 11,80%.

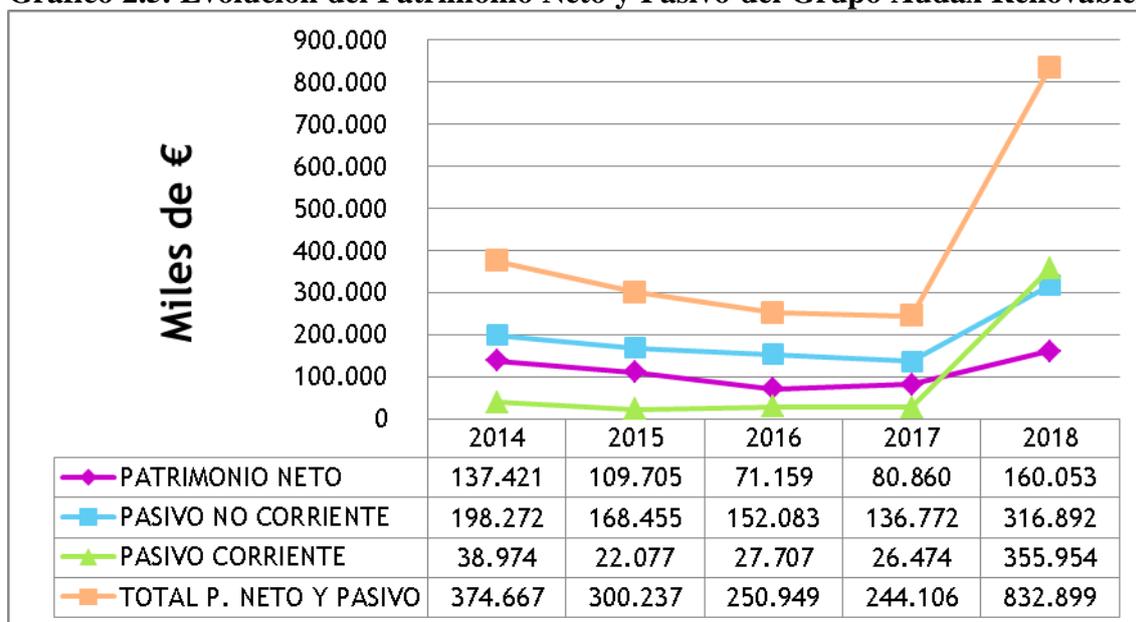
El incremento del Activo Corriente también corresponde, aunque apenas tienen peso en el Total de la Estructura Económica, a los epígrafes de “*Existencias*”, que pasan de representar el 0,00% en 2014 a 0,54% en 2018, y “*Periodificaciones a corto plazo*” pasando de un 0,00% a un 2,36%.

Por otra parte, los epígrafes de “*Activos no corrientes mantenidos para la venta*” e “*Inversiones financieras a corto plazo*” han disminuido su peso relativo alcanzando en 2018 a representar ambas 0,00% del Total del Activo.

2.2.2. EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO NETO Y PASIVO

El gráfico 2.5 presenta la evolución del **Patrimonio Neto y Pasivo** o Estructura Financiera del Grupo Audax Renovables, durante el período 2014 a 2018.

Gráfico 2.5. Evolución del Patrimonio Neto y Pasivo del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Se puede observar que la evolución de la Estructura Financiera del Grupo Audax Renovables es decreciente hasta el ejercicio 2017, para posteriormente incrementar en el último ejercicio. En 2014 ascendía a 374,7 millones de €, pasando en 2017 a tener un valor de 244,1 millones de €, lo que supone un descenso de un 34,85%. En el ejercicio 2018 se produce un aumento, llegando a alcanzar un valor de 832,9 millones de €. Por lo tanto, significa que se ha producido en el período 2014-2018, un aumento de un 122,30% en el Total del Patrimonio Neto y Pasivo del Grupo.

Como puede apreciarse, la tendencia, tanto decreciente entre 2014-2017 como creciente en 2018, se origina tanto en el Patrimonio Neto como en el Pasivo No Corriente y en el Pasivo Corriente, ya que las tres masas patrimoniales experimentan una evolución a la baja y posteriormente al alza. El descenso producido en el período 2014-2017 es debido fundamentalmente a la disminución del Patrimonio Neto, un 41,16%, el Pasivo No Corriente y Corriente se reducen un 31,02% y un 32,07%, respectivamente. El aumento producido en 2018 en relación con el 2017 es causado principalmente por el Pasivo Corriente un 1.244,54% frente al 97,94% y 131,69% del Patrimonio Neto y Pasivo No Corriente, respectivamente.

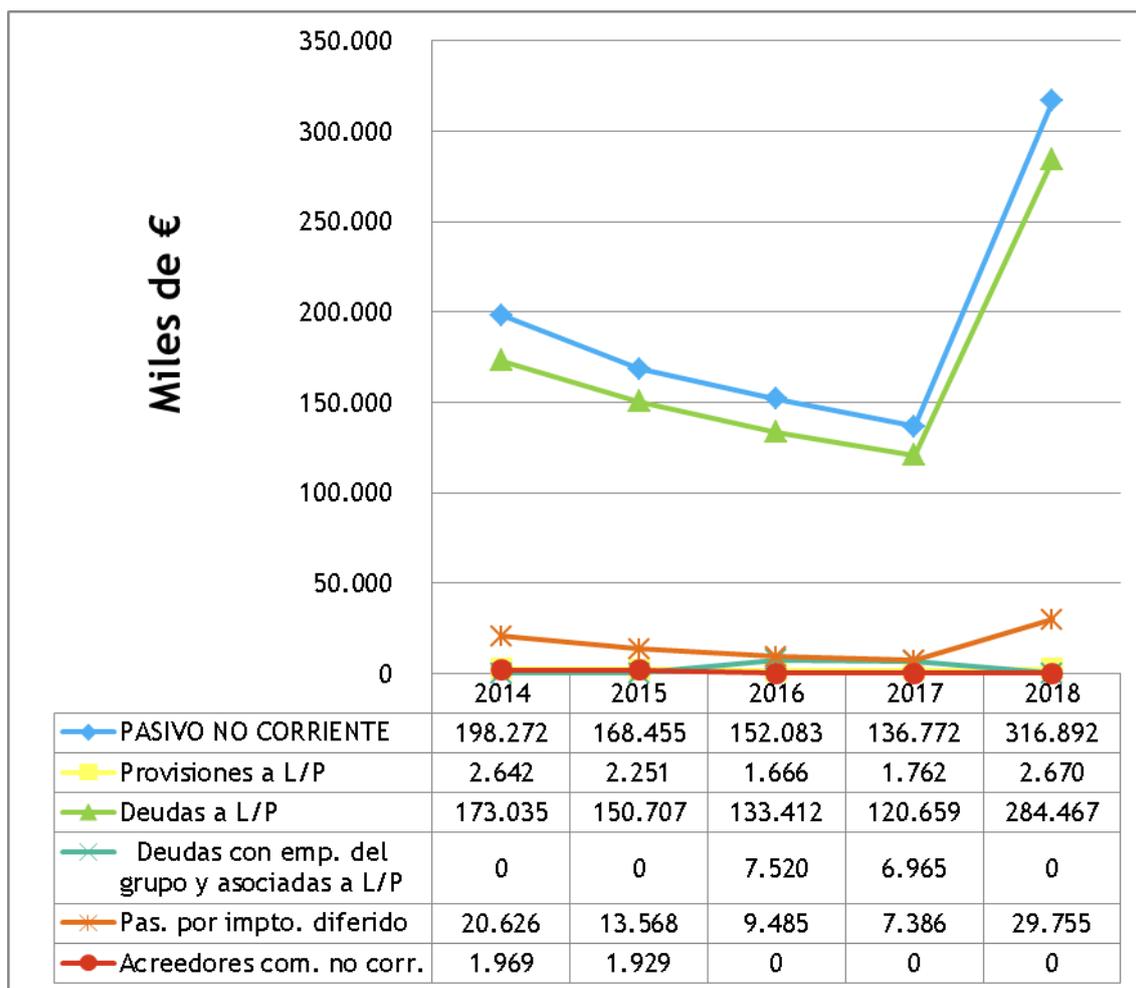
En primer lugar, se va a analizar el **Patrimonio Neto**, que ha pasado de suponer un 137,4 millones de € en 2014 a 71,2 millones de € en 2016, para situarse en 160,1 millones de € en 2018, lo que se traduce en un incremento del 16,47% en el período 2014-2018.

En el período 2014 al 2016, los “*Fondos Propios*” han pasado de suponer 173,8 millones de € a 87,4 millones de €, lo que supone una disminución de un 49,74% debido, por una parte, a la disminución de las Reservas que pasan de situarse en -250,7 millones de € en 2014 a -258,5 millones de € en 2016, y por otra, según se recoge en la Nota 13 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2015, a la reducción de capital social que se produce en dicho ejercicio mediante reducción del valor nominal de las acciones en 0,3 € la acción. Además, como resultado de esta reducción se generó una reserva indisponible de 42 millones de €.

En el ejercicio 2018, los “*Fondos Propios*” aumentan debido al incremento del Capital, que pasa de 98 millones de € en 2017 a 308,2 en 2018, y al aumento de la Prima de Emisión, que pasa de 278,9 millones de € a 420,3 millones de €. Este aumento de capital es debido a la fusión entre Audax Renovables, S.A. (sociedad absorbente) y Audax Energía, S.A. (sociedad absorbida). Según se recoge en la Nota 12 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2018, la operación de fusión ha supuesto la integración de la sociedad absorbida en la absorbente, mediante la transmisión en bloque del patrimonio de la primera en beneficio de la segunda, la disolución sin liquidación de la sociedad absorbida, el aumento de capital de la sociedad absorbente en la cuantía de 210.201 miles de € con una prima de emisión de 141.368 miles de €.

A lo largo del período analizado, los “*Ajustes por Cambios de Valor*” aumentan, pasando de -38 millones de € a 6,6 millones, lo que representa un incremento de un 117,41%. Y, por último, las “*Subvenciones, donaciones y legados recibidos*” tienen un valor de 1,61 millones de € en 2014, 6,99 millones en 2015, posteriormente un valor nulo hasta el último año objeto de estudio que alcanza el valor de 5,87 millones de €.

El gráfico 2.6 refleja la evolución del **Pasivo No Corriente** del Grupo Audax Renovables y sus distintos epígrafes durante todo el periodo comprendido entre el 2014 y el 2018.

Gráfico 2.6. Evolución del Pasivo No Corriente del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Dentro del **Pasivo No Corriente**, destaca la caída y posterior subida del epígrafe “*Pasivos por impuesto diferido*”, que ha pasado de suponer 20,6 millones de € en 2014 a 7,4 millones de € en 2017, alcanzando 29,8 millones de € en 2018. Es decir, sufre una disminución de un 64,19% y, a continuación, aumenta un 302,86% entre 2017 y 2018. Si bien, teniendo en cuenta todo el periodo objeto de estudio, se traduce en un incremento del 44,26%. Según se recoge en la Memoria del Grupo, los pasivos por impuestos diferidos incluyen, principalmente, el efecto fiscal de la asignación del precio de compra a determinados inmovilizados intangible en operaciones de combinaciones de negocio. En 2018 la integración de Audax Energía, S.A. con UniElectrica, S.A. ha supuesto un alta en el ejercicio de 10 millones de €.

El epígrafe “*Provisiones a largo plazo*” experimenta una reducción menor, alcanzando un valor de 2,6 millones de € en 2014 y de 1,7 millones de € en 2016, disminuyendo en un 36,94%. Durante el año 2018 consigue un valor de 2,7 millones de €, incrementándose un 60,26% entre 2016 y 2018. Pero a su vez, resulta un aumento ínfimo del 1,06% al considerar los años 2014 y 2018.

Seguidamente, las “*Deudas a largo plazo*” pasan de 173 millones de € en 2014 a 120,7 millones de € en 2017, para situarse en 284,5 millones de € en 2018. Entonces, cae en un 30,27% y, posteriormente, aumenta un 135,76% entre 2017 y 2018, debido fundamentalmente a la emisión de Obligaciones y otros valores negociables (que hasta

2017 presenta un valor cero y en 2018 alcanza los 96,9 millones de €) y a las Deudas con entidades de crédito. En el período 2014-2018 el incremento de las Deudas a largo plazo es del 64,40%. Cabe destacar que este epígrafe constituye el de mayor peso dentro de la estructura de financiación ajena del grupo empresarial.

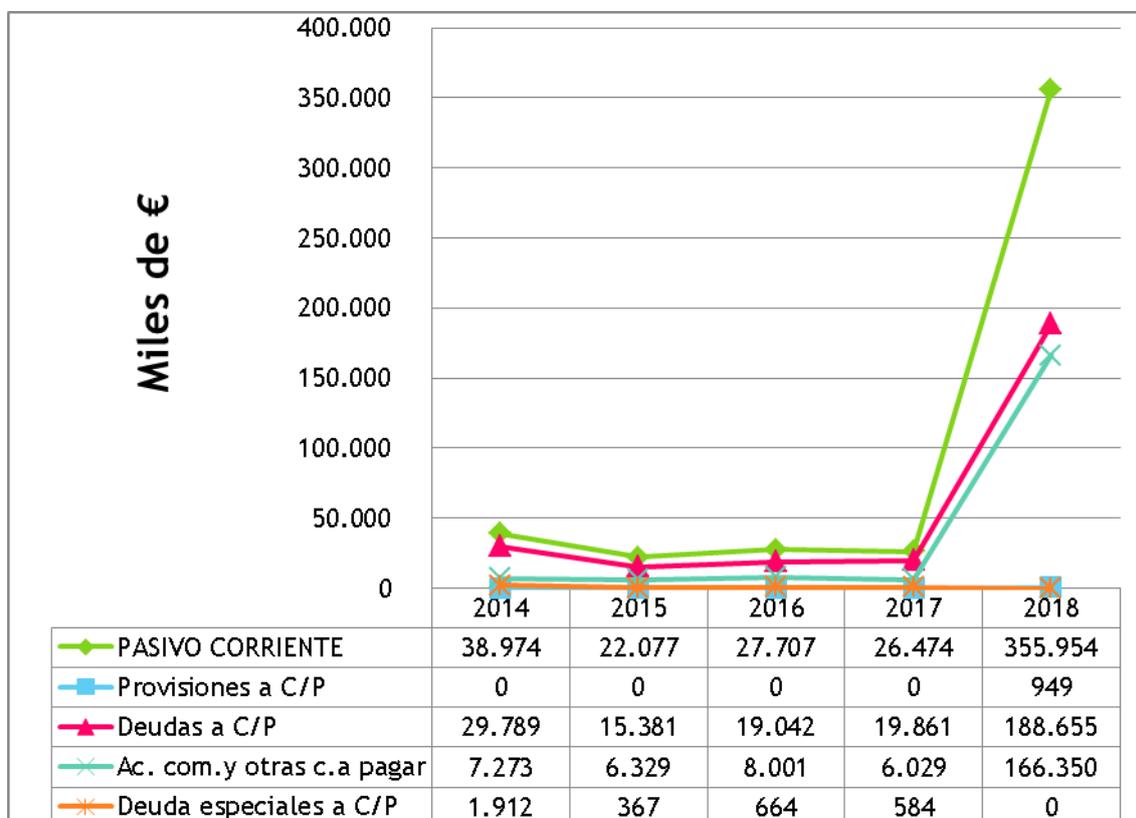
Según se recoge en la Memoria del Grupo, las sociedades incluidas en el perímetro de consolidación tienen contratados con entidades de crédito, préstamos en la modalidad *Project Finance* por los cuales pignoran las participaciones de las sociedades prestatarias (los parques eólicos), que operan como sociedades independientes. Estos préstamos incluyen condiciones que limitan la distribución de dividendos, presenta vencimientos hasta 2026.

En cuanto a los epígrafes “*Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo*” y “*Acreedores comerciales no corrientes*” tienen menor importancia dentro del Pasivo No Corriente.

Dado que, por un lado, las “*Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo*” aunque pasen de ser inexistentes durante los dos primeros años y, más adelante, aumenten en 7,5 millones de € en el año 2016, vuelven a reducirse en 2018 siendo de nuevo su valor nulo. Y, por otro lado, los “*Acreedores comerciales no corrientes*” también se minoran pasando de 2 millones de €, en el año 2014, a 0 € durante los tres últimos años del estudio.

El gráfico 2.7 presenta la evolución del **Pasivo Corriente** del Grupo Audax Renovables y sus distintos epígrafes durante todo el periodo comprendido entre el 2014 y el 2018.

Gráfico 2.7. Evolución del Pasivo Corriente del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

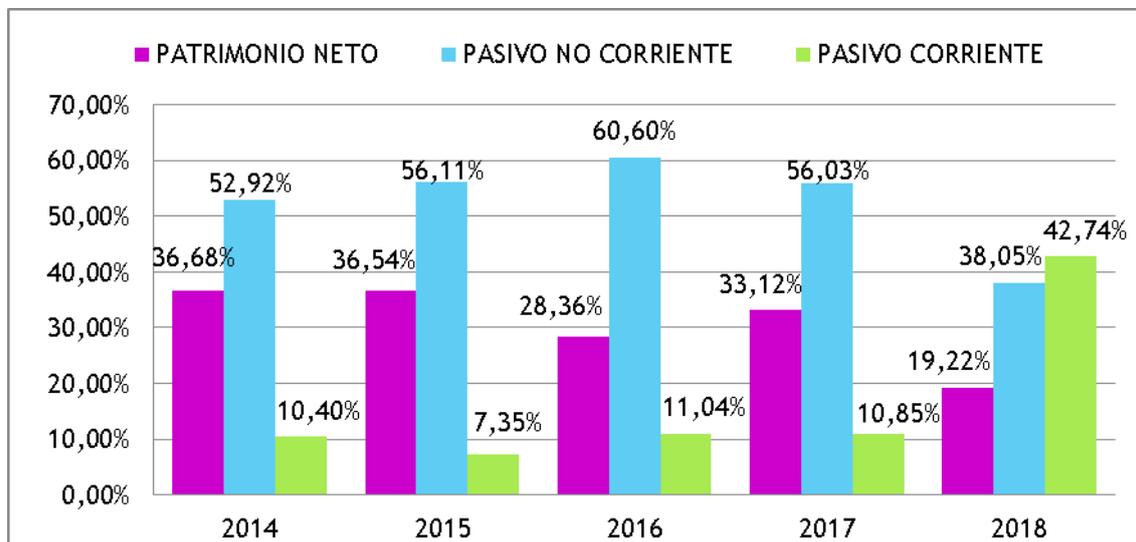
Según se aprecia en el gráfico 2.7, el aumento del **Pasivo Corriente** se basa fundamentalmente en el incremento de los “*Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar*”. El cual, a pesar de disminuir un 17,10% entre 2014 y 2017, ha tenido un crecimiento del 2.187,23% durante todo el periodo; pasando de 7,3 millones de € en 2014 a 6 millones de € en 2017, alcanzando 166,4 millones de € en 2018.

El epígrafe de mayor importancia dentro de esta masa patrimonial es “*Deudas a corto plazo*”. También experimenta una bajada y subida en su valor, alcanzando un valor de 29,8 millones de € en 2014 y de 15,4 millones en 2015, consiguiendo finalmente 188,7 millones de € en 2018. En 2015 cae un 48,37% con respecto a 2014, mientras que entre 2014 y 2018 sube un 533,30%. El mayor aumento se produce en el ejercicio 2018 debido fundamentalmente a la emisión de Obligaciones y otros valores negociables (que hasta 2017 presenta un valor cero y en 2018 alcanza los 68 millones de €) y a las Deudas con entidades de crédito.

Por último, la “*Deuda con características especiales a corto plazo*” sufre un progresivo descenso al pasar de 1,9 millones de € en 2014 a ser nulo en 2018. Y el epígrafe “*Provisiones a corto plazo*”, después de cuatro años siendo cero, aumenta en 1 millón de € aproximadamente.

A continuación, el gráfico 2.8 muestra la composición del **Patrimonio Neto y Pasivo Total** en términos porcentuales de las tres masas patrimoniales que forman la estructura financiera del Grupo Audax Renovables.

Gráfico 2.8. Composición del Patrimonio Neto y Pasivo del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Como se aprecia en el gráfico anterior, el **Pasivo No Corriente** supera al **Pasivo Corriente** en casi todo el periodo objeto de estudio, siendo la única excepción el último ejercicio económico. Además, hay que añadir que, el **Patrimonio Neto** es la segunda masa patrimonial con mayor participación, salvo en 2018.

El **Pasivo No Corriente** ha pasado de suponer el 52,92% en 2014 y el 60,60% en 2016, al 38,05% del Total de la Estructura Financiera en 2018. Mientras que, en el **Patrimonio Neto** el peso relativo ha oscilado, pues pasa de representar el 36,68% en 2014, a alcanzar un 28,36% en 2016, a suponer un 33,12% en 2017 y, finalmente, a

19,22% en 2018. Como consecuencia de ello, el **Pasivo Corriente** ha fluctuado su participación en el Total de la Estructura Financiera, pero aun así ha pasado del 10,40% en 2014 hasta alcanzar un 42,74% en 2018.

Si se obvian las oscilaciones y se observan los años 2014 y 2018, la minoración del **Patrimonio Neto** se explica por la reducción que experimenta el epígrafe “*Fondos propios*” pasando del 46,40% al 17,72%. A la vez que, los “*Ajustes por cambios de valor*” pasan de ser negativos con un valor de -10,15% en 2014 a ser positivo con un 0,79% en 2018 y las “*Subvenciones, donaciones y legados recibidos*” de un 0,43% a un 0,70%. La partida “*Prima de emisión*” ubicada dentro del epígrafe “*Fondos propios*” es la que mayor importancia relativa tiene en el Total de la Estructura Financiera.

El detrimento del peso relativo del **Pasivo No Corriente** en el Total de la Estructura de Financiación se debe fundamentalmente a la disminución de la importancia de los siguientes epígrafes: de las “*Deudas a largo plazo*”, que han pasado de significar el 46,18% del Total Patrimonio Neto y Pasivo en 2014 al 34,15% en 2018. Así como, de los “*Pasivos por impuesto diferido*”, pasan de un 5,51% del Total Pasivo y Patrimonio Neto en 2014 a un 3,57% en 2018; y, en menor medida, al descenso de los “*Acreeedores comerciales no corrientes*”, de un 0,53% a un 0,00%, y de las “*Provisiones a largo plazo*”, de un 0,71% a un 0,32% en el periodo analizado.

El epígrafe “*Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo*”, si se analizan los años 2014 y 2018, permanece constante siendo su valor nulo, aun cuando experimenta un incremento durante el periodo de estudio.

El aumento de la importancia del **Pasivo Corriente** en el Total de la Estructura Financiera se debe al incremento de las “*Deudas a corto plazo*” que pasan de representar el 7,95% del Total Pasivo y Patrimonio Neto en 2014 a un 22,65% en 2018. Como, ya se ha señalado anteriormente, el aumento de las deudas a corto plazo es debido al incremento de las obligaciones y otros valores negociables y de las deudas con entidades de crédito. Además, también aumentaron los epígrafes “*Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar*” de suponer un 1,94% a un 19,97% y las “*Provisiones a corto plazo*” de un 0,00% a un 0,11%, aunque apenas tiene peso en el Total de la Estructura de Financiación.

Por otra parte, el epígrafe de “*Deuda con características especiales a corto plazo*” ha disminuido hasta alcanzar a representar en 2018 un 0,00% del Total del Pasivo y Patrimonio Neto.

2.3. ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.

El Estado de Flujos de Efectivo (EFE) es uno de los documentos que se integra dentro de las Cuentas Anuales, siendo un estado contable que complementa al Balance de Situación y a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, proporcionando información sobre las variaciones de tesorería y las causas que las motivan durante el ejercicio. En el trabajo se ha empleado el EFE consolidado y como explica Llorente Olier (2017), *“comprende, con la debida separación, los cobros y pagos de la sociedad dominante, de las sociedades dependientes y de las sociedades multigrupo a las que se aplique el método de integración proporcional, sin perjuicio de los ajustes y eliminaciones que procedan”*.

El EFE es un excelente método, para asegurar si se ha llevado a cabo una correcta utilización del efectivo, por la dificultad que presenta la manipulación del efectivo generado o gastado por las distintas actividades que realiza la empresa. En cambio, otros estados contables son fácilmente manipulables dependiendo de la imagen que la empresa quiera transmitir a los agentes externos. Por ello, es esencial realizar este análisis en nuestro grupo empresarial.

Tal como señalan Garrido e Iñiguez (2017): *“En lugar de utilizarse el principio de devengo en su elaboración se utiliza el principio de caja. De esta forma, sólo se recogerán las operaciones cobradas y pagadas en el ejercicio, y no las de un ejercicio anterior ni las que se han quedado pendientes de pago o cobro en el actual”*.

Además, de acuerdo con la **NIC 7**, Estado de Flujo de Efectivo, el objetivo del EFE es *“suministrar a los usuarios de los estados financieros las bases para evaluar la capacidad que tiene la empresa para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como sus necesidades de liquidez”*.

Los organismos internacionales que se han ocupado de la elaboración del EFE han adoptado una definición amplia de Efectivo y Activos Líquidos Equivalentes. La NIC 7, apartado 6, define **Efectivo** como la tesorería depositada en la caja de la empresa y los depósitos bancarios a la vista. Pero, además, **Otros Activos Líquidos Equivalentes** son aquellas inversiones a corto plazo (vencimiento no superior a 3 meses) que sean fácilmente convertibles en efectivo y carezcan de riesgo significativo de cambios en su valor.

También, señalan que están obligados a formular el EFE los grupos de empresas que cotizan en cualquier mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea.

La NIC 7, párrafo 10, determina que: *“El estado de flujos de efectivo debe informar acerca de los flujos de efectivo habidos durante el ejercicio, clasificándolos en actividades de explotación, de inversión o de financiación”*.

De este modo, se pueden distinguir tres tipos de agrupaciones principales:

- Los **Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE)**: Son aquellos flujos generados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos ordinarios de la entidad, incluyéndose además otras actividades que no puedan ser consideradas como de inversión o financiación.

- Los **Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión (FEAD)**: Muestran las entradas y salidas de tesorería correspondientes a las actividades de adquisición, enajenación o abandono de activos no corrientes y otras inversiones no incluidas en el efectivo y líquidos equivalentes (como, por ejemplo, inmovilizados intangibles o materiales e inversiones inmobiliarias o financieras).
- Los **Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación (FEAF)**: Comprenden los cobros y pagos derivados de las actividades que producen cambios en la estructura financiera de la entidad, es decir, en los instrumentos de patrimonio y en los pasivos financieros. Siendo tanto los recursos concedidos por accionistas o entidades financieras, como el pago de dividendos y la devolución de las deudas contraídas con los mismos.

Dicha clasificación determina la capacidad que tiene una organización para generar liquidez con la que hacer frente a sus pagos, siendo cruciales las operaciones de explotación como fuente de liquidez de la empresa. Si los cobros de explotación fuesen superiores a los pagos de explotación, el excedente se empleará en atender los pagos necesarios derivados de las actividades de inversión. En el caso de que el *cash flow* neto de la explotación sea mayor o no que los pagos de la inversión, la empresa tendrá que acudir a fondos externos para financiarse (pudiendo ser en forma de emisión de acciones, obligaciones o adquisición de préstamos de entidades financieras u otras empresas).

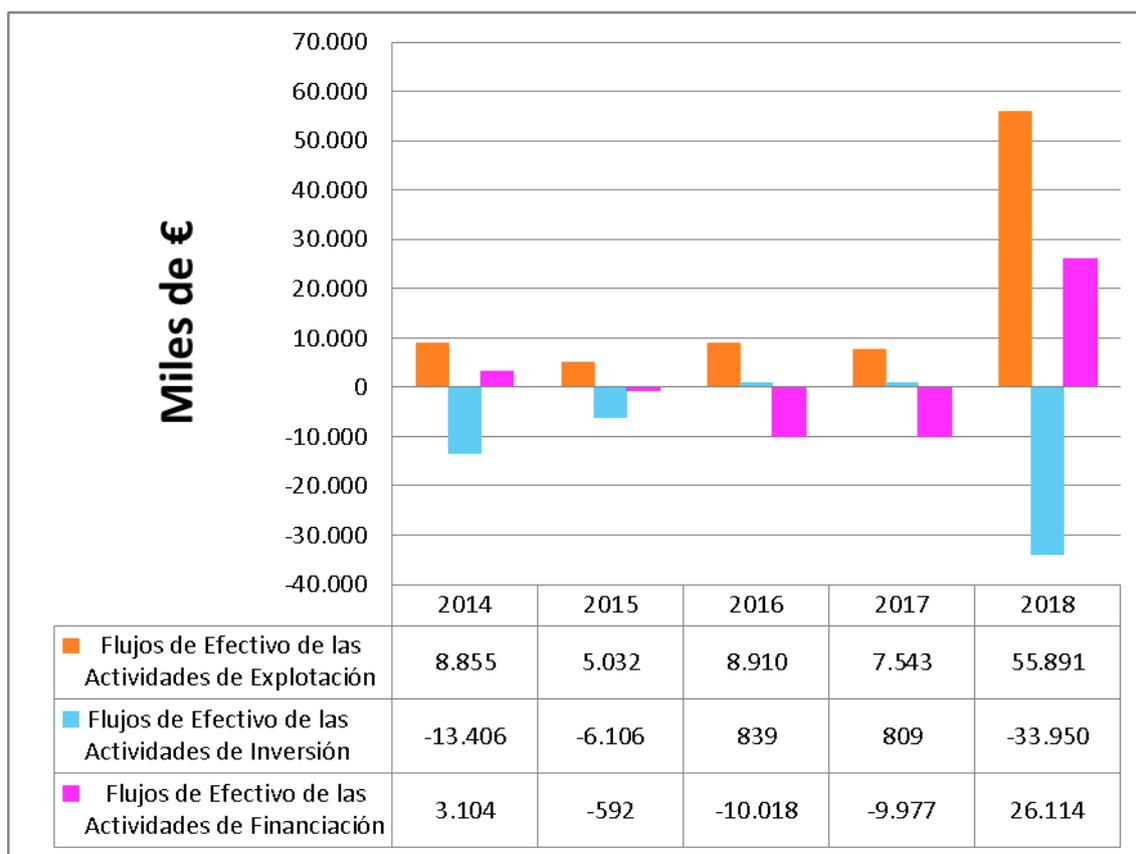
Por todo lo anterior, la salud económico-financiera de una empresa dependerá de que la misma genere suficientes fondos en las actividades de explotación para atender las necesidades de inversión, de reembolso de préstamos y de pago de dividendos, sin tener que recurrir a fuentes externas de financiación.

A continuación, tanto la tabla 2.1 como el gráfico 2.9 recogen el Estado de Flujos de Efectivo simplificado del Grupo Audax Renovables (se encuentra completo en el Anexo) durante el período que abarca del ejercicio 2014 al ejercicio 2018.

Tabla 2.1. Estado de Flujos de Efectivo del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	8.855	5.032	8.910	7.543	55.891
Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión	-13.406	-6.106	839	809	-33.950
Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación	3.104	-592	-10.018	-9.977	26.114
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	-72	-51	135	0
Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes	-1.447	-1.738	-320	-1.490	48.055
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	19.173	17.726	15.988	15.668	50.258
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	17.726	15.988	15.668	14.178	98.313

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.9. Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación, de Inversión y de Financiación del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El **Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación** es positivo durante todos los ejercicios analizados, esto indica que la actividad ordinaria del Grupo Audax Renovables generó la suficiente tesorería para poder hacer frente a las necesidades surgidas durante el desarrollo del ciclo productivo. Estas cifras son una buena señal para el grupo empresarial debido a que los cobros que ha tenido han sido superiores a los pagos que ha realizado. El FEAE, aunque ha sufrido oscilaciones en los años estudiados, se mantiene más o menos estable en el período 2014-2017, pasando de 8,9 millones de € a 7,5 millones de €. En 2018, el FEAE aumenta considerablemente, alcanzando en dicho ejercicio los 55,9 millones de €, demostrando que el incremento experimentado no ha sido progresivo.

En cuanto al **Flujo de Efectivo generado por las Actividades de Inversión** presenta una tendencia creciente al pasar de -13,4 millones de € en 2014 a casi 1 millón de € en 2017, sufriendo en 2018 una importante minoración al situarse en -33,9 millones de €.

Al ser positivo el FEAI en los años 2016 y 2017, esto implica que los cobros por desinversión fueron superiores a los pagos por inversión; en estos dos ejercicios el Grupo Audax recibió cobros por la venta de otros activos financieros.

Sin embargo, en los años 2014, 2015 y 2018, el FEAI presentó valores negativos, es decir, los pagos por inversiones en activos no corrientes fueron superiores a los cobros por desinversiones generados con la venta de dichos activos. Esto, en principio, no es perjudicial para el Grupo, puesto que quiere decir que cuenta con una gran actividad inversora, porque está llevando a cabo nuevas inversiones en activos que darán la posibilidad de obtener nuevos flujos de efectivo positivos en el futuro.

No obstante, se debe matizar que los flujos de inversión son mayores, en números absolutos, a los de explotación en 2014 y 2015, lo que significa que la empresa no puede cubrir sus necesidades de inversión con los recursos generados con su actividad principal y deberá recurrir a otras fuentes de financiación.

El **Flujo de Efectivo procedente de las Actividades de Financiación** del grupo presenta valores positivos en los ejercicios 2014 y 2018, siendo negativos en el resto de años analizados.

Es importante recordar que el FEAF está condicionado por dos aspectos fundamentales: en primer lugar, por el signo del Flujo Libre de Caja (posteriormente se analiza); y en segundo lugar, por las decisiones de financiación tomadas en ejercicios anteriores.

En 2014 y 2018, el Grupo ha tenido que recurrir a financiación ajena, esto es, los cobros superaron a los pagos como consecuencia de la devolución y amortización de préstamos (en ambos años) y la emisión de acciones (en 2014) y obligaciones (en 2018).

En 2015 y 2017, el FEAF es negativo debido a que los pagos superaron a los cobros dado que destinaron recursos tanto a la cancelación de deudas como al pago de dividendos. Mientras, en 2016, es negativo, fundamentalmente, por la amortización de instrumentos de patrimonio.

Como se ha señalado anteriormente, a continuación, se sigue con el análisis elaborando una partida denominada **“Flujo Libre de Caja (FLC)”** o *“Free Cash Flow (FCF)”*, que nos indica el flujo neto resultante de la suma de los Flujos de las Actividades de Explotación (FEAE) y los Flujos de las Actividades de la Inversión (FEAI). Su fórmula es la siguiente:

$$\text{FLC} = \text{FEAE} + \text{FEAI}$$

En palabras de Llorente Olier (2017), *“esta variable muestra cuáles serán las necesidades financieras de la empresa en el caso de que los Flujos por Actividades de Explotación no sean suficientes para atender los requerimientos de inversión. Altos flujos libres de caja evitarán altos requerimientos de deuda y permitirán su devolución”*.

De modo que, un FLC negativo supondrá que la explotación y la inversión son actividades deficitarias que requieren ser financiadas, esto obligará a la empresa a tomar fondos externos para financiarse (vía accionistas o vía endeudamiento financiero). En el caso de ser un FLC positivo supondrá que los flujos de la explotación son suficientes para financiar las necesidades de inversión de la empresa; ello podrá ser utilizado para devolver deuda financiera y/o para remunerar a los accionistas.

Tabla 2.2. Flujo Libre de Caja del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	8.855	5.032	8.910	7.543	55.891
Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión	-13.406	-6.106	839	809	-33.950
Flujo Libre de Caja (FLC) o Free Cash Flow (FCF)	-4.551	-1.074	9.749	8.352	21.941

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El **Flujo Libre de Caja** del Grupo Audax Renovables presenta una tendencia creciente a lo largo del periodo considerado, pasando de -4,6 millones de € en 2014 a aproximadamente 22 millones de € en 2018. Si bien, se aprecian valores negativos en los dos primeros ejercicios, le siguen valores positivos en el periodo 2016 a 2018.

En 2014 y 2015, los Flujos de Efectivo por Actividades de Explotación no fueron suficientes para atender los Flujos de Efectivo por Actividades de Inversión, siendo los **Flujos Libres de Caja negativos**; es decir, en el ejercicio 2014 el Grupo aún está ampliando su capacidad, por lo que tuvo que recurrir a la financiación ajena. Pero, en el ejercicio 2015, en contrapartida con el anterior, aunque los FEAE no pueden financiar toda la inversión, se procedió a devolver deuda y a pagar a los accionistas.

Durante los 3 últimos años analizados, el **Flujo Libre de Caja** presenta valores **positivos**. No obstante, en 2016 y 2017, los FEAI fueron positivos, esto indica que se llevaron a cabo ventas de activos no corrientes; es decir, el Grupo tuvo menores necesidades de inversión y no recurrió a la financiación. Mientras, en 2018, los FEAE fueron mayores que los FEAI; esto es, los flujos por actividades de explotación fueron suficientes para atender los requerimientos de inversión. Entonces, el Grupo Audax pudo hacer frente a las necesidades de inversión y las cubrió con los recursos generados en su propia actividad; pero, a su vez, recibió financiación externa.

Tras hacer este análisis, se pueden sacar varias conclusiones:

- ✓ En los ejercicios 2014 y 2015, el Grupo Audax Renovables tuvo más salidas que entradas de tesorería y por eso existen **disminuciones netas del efectivo**. Además, se debe recalcar que en estos años el flujo de efectivo positivo generado por las actividades de explotación de la empresa no es suficiente para hacer frente a los flujos de inversión negativos, debido a los pagos por inversiones en inmovilizado material.
- ✓ En los ejercicios 2016 y 2017 se producen **disminuciones del efectivo o equivalentes**, los flujos de efectivo positivos generados por las actividades de explotación e inversión no son suficientes para cubrir los flujos negativos de financiación. Siendo, en 2016, dicha disminución a causa de la amortización de instrumentos de patrimonio y por el pago de dividendos. Mientras que, en 2017, se debe por la devolución de deudas y por el pago de dividendos.
- ✓ En el ejercicio 2018, el grupo tuvo más entradas de efectivo que salidas, existiendo así **aumento neto de efectivo**. El flujo neto de tesorería fue el mayor de todo el periodo analizado, en concreto, 48 millones de €. Esto se explica por los flujos positivos procedentes tanto por las actividades de explotación como por las actividades de financiación que compensan los flujos negativos que provienen de la actividad inversora de la empresa.

2.4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA.

Según Rivero Torre (2009), “*el análisis financiero consiste en realizar una investigación de los recursos financieros y su grado de adecuación a las inversiones*”.

Este análisis tiene como objetivo fundamental el estudio de dos conceptos cruciales, que se pueden clasificar atendiendo al horizonte temporal: en el corto plazo, se denomina **análisis de la liquidez**, y en el largo plazo, **análisis de la solvencia**.

Por lo tanto, para que una empresa tenga una buena situación financiera es necesario que disponga de la financiación oportuna de las inversiones que permita el funcionamiento óptimo de su actividad, pero hará falta que esta financiación esté acompañada de una situación de solvencia y de liquidez, para evitar problemas como la suspensión de pagos o la quiebra de la empresa.

La financiación no exigible, es decir, mediante recursos propios, tiene la particularidad de que no genera endeudamiento, no planteando problemas en lo referente a la liquidez o a la solvencia de la empresa. Esto no quiere decir que sea el tipo de financiación más adecuado, ya que un cierto grado de endeudamiento permite disponer de más recursos financieros. En cambio, la financiación exigible implica el endeudamiento de la empresa; y si hay endeudamiento u obligación de pagar las deudas en un plazo establecido y a un coste financiero específico (devolución del principal y gastos financieros a su vencimiento), los conceptos de liquidez y de solvencia tienen más relevancia.

Pero, antes de adentrarse en el estudio, es importante dejar claro cuáles son los “**Principios del Equilibrio Financiero**” (también llamados Reglas de equilibrio financiero mínimo de la empresa o, como las denominan Cuervo y Rivero (1986), Reglas de oro clásicas de financiación), puesto que ayudarán a entender mejor el análisis posterior:

- Si el Activo representa las inversiones realizadas y el Patrimonio Neto más el Pasivo los fondos con que se han financiado esas inversiones, un primer principio de prudencia financiera exige que las inversiones a largo plazo (activo no corriente) deben financiarse con capitales o recursos permanentes (neto más exigible a largo plazo). Con ello se consigue el necesario equilibrio entre el tiempo de permanencia del activo en la empresa (largo plazo) y el plazo en que deben ser devueltos los fondos utilizados para financiar su adquisición.
- El segundo principio de equilibrio financiero se refiere a la financiación del activo corriente. Como se trata de inversiones a corto plazo, podría parecer que deberían financiarse con pasivo corriente (exigible a corto plazo). Pero la prudencia financiera nos aconseja que esto no sea así. La razón está en que en el activo corriente aparecen todos los activos que se han de convertir en dinero antes de un año, mientras que el pasivo corriente refleja las deudas que se han de pagar también antes de un año. Para que no haya problemas financieros es necesario que lo que se cobre antes de un año sea más que todo lo que se ha de pagar en el mismo período, es decir, que el activo corriente sea superior al pasivo corriente.

2.4.1. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ

El presente subepígrafe se centrará en el estudio del riesgo financiero del Grupo Audax Renovables, mediante el análisis de la liquidez, que es el riesgo de crédito a corto.

El objetivo del análisis de la liquidez de la empresa es evaluar la capacidad que tiene la empresa para convertir sus inversiones en medios de pago totalmente líquidos; teniendo en cuenta que cuánto más líquido sea un activo, más fácilmente se puede convertir en dinero para atender los compromisos de pago a corto plazo.

Para llevar a cabo este análisis, se comparan las partidas del Activo Corriente con las del Pasivo Corriente. De esta manera, se puede verificar si es posible asegurar el pago de las deudas, para lo cual debe disponer de efectivo suficiente en el momento oportuno. Siendo los Activos más líquidos dentro de una empresa (por orden de mayor a menor liquidez): las partidas de tesorería, las inversiones financieras a corto plazo, los deudores y las existencias.

A continuación, se lleva a cabo el análisis de liquidez mediante el estudio del fondo de maniobra y los ratios de liquidez.

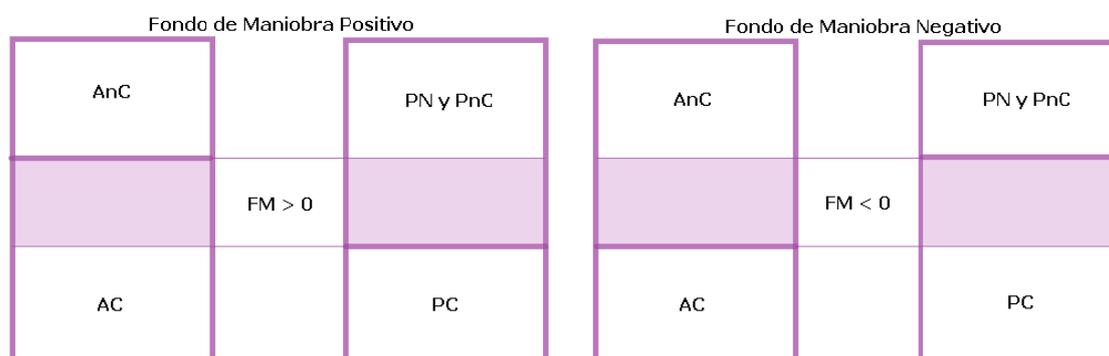
A. El Fondo de maniobra o Capital circulante

El equilibrio financiero exige la creación de una especie de fondo de seguridad que permita hacer frente a los posibles desajustes que pudieran producirse entre la corriente de cobros y la de pagos. Para ello, es recomendable que los recursos permanentes financien, además de la totalidad del activo no corriente, una parte del activo corriente. Esta parte del activo corriente que se financia con recursos permanentes o financiación a largo plazo se conoce como Fondo de Maniobra (FM), Capital Circulante, Capital Corriente o Fondo de Rotación.

Según Garrido e Íñiguez (2017), el Fondo de Maniobra se puede obtener de dos formas:

1. Como la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente:
FM = AC – PC
2. Como la diferencia entre los Recursos Permanentes y el Activo No Corriente:
FM = RP – AnC = (PN + PnC) – AnC

Figura 2.1. Esquema del concepto Fondo de maniobra

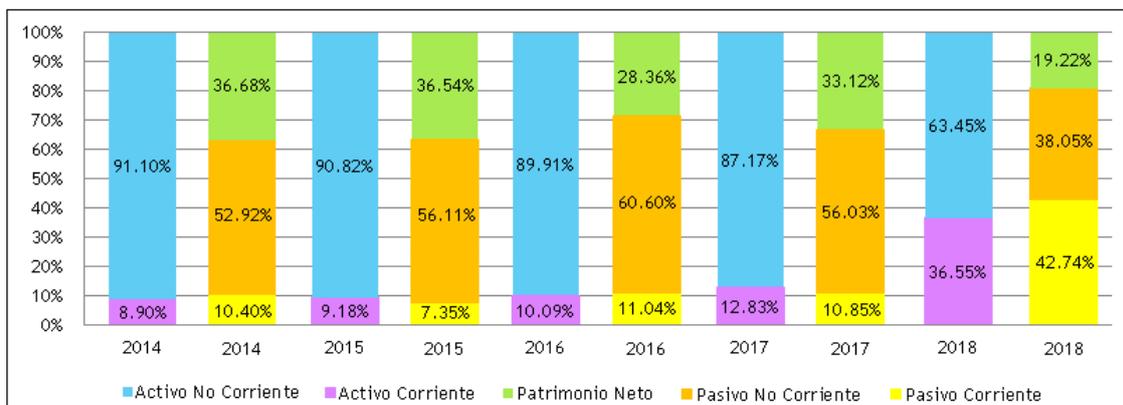


Fuente: Elaboración propia.

En este esquema, el fondo de maniobra se refleja tanto en el Activo como en el Patrimonio Neto y Pasivo, marcándose sombreado. Se muestran tanto un fondo de maniobra positivo (ya que el AC es mayor que el PC) como negativo (siendo el AC menor que el PC).

A continuación, se puede ver la representación gráfica de los balances del grupo Audax Renovables con las masas patrimoniales reflejadas de forma proporcional a su importancia.

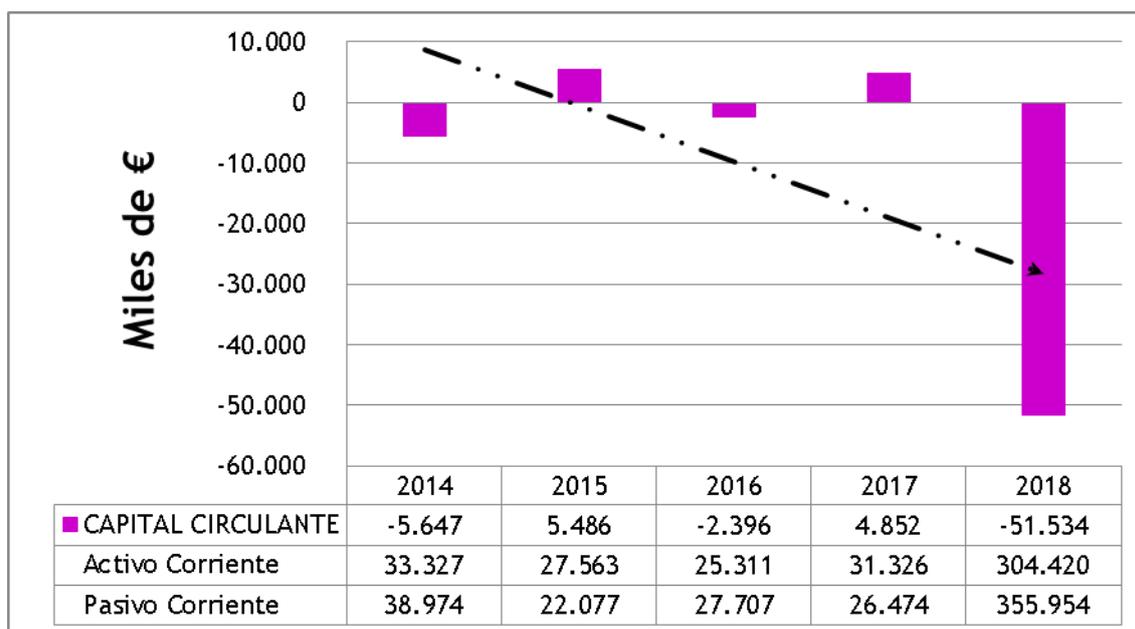
Gráfico 2.10. Fondos de Maniobra del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.11 permite ver más fácilmente cuánto Capital Circulante hay durante el periodo 2014-2018.

Gráfico 2.11. Evolución del Capital Circulante del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

Como se puede ver en el gráfico, el Grupo Audax presenta un Capital Circulante que se alterna entre positivo y negativo en el periodo objeto de estudio.

En los ejercicios 2015 y 2017, presenta un Capital Circulante positivo, lo que garantiza su solvencia financiera y asegurar el funcionamiento a corto plazo de la empresa, pues con su activo corriente puede liquidar la totalidad de su exigible a corto plazo. Sin embargo, en los años 2014, 2016 y 2018, el Capital Circulante es negativo (siendo el peor dato registrado en el 2018), significa que una parte del Activo No Corriente está financiada con el exigible a corto plazo, lo que podría generar dificultades para afrontar

las deudas a corto plazo del grupo empresarial, dando lugar a una situación de suspensión de pagos.

Si bien, se trata de una situación no preocupante para el Grupo Audax Renovables entre los años 2014 y 2017, ambos incluidos, pues aunque el capital circulante sea negativo, el grupo empresarial puede funcionar con un fondo de maniobra muy pequeño o negativo siempre que el plazo de pago (a proveedores y acreedores) sea superior al plazo de cobro (a clientes y deudores).

Según se recoge en la Nota 16 de la Memoria del Grupo en 2018, la mayoría de las cuentas a pagar no devengan intereses y tienen establecido un vencimiento contractual de entre 30 y 90 días. Así mismo, conforme a la Nota 17, el Grupo Audax, si bien no tiene concentraciones significativas de riesgo de crédito en la actividad de comercialización de energía, cuenta con políticas para asegurar que las ventas de energía se efectúen a clientes con un historial de crédito adecuado, entre ellas, las realizadas mediante un análisis de scoring de los clientes previo a la firma de los contratos. Además, para mitigar el riesgo de crédito derivado de posiciones comerciales, tiene contratadas pólizas de seguros de morosidad.

Adicionalmente, en las “Condiciones Generales del Contrato dual de Suministro y Servicios Adicionales”, en el epígrafe 6 (Facturación y pago), el apartado 6.2 especifica que: *“El vencimiento de la factura y correlativa obligación de pago por parte del Cliente es a la vista, esto es, a la fecha de emisión de la misma. En caso de que el Cliente tuviera domiciliado el pago, el vencimiento corresponderá a la fecha en que Audax le gire el correspondiente recibo de cargo, salvo que en las Condiciones Particulares se pactase sistema distinto...”*.

Sin embargo, el Fondo de Maniobra negativo del ejercicio 2018 es preocupante, ya que puede colocar al Grupo en una situación financiera peligrosa, pudiendo llegar en un plazo más o menos largo a la suspensión de pagos. El Grupo debería prestar atención a la evolución del Capital Circulante y a los acontecimientos que pudieran afectarle.

B. Ratios de Liquidez

Continuando con el análisis financiero, se estudiarán ahora los ratios de liquidez a corto plazo para el grupo Audax Renovables, que son el complemento al análisis precedente realizado con el fondo de maniobra.

Como explica Llorente Olier (2017), esto es preciso al no poder utilizar de manera aislada el análisis de ratios para dar interpretaciones generales, no siendo suficiente por sí solo para obtener conclusiones sobre la liquidez de la empresa, incluso pudiendo inducir a error. Por lo tanto, deberá acompañar a otros indicadores que permitan realizar comparaciones e interpretaciones.

De este modo, un ratio es una relación entre dos magnitudes que tienen una cierta relación, lo que permite hacer una comparación explicativa. Es decir, la gran ventaja que proporciona el cálculo de los ratios es que al tratarse de magnitudes relativizadas permiten comparar varios periodos, con la finalidad de conocer la evolución de la situación financiera de la empresa. Y, así mismo, consiguen establecer comparaciones entre compañías de diferente tamaño dentro de un mismo sector económico.

Los tres ratios que se verán seguidamente nos informan de cuál es la relación entre el activo corriente respecto del pasivo corriente. La diferencia entre los mismos radica en que, progresivamente, serán más restrictivos con el activo corriente, debido a que

algunas de las partidas que lo componen no se materializan inmediatamente en liquidez, estando sujetas a acontecimientos que pueden incluso no llegar a darse, como la venta de existencias o el cobro a los deudores.

➤ RATIO CORRIENTE

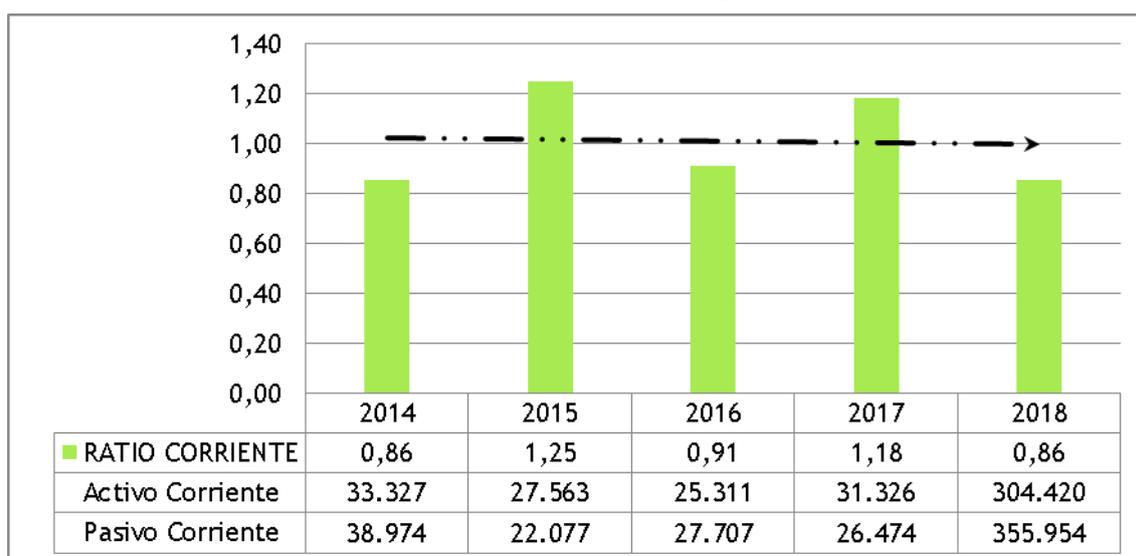
El **ratio corriente**, también denominado ratio de liquidez general, de solvencia a corto plazo o ratio de fondo de maniobra o de circulante, muestra la potencialidad de la compañía para, con sus activos corrientes, liquidar las deudas y demás compromisos de pago a corto plazo reconocidos en el balance de situación. De este modo, cuánto mayor sea este ratio, mejor es la liquidez de la empresa y mayor será también la garantía otorgada a los acreedores a corto plazo. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Por otra parte, hay que hacer hincapié en que se ha discutido mucho acerca del valor adecuado para este ratio, ya que es necesario conocer cuál es el sector donde se desenvuelve la empresa analizada (Garrido e Íñiguez, 2017). No obstante, todos los autores coinciden en que este ratio conviene que sea superior a 1. Algunos sitúan el valor mínimo entre 1,5 y 2,5 para cualquier tipo de empresa (Llorente Olier, 2017).

Ahora bien, si es inferior a 1, existe un riesgo manifiesto de suspensión de pagos, porque con los recursos a corto plazo la empresa no puede pagar sus deudas del pasivo corriente. Y, a la vez, no parece muy aconsejable un valor excesivamente alto (por encima de 2 – 2,5), ya que esta circunstancia vendría a significar que hay un exceso de inversiones en circulante, es decir, que la empresa tiene activos sin rendimiento (ociosos) que podría sacarles provecho, generando así una mayor rentabilidad.

Gráfico 2.12. Evolución del Ratio Corriente del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.12 presenta la evolución del ratio corriente o ratio de liquidez general del grupo Audax Renovables durante los años 2014-2018.

Se puede apreciar que su valor fluctúa en todo el periodo objeto de estudio, siendo el ratio inferior a la unidad en los ejercicios 2014, 2016 y 2018; y superior en 2015 y 2017. Esto lo que indica es, con cuántos euros de activo corriente cuenta el grupo, por cada euro de pasivo corriente. En otras palabras, el grupo dispone por cada euro de Pasivo Corriente de 86 céntimos de Activo Corriente, tanto en 2014 como en 2018; de 91 céntimos en 2016; o de 1,25 € y 1,18 € de Activo Corriente en 2015 y 2017, respectivamente.

Aunque, como ya se comentó, se considera que el valor óptimo de este ratio se sitúa entre 1,5 y 2 (hay que recordar una vez más que todo ello depende del sector de actividad al que pertenece la empresa). En este caso, la actividad del grupo se desarrolla en un sector de rápido cobro y de pago dilatado, entonces puede funcionar con ratios más reducidos.

En cualquier caso, preocupa que, en la mayoría de ejercicios, el nivel de liquidez del Grupo se encuentre ligeramente por debajo de la unidad, pues esto supone un riesgo de suspensión de pagos, derivando en una mayor probabilidad de no superar situaciones adversas. Por ejemplo, en épocas de crisis suelen darse simultáneamente una disminución acusada de las ventas, y un aumento de los impagos de clientes o de los periodos de cobro de créditos. Entonces, al no disponer de liquidez suficiente, tendrá demasiados problemas financieros.

➤ RATIO DE PRUEBA ÁCIDA

El **ratio de prueba ácida**, también se conoce como ratio de liquidez inmediata, ratio quick o acid-test, relaciona el Activo Corriente, excepto las existencias y los activos no corrientes mantenidos para la venta (ANCMV), con el Pasivo Corriente. Y, así como señala Archel et al. (2018), indica la capacidad de la compañía para cancelar sus deudas a corto plazo utilizando únicamente elementos del activo circulante que no precisan su venta o transformación para su conversión en efectivo. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio de Prueba Ácida} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{ANCMV} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

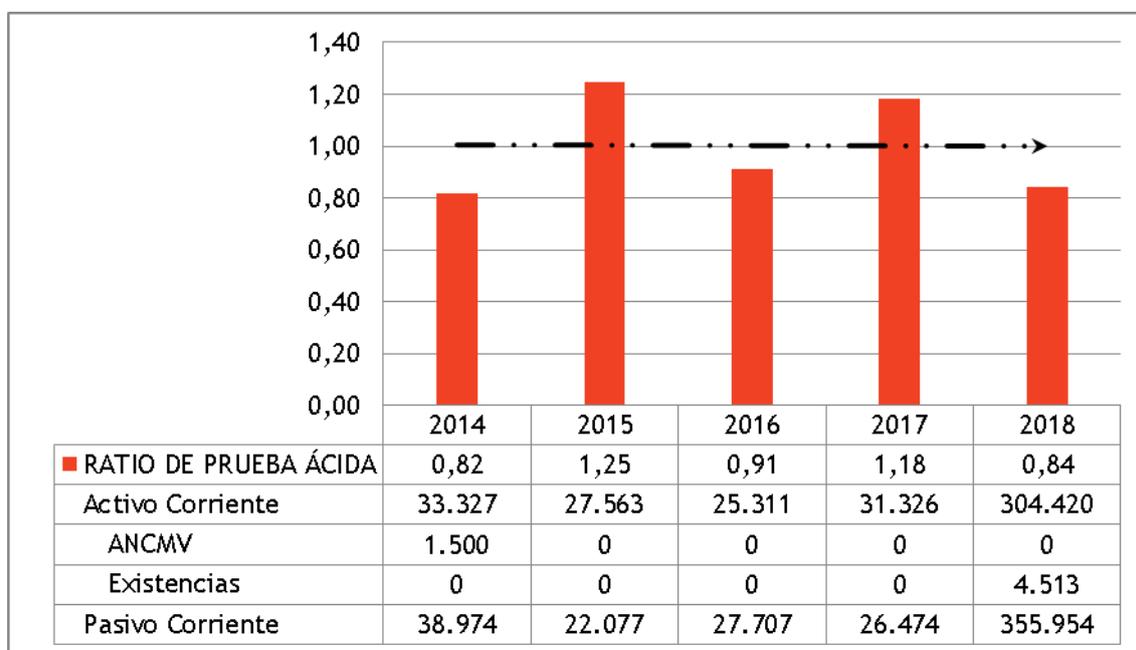
Al excluir del numerador estos epígrafes, el Acid-test proporciona una medida más estricta de la liquidez que la facilitada por el Ratio Corriente. Pues, un Ratio Acid-test muy inferior al Ratio Corriente expresará que el peso de las existencias y de los ANCMV en el Activo Corriente es elevado, siendo los bienes y derechos de corto plazo fácilmente materializables en dinero sensiblemente menores a lo que se esperaba que tenía la empresa cuando se calculó el Ratio de Liquidez General. Por tanto, al eliminar las existencias de su cálculo, se evitan las posibles distorsiones a causa de la valoración de las mismas. Además, como indica Llorente Olier (2017), “*la suma de los plazos de almacenamiento, fabricación, venta y cobro, hacen que las existencias no sean bienes que se pueden transformar en liquidez necesariamente en el muy corto plazo*”. Por otra parte, también se elimina la partida ANCMV, porque tampoco puede considerarse de muy corto plazo, al ser activos de largo plazo reclasificados a corto para su venta en un periodo inferior al año.

En cuanto a su significado, Garrido e Íñiguez (2017) señalan que, en principio, el valor del ratio tiene que estar en torno a 1 para evitar problemas de liquidez (aunque depende del sector en el que la empresa desarrolla su actividad). Al igual que se dijo con el Ratio

Corriente, cuanto mayor sea el Ratio de Prueba Ácida, mejor liquidez; pero un exceso puede llevar consigo una pérdida de rentabilidad.

Además, al igual que el ratio corriente, informa de cuántas unidades monetarias tiene el Grupo invertidas en activos de corto plazo (excluidas existencias y ANCMV) para pagar las deudas a corto.

Gráfico 2.13. Evolución del Ratio de Prueba Ácida del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.13 recoge la evolución del ratio de prueba ácida llevada a cabo por el grupo Audax Renovables en el periodo 2014-2018.

Con lo que se ha señalado anteriormente, se observa como el Ratio Acid-test experimenta una ligera reducción en los años 2014 y 2018 con respecto al Ratio Corriente (no variando en el resto de ejercicios), lo que significa que las existencias y los ANCMV del grupo empresarial no tienen apenas peso en la composición del Activo Corriente. De hecho, mediante el estudio de los porcentajes verticales en el análisis patrimonial, se puede ver que los epígrafes “*Activos no corrientes mantenidos para la venta*” y “*Existencias*” sólo suponían, respectivamente, un 0,40% (en 2014) y un 0,54% (en 2018).

En este caso, durante todo el periodo objeto de estudio, se puede apreciar que los valores del Ratio de Prueba Ácida oscilan: siendo inferiores a la unidad en los ejercicios 2014, 2016 y 2018; y superiores en 2015 y 2017, al igual que ocurría con el Ratio Corriente. Esto lo que indica es, que en los años pares al ser el ratio menor, el grupo Audax Renovables podría presentar problemas de liquidez, pudiendo entrar en suspensión de pagos, porque la compañía no pueda pagar sus deudas a corto plazo con los recursos a corto plazo que no requieren su venta o transformación para convertirse en líquido. Mientras que, en los años impares al ser mayor, el Grupo posee efectivo y derechos de cobro por importe superior a sus obligaciones a corto plazo.

➤ RATIO DE TESORERÍA

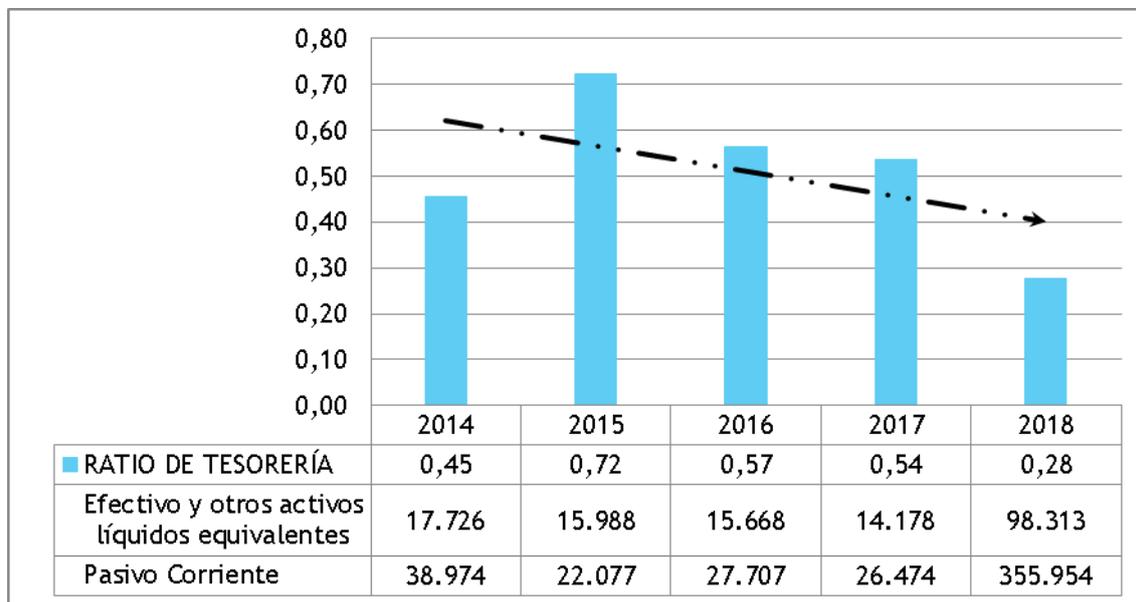
El **ratio de tesorería** informa de cuáles son los activos totalmente líquidos disponibles, de muy corto plazo (Bancos y caja), que tiene la compañía para atender los compromisos de pago de las deudas corrientes; y expresa la capacidad de respuesta inmediata, es decir, muestra la proporción de las obligaciones a corto plazo que la compañía podría liquidar con el disponible que tiene en ese instante. Para ello, en el numerador se deja el epígrafe más líquido, manteniendo el denominador sin variación. Como se ve en la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio de Tesorería} = \frac{\text{Efectivo y equivalentes al efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Por otra parte, el valor óptimo es muy relativo, y depende, al igual que los anteriores, del tipo de empresa y del sector económico, pero tanto Garrido e Íñiguez (2017) como Llorente Olier (2017) indican que, el valor de este ratio suele ser pequeño, mostrando valores más reducidos en aquellas empresas con una buena política de gestión de tesorería, sin que ello provoque la existencia de dificultades.

A pesar de ello, no hay que olvidar que el exceso de medios líquidos va en detrimento de la rentabilidad, pues los saldos totalmente líquidos que no están esperando para cancelar una deuda de corto plazo y no están generando algún beneficio mediante inversiones financieras, son activos improductivos. Mientras que, la escasez puede ocasionar, en caso de producirse algún imprevisto, unos costes financieros adicionales, al tener la empresa que recurrir a entidades financieras para que faciliten liquidez rápidamente.

Gráfico 2.14. Evolución del Ratio de Tesorería del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.14 muestra los valores que ha registrado el ratio de tesorería del grupo Audax Renovables entre los ejercicios 2014 y 2018.

Como se puede observar en el gráfico, el ratio de tesorería presenta una tendencia decreciente en el conjunto del periodo estudiado. En el año 2014, los activos más líquidos representaban un 45% del pasivo corriente, pasando en 2015 a representar un 72%, situándose finalmente en 2018 en un 28%. Si bien, en 2015 experimentó un gran

incremento con respecto al año anterior; en los siguientes años su valor ha ido disminuyendo progresivamente. Esta situación puede llegar a ser preocupante, porque cuanto más bajo sea el valor, más dificultad tendrá el Grupo Audax para hacer frente a sus pagos más próximos. Quizá, se vea obligada a endeudarse para cubrir esos compromisos de pago cuyo vencimiento es inmediato, ya que si surge alguna situación adversa, habrá mayor riesgo de suspensión de pagos.

2.4.2. ANÁLISIS DE SOLVENCIA

El presente subepígrafe se centrará en el estudio del riesgo financiero del Grupo Audax Renovables, mediante el análisis de la solvencia, que es el riesgo de crédito a largo.

El objetivo del análisis de riesgo de crédito de largo plazo es evaluar la capacidad de solvencia que tiene la compañía. La solvencia tiene que ver con la estabilidad de la empresa y con la capacidad para pagar todas sus deudas (sean de largo o de corto plazo) con la garantía de sus inversiones, es decir, si el valor de liquidación de su Activo es superior al total de su Pasivo exigible. Una empresa puede tener dificultades puntuales de tesorería (como se ha podido ver en el apartado anterior), pero ello no significa necesariamente que esté en peligro su solvencia.

Llorente Olier (2017) realiza una analogía que deja muy claro la diferencia entre liquidez y solvencia. Señalando que, una crisis de liquidez se asemeja a una hemorragia, que si no se detiene rápidamente podría generar la desaparición de la empresa. Sin embargo, la falta de solvencia se parece a la anemia, siendo asociada a la ausencia de activos para hacer frente a todas las deudas de la empresa, pudiendo llevarla a la quiebra. La anemia no es tan llamativa como una hemorragia pero puede causar igualmente la muerte de quién la padece.

Como se ve, el proceso de evaluación de la solvencia a largo plazo de una empresa es bastante diferente del que se sigue al evaluar la liquidez a corto plazo. En este último, usualmente puede hacerse una estimación razonable de los flujos de fondos al ser el horizonte temporal reducido. En el largo plazo no es posible, por ello las medidas utilizadas en el análisis de la solvencia son menos específicas y más generales.

Para completar el previo estudio de la liquidez y conocer con mayor certeza cuál es la situación del grupo empresarial. A continuación, se realiza el análisis de la solvencia financiera mediante los siguientes ratios que determinan si el grupo Audax Renovables presenta o no equilibrio financiero a largo plazo.

➤ RATIO DE SOLVENCIA

El **ratio de solvencia**, también denominado de garantía o de distancia a la quiebra, mide la capacidad de la compañía para, con la totalidad de sus inversiones (Activos), afrontar el total de su endeudamiento (Pasivo exigible corriente y no corriente). En otras palabras, este ratio es un indicador que muestra la garantía que la empresa ofrece a sus acreedores y proveedores en el caso hipotético de liquidación. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$

En cuanto a su significado, si este ratio estuviera por debajo de 1, la empresa tendría que enfrentarse al concurso de acreedores, ya que aun liquidando la totalidad de los activos no tendría suficiente para atender sus compromisos financieros con terceros. Conjuntamente, dado que la diferencia del cociente da lugar al valor del patrimonio neto, la inexistencia de patrimonio neto conduciría a la disolución de la sociedad. Si el ratio fuera igual a 1, también se trataría de una situación límite precedente del desequilibrio financiero, porque el patrimonio neto sería igual a cero.

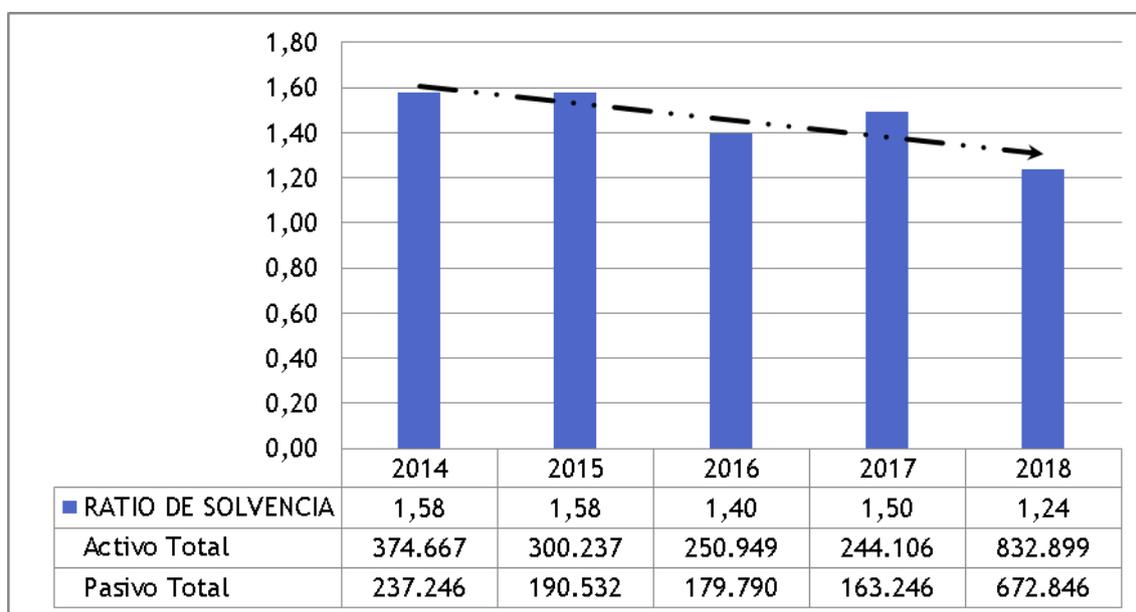
Según indica Garrido e Íñiguez (2017), para poder afirmar que una empresa es solvente, se considera que la situación normal de solvencia implica un ratio con un valor por encima de 1,50.

Por otra parte, como señala Archel et al (2018), tampoco resultaría conveniente un valor excesivamente alto, ya que se ha comprobado que las empresas excesivamente solventes suelen ser menos rentables al tener un exceso de patrimonio neto, desaprovechando así las oportunidades de expansión y de negocio al recurrir poco o nada al endeudamiento.

Por eso, el valor óptimo tiene que ser superior a 1 y próximo a 2, porque cuanto mayor sea el resultado del ratio de solvencia, la empresa ofrecerá más seguridad de pago, pues los activos superarán a los pasivos, siendo el patrimonio neto positivo.

En conjunto, es obvio que la solvencia no es una medida para conocer cómo está la liquidez en el corto plazo, pero sí debe servir para establecer objetivos que sirvan para alinear las políticas financieras de largo y de corto plazo dentro de la empresa. Además, estos valores óptimos son orientativos, ya que debemos considerar el tipo de empresa, su evolución reciente y el resultado de otros ratios para dar una interpretación más precisa.

Gráfico 2.15. Evolución del Ratio de Solvencia del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.15 refleja la evolución del ratio de solvencia del grupo Audax Renovables durante los ejercicios 2014-2018.

Como se puede observar, el ratio de solvencia presenta una tendencia decreciente a lo largo del periodo estudiado. En los dos primeros años, el ratio de garantía se sitúa en 1,58, siendo el valor más alto. Mientras, en 2018, muestra su valor más bajo, 1,24.

Si bien, en todos los ejercicios, el ratio de solvencia es superior a la unidad, mostrando una situación financiera a largo plazo adecuada e indicando que el Grupo no va a tener que enfrentarse a la quiebra y puede garantizar la devolución de su deuda con terceros; preocupa que dicho ratio haya ido en detrimento (sobre todo a tenor de la disminución en el último año con respecto al anterior), pues se va alejando de la situación normal de solvencia que describía Garrido e Íñiguez (2017) y, al mismo tiempo, se va acercando cada vez más a una situación de desequilibrio financiero.

➤ RATIO DE AUTONOMÍA FINANCIERA

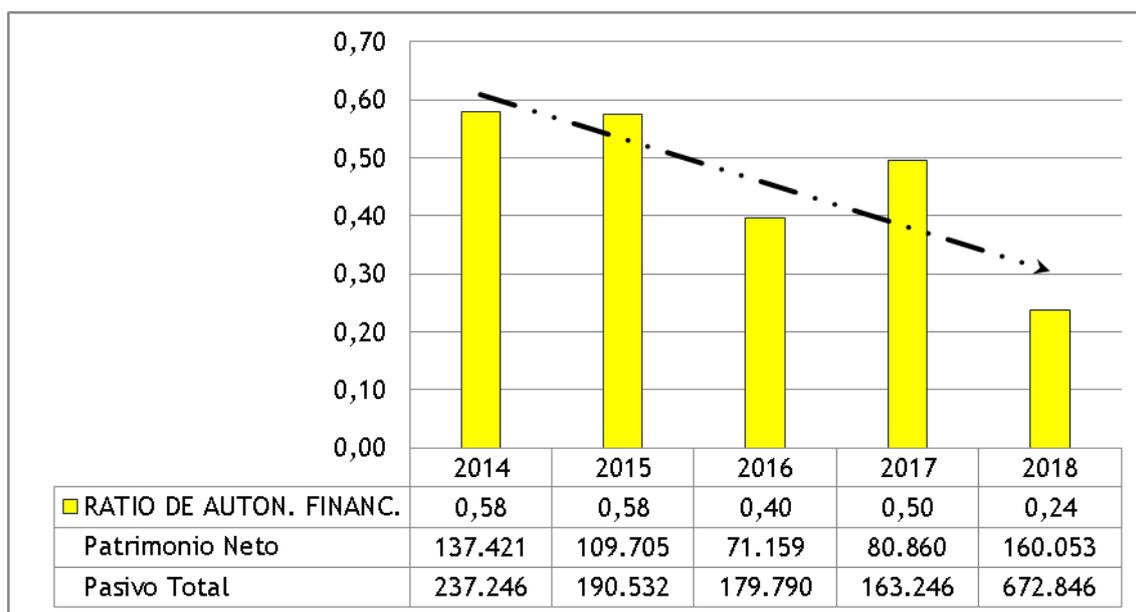
El **ratio de autonomía financiera** indica la relación que existe entre el patrimonio neto de la empresa y su pasivo (a corto y a largo plazo), por lo que mide el grado de dependencia que tiene la empresa con respecto a la financiación externa. En otras palabras, este ratio establece la capacidad de una empresa para financiarse, mostrando cuántos capitales propios se emplean por cada unidad monetaria de deuda. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio de Autonomía Financiera} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Total}}$$

Como señalan Garrido e Íñiguez (2017), cuanto mayor sea este ratio, mayor será la autonomía financiera de la compañía, porque tendrá una mayor posibilidad de elegir la fuente de financiación que considere más adecuada, ya que los prestamistas, al existir poca deuda, no serán muy exigentes a la hora de facilitar nueva financiación. Además, en caso de que las cosas empiecen a ir mal tendrá más posibilidades de sobrevivir. Por el contrario, si el ratio presenta valores bajos, la empresa no estará en condiciones de elegir, pues debido al alto endeudamiento los prestamistas percibirán un alto riesgo de impago.

El valor normal de este ratio se suele situar alrededor de 1, siendo aceptable que se encuentre entre 0,7 y 1,5. Sin embargo, no existe un valor idóneo para este ratio, ya que suele variar en función de la empresa y del sector en el que opera. No obstante, hay que tener en cuenta que un valor muy alto del ratio no se considera óptimo, pues como se indicó previamente, si apenas existe deuda, esto puede mermar la rentabilidad de los accionistas.

Los ratios de autonomía financiera y de endeudamiento guardan una estrecha relación (el de autonomía financiera se calcula de forma inversa al de endeudamiento), en consecuencia el cálculo de cualquiera de ellos permite evaluar el riesgo financiero que presenta una empresa respecto a su estructura financiera.

Gráfico 2.16. Evolución del Ratio de Autonomía Financiera del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

En el gráfico 2.16 se muestran los valores que ha tenido el ratio de autonomía financiera del grupo Audax Renovables en el periodo de estudio.

El ratio de autonomía financiera del Grupo tiene una tendencia decreciente a lo largo de los ejercicios analizados. En 2014 y 2015 por cada € de patrimonio neto dispone de 0,58 € de deuda; en 2016 disminuye a 0,40 € de patrimonio neto por cada € de deuda; en 2017 aumenta a 0,50 €; y, finalmente, sufre un importante descenso disponiendo sólo de 0,24 € de patrimonio neto por cada € de deuda.

Preocupa el hecho de que en ningún año se alcanzan los valores óptimos mencionados anteriormente. Esto indica que el Grupo Audax es muy dependiente de la financiación externa, pues se encuentra muy endeudada y asume un elevado riesgo financiero. El Grupo Audax Renovables debería evitar seguir endeudándose. Por consiguiente, en condiciones normales, al presentar valores bajos de autonomía financiera, el Grupo empresarial tendrá más dificultades de acceder a más recursos externos, pues debido al alto endeudamiento los prestamistas percibirán un alto riesgo de impago. Además, si se llegan a dar situaciones futuras difíciles, menor será la protección que podrá garantizar a sus acreedores, dando lugar a una mayor probabilidad de insolvencia.

➤ RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

Los ratios de endeudamiento sirven para comprobar la situación financiera de la empresa, permitiendo ver la calidad de los compromisos de pago adquiridos. Como dice Archel et al. (2018), las empresas necesitan acudir al exterior en busca de financiación cuando su patrimonio neto es insuficiente para realizar sus inversiones y para mantener su nivel de actividad.

Si se tiene en cuenta el **ratio de endeudamiento total**, que es el inverso al ratio de autonomía financiera calculado anteriormente (entonces se valorará al revés, considerando que la empresa presenta una mayor dependencia de la financiación externa cuanto más alto sea el valor), se puede apreciar el gran nivel de endeudamiento que presenta el grupo Audax Renovables. Igualmente, el valor óptimo orientativo que nos dan Garrido e Íñiguez (2017) oscila en torno a la unidad, pues de este modo se produce un equilibrio entre los recursos propios y ajenos.

Tabla 2.3. Ratio de Endeudamiento del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
RATIO DE ENDEUDAMIENTO	1,73	1,74	2,53	2,02	4,20
Pasivo Total	237.246	190.532	179.790	163.246	672.846
Patrimonio Neto	137.421	109.705	71.159	80.860	160.053

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

A continuación, se va a descomponer el ratio de endeudamiento: a corto y a largo plazo, porque, al tener el grupo Audax Renovables un alto nivel de endeudamiento, es importante diferenciar entre ellos para conocer si está muy endeudada pero dispone de un plazo suficientemente largo para devolver dicha deuda o si está muy endeudada y además debe afrontar las obligaciones de pago en un plazo muy corto. Esencialmente, la situación más prudente es la primera, es decir, que sean deudas no corrientes.

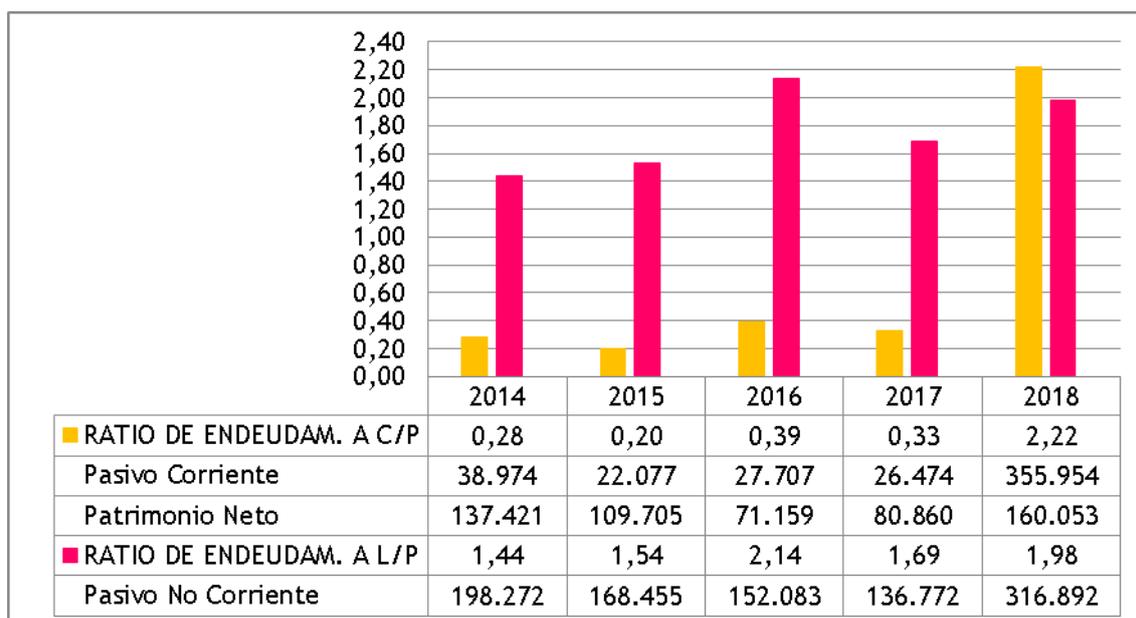
El **ratio de endeudamiento a corto plazo** se halla mediante el cociente entre las deudas a corto plazo y los recursos propios del grupo, en otras palabras, es parecido al ratio de endeudamiento total, pero excluyendo del numerador el pasivo no corriente. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio de Endeudamiento a Corto Plazo} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Mientras que, el **ratio de endeudamiento a largo plazo** se calcula de manera similar al ratio anterior, pero sólo se tiene en cuenta en el numerador las deudas a largo plazo. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ratio de Endeudamiento a Largo Plazo} = \frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

En definitiva, como señalan Garrido e Íñiguez (2017), estos dos ratios tratan de detectar situaciones de estabilidad o inestabilidad financiera, por ello hay que compararlos. Si es más elevado el ratio de endeudamiento a corto plazo, esto indicaría una situación financiera arriesgada y una baja calidad de la deuda. Y, cuanto mayor sea el resultado del ratio de endeudamiento a largo plazo, la compañía contará con más flexibilidad a la hora de afrontar los vencimientos de la deuda.

Gráfico 2.17. Evolución del Ratio de Endeudamiento a Corto Plazo y a Largo Plazo del Grupo Audax Renovables

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.17 muestra la evolución del ratio de endeudamiento a corto plazo y a largo plazo que ha tenido el grupo Audax Renovables durante los años 2014 a 2018.

A lo largo de todo el período analizado, la financiación ajena a largo plazo es muy superior a la financiación externa a corto plazo, esto indica que la compañía, a pesar de contar con un gran nivel de endeudamiento, tiene flexibilidad para hacer frente a sus pagos al ser deuda de mayor calidad. A excepción del último ejercicio en el que preocupa el gran aumento del endeudamiento de corto plazo.

El ratio de endeudamiento a corto plazo recoge una tendencia creciente, aunque su valor fluctúa. Así, en 2014 representa un 0,28; en 2015 cae a 0,20 que es su valor mínimo; en 2016 aumenta a 0,39; en 2017 disminuye a 0,33; y, finalmente, en 2018 se incrementa significativamente al situarse en 2,22 que es su máximo valor dentro del estudio.

Mientras tanto, el ratio de endeudamiento a largo plazo, en conjunto, también presenta una tendencia creciente. Al principio, pasa de ser 1,44 en 2014 a alcanzar su máximo valor en 2016 con 2,14. Posteriormente, en 2017 sufre una ligera disminución situándose en 1,69. Para finalizar en 2018 incrementándose hasta 1,98.

En resumen, en 2018, el ratio de endeudamiento a largo plazo se sitúa en 1,98 y el de corto plazo en 2,22, es decir, el Grupo Audax posee 1,98€ de pasivo a largo plazo y 2,22€ de pasivo a corto plazo por cada euro de Patrimonio Neto. Esto refleja una situación grave para el grupo Audax Renovables, por el deterioro de la calidad de la deuda, que le puede afectar negativamente a la hora de hacer frente al pago de sus obligaciones.

En definitiva, como se ha demostrado, el Grupo Audax tiene dificultades puntuales de tesorería, sobre todo en el ejercicio 2018, por eso la Dirección Financiera del Grupo al llevar un control de los pagos y cobros pendientes, para anticipar de manera más o menos precisa el efectivo que necesitarán en el futuro más cercano (Nota 17 de la Memoria del Grupo de 2018), habrá tenido que buscar fuentes adicionales de financiación externas para superar el desequilibrio financiero a corto plazo, como se puede apreciar por el fuerte incremento en el ratio de endeudamiento a corto plazo.

Con esto, se demuestra que no sólo resulta fundamental calcular los ratios de liquidez y solvencia a la hora de analizar una empresa, sino que resulta importante conocer las posibilidades de crédito futuro de la compañía, es decir, ver los productos financieros que tiene contratados y a los que puede seguir accediendo.

En este caso, de acuerdo con la Memoria del Grupo de 2018 en la Nota 14, se puede observar la información de las deudas contraídas con entidades de crédito de los dos últimos ejercicios en la siguiente tabla, donde se puede ver la minoración de los compromisos a largo plazo y el considerable incremento de las deudas a corto plazo.

Tabla 2.4. Deudas con Entidades de Crédito del Grupo Audax Renovables

Tipo de Deudas con Entidades de Crédito	2017	2018
Project Finance	106.810	102.711
Préstamos	55.030	27.162
Pólizas de crédito	169	-
Confirmings y similares	-	-
Total Deudas No Corrientes	162.009	129.873
Project Finance	14.437	13.541
Préstamos	28.064	26.402
Pólizas de crédito	5.305	21.684
Confirmings y similares	21.320	42.086
Total Deudas Corrientes	69.126	103.713
Total	231.135	233.586

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de la Memoria Consolidada del Grupo de 2018.

2.5. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD.

Se ha evaluado la estructura de los estados económicos-financieros con el análisis patrimonial y con el análisis del Estado de Flujos de Efectivo. También se ha realizado el análisis de liquidez y de solvencia, donde se ha evaluado la situación financiera de la empresa analizando la capacidad que tiene para hacer frente a sus compromisos de pago. Finalmente, en el análisis de la rentabilidad se va a evaluar la capacidad de la compañía para generar beneficios. Este análisis de la rentabilidad indicará si la entidad alcanza o no unos niveles adecuados de rentabilidad; en el caso de no alcanzarlos, se entenderá que la empresa seguramente tendrá problemas de liquidez y solvencia en un futuro cercano.

Cuervo y Rivero (1986), consideran la rentabilidad el objetivo económico-financiero de toda empresa. Y, señalan que, la rentabilidad mide la relación entre los resultados monetarios de una actividad y los medios empleados para obtenerlos.

En definitiva, el análisis de la rentabilidad de la empresa es un estudio en términos relativos de los resultados obtenidos por la empresa, que relaciona los beneficios con las inversiones o con los recursos propios de la empresa (dependiendo del ratio), y así se deduce si su actividad es eficiente.

Para llevar a cabo este análisis en el grupo Audax Renovables será necesario disponer de las Cuentas de Pérdidas y Ganancias y de los Balances de Situación (se encuentran en el Anexo) entre los ejercicios 2014 y 2018, ambos incluidos.

De esta forma, en el estudio de la rentabilidad se diferencia entre: la **rentabilidad económica** y la **rentabilidad financiera**.

2.5.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)

El núcleo de la rentabilidad de la empresa es la **Rentabilidad Económica**, también se denomina Rentabilidad de los Activos o de las Inversiones, o en su terminología inglesa Return on Assets (ROA) o Return on Investment (ROI), es el rendimiento que obtiene la empresa por sus activos totales, es decir, de sus inversiones.

De acuerdo con Archel et al. (2018), la rentabilidad económica es una medida de la tasa de rendimiento de los activos independiente de la estructura de capital que emplea la empresa para financiar esas inversiones. Es decir, al tomar el Activo Total como base representativa de la inversión que ha contribuido a la generación del beneficio, dicho valor deja al margen cualquier efecto que pudieran provocar tanto la forma de financiación elegida como su coste.

Por tanto, en este ratio no influye si la empresa ha optado por financiarse con capitales ajenos, pagando los correspondientes intereses de la deuda, o ha optado por financiarse con capitales propios.

La rentabilidad económica se calcula relacionándose los Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (BAII) con el Total de Activos. Como se ve en la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad Económica (ROA)} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}}$$

Así, en el denominador se encuentra toda la inversión realizada por la empresa, es decir, la estructura económica. Mientras que, en el numerador está el resultado que generan todas esas inversiones.

Esta relación se puede expresar como el rendimiento de las inversiones o de los activos de la empresa, ya que es el rendimiento obtenido por la empresa de cada unidad monetaria invertida en su actividad, es decir, la tasa con la cual son remunerados los activos de la empresa.

Por eso, en cuanto a su interpretación, si esta relación se hace mayor, significa que la empresa obtiene más rendimientos de las inversiones y, por tanto, se hallará en una mejor situación. No obstante, Garrido e Íñiguez (2017) indican que, dicha rentabilidad debe ser suficientemente grande, pues hay que tener en cuenta que con esa ganancia aún se debe devolver los compromisos de pago, retribuir a los accionistas y al Estado a través del Impuesto de Sociedades. Por tanto, aunque la rentabilidad económica sea positiva, esto no implica que la empresa obtenga un beneficio último.

Por el contrario, una rentabilidad económica cercana a cero indica que la empresa no consigue sacar casi rendimiento de su activo mediante su actividad ordinaria. Es más, en caso de ser negativa, sus activos generan pérdidas. Revelando que la empresa debe reestructurarse, reducir gastos o incluso abandonar la actividad principal actual y dirigirse a otra actividad más rentable.

A partir de la expresión de la rentabilidad económica se puede ampliar el concepto descomponiendo la fórmula para llegar a una interpretación más amplia, introduciendo las ventas en la expresión:

$$\text{ROA} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Ventas}} \rightarrow \text{ROA} = \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$$

\downarrow \downarrow
Margen Rotación
sobre Ventas del Activo

Así, como señalan tanto Azofra (1995) como Cuervo y Rivero (1986), la rentabilidad de los activos se puede representar como la combinación del margen sobre ventas y de la rotación del activo.

- El primer componente es el **margen sobre ventas**, a menudo también se conoce como rentabilidad de las ventas, indica los beneficios brutos por cada unidad monetaria vendida. Es el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) y el volumen de ventas que ha realizado la empresa; presentando ambos factores una relación directa, pues si se incrementan las ventas, también lo hará el BAI. Aunque para obtener una cifra significativa, el BAI debe ser mayor y aumentar más que el volumen de ventas.
- Por su parte, el segundo componente es la **rotación del activo** con respecto a las ventas que mide la eficacia en el uso de los activos. Es el cociente entre las ventas y el activo total, y muestra las unidades monetarias que se pueden obtener de las ventas por cada unidad monetaria invertida.

Así pues, gracias a esta desagregación, la rentabilidad económica puede ser obtenida por distintas combinaciones de margen sobre ventas y rotación del activo, lo que permite determinar cómo se puede aumentar la rentabilidad económica de la empresa:

- **Incrementando el margen:** se aumenta el precio de venta de los productos o servicios de la empresa, manteniendo constantes los costes unitarios, o bien disminuyendo los costes unitarios, pero manteniendo constante el precio de venta. Aunque, hay que tener en cuenta que, esto depende del comportamiento externo del mercado donde opera la empresa, pues si hay menor libertad en la fijación del precio, será mejor reducir los costes.
- **Incrementando la rotación:** se aumentan las ventas en una proporción mayor que el activo, o bien se reducen las inversiones por encima de la disminución de las ventas. También, para aumentar la rotación, habría que tener más ventas con la misma estructura económica aprovechando mejor la capacidad productiva, o bien habría que mantener el nivel de ventas, pero con menos Activo (reduciendo existencias o saldos de clientes).

Relacionando estos dos conceptos anteriores con la dirección estratégica (Guerras, Navas y García, 2015), se pueden observar dos tipos de estrategias empresariales:

- La estrategia de diferenciación (margen elevado, rotación pequeña): Las compañías que emplean esta estrategia consiguen una alta rentabilidad vendiendo pocos productos muy diferenciados pero con un amplio margen. En definitiva, son aquellas empresas que no pueden mejorar la rotación, ya que operan al máximo rendimiento de sus instalaciones, por lo que su opción estratégica será la mejora del margen, operando al más bajo coste posible y vendiendo al mayor precio posible.
- La estrategia de liderazgo en costes (margen pequeño, rotación elevada): Las compañías que la utilizan consiguen una mayor rentabilidad vendiendo muchos productos con un pequeño margen. Entonces, son empresas que, al operar en un entorno muy competitivo donde los márgenes son muy reducidos, se encuentran que la única posibilidad para mejorar la rentabilidad económica es mediante la rotación.

Según el tipo de actividad de cada empresa, una u otra de las dos estrategias anteriores será la más adecuada para mejorar la rentabilidad económica.

Tabla 2.5. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilidad Económica (ROA)	3,45%	-2,13%	-10,68%	5,73%	3,84%
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	12.934	-6.382	-26.809	13.981	32.007
Activo Total	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899
Margen sobre Ventas	38,34%	-22,41%	-88,87%	37,90%	3,25%
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	12.934	-6.382	-26.809	13.981	32.007
Ventas	33.739	28.477	30.168	36.891	984.354
Rotación de Activos	0,09	0,09	0,12	0,15	1,18
Ventas	33.739	28.477	30.168	36.891	984.354
Activo Total	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

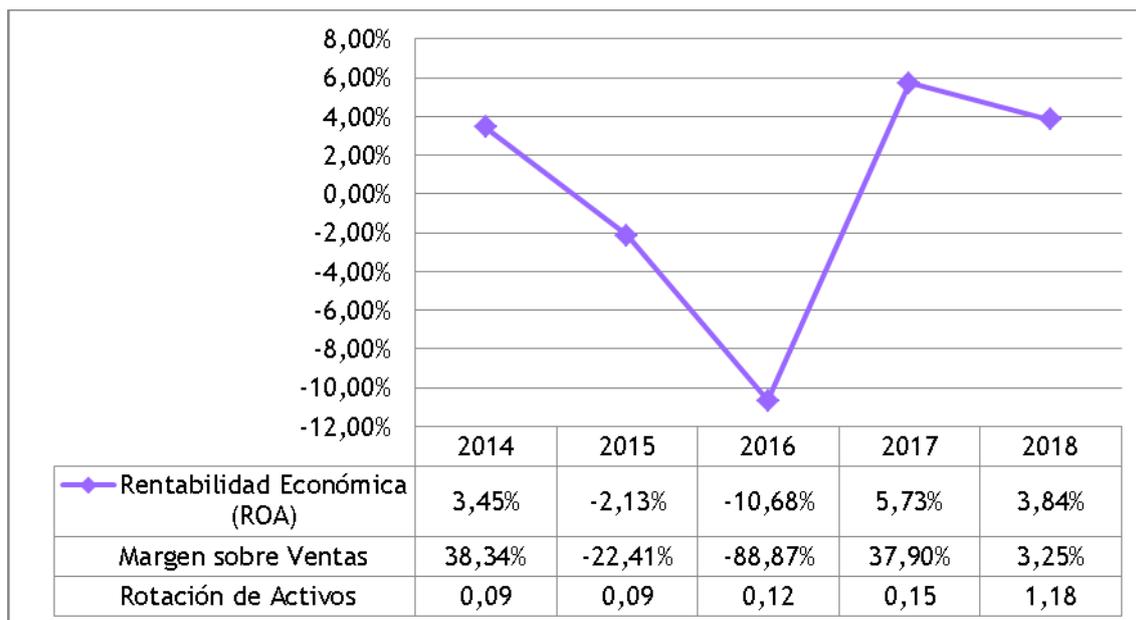
La tabla 2.5 recoge la Rentabilidad Económica del grupo Audax Renovables y sus componentes, con los diversos factores para calcularlos, para el periodo objeto de estudio.

Examinando la anterior tabla se puede afirmar que durante los ejercicios 2014, 2017 y 2018, el Grupo Audax lleva a cabo una estrategia de diferenciación basada principalmente en un margen sobre ventas muy elevado, ya que es bastante superior a la rotación. Sin embargo, en los años 2015 y 2016, presenta un margen negativo, puesto que el BAI fue negativo. Además, durante ambos ejercicios, el Grupo empresarial obtuvo pérdidas como se puede ver en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Anexo).

El **Margen sobre Ventas**, como se ha comentado previamente, es positivo en 2014, 2017 y 2018; y negativo en 2015 y 2016. Pero, si se obvian los ejercicios negativos, se puede observar cómo ha habido un cambio de tendencia, pues pasa de tener un margen de 38,34% en el año 2014, a un 37,90% en 2017, a caer a un 3,25% en el ejercicio 2018. Esta disminución del margen sobre ventas se debe fundamentalmente al fuerte aumento de las ventas, que son el denominador de este indicador, llegando a incrementarse un 2.568,28% con respecto al año anterior, en una mayor proporción que el incremento del Beneficio Antes de Intereses e Impuestos.

En cuanto a la **Rotación de los Activos** muestra una tendencia creciente a lo largo del periodo analizado, pasando de un 0,09 en 2014 a un 1,18 en 2018. Si bien, ha tenido una rotación en torno a 0,10 en los cuatro primeros años, experimentando la verdadera subida en el último ejercicio. Esto se debe, al igual que sucedía con anterioridad, al alza de las ventas, en este caso es el numerador de este indicador, que se han incrementado en mayor medida que los activos totales del grupo (241,20%, con respecto al año 2017). Además, sólo en 2018, al mostrar un valor superior a la unidad, es cuando vende por un importe mayor al volumen de su inversión.

Gráfico 2.18. Evolución de la Rentabilidad Económica (ROA) del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.18 presenta la evolución de la Rentabilidad Económica que ha obtenido el grupo Audax Renovables en el periodo 2014-2018.

La Rentabilidad de los Activos o de las Inversiones presenta una evolución creciente si se tiene en cuenta sólo el primer y último ejercicio, pasando de 3,45% a 3,84%. Pero, si se profundiza en el análisis, se observa que hace una forma de “V”. Cae de 3,45% en 2014 a -10,68% en 2016; esta minoración es a causa del notable descenso del margen sobre ventas. Mientras que posteriormente aumenta de -10,68% en 2016 a 5,73% en 2017, siendo su valor máximo. Y, finalmente, disminuye alcanzando un 3,84%, como consecuencia de la merma del margen sobre ventas y del incremento de la rotación de activos.

2.5.2. RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

La **Rentabilidad Financiera**, también se conoce como rentabilidad de los fondos propios o en su terminología inglesa Return on Equity (ROE). También se denomina rentabilidad del capital, ya que muestra el beneficio generado por la empresa con relación al Patrimonio Neto, donde se incluye el capital aportado por los socios.

Según Garrido e Íñiguez (2017), la Rentabilidad Económica era la que quedaba para remunerar tanto a los prestamistas como a los accionistas, mientras que, la Rentabilidad Financiera hace referencia a la rentabilidad que queda para retribuir exclusivamente a los accionistas.

Por tanto, la Rentabilidad Financiera es la relación entre el Beneficio Antes de Impuestos (BAI) y los capitales propios de la empresa. Calculándose como se muestra a continuación:

$$\text{Rentabilidad Financiera (ROE)} = \frac{\text{BAI}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Al proponer el BAI en la fórmula de la rentabilidad financiera, se pretende eliminar en este indicador el efecto del Impuesto de Sociedades para así poder realizar comparaciones con empresas de otros países sometidas a distintas legislaciones fiscales.

Así mismo, hay que recalcar que la Rentabilidad Financiera si depende de la forma en que se financia la empresa, pues en el numerador, se han restado los intereses de la deuda quedando únicamente por remunerar los accionistas. Por ese motivo, en el denominador se incluye sólo el Patrimonio Neto, que incorpora los fondos de los accionistas.

Por consiguiente, si los activos de la empresa están financiados con recursos propios y ajenos, los valores de la Rentabilidad Económica y la Rentabilidad Financiera no coincidirán. Por el contrario, estas dos medidas de la rentabilidad si coincidirán si la empresa se financia completamente con su Patrimonio Neto y no recurre al endeudamiento.

En cuanto a su interpretación, Garrido e Íñiguez (2017) mencionan que, el escenario ideal es obtener el máximo de rentabilidad financiera. Por ello, una rentabilidad financiera positiva demuestra que los accionistas obtienen rendimientos en la empresa. Sin embargo, una rentabilidad financiera negativa revela que los accionistas están perdiendo el capital invertido en la empresa.

También en este supuesto se pueden introducir en la expresión otros componentes que influyen en la rentabilidad financiera (BAII, Ventas y Activo). Así, como muestran tanto Cuervo y Rivero (1986) como Garrido e Íñiguez (2017), la rentabilidad financiera se descompone y consigue ampliar su interpretación:

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= \frac{\text{BAI}}{\text{Patrimonio Neto}} \times \frac{\text{BAII}}{\text{BAI}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Activo Total}} \rightarrow \\
 \rightarrow \text{ROE} &= \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Patrimonio Neto}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}}
 \end{aligned}$$

\downarrow \downarrow $\underbrace{\hspace{10em}}$
 Margen sobre Rotación Efecto Apalancamiento
 Ventas del Activo Financiero
 $\underbrace{\hspace{15em}}$
 Rentabilidad Económica

Del estudio de dicha cadena de ratios puede deducirse que la rentabilidad financiera es, pues, consecuencia del producto de dos factores: la rentabilidad económica (ROA), ya analizada, y del efecto apalancamiento financiero.

- El primer factor es la Rentabilidad Económica, donde su primer componente es el **margen sobre ventas** y su segundo componente es la **rotación del activo** sobre las ventas. Y, viene determinado por la eficiencia operativa de la empresa (aumento rotación y reducción de costes) y del grado de libertad de la fijación de precios (grado de monopolio).
- Por su parte, el segundo factor es el Efecto Apalancamiento Financiero, que se define como la multiplicación de dos componentes:
 - El primero es el **endeudamiento**, que es la relación entre las inversiones y los recursos propios de la empresa; y cuanto mayor sea, mayores son las deudas que existen.
 - Y, el segundo componente es el **coste de dicho endeudamiento**, que es el cociente entre el BAI y el BAII, e indica qué resultado queda en la empresa después de asumir los gastos financieros.

Mediante esta desagregación, la rentabilidad financiera puede ser obtenida por distintas combinaciones de estos elementos, lo que permite determinar cómo se puede mejorar la rentabilidad financiera de la empresa. Las posibilidades serían:

- **Incrementar el margen de ventas:** subiendo los precios de venta o reduciendo los costes unitarios, manteniendo constante la otra variable que no se vea modificada.
- **Incrementar la rotación:** reduciendo el activo y/o incrementando las ventas, como ya se comentó durante la rentabilidad económica.
- **Incrementar el apalancamiento financiero:** incrementar la relación entre activo y recursos propios implica aumentar el endeudamiento de la empresa. Resulta paradójico que un incremento de los recursos ajenos (endeudamiento) pueda tener un efecto positivo sobre la rentabilidad financiera de la empresa; esto sólo ocurre si el coste del capital que se pide prestado (coste de la deuda) es inferior al rendimiento de las inversiones (ROA). Más adelante veremos que el apalancamiento financiero tiene un efecto singular sobre la rentabilidad de la empresa.

Así pues, si una empresa quiere conseguir una rentabilidad financiera más favorable, debe saber que no bastará con la mejora de una de las tres posibilidades previas, sino que tendrá que observar la influencia de sus medidas en las demás.

Tabla 2.6. Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilidad Financiera (ROE)	0,72%	-12,82%	-50,76%	7,37%	7,35%
Beneficio Antes de Impuestos (BAI)	993	-14.060	-36.118	5.960	11.761
Patrimonio Neto	137.421	109.705	71.159	80.860	160.053
Margen sobre Ventas	38,34%	-22,41%	-88,87%	37,90%	3,25%
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	12.934	-6.382	-26.809	13.981	32.007
Ventas	33.739	28.477	30.168	36.891	984.354
Rotación de Activos	0,09	0,09	0,12	0,15	1,18
Ventas	33.739	28.477	30.168	36.891	984.354
Activo Total	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899
Apalancamiento Financiero	0,21	6,03	4,75	1,29	1,91
Activo Total	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899
Patrimonio Neto	137.421	109.705	71.159	80.860	160.053
Beneficio Antes de Impuestos (BAI)	993	-14.060	-36.118	5.960	11.761
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	12.934	-6.382	-26.809	13.981	32.007

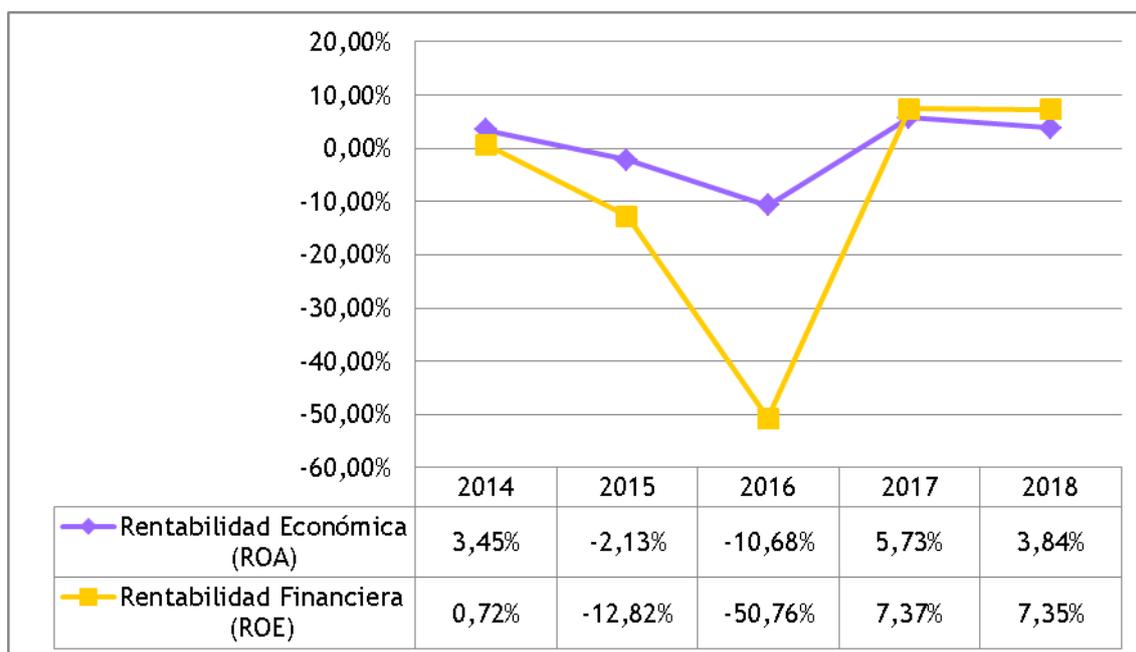
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

La tabla 2.6 recoge la Rentabilidad Financiera del grupo Audax Renovables y sus factores, con los diferentes componentes para calcularlos, en el periodo 2014-2018.

Como se puede observar en la tabla, es muy notable que durante los años 2015 y 2016 la Rentabilidad Financiera (ROE) es negativa, es decir, los accionistas están perdiendo el capital invertido en la empresa, al presentar unas cifras de -12,82% y -50,76%, respectivamente. Esto se debe a que durante esos ejercicios la empresa entró en pérdidas. Aun así, la compañía muestra una Rentabilidad Financiera con tendencia creciente, pues pasa de 0,72% en 2014 a 7,37% en 2017 (siendo este su máximo valor del periodo), disminuyendo levemente a 7,35% en 2018. Al presentar una rentabilidad financiera positiva durante esos años, se demuestra que los accionistas del Grupo Audax obtuvieron rendimientos dentro de la compañía.

Por otra parte, tanto el **margen sobre ventas** como la **rotación del activo** ya se han evaluado en el análisis de la Rentabilidad Económica. Pero falta mencionar el efecto del **apalancamiento financiero**, en él se percibe el gran incremento que experimentó en el ejercicio 2015, pasando de 0,21 en 2014 a 6,03 en 2015. Posteriormente, a lo largo del periodo estudiado ha ido disminuyendo hasta alcanzar un 1,21 en 2017, sufriendo un ligero repunte a 1,91 en 2018. Esto demuestra que el grupo empresarial ha recurrido al endeudamiento para mejorar la Rentabilidad Financiera.

Gráfico 2.19. Evolución de la Rentabilidad Económica (ROA) y de la Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

El gráfico 2.19 refleja la evolución de la Rentabilidad Económica (ROA) y Rentabilidad Financiera (ROE) del grupo Audax Renovables para el periodo objeto de estudio.

Lo más destacable es que la Rentabilidad Financiera (ROE) es inferior a la Rentabilidad Económica durante 2014-2016. Este análisis revela que la entidad no alcanza unos niveles adecuados de rentabilidad y, por lo tanto, el Grupo Audax ha sufrido problemas de liquidez y solvencia en los años posteriores (como se ha demostrado en el análisis financiero).

Mientras, en 2017 y 2018, la Rentabilidad Financiera es superior a la Rentabilidad Económica. Siendo el año 2017 el que mayor beneficio ha reportado a los accionistas, porque les ofrece un beneficio de 7,37% por cada euro invertido en el Grupo.

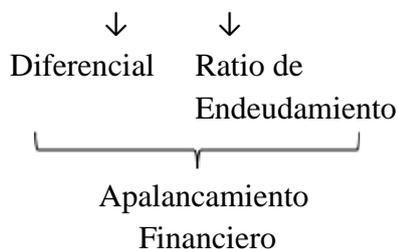
La explicación de la mejora de la situación del grupo Audax Renovables en los últimos años, es porque la compañía ha buscado reestructurarse al desinvertir en el negocio de generación de energía eléctrica a través de fuentes 100% renovables, centrándose en la comercialización de energía eléctrica y gas, que a diferencia del negocio de generación no requiere importantes inversiones y es una actividad más rentable.

2.5.2.1. APALANCAMIENTO FINANCIERO Y ENDEUDAMIENTO.

Finalmente, se va a ahondar en el concepto de apalancamiento financiero mediante su análisis que se puede realizar empleando la anterior metodología de la desagregación de la rentabilidad financiera, o bien, la que veremos a continuación.

El apalancamiento financiero es la relación entre activo y patrimonio neto; esto es, la inversión que se ha realizado en la empresa por cada unidad monetaria de recursos propios. Pero, también se puede examinar a partir de la ecuación de la Rentabilidad Financiera:

$$ROE = ROA + (ROA - CF) \times L$$



La utilización de fuentes de financiación ajenas que suponen un coste financiero concreto determina la rentabilidad financiera de la empresa. Así, este efecto será positivo cuando el endeudamiento mejore la rentabilidad financiera, y negativo cuando no lo haga. Por ello, hay que considerar el coste de la financiación ajena (CF) o coste de endeudamiento de la empresa:

$$CF = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Exigible Total}} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Pasivo Total}}$$

El diferencial ayuda a ver el signo del efecto apalancamiento financiero, examinando la rentabilidad de los activos (ROA) y los costes de la deuda (CF). Mientras, el ratio de endeudamiento se calcula de la siguiente manera:

$$L = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Uno de los factores que más influye sobre el efecto apalancamiento financiero es la aparición de costes financieros (intereses del endeudamiento) para retribuir al exigible de la empresa. Así, de acuerdo con Cuervo y Rivero (1986) y como se ha dicho previamente, el efecto apalancamiento financiero es positivo cuando la empresa dispone de oportunidades de inversión capaces de proporcionar unas rentabilidades superiores a los costes de utilización de recursos ajenos, indicando que será beneficioso para los accionistas que la empresa se endeude, pues ello llevará a una mejora de la rentabilidad de los fondos propios. En consecuencia, la rentabilidad financiera será más elevada que la rentabilidad económica. Por el contrario, cuando la rentabilidad que se obtenga de las inversiones sea inferior al coste de la deuda, el empleo de recursos ajenos sólo contribuirá a reducir la rentabilidad de los recursos propios. De modo que, la rentabilidad financiera será menor que la rentabilidad económica.

- ✓ ROA > Coste de la deuda → ROE > ROA
- ✗ ROA < Coste de la deuda → ROE < ROA

Al efecto de apalancamiento financiero se le denomina “*barco de vela*”, porque en tiempos de bonanza económica impulsa la empresa sobrestimando su valor, al ser superior la rentabilidad económica al coste de pedir prestado. Pero esta práctica puede volverse en contra de la empresa en periodos de estancamiento o épocas recesivas, con débil rentabilidad de la inversión y costes de capital ajeno crecientes, pues el efecto apalancamiento financiero acentúa la mediocridad de la rentabilidad de los fondos propios e incluso la anula.

Según Cuervo y Rivero (1986), “*el apalancamiento (amplificador o reductor de la rentabilidad de los fondos propios) es una política exigida por los procesos de rápida acumulación y la necesidad de financiar el crecimiento, más que resultado de la elección libre de dicha estrategia financiera*”. Es decir, el endeudamiento, por medio del efecto de apalancamiento financiero, permite a la empresa financiar su expansión sin esperar hasta haber generado los medios propios necesarios para ello y puede dar lugar a un aumento de la remuneración de los fondos propios.

Esto significa que el endeudamiento aporta un elemento dinámico a la estructura financiera y de rendimientos de la empresa, pero con dos consecuencias que pueden ser adversas para la empresa: el incremento de los **costes de financiación** y el aumento del **riesgo financiero**.

Tabla 2.7. Ecuación de la Rentabilidad Financiera (ROE) del Grupo Audax Renovables

	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	3,45%	-2,13%	-10,68%	5,73%	3,84%
Coste financiero (CF)	5,03%	4,03%	5,18%	4,91%	3,01%
Gastos Financieros	11.941	7.678	9.309	8.021	20.246
Pasivo Total	237.246	190.532	179.790	163.246	672.846
Ratio de Endeudamiento (L)	1,73	1,74	2,53	2,02	4,20
Pasivo Total	237.246	190.532	179.790	163.246	672.846
Patrimonio Neto	137.421	109.705	71.159	80.860	160.053
ROE=ROA+(ROA-CF)*L	0,72%	-12,82%	-50,76%	7,37%	7,35%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de SABI.

En la tabla 2.7 se representa la ecuación de la Rentabilidad Financiera (ROE) del grupo Audax Renovables durante el periodo objeto de estudio.

En este caso, únicamente se evaluará el coste financiero del Grupo Audax, puesto que ya se han analizado tanto la Rentabilidad Económica (ROA) como la Rentabilidad Financiera (ROE) durante este epígrafe, y el Ratio de Endeudamiento en el análisis financiero.

Como se aprecia en la tabla, el coste de la deuda ha sufrido oscilaciones a lo largo de todo el periodo, pasando de un 5,03% en el año 2014 a disminuir a 4,03% en 2015, aumentando nuevamente hasta 5,18% en 2016 (que es su máximo valor), minorándose al alcanzar 3,01% en 2018 (que es su menor cifra). En su conjunto, si sólo tenemos en cuenta el primer y último ejercicio, se puede decir que los intereses de la deuda se han reducido.

En definitiva, en 2017 y 2018 el apalancamiento financiero es positivo. No obstante, aunque el endeudamiento permite mejorar la rentabilidad financiera, esta forma de financiación no puede revestir un carácter permanente, porque el riesgo financiero del Grupo (liquidez y solvencia) se encuentra sistemáticamente aumentando, empeorando la situación patrimonial, por el hecho de disminuir su autonomía financiera.

CONCLUSIONES

La finalidad de este trabajo se ha cumplido al llevar a cabo la realización de un análisis de la situación económica-financiera del Grupo Audax Renovables durante el periodo 2014 a 2018. Para finalizar, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

El sector energético es un sector clave para evitar que el calentamiento global del planeta alcance unas dimensiones drásticas, por ello se debe avanzar hacia la transición energética con la implantación de las alternativas renovables impulsando así la actividad económica con nuevas tecnologías no contaminantes, permitiendo dar un gran salto hacia una economía más verde. La transición hacia una economía libre de combustibles fósiles (carbón, petróleo y gas) es el futuro, pues todos, absolutamente todos queremos un mundo más limpio, un mundo más verde, cuidado y mucho menos contaminado. Por ese motivo, hay que buscar la forma de luchar contra el cambio climático, a la vez que, se logra impulsar la prosperidad, el número de empleos y el crecimiento económico.

Según los datos obtenidos en la base de datos SABI, en el ejercicio 2018, la empresa Audax Renovables, S.A. se encuentra entre las diez principales empresas del sector dedicadas a la Producción de Energía Eléctrica de otros tipos. En concreto, según los Ingresos de Explotación se sitúa en quinto lugar con un valor de 485,19 millones de €. En cuanto al Activo Total, se encuentra en la posición decimoséptima con una cifra de 437,44 millones de €. Y, con respecto al Resultado del Ejercicio, ocupa el vigésimo puesto al alcanzar un valor de 19,97 miles de €.

Si se observa la evolución del Grupo Audax Renovables, es preciso señalar que ha ido expandiéndose estos últimos años al adquirir y fusionarse con nuevas empresas, tanto generadoras como sobre todo comercializadoras de energía, hasta que finalmente en el ejercicio 2018, el Grupo Audax está al frente de 43 sociedades, dentro de las cuales 10 son filiales internacionales.

En cuanto al Análisis Económico-Financiero del Grupo Audax:

La estructura económica, si bien disminuyó hasta el ejercicio 2017 con respecto al año 2014, en 2018 se incrementó considerablemente un 122,30%. Dentro del Activo destaca el aumento experimentado por el epígrafe "*Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo*" de un 2.335% a lo largo de todo el período objeto de estudio. Durante todo el periodo analizado, el Activo No Corriente ha superado al Activo Corriente, pero la diferencia entre ambas masas patrimoniales es cada vez menor.

En relación con la estructura financiera, cabe diferenciar dos períodos. El primero desde el ejercicio económico 2014 hasta el 2017, en este período destaca la elevada participación del Pasivo No Corriente, más de un 50% del total de la financiación, y el escaso peso del Pasivo Corriente en el Total de la Estructura Financiera. Si bien en el último ejercicio analizado, 2018, se produce un cambio en la estructura de financiación, aumenta el peso relativo de la financiación ajena a corto plazo en detrimento de la financiación ajena a largo plazo y de la financiación propia. En el último ejercicio se produce una reducción del coste financiero de la deuda.

Mediante el análisis de los Estados de Flujos de Efectivo, se observa que en 2018, el Grupo empresarial obtuvo flujos por actividades de explotación que fueron suficientes para atender los requerimientos de inversión. Por ende, pudo hacer frente a las necesidades de inversión y las cubrió con los recursos generados en su actividad ordinaria; pero, al mismo tiempo, recibió financiación ajena.

En relación con los resultados alcanzados en el análisis de la situación financiera a corto plazo, la posición de liquidez del Grupo Audax Renovables se encuentra relativamente ajustada al volumen de Pasivo Corriente. En los cinco ejercicios analizados, la media a cinco años del Ratio de Liquidez General se encuentra en un nivel del 1,01, si bien, se produce un importante descenso del ratio en el último ejercicio, por lo que el Grupo podría tener dificultades para cubrir los vencimientos del Pasivo Circulante en épocas de recesión económica o si surgen imprevistos, pudiendo incluso llegar a la suspensión de pagos.

Acercando de la solvencia, el Grupo Audax muestra una situación financiera a largo plazo adecuada e indica que no va a tener que enfrentarse a la quiebra, de ahí que ofrezca mayores garantías a sus acreedores para la devolución de sus deudas. Pero, en el transcurso del trabajo, se advierte que el Grupo se ha ido acercando cada vez más a una situación de desequilibrio financiero.

En cuanto a los ratios de endeudamiento, se puede percibir el elevado nivel de endeudamiento, que se ha incrementado debido fundamentalmente al aumento de la financiación externa a corto plazo, como ya se ha comentado anteriormente.

Como conclusión, a la serie de ratios que se han visto se puede decir que, el Grupo Audax Renovables a lo largo del periodo analizado ha pasado de una situación menos grave donde las deudas eran fundamentalmente deudas no corrientes y tenía un volumen de flujos de efectivo significativo; a una situación muy arriesgada donde una gran parte de la deuda es corriente y, además, genera escasos flujos de efectivo.

Lo más destacable en cuanto al análisis de la rentabilidad es que la Rentabilidad Financiera (ROE) fue inferior a la Rentabilidad Económica (ROA) durante 2014-2016, revelando unos niveles inadecuados de rentabilidad, lo que se refleja en los problemas de liquidez y solvencia de los siguientes ejercicios. Mientras que, en 2017 y 2018, la Rentabilidad Financiera es superior a la Rentabilidad Económica, reportando un mayor beneficio a los accionistas.

Posiblemente, estos resultados tengan que ver con la expansión internacional del negocio a través de crecimiento inorgánico, al acometer adquisiciones y/o fusiones de empresas durante los ejercicios considerados en el estudio.

Pero, no hay que olvidar que, el grupo empresarial puede verse afectado negativamente ante la crisis sanitaria y financiera actual, porque las dificultades de financiación que puede traer la crisis, hará que la compañía tenga que aumentar su fondo de maniobra y la liquidez para no depender de las decisiones de los intermediarios financieros, que suelen aplicar en esos momentos restricciones crediticias.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARCHEL, P., LIZARRAGA, F., SÁNCHEZ, S., y CANO, M. (2018). *Estados contables: elaboración, análisis e interpretación* (6ª ed.). Madrid: Ediciones Pirámide.
- AZOFRA, V. (1995). “Sobre el análisis financiero y su nueva orientación”. *Anales de estudios económicos y empresariales*, (10), 9-28.
- BERNSTEIN, L. (1984). *Análisis de los estados financieros*. Bilbao: Deusto.
- CORONA, E, BEJARANO, V. y GONZÁLEZ, J.R. (2014). *Análisis de estados financieros individuales y consolidados*. Madrid: UNED.
- CUERVO, A., y RIVERO, P. (1986). “El análisis económico-financiero de la empresa”. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16, (49), 15-33.
- FERNÁNDEZ, A.I. (1986). “El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis”. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16, (49), 113-132.
- GARRIDO, P. y ÍÑIGUEZ, R. (2017). *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera* (4ª ed.). Madrid: Ediciones Pirámide.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2016). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones* (5ª ed.). Madrid: Ediciones Pirámide.
- GUERRAS MARTÍN, L., NAVAS LÓPEZ, J., y GARCÍA MUIÑA, F. (2015). *La dirección estratégica de la empresa : teoría y aplicaciones* (5ª ed.). Madrid: Editorial Thomson-Civitas.
- GUTIERREZ VIGUERA, M. y COUSO RUANO, A. (2010). *Interpretación y análisis de balances*. Madrid: RA-MA Editorial.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. (2018). *El Marco Conceptual para la Información Financiera*. IFRS Foundation. Londres, Inglaterra.
- LEV, B. (1978). *Análisis de estados financieros: Un nuevo enfoque*. Madrid: Esic-Market.
- LLORENTE OLIER, J.I (2017). *Análisis de estados económico-financieros* (2ª ed.). Madrid: Centro de Estudios Financieros.
- MUÑOZ MERCHANTANTE, A. (2009). *Análisis de los estados financieros. Teoría y práctica*. Madrid: Ediciones Académicas.
- MUÑOZ MERCHANTANTE, A.; IBAÑEZ JIMÉNEZ, E.M. y PARTE ESTEBAN, L. (2018). *Análisis de estados financieros* (1ª ed.). Madrid: Ediciones Académicas.
- PALOMARES, J. y PESET, M. J. (2015). *Estados financieros. Interpretación y análisis*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre, por el que se modifican el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre; el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre; las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas aprobadas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre; y las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las entidades sin fines lucrativas aprobadas por el Real Decreto 1491/2011, de 24 de octubre.

Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.

Reglamento (UE) 2017/1990 de la Comisión, de 6 de noviembre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad 7.

RIVERO TORRE, P. (2009). *Análisis de Balances y Estados Complementarios* (2ª ed.). Madrid: Ediciones Pirámide.

RUIZ PALOMO, D. (2008). ¿Es el análisis contable una disciplina científica autónoma? Málaga: Universidad de Málaga, 2008, p.22.

SOMOZA LÓPEZ, A. (2018). *Análisis de estados financieros consolidados*. Madrid: Ediciones Pirámide.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

Análisis Independiente de Audax Renovables del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). https://www.ieaf.es/images/IEAF/LIGHTHOUSE/adxr_20190924_1.pdf (Consulta: 5 de marzo de 2020)

Audax Renovables, S.A. y sus Sociedades Dependientes: <https://www.audaxrenovables.com/> y <https://www.audaxenergia.com/> (Consulta: 28 de febrero de 2020)

Base de datos Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA). <https://www.irena.org/costs> (Consulta: 30 de mayo de 2020).

Base de datos Eurostat. <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Consulta: 29 de mayo de 2020).

Base de datos Instituto Nacional de Estadística (INE). <https://www.ine.es/index.htm> (Consulta: 8 de junio de 2020).

Base de datos Instituto para la Diversificación y Ahorro de la Energía (IDAE). <https://www.idae.es/bases-de-datosherramientas> (Consulta: 29 de mayo de 2020).

- Base de datos Organización Mundial de la Salud (OMS). Informes de situación de la enfermedad por coronavirus (COVID-2019). <https://www.who.int/emergencias/diseases/novel-coronavirus-2019/situation-reports> (Consulta: 8 de junio de 2020).
- Bases de datos suscritas por la UVa (Universidad de Valladolid) (2018). SABI. Londres: Bureau Van Dijk. <https://sabi-bvdinfo-com.ponton.uva.es/version-201853/home.serv?product=SabiNeo&loginfromcontext=ipaddress> (Consulta: 18 de febrero de 2020).
- Comisión Europea: Un Pacto Verde Europeo. https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_es y Plan de recuperación para Europa: https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_es (Consultas: 31 de mayo de 2020).
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): Audax Renovables, S.A. <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A62338827> (Consulta: 18 de febrero de 2020).
- Condiciones Generales del Contrato Dual de Suministro y Servicios Adicionales de Audax Energía, S.A.: https://www.audaxenergia.com/Docs/03042020%20CG%20CONTRATO%20DUAL%20AUDAX_V16.pdf (Consulta: 26 de abril de 2020).
- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. <http://www.icac.meh.es/> (Consulta: 20 de febrero de 2020).
- Proyecto común de fusión entre Audax Renovables, S.A. y Audax Energía, S.A.: https://www.audaxrenovables.com/wp-content/uploads/2018/07/ADX_HR_Proyecto_de_fusion_ADXRenovables_ADXEnergia_29062018_Final.pdf <https://www.audaxrenovables.com/audax-energia-y-la-cotizada-audax-renovables-culminan-el-proceso-de-fusion-2/> (Consultas: 15 de marzo de 2020).

ANEXO

1. BALANCE DE SITUACIÓN DE AUDAX RENOVABLES S.A. Y SOCIEDADES
DEPENDIENTES (Miles de €).

ACTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	341.340	272.674	225.638	212.780	528.479
I Inmovilizado intangible	91.472	58.383	34.167	32.202	250.074
4. Fondo de comercio	10.226	7.062	1.494	1.494	138.564
9. Otro inmovilizado intangible	81.246	51.321	32.673	30.708	111.510
II Inmovilizado material	229.541	195.399	172.478	164.779	166.597
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	214.287	195.298	172.478	164.779	166.597
3. Inmovilizado en curso y anticipos	15.254	101	0	0	0
III Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	6.992
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	4.080	4.090	13.146	12.744	99.355
5. Otros activos financieros	0	0	5.704	5.813	0
6. Otras inversiones	0	0	7.442	6.931	0
V Inversiones financieras a largo plazo	9.618	8.952	0	0	0
VI Activos por impuesto diferido	6.629	5.850	5.847	3.055	5.461
B) ACTIVO CORRIENTE	33.327	27.563	25.311	31.326	304.420
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	1.500	0	0	0	0
II Existencias	0	0	0	0	4.513
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	8.610	7.056	5.892	6.910	137.508
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	6.400	4.514	5.678	6.832	136.076
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	0	0	5.678	0	0
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	6.400	4.514	0	6.832	136.076
3. Deudores varios	1.851	2.374	214	78	0
5. Activos por impuesto corriente	359	168	0	0	1.432
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	3.751	10.238	44.460
5. Otros activos financieros	0	0	3.636	10.182	44.460
6. Otras inversiones	0	0	115	56	0
V Inversiones financieras a corto plazo	5.491	4.519	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	0	0	0	0	19.626
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	17.726	15.988	15.668	14.178	98.313
TOTAL ACTIVO (A + B)	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899

PASIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	137.421	109.705	71.159	80.860	160.053
A-1) Fondos propios	173.841	119.107	87.373	95.377	147.563
I Capital	140.004	98.003	98.003	98.003	308.204
1. Capital escriturado	140.004	98.003	98.003	98.003	308.204
II Prima de emisión	278.948	278.948	278.948	278.948	420.316
III Reservas	-250.660	-205.042	-258.472	-290.081	-623.212
VII Resultado del ejercicio	2.005	-53.467	-31.608	7.350	8.997
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	3.544	665	502	1.157	33.258
A-2) Ajustes por cambios de valor	-38.030	-16.392	-16.214	-14.517	6.621
IV Diferencia de conversión	-26.555	-4.906	-6.099	-6.273	1.717
V Otros	-11.475	-11.486	-10.115	-8.244	4.904
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.610	6.990	0	0	5.869
B) PASIVO NO CORRIENTE	198.272	168.455	152.083	136.772	316.892
I Provisiones a largo plazo	2.642	2.251	1.666	1.762	2.670
II Deudas a largo plazo	173.035	150.707	133.412	120.659	284.467
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	96.938
2. Deudas con entidades de crédito	152.234	133.423	117.870	106.810	129.873
4. Derivados	0	0	0	0	11.373
5. Otros pasivos financieros	20.801	17.284	15.542	13.849	46.283
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	7.520	6.965	0
IV Pasivos por impuesto diferido	20.626	13.568	9.485	7.386	29.755
VI Acreedores comerciales no corrientes	1.969	1.929	0	0	0
C) PASIVO CORRIENTE	38.974	22.077	27.707	26.474	355.954
II Provisiones a corto plazo	0	0	0	0	949
2. Otras provisiones	0	0	0	0	949
III Deudas a corto plazo	29.789	15.381	19.042	19.861	188.655
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	67.985
2. Deudas con entidades de crédito	21.227	15.232	18.554	19.046	103.713
4. Derivados	0	0	0	0	462
5. Otros pasivos financieros	8.562	149	488	815	16.495
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	7.273	6.329	8.001	6.029	166.350
1. Proveedores	0	0	0	0	93.313
b) Proveedores a corto plazo	0	0	0	0	93.313
3. Acreedores varios	6.823	6.094	8.001	5.865	71.043
5. Pasivos por impuesto corriente	450	235	0	164	1.994
VII Deuda con características especiales a corto plazo	1.912	367	664	584	0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	374.667	300.237	250.949	244.106	832.899

2. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO AUDAX RENOVABLES –
PORCENTAJES HORIZONTALES. (Números índice, año base 2014)

ACTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	100,00%	79,88%	66,10%	62,34%	154,82%
I Inmovilizado intangible	100,00%	63,83%	37,35%	35,20%	273,39%
4. Fondo de comercio	100,00%	69,06%	14,61%	14,61%	1355,02%
9. Otro inmovilizado intangible	100,00%	63,17%	40,21%	37,80%	137,25%
II Inmovilizado material	100,00%	85,13%	75,14%	71,79%	72,58%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	100,00%	91,14%	80,49%	76,90%	77,74%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	100,00%	0,66%	0,00%	0,00%	0,00%
III Inversiones inmobiliarias	-	-	-	-	-
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	100,00%	100,25%	322,21%	312,35%	2435,17%
5. Otros activos financieros	-	-	-	-	-
6. Otras inversiones	-	-	-	-	-
V Inversiones financieras a largo plazo	100,00%	93,08%	0,00%	0,00%	0,00%
VI Activos por impuesto diferido	100,00%	88,25%	88,20%	46,09%	82,38%
B) ACTIVO CORRIENTE	100,00%	82,70%	75,95%	94,00%	913,43%
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II Existencias	-	-	-	-	-
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	100,00%	81,95%	68,43%	80,26%	1597,07%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	100,00%	70,53%	88,72%	106,75%	2126,19%
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	-	-	-	-	-
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	100,00%	70,53%	0,00%	106,75%	2126,19%
3. Deudores varios	100,00%	128,25%	11,56%	4,21%	0,00%
5. Activos por impuesto corriente	100,00%	46,80%	0,00%	0,00%	398,89%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	-	-	-	-	-
5. Otros activos financieros	-	-	-	-	-
6. Otras inversiones	-	-	-	-	-
V Inversiones financieras a corto plazo	100,00%	82,30%	0,00%	0,00%	0,00%
VI Periodificaciones a corto plazo	-	-	-	-	-
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	100,00%	90,20%	88,39%	79,98%	554,63%
TOTAL ACTIVO (A + B)	100,00%	80,13%	66,98%	65,15%	222,30%

PASIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	100,00%	79,83%	51,78%	58,84%	116,47%
A-1) Fondos propios	100,00%	68,51%	50,26%	54,86%	84,88%
I Capital	100,00%	70,00%	70,00%	70,00%	220,14%
1. Capital escriturado	100,00%	70,00%	70,00%	70,00%	220,14%
II Prima de emisión	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	150,68%
III Reservas	100,00%	81,80%	103,12%	115,73%	248,63%
VII Resultado del ejercicio	100,00%	-2666,68%	-1576,46%	366,58%	448,73%
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	100,00%	18,76%	14,16%	32,65%	938,43%
A-2) Ajustes por cambios de valor	100,00%	43,10%	42,63%	38,17%	-17,41%
IV Diferencia de conversión	100,00%	18,47%	22,97%	23,62%	-6,47%
V Otros	100,00%	100,10%	88,15%	71,84%	-42,74%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	100,00%	434,16%	0,00%	0,00%	364,53%
B) PASIVO NO CORRIENTE	100,00%	84,96%	76,70%	68,98%	159,83%
I Provisiones a largo plazo	100,00%	85,20%	63,06%	66,69%	101,06%
II Deudas a largo plazo	100,00%	87,10%	77,10%	69,73%	164,40%
1. Obligaciones y otros valores negociables	-	-	-	-	-
2. Deudas con entidades de crédito	100,00%	87,64%	77,43%	70,16%	85,31%
4. Derivados	-	-	-	-	-
5. Otros pasivos financieros	100,00%	83,09%	74,72%	66,58%	222,50%
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	-	-	-	-	-
IV Pasivos por impuesto diferido	100,00%	65,78%	45,99%	35,81%	144,26%
VI Acreedores comerciales no corrientes	100,00%	97,97%	0,00%	0,00%	0,00%
C) PASIVO CORRIENTE	100,00%	56,65%	71,09%	67,93%	913,31%
II Provisiones a corto plazo	-	-	-	-	-
2. Otras provisiones	-	-	-	-	-
III Deudas a corto plazo	100,00%	51,63%	63,92%	66,67%	633,30%
1. Obligaciones y otros valores negociables	-	-	-	-	-
2. Deudas con entidades de crédito	100,00%	71,76%	87,41%	89,73%	488,59%
4. Derivados	-	-	-	-	-
5. Otros pasivos financieros	100,00%	1,74%	5,70%	9,52%	192,65%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	100,00%	87,02%	110,01%	82,90%	2287,23%
1. Proveedores	-	-	-	-	-
b) Proveedores a corto plazo	-	-	-	-	-
3. Acreedores varios	100,00%	89,32%	117,27%	85,96%	1041,23%
5. Pasivos por impuesto corriente	100,00%	52,22%	0,00%	36,44%	443,11%
VII Deuda con características especiales a corto plazo	100,00%	19,19%	34,73%	30,54%	0,00%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	100,00%	80,13%	66,98%	65,15%	222,30%

3. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO AUDAX RENOVABLES –
PORCENTAJES VERTICALES.

ACTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	91,10%	90,82%	89,91%	87,17%	63,45%
I Inmovilizado intangible	24,41%	19,45%	13,62%	13,19%	30,02%
4. Fondo de comercio	2,73%	2,35%	0,60%	0,61%	16,64%
9. Otro inmovilizado intangible	21,68%	17,09%	13,02%	12,58%	13,39%
II Inmovilizado material	61,27%	65,08%	68,73%	67,50%	20,00%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	57,19%	65,05%	68,73%	67,50%	20,00%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	4,07%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
III Inversiones inmobiliarias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,84%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1,09%	1,36%	5,24%	5,22%	11,93%
5. Otros activos financieros	-	-	2,27%	2,38%	-
6. Otras inversiones	-	-	2,97%	2,84%	-
V Inversiones financieras a largo plazo	2,57%	2,98%	0,00%	0,00%	0,00%
VI Activos por impuesto diferido	1,77%	1,95%	2,33%	1,25%	0,66%
B) ACTIVO CORRIENTE	8,90%	9,18%	10,09%	12,83%	36,55%
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II Existencias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,54%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2,30%	2,35%	2,35%	2,83%	16,51%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	1,71%	1,50%	2,26%	2,80%	16,34%
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	0,00%	0,00%	2,26%	0,00%	0,00%
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	1,71%	1,50%	0,00%	2,80%	16,34%
3. Deudores varios	0,49%	0,79%	0,09%	0,03%	0,00%
5. Activos por impuesto corriente	0,10%	0,06%	0,00%	0,00%	0,17%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0,00%	0,00%	1,49%	4,19%	5,34%
5. Otros activos financieros	0,00%	0,00%	1,45%	4,17%	5,34%
6. Otras inversiones	0,00%	0,00%	0,05%	0,02%	0,00%
V Inversiones financieras a corto plazo	1,47%	1,51%	0,00%	0,00%	0,00%
VI Periodificaciones a corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,36%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	4,73%	5,33%	6,24%	5,81%	11,80%
TOTAL ACTIVO (A + B)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

PASIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	36,68%	36,54%	28,36%	33,12%	19,22%
A-1) Fondos propios	46,40%	39,67%	34,82%	39,07%	17,72%
I Capital	37,37%	32,64%	39,05%	40,15%	37,00%
1. Capital escriturado	37,37%	32,64%	39,05%	40,15%	37,00%
II Prima de emisión	74,45%	92,91%	111,16%	114,27%	50,46%
III Reservas	-66,90%	-68,29%	-103,00%	-118,83%	-74,82%
VII Resultado del ejercicio	0,54%	-17,81%	-12,60%	3,01%	1,08%
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	0,95%	0,22%	0,20%	0,47%	3,99%
A-2) Ajustes por cambios de valor	-10,15%	-5,46%	-6,46%	-5,95%	0,79%
IV Diferencia de conversión	-7,09%	-1,63%	-2,43%	-2,57%	0,21%
V Otros	-3,06%	-3,83%	-4,03%	-3,38%	0,59%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0,43%	2,33%	0,00%	0,00%	0,70%
B) PASIVO NO CORRIENTE	52,92%	56,11%	60,60%	56,03%	38,05%
I Provisiones a largo plazo	0,71%	0,75%	0,66%	0,72%	0,32%
II Deudas a largo plazo	46,18%	50,20%	53,16%	49,43%	34,15%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,64%
2. Deudas con entidades de crédito	40,63%	44,44%	46,97%	43,76%	15,59%
4. Derivados	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,37%
5. Otros pasivos financieros	5,55%	5,76%	6,19%	5,67%	5,56%
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0,00%	0,00%	3,00%	2,85%	0,00%
IV Pasivos por impuesto diferido	5,51%	4,52%	3,78%	3,03%	3,57%
VI Acreedores comerciales no corrientes	0,53%	0,64%	0,00%	0,00%	0,00%
C) PASIVO CORRIENTE	10,40%	7,35%	11,04%	10,85%	42,74%
II Provisiones a corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%
2. Otras provisiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%
III Deudas a corto plazo	7,95%	5,12%	7,59%	8,14%	22,65%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	8,16%
2. Deudas con entidades de crédito	5,67%	5,07%	7,39%	7,80%	12,45%
4. Derivados	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%
5. Otros pasivos financieros	2,29%	0,05%	0,19%	0,33%	1,98%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1,94%	2,11%	3,19%	2,47%	19,97%
1. Proveedores	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,20%
b) Proveedores a corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,20%
3. Acreedores varios	1,82%	2,03%	3,19%	2,40%	8,53%
5. Pasivos por impuesto corriente	0,12%	0,08%	0,00%	0,07%	0,24%
VII Deuda con características especiales a corto plazo	0,51%	0,12%	0,26%	0,24%	0,00%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

4. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE AUDAX RENOVABLES S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES (Miles de €).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2014	2015	2016	2017	2018
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	33.739	28.477	30.168	36.891	984.354
a) Ventas	0	0	30.168	36.891	0
b) Prestaciones de servicios	33.739	28.477	0	0	984.354
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	215	194	0	0	0
4. Aprovisionamientos	0	0	0	0	-883.246
a) Consumo de mercaderías	0	0	0	0	-883.246
5. Otros ingresos de explotación	296	154	917	268	2.593
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	296	154	917	268	2.593
6. Gastos de personal	-1.648	-1.564	-1.795	-884	-19.360
a) Sueldos, salarios y asimilados	-1.424	-1.361	-1.617	-746	-15.890
b) Cargas sociales	-224	-203	-178	-138	-3.470
7. Otros gastos de explotación	-10.442	-9.542	-12.908	-11.169	-39.521
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	0	0	0	0	5.774
8. Amortización del inmovilizado	-13.982	-10.187	-12.835	-11.591	-25.079
10. Excesos de provisiones	0	0	658	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	3.707	-13.721	-30.747	203	8.575
a) Deterioro y pérdidas	3.707	-13.721	-30.883	-63	8.575
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	136	266	0
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	11.885	-6.189	-26.542	13.718	28.316
14. Ingresos financieros	1.350	52	25	179	4.124
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	1.350	52	25	179	4.124
15. Gastos financieros	-11.941	-7.678	-9.309	-8.021	-20.246
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	0	0	-291
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0	0	0	0	-291
17. Diferencias de cambio	-160	-144	-101	217	-94
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	-141	-101	-191	-133	-48
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-10.892	-7.871	-9.576	-7.758	-16.555
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	993	-14.060	-36.118	5.960	11.761
20. Impuestos sobre beneficios	2.130	1.087	4.425	1.674	-1.772
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	3.123	-12.973	-31.693	7.634	9.989
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	-42.057	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	3.123	-55.030	-31.693	7.634	9.989
(*) Resultado atribuible a la sociedad dominante	2.005	-53.467	-31.608	7.350	8.997
(*) Resultado atribuible a participaciones no dominantes	1.118	-1.563	-85	284	992

5. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DEL GRUPO AUDAX RENOVABLES
(Miles de €).

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2014	2015	2016	2017	2018
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	993	-14.060	-36.118	5.960	11.761
2. Ajustes del resultado	21.011	31.779	52.147	19.393	37.935
a) Amortización del inmovilizado (+)	13.982	10.187	12.835	11.591	25.079
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-3.543	13.721	30.747	-203	6.426
c) Variación de provisiones (+/-)	0	0	-658	84	-6.993
d) Imputación de subvenciones (-)	0	0	-353	-271	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	-61
g) Ingresos financieros (-)	-1.350	-52	-25	-179	-4.124
h) Gastos financieros (+)	11.941	7.678	9.309	8.021	20.246
i) Diferencias de cambio (+/-)	-160	144	101	217	932
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	-3.058
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	141	101	191	133	-512
3. Cambios en el capital corriente	-1.930	-4.860	2.106	-9.658	23.371
a) Existencias (+/-)	0	0	0	0	-4.457
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	0	0	0	-1.018	11.946
c) Otros activos corrientes (+/-)	0	0	0	0	-6.687
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	0	0	0	-539	24.428
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	2.106	-8.101	-1.859
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-11.219	-7.827	-9.225	-8.152	-17.176
a) Pagos de intereses (-)	-11.505	-7.511	-8.890	-8.021	-20.246
c) Cobros de intereses (+)	653	0	0	179	4.124
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-367	-316	-335	-310	-1.054
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	8.855	5.032	8.910	7.543	55.891

	2014	2015	2016	2017	2018
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-15.627	-38.700	-1.212	-263	-79.189
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	-7	-2.522
c) Inmovilizado material	-15.627	-34.947	-830	-256	-590
e) Otros activos financieros	0	-3.753	-382	0	-10.647
h) Otros activos	0	0	0	0	-65.430
7. Cobros por desinversiones (+)	2.221	32.594	2.051	1.072	45.239
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	297
c) Inmovilizado material	0	0	0	39	119
e) Otros activos financieros	2.221	0	2.051	1.033	34.850
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	32.594	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	9.973
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-13.406	-6.106	839	809	-33.950
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	720	0	-9.883	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	1.961	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	-11.844	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	2.497	-465	0	-9.878	27.254
a) Emisión	27.870	38.790	0	8.695	202.351
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	60.817
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	0	0	0	141.534
5. Otras deudas (+)	0	0	0	8.695	0
b) Devolución y amortización de	-25.373	-39.255	0	-18.573	-175.097
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	0	0	0	-175.097
5. Otras deudas (-)	0	0	0	-18.573	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-113	-127	-135	-99	-1.140
a) Dividendos (-)	0	0	-135	-99	-1.140
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	3.104	-592	-10.018	-9.977	26.114
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio					
	0	-72	-51	135	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)					
	-1.447	-1.738	-320	-1.490	48.055
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	19.173	17.726	15.988	15.668	50.258
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	17.726	15.988	15.668	14.178	98.313