



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**  
*Grado en Administración y Dirección de  
Empresas*

## **Clínica Baviera, S.A., un estudio a través de su Estado de Flujos de Efectivo**

Presentado por:  
***Diana Santander Pantioso***

Tutelado por:  
***Begoña Busto Marroquín***

*Valladolid, 15 de Enero de 2020*



## **RESUMEN**

El objetivo de este trabajo es hacer un análisis económico-financiero de la empresa seleccionada a través de sus cuentas anuales. Se estudiará fundamentalmente el Estado de Flujos de Efectivo (en adelante, EFE) explicando de forma individual los flujos de explotación, inversión y financiación, y también el análisis conjunto de todos ellos; por otro lado, se llevará a cabo un estudio de los indicadores financieros más importantes como la ratio de liquidez, solvencia, capital corriente, tesorería, rentabilidad económica, rentabilidad financiera, apalancamiento financiero y endeudamiento, entre otros, explicando en cada uno de ellos la posición que mantiene la empresa analizada.

La empresa objeto de estudio es Clínica Baviera, S.A., una institución médica especializada en el diagnóstico, tratamiento y seguimiento de trastornos oftalmológicos.

Clínica Baviera, S.A. es un referente europeo en oftalmológica, cuya empresa está constituida por más de 80 centros repartidos en España, Alemania, Austria e Italia.

Códigos JEL: M41

Palabras Clave: Estado de Flujos de Efectivo, Contabilidad Financiera, Indicadores Financieros, Cuentas Anuales.

## **ABSTRACT**

The aim of this work is to make an economic-financial analysis of a selected company through its annual accounts. The Cash Flow Statement will be studied by explaining individually each of the cash flows, furthermore, a study with the most relevant ratios will be carried out. The company's object of study is Clínica Baviera, S.A., a medical institution specialized in the diagnosis, treatment and monitoring of ophthalmic disorders.

Clínica Baviera, S.A. is a European reference in ophthalmology, whose company is made up of more than 80 centers distributed in Spain, Germany, Austria and Italy.

Codes JEL: M41

Keywords: Statement of Cash Flows, Financial Accounting, Financial Indicators, Annual Accounts.

## ÍNDICE

<b>1</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>HISTORIA DE LA EMPRESA</b> .....	<b>10</b>
<b>3</b>	<b>METODOLOGÍA</b> .....	<b>11</b>
<b>4</b>	<b>EL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO SEGÚN EL PLAN GENERAL CONTABLE</b> .....	<b>13</b>
<b>5</b>	<b>EL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO SEGÚN LA NIC/NIIF</b> .....	<b>20</b>
<b>6</b>	<b>DIFERENCIAS ENTRE EL PGC Y LA NIC/NIIF DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO</b> .....	<b>21</b>
<b>7</b>	<b>ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (EFE) DE CLÍNICA BAVIERA, S.A.</b> .....	<b>23</b>
7.1	Flujos de efectivo de explotación .....	23
7.2	Flujos de efectivo de inversión.....	26
7.3	Flujos de efectivo de financiación .....	29
7.4	Análisis conjunto de los flujos de efectivo .....	31
7.4.1	Equivalente de efectivo.....	31
7.4.2	Etapas de la empresa a través de sus flujos .....	34
<b>8</b>	<b>ANÁLISIS DE LAS RATIOS MÁS REPRESENTATIVAS</b> .....	<b>36</b>
8.1	Ratio de liquidez .....	36
8.2	Ratio de solvencia .....	38
8.3	Ratio de capital corriente .....	40
8.4	Ratio de tesorería .....	41
8.5	Ratio de rentabilidad económica.....	42
8.6	Ratio de rentabilidad financiera.....	44
8.7	Ratio de apalancamiento financiero .....	46
8.8	Ratio de endeudamiento.....	47
8.9	Relación entre el flujo de efectivo y el resultado antes de impuestos.....	50
8.10	Relación entre el patrimonio neto y el resultado antes de impuestos.....	52
<b>9</b>	<b>CONCLUSIONES GENERALES</b> .....	<b>54</b>
<b>10</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>57</b>
<b>11</b>	<b>RELACIÓN DE ACRÓNIMOS</b> .....	<b>59</b>
<b>12</b>	<b>ANEXOS</b> .....	<b>61</b>

## ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 4.1 Estructura del Estado de Flujos de Efectivo según la normativa contable española.....	16
Tabla 4.2 Flujos de efectivo de las actividades de explotación. ....	17
Tabla 4.3 Flujos de efectivo de las actividades de inversión. ....	18
Tabla 7.1 Flujo de efectivo de la actividad de explotación Clínica Baviera, S.A. ....	24
Tabla 7.2 Datos flujo de efectivo de la actividad de inversión Clínica Baviera, S.A. ....	27
Tabla 7.3 Flujo de efectivo de la actividad de financiación Clínica Baviera, S.A.....	29
Tabla 7.4 Datos aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes Clínica Baviera, S.A.....	31
Tabla 7.4.1 Flujo de efectivo de Clínica Baviera, S.A.....	33
Tabla 7.4.2 Análisis de las etapas de la empresa a través de sus flujos. ....	35
Tabla 8.1 Datos necesarios para el cálculo de la ratio de liquidez. ....	37
Tabla 8.2 Datos necesarios para el cálculo de la ratio de solvencia.....	39
Tabla 8.3 Datos necesarios para el cálculo de capital corriente. ....	40
Tabla 8.4 Datos necesarios para el cálculo de la ratio de tesorería. ....	42
Tabla 8.5 Ratio de rentabilidad económica.. ....	43
Tabla 8.6 Ratio de rentabilidad financiera. ....	45
Tabla 8.7 Datos necesarios para el cálculo del apalancamiento financiero.....	46
Tabla 8.8.1 Datos necesarios para el cálculo de la ratio de endeudamiento total.....	48
Tabla 8.8.2 Datos necesarios para el cálculo de endeudamiento a corto y largo plazo.....	49
Tabla 8.9 Datos necesarios para el cálculo de la relación entre el flujo de efectivo y el beneficio antes de impuestos.....	50
Tabla 8.10 Datos necesarios para el cálculo entre la relación del patrimonio neto y el resultado antes de impuestos. ....	52

Gráfico 7.1 Evolución del flujo de las actividades de explotación.....	25
Gráfico 7.2 Evolución del flujo de las actividades de inversión.....	28
Gráfico 7.3 Evolución del flujo de las actividades de financiación. ....	30
Gráfico 7.4 Evolución del aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes. ...	32
Gráfico 7.4.1 Comparación de los tres flujos de efectivo de la Clínica Baviera, S.A....	33
Gráfico 8.1 Evolución de la ratio de liquidez. ....	38
Gráfico 8.2 Evolución de la ratio de solvencia.....	40
Gráfico 8.3 Evolución de la ratio de capital corriente.....	41
Gráfico 8.5 Evolución de la ratio de rentabilidad económica. ....	44
Gráfico 8.6 Evolución de la ratio de rentabilidad financiera.....	45
Gráfico 8.8.2 Comparación entre el endeudamiento a corto y largo plazo. ....	49
Gráfico 8.9 Relación entre el flujo de explotación y el beneficio antes de impuestos. .	51
Gráfico 8.10 Relación entre el patrimonio neto y el beneficio antes de impuestos. ....	52





## **1 INTRODUCCIÓN**

A continuación, se va a presentar el trabajo sobre Clínica Baviera, S.A., llevando a cabo un estudio detallado de sus cuentas anuales, haciendo especial hincapié en el Estado de Flujos de Efectivo de la compañía.

Una de las razones por las cuales se examina esta empresa es porque Clínica Baviera, S.A. es la primera clínica oftalmológica en España y Europa especializada en el diagnóstico y tratamiento de problemas y trastornos oculares con procedimientos de cirugía refractiva, basándose en técnicas de alta calidad y en el uso de los últimos avances en microcirugía.

A la hora de analizar el Estado de Flujos de Efectivo se ha de tener en cuenta un número determinado de años, en este caso, se realizará sobre cinco periodos anuales. El análisis del Estado de Flujos se basa en un estudio de las fuentes de financiación en cada ejercicio, clasificando los flujos por actividades.

Posteriormente se calculará una serie de ratios financieros que mostrarán la situación tanto económica como financiera de la entidad, entre los que destacan la liquidez de la empresa, la capacidad para hacer frente a sus deudas, la solvencia, el endeudamiento, así como la rentabilidad de la misma, entre otros factores.

Se explicarán de igual modo las normas de valoración, integradas en las Normas Internacionales de Contabilidad y Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIC/NIIF) y también las recogidas dentro del Plan General de Contabilidad (en adelante, PGC) y Plan General de Pymes 2007 (en adelante, PGC PYMES) y se efectuará un análisis exhaustivo de la situación financiera de la empresa en base a sus cuentas anuales, utilizando los informes financieros anuales individuales obtenidos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

## **2 HISTORIA DE LA EMPRESA**

Clínica Baviera, S.A. es una empresa médica organizada por unidades especializadas en un servicio integral para el tratamiento de enfermedades y trastornos oculares utilizando las últimas técnicas de microcirugía. Se creó hace 25 años en Valencia y a día de hoy es la única sociedad oftalmológica europea que cotiza en la Bolsa de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.

Clínica Baviera, S.A. forma parte del Grupo Baviera, que cuenta con 83 clínicas en España y el resto de Europa. Las actividades principales de la empresa se orientan hacia tratamientos de oftalmología y medicina y cirugía estética.

Los principales hitos en la historia de la empresa son los siguientes:

- Clínica Baviera, S.A. se constituyó en 1992 teniendo su primer centro en Valencia, a partir del cual experimentó un fuerte crecimiento.
- En 1997 se inició la expansión del negocio al resto de España mediante la apertura de nuevas clínicas.
- En 2005 se crea una clínica en Londres, con unidad de medicina y cirugía estética.
- En 2006 comienza la expansión internacional del grupo médico con la apertura de dos clínicas oftalmológicas en Milán.
- En 2007 se produce la salida a Bolsa de la empresa en España.
- En 2008 la empresa compra Care Vision, una compañía de servicios oftalmológicos que actualmente cuenta con 26 centros en Alemania, Holanda y Austria.

El inicio de Clínica Baviera, S.A. en España se remonta al año 1992 y hasta el momento se ha convertido en un referente en el campo de la oftalmología a nivel europeo.

Clínica Baviera, S.A. inició en 1997 su plan de expansión por España y desde ese momento la empresa ha inaugurado una media de cuatro clínicas cada año y se ha convertido en un referente en el campo de la oftalmología a nivel europeo.

Las actividades que la empresa desarrolla se estructuran en diferentes unidades médicas, especializadas cada una de ellas en cirugía refractiva, cirugía de presbicia, unidad de cataratas, unidad de retina, unidad de oftalmológica pediátrica y estrobología, unidad de glaucoma, unidad de córnea, cirugía plástica ocular, neuroftalmología y unidad de vías lagrimales.

Clínica Baviera, S.A., con más de 25 años de experiencia, fue pionera en aplicar cirugía refractiva y actualmente es el centro que acumula el mayor número de tratamientos de este tipo en Europa. Su plantilla especializada cuenta con un equipo de profesionales médicos con amplia experiencia y está en constante formación de sus conocimientos.

Además de su equipo médico-científico, la empresa cuenta con una tecnología de vanguardia compuesta por plataformas láser de oftalmológica de sexta generación, provenientes de los mejores laboratorios.

(<https://clinicabavierablog.wordpress.com/tag/historia/>).

Recientemente, en el año 2017, Aier Eye Hospital Group se convierte en accionista mayoritario de Clínica Baviera, S.A.

### **3 METODOLOGÍA**

El objeto del presente trabajo es realizar un análisis fundamental del Estado de Flujos de Efectivo, para justificar y comprender los movimientos habidos en la empresa. Como referencia para obtener la información necesaria se basará en el PGC: Tercera Parte, Norma 9ª y NIF 7.

(<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-19884>).

En primer lugar, se va a realizar una búsqueda de información sobre la empresa objeto de estudio y toda la información relevante a la explicación del EFE y su aplicación en la empresa con el fin poner en disposición todos los datos necesarios para llevar a cabo el análisis.

A continuación, se efectuarán los cálculos correspondientes a los datos relativos al EFE durante cinco años, que forman parte de los informes financieros anuales individuales consolidados de la empresa, extraídos de la CNVM y del Registro Oficial de las Cuentas Anuales (en adelante, CC.AA.).

El siguiente paso ha sido trasladar la información obtenida de la CNVM a hojas de cálculo Microsoft Office Excel con el fin de ordenar y catalogar los datos obtenidos de la entidad para identificar las variaciones reales de cobros y pagos procedentes de dicha empresa. A partir de ahí, se procederá a la elaboración de tablas convenientes para el estudio y manejo de los datos extraídos; también se ha llevado a cabo la realización de las gráficas correspondientes a cada información debidamente ordenada.

Así mismo, se ha procedido a la búsqueda de información correspondiente de la empresa respecto al Balance de Situación y la Memoria, e igualmente se ha clasificado y regularizado la información extraída para realizar un análisis de los ratios financieros, en los cuales se incluyen la ratio de solvencia, de liquidez, de endeudamiento, de apalancamiento financiero de la estructura económica de la empresa y su respectivo beneficio antes de impuestos.

En último lugar se analizará toda la información económico-financiera extraída de la empresa para así obtener las conclusiones relativas al funcionamiento de la compañía.

Todo ello nos proporcionará una información suficiente para conocer la situación financiera de la entidad, saber a qué dedica sus fondos, cómo los obtiene y razonar sobre las operaciones del Balance de Situación.

El periodo estudiado comprende los años 2013 a 2017. La razón por la cual no se ha tomado en consideración el ejercicio económico del año 2018 es porque en el momento de inicio del presente trabajo todavía no se disponía de tales cuentas anuales.

El estudio a realizar consta de los distintos componentes que integran el EFE, diferenciando aspectos tales como:

- Flujos de las actividades de Explotación
- Flujos de las actividades de Inversión
- Flujos de las actividades de Financiación

Tras obtener toda la información relevante para el estudio, posteriormente se examinará y comprobará si la empresa destina los flujos de inversión a devolver deudas o si dichos flujos se emplean en financiar la explotación, igualmente se procederá a ver la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra la empresa.

#### **4 EL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO SEGÚN EL PLAN GENERAL CONTABLE**

En este apartado se explicará el objetivo del Estado de Flujos de Efectivo, así como el esclarecimiento de cada uno de los flujos que lo componen, según la normativa contable española.

El modelo de presentación y norma para la elaboración del EFE está contenido en el PGC, publicado con el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, donde se le reconoce un estado financiero básico. El EFE forma parte de las nuevas cuentas de la reforma mercantil del año 2007.

La Tercera Parte del PGC: "Cuentas Anuales", recoge la definición aproximada del EFE, planteándose como la *"elaboración de un estado contable para medir como se modifica la posición de efectivo de la empresa"*.

Las modificaciones para el obligado cumplimiento del PGC del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y del PGC PYMES del Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre son las siguientes:

- Aumenta el ámbito de aplicación del PGC PYMES: se aplicará a las empresas que cumplan al menos dos de las siguientes circunstancias:
  - Las partidas del activo no pueden superar los cuatro millones de euros (dos millones antes).

- El importe neto de su cifra anual de negocios no puede superar los ocho millones de euros (5,7 millones antes).
- El número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no debe ser superior a 50 (se mantiene igual).
- Se elimina el estado de cambios en el patrimonio neto en la formulación de las cuentas anuales para las empresas que usen el PGC PYMES y el PGC modelo abreviado. Al igual que el estado de flujos de efectivo, el estado de cambios en el patrimonio neto deja de ser obligatorio.

Analizar el Estado de Flujos de Efectivo es interesante ya que informa de los movimientos de efectivo producidos por la empresa y ayuda a conocer su capacidad de liquidez. Es la pieza fundamental para realizar un análisis de información financiera de una empresa, conociendo así información sobre los recursos de la misma.

Se lleva a cabo un estudio del método directo<sup>1</sup> del EFE, tal Estado de Flujos es un estado dinámico de circulación financiera en el que las empresas que están afiliadas a redactar el EFE reflejan los cobros y pagos realizados de sus actividades con el fin de notificar los movimientos de efectivo producidos en cada ejercicio económico correspondiente, en comparación con el ejercicio anterior.

*“El principal propósito del Estado de Flujos de Efectivo es proporcionar información relevante sobre las entradas o cobros y las salidas o pagos de una empresa durante un período. Este objetivo es consistente con los objetivos que persigue la información financiera, en concreto, ayudar a los inversores y prestamistas de la entidad (actuales y potenciales), y al resto de usuarios de la información financiera a establecer las cantidades, certidumbre y periodicidad de los futuros cobros de intereses y dividendos, así como de los cobros por la venta de sus valores y vencimiento de préstamos”.* (Eva M<sup>a</sup> Ibáñez Jiménez y Laura Parte Esteban, 2008, pp. 68).

---

<sup>1</sup> El método directo recoge los flujos de entradas de tesorería (cobros) y flujos de salidas de tesorería (pagos) que originan los flujos de actividades de explotación, de modo que con la aplicación de éste método se obtiene información sobre el importe del flujo neto de efectivo y también sobre su composición individual.

El EFE informa sobre los movimientos durante el período contable en los flujos de efectivo y equivalentes y aporta información sobre los cobros y pagos relativos a las actividades más importantes de las empresas a lo largo de un período. Presenta, por tanto, información sobre la capacidad de la empresa para generar efectivo, e igualmente permite conocer la liquidez y viabilidad financiera.

Los flujos de efectivo se clasifican, según el PGC 2007, mediante las siguientes actividades:

1. Flujos de las actividades de explotación (FEAE).
2. Flujos de las actividades de inversión (FEAI).
3. Flujos de las actividades de financiación (FEAF).

Dichos Flujos de Efectivo se elaborarán en base a los datos del Balance de Situación, de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de la Memoria; los flujos serán diferenciados por las actividades previamente enunciadas.

La finalidad del Estado de Flujos de Efectivo es informar sobre los movimientos de efectivo producidos en un determinado ejercicio económico, subdivididos en categorías y actividades; presenta los cobros y pagos realizados por la empresa e informa sobre la variación de las entradas y salidas de efectivo o equivalente. La realización de un EFE muestra la evolución temporal y la situación concreta en que se encuentra una empresa.

*“El Estado de Flujos de Efectivo (EFE) informa sobre los movimientos históricos en el efectivo y los equivalentes de efectivo, clasificados según su procedencia: actividades de explotación, de inversión y de financiación. Esta información histórica, junto con la que contienen el resto de los estados financieros, permite conocer la capacidad de la empresa para generar flujos de caja y para cumplir con sus obligaciones relacionadas con la financiación ajena y propia, investigar las diferencias que existen entre sus resultados y los cobros y pagos correspondientes, así como establecer los efectos de las transacciones de inversión y financiación, monetarias o no, llevadas a cabo durante el periodo.”*  
(Eva M<sup>a</sup> Ibáñez Jiménez y Laura Parte Esteban, 2008, pp.68).

El PGC dispone la exigencia de dos documentos integrados en los estados financieros, uno de ellos es el Estado de Cambios del Patrimonio Neto y otro el Estado de Flujos de Efectivo.

El PGC recoge el modelo en el que se reflejan las distintas partidas del Estado de Flujos refiriéndose en la Tabla 4.1.:

**Tabla 4.1** Estructura del Estado de Flujos de Efectivo según la normativa contable española.

<b>Estado de Flujos de Efectivo a 31.12.</b>
<b>A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos
2. Ajustes del resultado
3. Cambios en el capital corriente
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación
<b>B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>
6. Pagos de inversiones
7. Cobros por desinversiones
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión
<b>C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación
<b>E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES</b>
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio

Fuente: PGC 2007.

- **Actividades de explotación:** son las entradas y salidas de efectivo y equivalentes al efectivo procedentes de la actividad principal de la empresa, que constituyen la principal fuente de ingresos para ella. Sirven para conseguir un objetivo de la gestión de las empresas, es decir, conseguir beneficios económicos que incrementen el valor y la riqueza tanto de la empresa como de sus propietarios; en otras palabras, nos muestran la capacidad de la empresa para producir liquidez a través de



los cobros y pagos procedentes de los gastos e ingresos de la explotación de la empresa. Se determinan de forma directa a partir del beneficio antes de impuestos.

Dichos flujos de explotación se recogen en la primera parte de forma indirecta y en el resto de forma directa. La variación del flujo de efectivo mostrará los flujos de efectivo por interés, dividendos percibidos e impuestos sobre beneficios.

*“Son aquellos flujos que proceden de las transacciones que constituyen la principal fuente de ingresos ordinarios de la empresa, y por tanto, son los efectos monetarios de aquellas transacciones que han intervenido en la formación del resultado neto”.* (NIC párrafo 7:14 y PGC: Tercera parte).

Su desglose es del siguiente modo, según el PGC 2007:

**Tabla 4.2** *Flujos de efectivo de las actividades de explotación.*

<b>A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>
<b>2. Ajustes del resultado</b>
a) Amortización del inmovilizado (+)
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)
c) Variación de provisiones (+/-)
d) Imputación de subvenciones (-)
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)
g) Ingresos financieros (-)
h) Gastos financieros (+)
i) Diferencias de cambio (+/-)
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)
k) Otros ingresos y gastos (+/-)
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>
a) Existencias (+/-)
b) Deudores y otras cuentas a cobrar (+/-)
c) Otros activos corrientes (+/-)
d) Acreedores y otras cuentas a pagar (+/-)
e) Otros pasivos corrientes (+/-)
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>

a) Pagos de intereses (-)
b) Cobros de dividendos (+)
c) Cobros de intereses (+)
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)
e) Otros pagos (cobros) (+/-)
<b>5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>

Fuente: PGC 2007.

- **Actividades de inversión:** son las entradas y salidas de efectivo y equivalentes al efectivo procedentes de la adquisición, enajenación o abandono de activos no corrientes a largo plazo.

Se encuentran reflejadas en el balance, el cual informa de la situación patrimonial de la empresa al cierre de cada ejercicio.

Tales flujos de efectivos representan la medida en la cual se han hecho desembolsos que van a producir ingresos futuros.

Los flujos de inversión incluyen los pagos en la compra de activos no corrientes, como inmovilizados intangibles, materiales, inversiones inmobiliarias o inversiones financieras, así como los cobros de la enajenación o amortización.

Se formula de forma directa y su modelo del PGC es el siguiente:

**Tabla 4.3** Flujos de efectivo de las actividades de inversión.

<b>B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>
<b>6. Pagos de inversiones</b>
a) Empresas del grupo y asociadas
b) Inmovilizado intangible
c) Inmovilizado material
d) Inversiones inmobiliarias
e) Otros activos financieros
f) Activos no corrientes mantenidos para la venta
g) Otros activos
<b>7. Cobros por desinversiones</b>
a) Empresas del grupo y asociadas
b) Inmovilizado intangible
c) Inmovilizado material
d) Inversiones inmobiliarias
e) Otros activos financieros

f) Activos no corrientes mantenidos para la venta
g) Otros activos
<b>8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>

Fuente: PGC 2007.

- **Actividades de financiación:** son las entradas y salidas de efectivo y equivalentes procedentes de las actividades derivadas de cambios en el tamaño y composición de los capitales propios y de los préstamos de la empresa. Incluyen los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos emitidos por la empresa, así como de recursos concedidos por terceros y pagos derivados de las operaciones de recursos financieros (capitales propios y ajenos).

“Los flujos de financiación permiten conocer las necesidades de efectivo para cubrir los compromisos con quienes financian la empresa”. (Eva M<sup>a</sup> Ibáñez Jiménez y Laura Parte Esteban, 2008).

Los flujos de efectivo por actividades de financiación son los siguientes:

**Tabla 4.4** Flujos de efectivo de las actividades de financiación.

<b>C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)
<b>10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>
a) Emisión
1. Obligaciones y valores similares (+)
2. Deudas con entidades de crédito (+)
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)
4. Otras deudas (+)
b) Devolución y amortización de:
1. Obligaciones y valores similares (-)
2. Deudas con entidades de crédito (-)
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)
4. Otras deudas (-)

<b>11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio</b>
a) Dividendos (-)
b) Remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio (-)
<b>12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>

Fuente: PGC 2007.

## 5 EL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO SEGÚN LA NIC/NIIF

La Norma Internacional de Contabilidad 7 (NIC 7) recoge los beneficios derivados de la información que aporta la realización del EFE.

La NIC<sup>2</sup> 1 (párrafos 7 y 8) establece que: *“El objetivo de los estados financieros es suministrar información acerca de la situación financiera del rendimiento financiero y de los flujos de efectivo de una entidad.”*

Para elaborar el EFE se deben tener en cuenta los términos de la normativa NIC 7: Estado de Flujos de Efectivo. Concretamente, se adoptan las NIC/NIIF exigiendo su aplicación a los grupos de sociedades cuyos valores coticen en un mercado regulado, que en el caso de España será la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNVM).

El objetivo de la Norma Internacional de Contabilidad nº 7 plantea:

*“Exigibilidad a las empresas que suministren información acerca de los movimientos históricos en el efectivo y los equivalentes al efectivo a través de la presentación de un estado de flujos de efectivo, clasificados según que procedan de actividades de explotación, de inversión y de financiación.”*

*“Las empresas deben confeccionar un estado de flujos de efectivo, de acuerdo con los requisitos establecidos en esta Norma, y deben presentarlo como parte integrante de sus estados financieros, para cada ejercicio en que sea obligatoria la presentación de éstos.”*

Esta norma permite hacer a los usuarios un análisis de los cambios producidos en el activo de la empresa, su estructura financiera y su capacidad para modificar los importes de la misma. Sin olvidarnos que también da la posibilidad de

---

<sup>2</sup> NIIF Sección 3, establece que los estados financieros (Balance, Estado de resultados, ECPN y EFE) deberán presentar razonablemente la posición financiera, así como el rendimiento financiero y los flujos de efectivo de la entidad. La NIC 7 exige a todas las empresas que presenten el estado de flujos de efectivo como parte integrante de sus estados financieros.

comparar la información del rendimiento de una empresa con el de la competencia.

Dicha norma señala que la realización de un análisis conjunto del EFE, muestra una serie de ventajas a las empresas que lo ponen en práctica:

- Informar sobre la capacidad de la compañía para generar efectivo y equivalentes para posteriormente evaluar los flujos netos de efectivo y compararlos con diferentes empresas.
- Comparar datos sobre los rendimientos de la entidad de distintas empresas.
- Utilizar de la información histórica de la empresa para ver con exactitud evaluaciones pasadas.

El cálculo de los flujos de efectivo es útil ya que aporta a los usuarios de los estados financieros el fundamento para valorar la capacidad que tiene la empresa para generar efectivo y equivalentes al efectivo. A través de las NIC, el estado de flujos de efectivo informa, asimismo, acerca de los flujos de efectivo, catalogando las actividades por operación, inversión y financiación.

La principal utilidad del EFE, según Elena Cabal García y José Carlos Cuervo Huergo (pp. 196) es la siguiente: *“La NIC/NIIF permite conocer la capacidad de la empresa para generar liquidez con su actividad ordinaria que es la que, al tener un carácter habitual, ha de constituir la principal fuente generadora de efectivo de la empresa.”*

## **6 DIFERENCIAS ENTRE EL PGC Y LA NIC/NIIF DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

Seguidamente se van a plantear las diferencias que existen entre el Estado de Flujos de Efectivo regulado en el PGC y el que se establece en las normas internacionales de contabilidad (NIC/NIIF). Los dos estados financieros son muy similares, aunque existen diferencias representativas entre ambos.

En primer lugar, la NIC/NIIF establece la prioridad de elaborar un estado a partir de las necesidades de los usuarios de la información financiera y, por consiguiente, facilitar el desarrollo de dicha información. El PGC se limita a

establecer el contenido de los estados sin implantar ninguna razón para justificar su formulación, siendo un modelo menos discrecional que el de la NIC.

El modelo NIC utiliza un método directo de cálculo para los distintos flujos, mientras que el PGC ha optado por un método indirecto para la formulación de los flujos de explotación y un método directo para los flujos de inversión y financiación, siendo éste un modelo menos discrecional que el de la NIC. La NIC 7 establece la idea de que el EFE informa tanto de la evaluación de los flujos de tesorería históricos como de la comparación de los flujos netos con otras empresas. La normativa cumple los objetivos de relevancia, fiabilidad y utilidad.

En cada uno de los dos métodos existen diferencias contables. Una de las ventajas de las NIIF es que ofrece más alternativas que el PGC 2007 en la presentación del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias. En cambio, en el PGC 2007 nos encontramos con un modelo más flexible que las NIIF a la hora de determinar el deterioro de las inversiones.

También cabe destacar que hay casos en los que existen distintas alternativas posibles entre el concepto y el flujo a definir, siendo el PGC<sup>3</sup> el que ha optado por el uso de una sola opción, al contrario del NIC 7. Esto ocurre con los intereses y dividendos, (véase cuadro 6.1); un ejemplo es el concepto de los intereses pagados, utilizando el PGC el flujo de explotación para su cálculo, mientras que las alternativas de la NIC<sup>4</sup> son realizadas a través del flujo de explotación o el flujo de financiación indistintamente.

**Tabla 6.1** Diferencias más notables entre el PGC y las alternativas de la NIC 7.

<b>Concepto</b>	<b>Alternativas NIC 7</b>	<b>PGC</b>
Intereses pagados	Flujos de explotación o Flujos de financiación	Flujos de explotación
Intereses cobrados	Flujos de explotación o Flujos de inversión	Flujos de explotación
Dividendos cobrados	Flujos de explotación o Flujos de inversión	Flujos de explotación
Dividendos satisfechos	Flujos de explotación o Flujos de inversión	Flujos de explotación

Fuente: PGC 2007 y NIC 7. Laura Parte.

<sup>3</sup> El PGC exige un formato estándar la elaboración del EFE. Se aplica a las cuentas individuales, y para las cuentas consolidadas de los grupos que no coticen en Bolsa se puede elegir entre el PGC 2007 y las NIIF.

<sup>4</sup> Actualmente, la formulación de las NIC/NIIF es obligatoria para los grupos españoles cotizados.

*“La existencia de divergencias pueden ser debidas a la complejidad que ha supuesto para el regulador conciliar dos modelos contables distintos.” (Pascual Garrido Miralles y Pablo J. Vázquez Veira”, 2011).*

## **7 ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (EFE) DE CLÍNICA BAVIERA, S.A.**

A partir de la Norma de Elaboración 9ª, Tercera Parte del PGC, se plantea como llegar a la obtención de la elaboración del EFE en lo concerniente a esta empresa; la información está ligada al sistema contable y, dentro de él, se debe aplicar el principio de devengo.

Lo que se quiere analizar en este apartado es el resultado de cada flujo de efectivo y las partidas que lo componen, como preámbulo se considerará que la empresa es solvente si tiene un flujo de explotación altamente positivo para cubrir los flujos de inversión y financiación.

Se va a analizar cada uno de los flujos individualmente y, posteriormente, de manera conjunta, valorando los signos para saber en qué etapa se encuentra la empresa dentro del período analizado.

Se procederá a la ordenación de las cuentas de efectivo en clases de flujos de efectivo de manera directa. Puesto que queremos conocer la variación del líquido de la empresa, así como las causas, se compararán dos ejercicios consecutivos con el fin de conocer cuáles de los movimientos realizados por la empresa suponen una modificación del efectivo.

Para elaborar el EFE se utiliza como fuente de información los datos del Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y la Memoria de la empresa. Se representarán los datos procedentes del ejercicio actual y del inmediatamente anterior al mismo.

### **7.1 Flujos de efectivo de explotación**

El flujo de efectivo de las actividades de explotación de la empresa muestra un indicador altamente positivo, por lo que las actividades principales de esta compañía reflejan que se han generado fondos líquidos suficientes para mantener la capacidad de explotación de la empresa, con lo cual se considera

que está en expansión durante los cinco períodos analizados, estando capacitada para realizar inversiones sin tener que recurrir a la financiación externa; la empresa genera flujos de tesorería.

**Tabla 7.1** Flujo de efectivo de la actividad de explotación Clínica Baviera, S.A.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Flujos de explotación</b>	10.068.639	10.185.627	9.630.636	8.313.297	9.416.917
<b>Variación</b>	-116.988	554.991	1.317.339	-1.103.620	
<b>%</b>	-1,15%	5,76%	15,85%	-11,72%	

*Fuente: Cuentas anuales, CNMV, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

Observando detenidamente tanto la Tabla 7.1 como el Gráfico 7.1, durante todo el período 2013-2017 los flujos de explotación tienen cifras muy elevadas, siendo todos los años positivos, lo cual resulta muy favorable, pues supone que la actividad ordinaria de la empresa genera excedentes de tesorería.

La empresa tiene capacidad suficiente para cobrar más efectivo del que ha tenido que pagar en el desarrollo de su actividad.

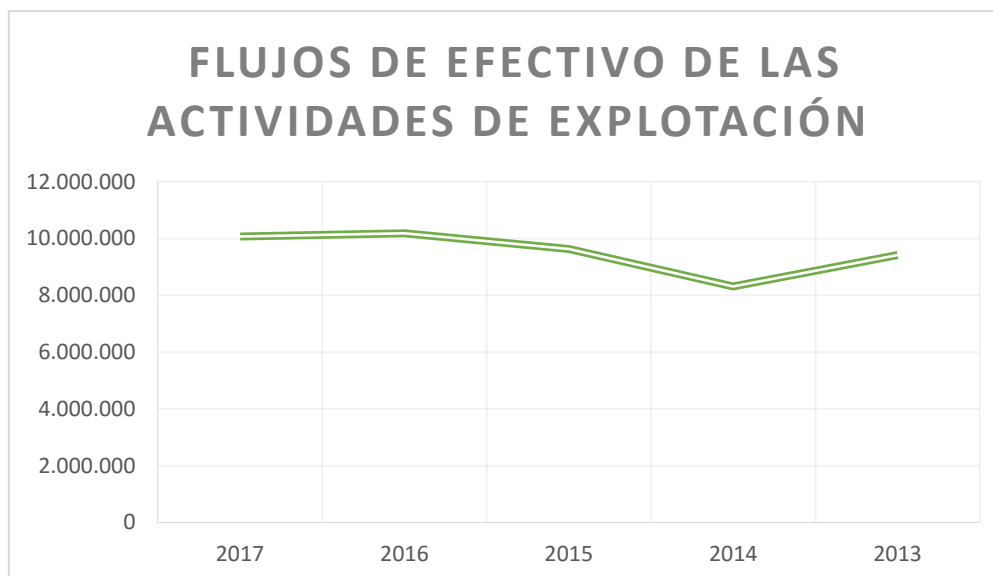
En el período 2013-2014 se aprecia una caída de los flujos de explotación de más de un millón de euros, aumentando en el año 2015 un 15,85% y en el 2016 un 5,7% respecto al año anterior.

El último año, 2017, presenta una ligera caída, casi irrelevante del 1,15% respecto al período anterior, situándose dicho flujo en 10,06 millones de euros.

Durante todo el período analizado se observa una tendencia de crecimiento ligera, pasando de 9,4 millones de euros en el primer año a 10 millones de euros en el último año; se aprecia fácilmente que el período que más bajo flujo ha tenido es el 2014 y el más alto el del año 2016, estando muy ligado al 2017.



**Gráfico 7.1** Evolución del flujo de las actividades de explotación.



Fuente: Cuentas anuales, CNMV, EFE Clínica Baviera, S.AE. Elaboración propia.

Dentro de la evolución, lo que más destaca durante todo el período analizado es que la cifra más baja se sitúa en el año 2014, mientras que la cifra más alta de los flujos de inversión se localiza en el año 2016.

Acudiendo al EFE, los motivos por los que se produce una caída de más de un millón de euros en el año 2014 proceden de una bajada del ajuste del resultado en 5,6 millones de euros, debiéndose en mayor medida a los resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros, cayendo de 5 millones y medio a 23.325 euros. También se produce un aumento considerable de las existencias, situándose en 775.277 euros.

La última subcuenta del flujo de explotación son “Otros flujos de efectivo”, donde se encuentra una bajada de dos millones de euros, debido principalmente a la bajada de los cobros de dividendos.

Si se acude al Balance de situación se observa que las partidas que más cambios han experimentado han sido la del pasivo no corriente, con un aumento, y la del patrimonio neto, con una bajada de 4,2 millones de euros respecto del año anterior.

El año 2016, se observa que tiene un flujo de las actividades de explotación mayor que el resto de los años. En base al EFE, lo que más aumenta respecto del año anterior es el resultado del ejercicio antes de impuestos, teniendo una cifra de 9,4 millones de euros. También se aprecia una bajada en los cambios de capital corriente, afectando a una bajada de las existencias, con una variación del año anterior de 1,2 millones de euros y un importante aumento de otros pasivos corrientes de 820.213 euros.

Observando el balance, apreciamos una importante bajada del activo corriente junto con el patrimonio neto de 3,5 millones de euros respecto al año anterior, y un aumento del pasivo corriente.

## **7.2 Flujos de efectivo de inversión**

La compañía realiza sus actividades de inversiones de acuerdo a los siguientes criterios:

- Se realizan con entidades de reconocida solvencia.
- Se invierte en productos de naturaleza conservadora.
- Las autorizaciones para las inversiones correspondientes están delimitadas en función de los altos directivos de la sociedad.

Los flujos de inversión se han determinado por la diferencia entre los pagos realizados por inversiones en activos no corrientes y los cobros por las desinversiones de los mismos.

Durante todo el período, el flujo de inversión es negativo y se puede apreciar que no varía especialmente demasiado, por lo que la empresa está llevando a cabo inversiones durante los últimos cinco años de más o menos la misma magnitud; se están realizando desembolsos de dinero para producir su servicio.

El análisis del flujo de inversión de la empresa nos indica que se ha estado produciendo una salida de flujo de efectivo hacia las inversiones realizadas en el período.

**Tabla 7.2** Datos del flujo de efectivo de la actividad de inversión Clínica Baviera, S.A.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Flujos de inversión</b>	-5.104.942	-3.067.127	-3.998.219	-3.748.612	-3.446.138
<b>Variación</b>	-2.037.815	931.092	-249.607	-302.474	
<b>%</b>	66,44%	-23,29%	6,66%	8,78%	

Fuente: Cuentas anuales, CNMV, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Los pagos que ha realizado la empresa por inversiones durante todo el período analizado han sido más grandes que los cobros por desinversiones.

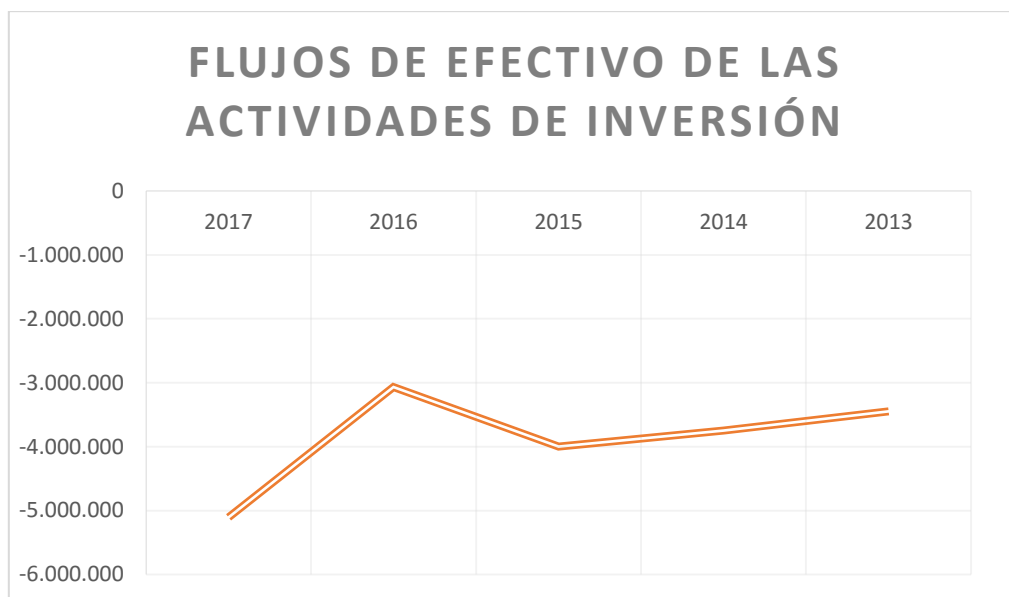
Una de las partidas más grandes que componen este grupo, es “Empresas de grupo y asociadas”, lo que nos lleva a concluir que la empresa está estimulando las inversiones de crecimiento.

Los años 2013 y 2014 son similares en cuantía; en los años siguientes los flujos de inversión vuelven a decaer un poco más, concretamente un 6,66% respecto al bienio anterior. En el año 2016 se aprecia un aumento en el flujo de inversión de casi un 24%, mientras que en el último año analizado la variación de los flujos supone una gran bajada de más del 50% con respecto al 2016, lo que nos indica que la empresa en este último año ha adquirido muchos más activos.

Los últimos años del período son los que poseen las cifras más negativas del flujo de inversión, causa de esto son las nuevas inversiones en actividades de I+D+i para el desarrollo de nuevos proyectos científicos con el objetivo de mejorar y ofrecer nuevas operaciones quirúrgicas a los pacientes.

Clínica Baviera, S.A. además tiene previsto la apertura de nuevas clínicas repartidas entre España y Europa.

**Gráfico 7.2** Evolución del flujo de las actividades de inversión.



Fuente: Cuentas anuales, CNMV, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Debe tenerse en cuenta que el eje de ordenadas en el gráfico se muestra con signos negativos. La tendencia durante los primeros años es similar, sin embargo, durante los dos últimos años se observa una importante bajada, previamente acompañada de una ligera subida, lo que nos induce a afirmar que la empresa está llevando a cabo importantes inversiones de gran magnitud.

De todo el período estudiado los más destacados son los dos últimos años, ya que el año 2016 es el que menos flujo de inversión tiene, mientras que en el año 2017 la empresa presenta la mayor caída, con un flujo de inversión de más de cinco millones de euros.

Analizando en primer lugar el Estado de Flujos de Efectivo del año 2016, se aprecia una gran bajada respecto al año anterior de tres millones de euros en el pago de inversiones, especialmente en una gran inversión de inmovilizado material de 4,8 millones de euros, un millón más que en el año anterior. También destaca una bajada en el pago de empresas del grupo y asociadas, pasando de 2,1 millones de euros en el año 2015 a tener 249.003 euros en los años siguientes.

Otra partida a tener en cuenta es el cobro por desinversiones minorando en 2,3 millones de euros del año anterior, principalmente debido a una bajada a 3,7 millones de euros en otros activos financieros.

Respecto al año 2017, se ve que tanto los pagos por inversiones como los cobros por desinversiones han disminuido notablemente su cuantía, creando una diferencia mayor entre los dos, lo que le sitúan a tener la cifra más baja con respecto al resto del período.

### 7.3 Flujos de efectivo de financiación

Los flujos de efectivo por actividades de financiación son los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos emitidos por la empresa en forma de préstamos, así como los pagos realizados por la amortización o devolución de cantidades obtenidas; en conclusión, los pagos por reembolso de préstamos que ha realizado la empresa son más grandes que los cobros por emisión de préstamos.

Los cobros por operaciones de financiación externa son más bajos que los pagos por amortización de deudas y por los pagos por dividendos propiamente dichos.

Como consecuencia del efectivo negativo en las actividades de financiación, la empresa se encuentra en una etapa de madurez, estando posicionada en una situación en la que devuelve la financiación a sus acreedores. La empresa ha amortizado más deuda de la que ha generado.

**Tabla 7.3** Flujo de efectivo de la actividad de financiación Clínica Baviera, S.A.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Flujos de financiación</b>	-5.234.406	-7.570.280	-5.397.414	-4.728.099	-5.973.362
<b>Variación</b>	2.335.874	-2.172.866	-669.315	1.245.263	
<b>%</b>	-30,86%	40,26%	14,16%	-20,85%	

Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Analizando el flujo de financiación individualmente se aprecia que la diferencia entre la cifra de devolución de deudas y la de emisión es negativa, por lo que la empresa paga por instrumentos de pasivo financiero.

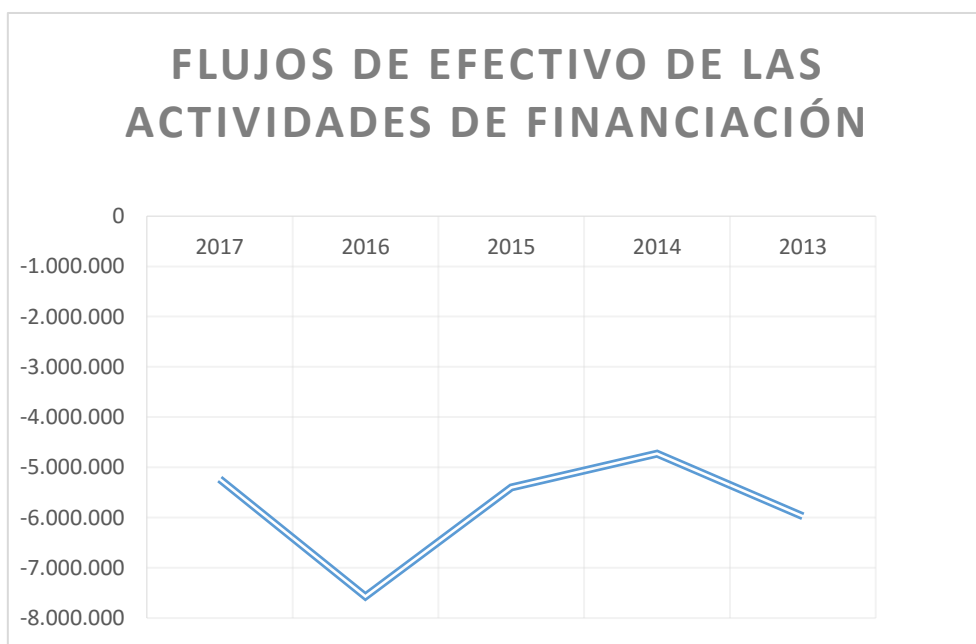
En el caso de los instrumentos de patrimonio, la empresa también estaría pagando dinero, ya que emite una vez deducidos todos sus pasivos.

Junto con las partidas mencionadas, añadimos el alto pago de dividendos que tiene la empresa, siendo el promedio de dicha partida de más de 5 millones y medio de euros. Comparando las subpartidas que componen este flujo, se observa tanto en la Tabla 7.3 como en el Gráfico 7.3 que las actividades del flujo de financiación, suponen una emisión de deuda y un alto pago a los accionistas.

La tendencia que sigue es muy diferente en cada año. La empresa empieza teniendo flujos muy bajos y van creciendo ligeramente durante los años siguientes con un promedio de un 17,5%. El año 2016 es donde más se aprecia la caída, hasta llegar a la cifra de -7,5 millones de euros.

En el último año aumenta un 30,86%, situándose casi con una cifra similar a los primeros años del período.

**Gráfico 7.3** Evolución del flujo de las actividades de financiación.



*Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

Los años que más interés presentan son el 2016, por tener mayor caída, y el 2014 por ser el que menos.

El 2016 presenta una caída del 40,26% respecto al año anterior, siendo la mayor en todo el período. La partida que presenta un saldo menor es el pago por dividendos, siendo de más de 10 millones de euros, 6 millones mayor que el año anterior. Respecto a los cobros y pagos por instrumentos financieros se ve que

las deudas con entidades de crédito aumentan hasta situarse en 8 millones y medio de euros, lo que quiere decir que la empresa emite deuda.

El año 2014 tiene el valor que queda por encima del resto y más próximo al límite, sin embargo, este año también posee una alta cifra de deuda con entidades de crédito, concretamente de 8,4 millones de euros.

La mayor causa de la que los flujos de financiación sean tan bajos en los últimos años es debido al pago de dividendos que hace la empresa así como a las remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio, llegando a ser en el penúltimo año de menos 10 millones de euros.

## 7.4 ANÁLISIS CONJUNTO DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

### 7.4.1 Equivalente de efectivo

El equivalente de efectivo es una partida contable perteneciente al activo corriente en la que se representa tanto el efectivo disponible de la empresa como los activos a corto plazo que pueden llegar a convertirse en efectivo.

La definición que nos proporciona las NIIF (NIC 7) es la siguiente:

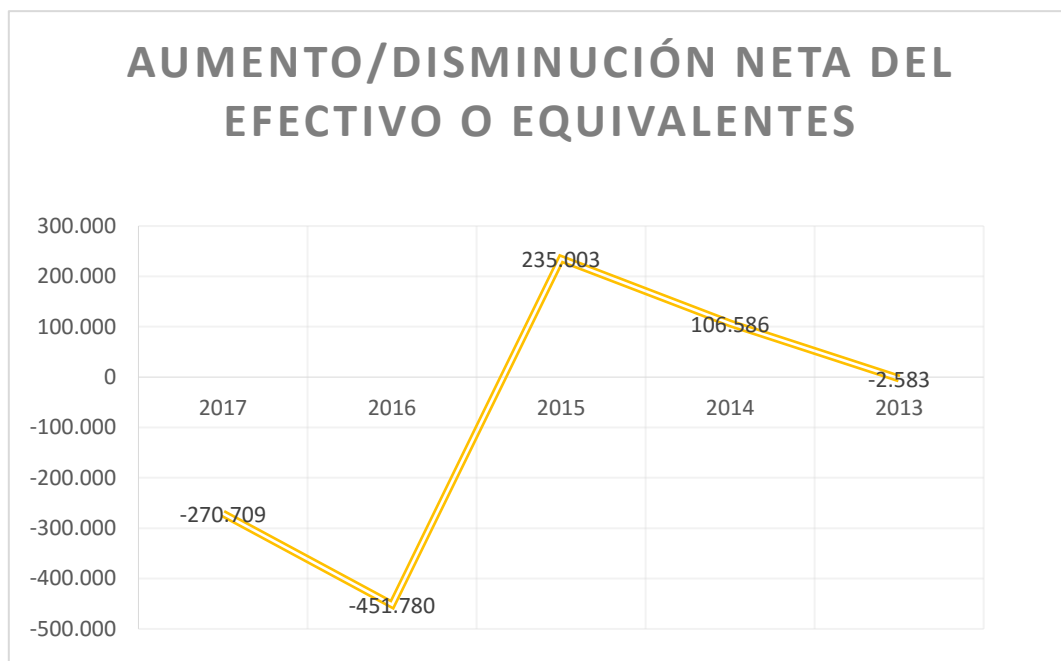
*“Los equivalentes al efectivo son inversiones a corto plazo de gran liquidez, que son fácilmente convertibles en importes determinadores de efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor”.*

**Tabla 7.4** Datos aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes Clínica Baviera, S.A.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes</b>	-270.709	-451.780	235.003	106.586	-2.583
<b>Variación</b>	-181.071	686.783	-128.417	-109.169	
<b>%</b>	40,08%	292,24%	-120,48%	4226,44%	

Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

**Gráfico 7.4** Evolución del aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes.



*Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

Durante todo el período se aprecia una tendencia asimétrica, siendo los años más influenciados el 2015 y el 2016.

El año 2015 es el que mayor cifra tiene junto con el 2014, siendo estos los años que más instrumentos financieros convertibles (tesorería y depósitos bancarios) ha tenido la empresa a corto plazo, mientras que el 2016 obtiene el resultado más inferior después del 2017.

En el 2016 la cifra de efectivo al final del ejercicio se reduce en 451.780 euros, siendo mejor que la del comienzo de ejercicio, por lo que hace que la variación sea negativa y la más baja de todo el período. Los datos muestran que la empresa ha disminuido sus efectivos de tesorería en los últimos años del período como consecuencia de las actividades de inversión y financiación. Sin embargo esta caída es compensada gracias a la generación de tesorería del flujo de explotación.

A continuación, se lleva a cabo un análisis conjunto de los tres flujos de efectivo, para posteriormente compararlos y obtener las conclusiones precisas para la empresa.



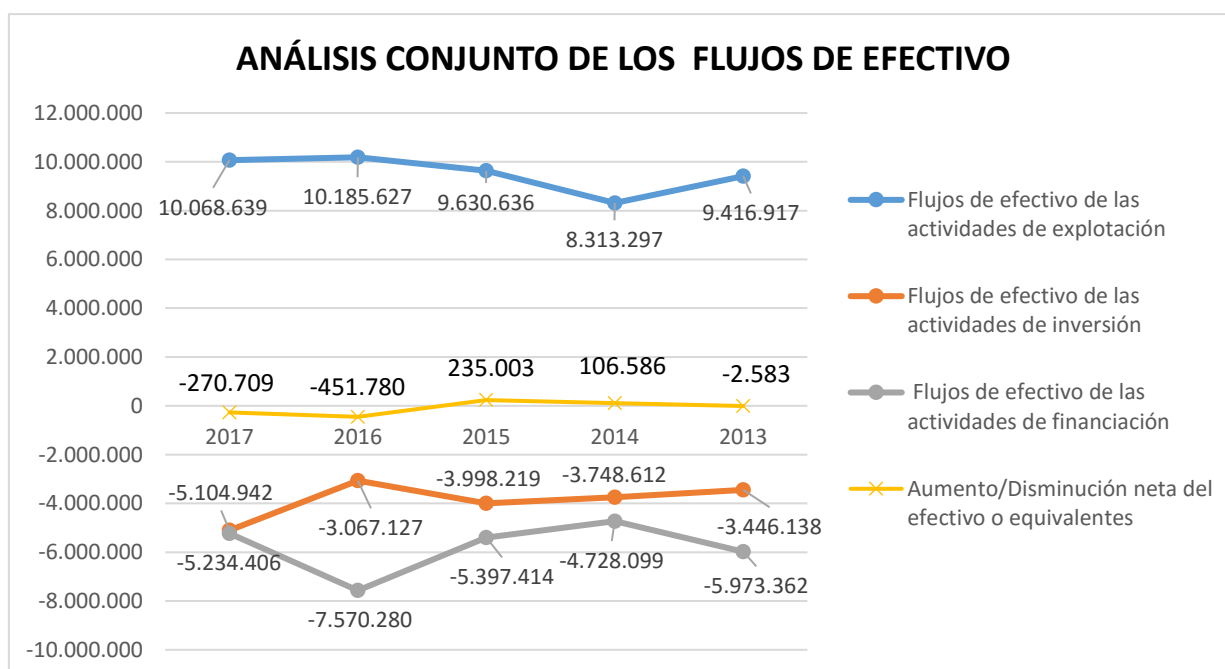
La empresa no solo tiene que ser capaz de generar flujos de efectivo para hacer frente a las necesidades propias, sino también tiene que cumplir con los compromisos de los distintos agentes económicos implicados en su actividad. Los flujos de las actividades de explotación se usan como un indicador para detectar los problemas de liquidez; en este caso la empresa puede hacer frente a los pagos para el desarrollo de su actividad, sin embargo, en este análisis se considera la evolución con otras variables, tales como las actividades de inversión y financiación.

**Tabla 7.4.1** Flujo de efectivo de Clínica Baviera, S.A.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	10.068.639	10.185.627	9.630.636	8.313.297	9.416.917
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>	-5.104.942	-3.067.127	-3.998.219	-3.748.612	-3.446.138
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>	-5.234.406	-7.570.280	-5.397.414	-4.728.099	-5.973.362
<b>Aumento/Disminución neta del efectivo o equivalentes</b>	-270.709	-451.780	235.003	106.586	-2.583

Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

**Gráfico 7.4.1** Comparación de los tres flujos de efectivo de la Clínica Baviera, S.A.



Fuente: Cuentas anuales, CNVM, EFE Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Lo deseable para una empresa es tener un flujo de explotación positivo, en este caso la empresa que estamos estudiado lo cumple, puesto que genera suficientes flujos de tesorería en su actividad ordinaria.

*“En el EFE los flujos procedentes de las actividades de explotación deben ser positivos, y suficientemente elevados, pues son los procedentes de las actividades principales u ordinarias que constituyen la principal fuente de ingresos de las empresas que, por supuesto, deben presentar un superávit de tesorería en estas actividades suficientemente amplio.”* (José Luis Álvarez Carriazo).

La relación entre las actividades de explotación y las actividades de financiación, es negativa, ya que supone una salida de recursos para la empresa. La compañía ha estado invirtiendo durante todo el período analizado.

Durante todo el período, que el flujo de inversión sea negativo es buena señal, lo que significa que la compañía no está vendiendo su inmovilizado material e intangible, ya que la empresa lleva a cabo inversiones que la hacen crecer más.

Los flujos de financiación negativos, principalmente lo son porque la empresa está pagando dividendos a los accionistas todos los años, especialmente en el 2016. Clínica Baviera, S.A. tiene una política de retribución al accionista que consiste en el reparto del 80% del resultado neto consolidado. La solvencia financiera de Clínica Baviera, S.A. le permite realizar esta política de dividendos en beneficio de sus accionistas.

En el Gráfico 7.4.1 se puede apreciar cómo el flujo de las actividades de explotación cubren el flujo negativo de inversión, al ser el de explotación altamente positivo.

#### **7.4.2** Etapa de la empresa a través de sus flujos

En este apartado se estudia la longitud del período de maduración de la empresa o etapas del ciclo de la vida donde se encuentra la empresa. Hay que tener en cuenta la evolución de la tesorería generada por la actividad principal.

A continuación, se analizan los signos de los tres flujos de efectivo en cada año en la siguiente tabla:

**Tabla 7.4.2** Análisis de las etapas de la empresa a través de sus flujos.

	<b>Flujo Explotación</b>	<b>Flujo Inversión</b>	<b>Flujo Financiación</b>	<b>ETAPAS</b>
<b>2017</b>	+	-	-	Madurez
<b>2016</b>	+	-	-	Madurez
<b>2015</b>	+	-	-	Madurez
<b>2014</b>	+	-	-	Madurez
<b>2013</b>	+	-	-	Madurez

Fuente: Cuentas anuales, CNVM, Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Se observa cómo en todos los años estudiados la empresa se encuentra en la etapa de madurez, y como consecuencia, el negocio está con un nivel de ventas consolidado habiendo alcanzado un buen nivel de rentabilidad.

Clínica Baviera, S.A. representa a una empresa que financia todas sus inversiones con el efectivo que ella misma genera, es decir, con la liquidez que produce su actividad principal.

El mercado de Clínica Baviera, S.A. en España se encuentra consolidado y asentado, cada vez va captando más clientes y orientándose a nuevas actividades relacionadas con el sector de la medicina, sobre todo al compararse al resto de países donde tiene sedes; los servicios que ofrece la empresa están claramente posicionados en un mercado sin oscilaciones.

La empresa mantiene una alta liquidez que la permite financiar sus inversiones en infraestructuras y remunerar deuda.

Clínica Baviera, S.A., al estar en la etapa de madurez, se considera una empresa asentada, con ambición de adquirir cada vez más clientes gracias a su política expansiva llevando a cabo la internacionalización de la compañía, creando clínicas en numerosos países de Europa.

El hecho de que la empresa se encuentre en esta etapa del ciclo de vida, impulsa la búsqueda de nuevos proyectos y actividades en los que ampliar su función, todo ello acompañado de una gran inversión en investigación y avances requeridos en medicina.

## **8 ANÁLISIS DE LAS RATIOS MÁS REPRESENTATIVAS**

En este apartado vamos analizar los indicadores financieros, también llamados ratios financieros, más relevantes en base a los datos económicos-financieros de Clínica Baviera, S.A.

Según formulan Morelos Gómez, Fontalvo Herrera, & Hoz Granadillo (2012):  
*“Los indicadores financieros son una herramienta para la evaluación financiera de una empresa y para aproximar el valor de esta y sus perspectivas económicas”.*

Conociendo del cálculo de dichas ratios nos permitirá examinar el estado de la empresa durante el período 2013-2017 en función de los niveles óptimos, que servirán para compararlos con los de la competencia, reflexionando y analizando el funcionamiento de la empresa en cuestión.

### **8.1 Ratio de liquidez**

Bernal, Domínguez L., & Amat (2012) afirman: *“La liquidez es la capacidad que tiene la empresa para atender sus compromisos de corto plazo”.*

La ratio de liquidez mide la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo y sirve, por tanto, para gestionar la tesorería.

La liquidez se refiere a la solvencia de la empresa, es decir, la habilidad con la que puede pagar sus cuentas (Gitman & Chad J., 2012, pp.65).

Se calcula mediante el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente:

$$\text{Liquidez general} = AC / PC$$

**Tabla 8.1** Datos necesarios para el cálculo de la ratio de liquidez.

	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Activo Corriente</b>	9.421.956	10.926.137	13.855.971	15.778.177	15.533.534
<b>Pasivo Corriente</b>	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
<b>Ratio Liquidez</b>	<b>0,7070</b>	<b>0,8886</b>	<b>1,3648</b>	<b>1,2984</b>	<b>1,3808</b>

*Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

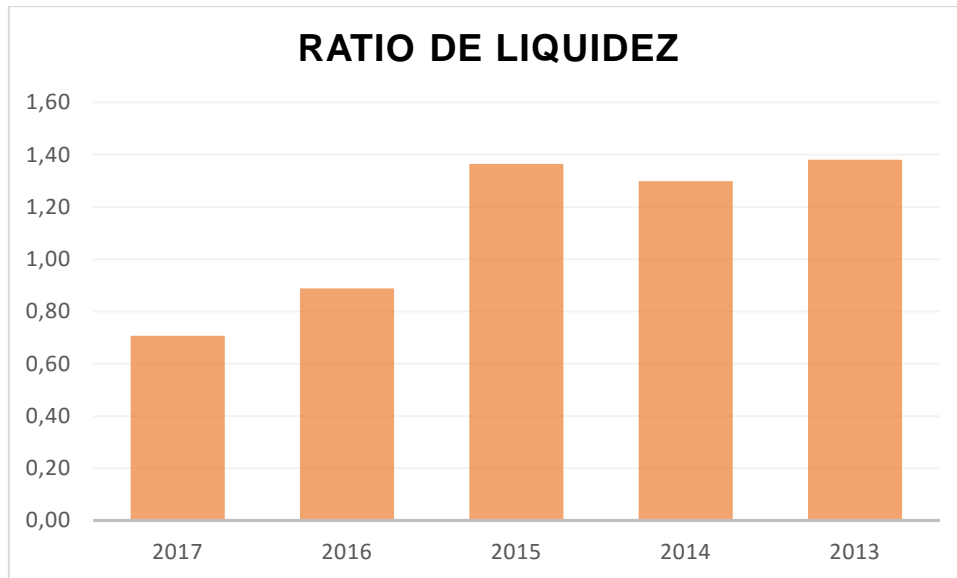
La dirección de la compañía realiza un seguimiento de las previsiones de la reserva de liquidez y el efectivo equivalente en función de los flujos de efectivo esperados.

La estructura financiera de la empresa presenta un bajo riesgo de liquidez dado el moderado nivel de apalancamiento financiero y los altos flujos de tesorería derivado del ciclo de explotación. El objetivo de la sociedad es mantener las disponibilidades líquidas necesarias.

Los primeros años del período -los años 2013, 2014 y 2015- presentan una ratio de liquidez mayor que uno, esto quiere decir que el activo corriente es mayor que el pasivo corriente; la empresa está saneada, pues incluso bajo la hipótesis de tener que hacer frente a la totalidad de los pasivos corrientes, la compañía tendrá holgura suficiente para poder asumirlos. Tanto el año 2013 como el 2015, son los que tienen un mayor dato, lo que podría llevar a pensar que la empresa tiene un exceso de recursos activos que no se están utilizando bien, y que no se está consiguiendo toda la rentabilidad como se podría obtener de ellos, situación un poco preocupante para la empresa, ya que dispone de menos activos líquidos de los que necesita.

Los dos últimos años del período, 2016 y 2017, la ratio de liquidez se encuentra por debajo de uno, por lo que el pasivo corriente es mayor que el activo corriente en ambos años, por lo tanto la empresa podría tener problemas de liquidez y dificultades para enfrentarse a sus obligaciones.

**Gráfico 8.1** Evolución de la ratio de liquidez.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

La media de la ratio de liquidez en los cinco años analizados es de 1,1279, por consiguiente, la empresa en general durante dicho período no acusó problemas para hacer frente a sus obligaciones, disponiendo además de un colchón de seguridad para soportar cualquier imprevisto.

En resumen, la empresa posee una alta liquidez para hacer frente a sus obligaciones.

## **8.2 Ratio de solvencia**

Para Zans, W. (2009) la ratio de solvencia *“muestra la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones en el largo plazo. Esta capacidad dependerá de la correspondencia que exista entre el plazo para recuperar las inversiones y los plazos de vencimiento de las obligaciones contraídas con terceros. Indica la capacidad que tiene una empresa para cumplir con sus obligaciones de deuda a corto y largo plazo”*.

La ratio de solvencia indica la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas con los activos que posee en ese momento. El análisis de la ratio incluye todos los bienes y derechos para responder a todas las deudas y obligaciones contraídas por la sociedad.

Se calcula como el cociente entre el activo total y el pasivo total.

$$\text{Ratio de solvencia} = \text{Activo Total} / \text{Pasivo Total}$$

**Tabla 8.2** Datos necesarios para el cálculo de la ratio de solvencia.

	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Activo Total</b>	42.466.588	39.768.804	40.109.120	43.098.215	42.451.512
<b>Pasivo Total</b>	23.840.954	24.531.056	21.308.331	25.496.582	19.610.703
<b>Ratio Solvencia</b>	<b>1,781</b>	<b>1,621</b>	<b>1,882</b>	<b>1,690</b>	<b>2,165</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Como se observa en la Tabla 8.2, en todos los años del período la solvencia no solo presenta un valor mayor que la unidad, sino que su valor en todo el período está por encima del 1,5, lo que lleva a la empresa a tener unos activos improductivos, es decir, Clínica Baviera, S.A. posee un exceso de activos improductivos.

Un resultado alto de la ratio de solvencia, como en este caso, muestra que hay excesivos activos corrientes, con lo que se está dejando de obtener una rentabilidad de los mismos.

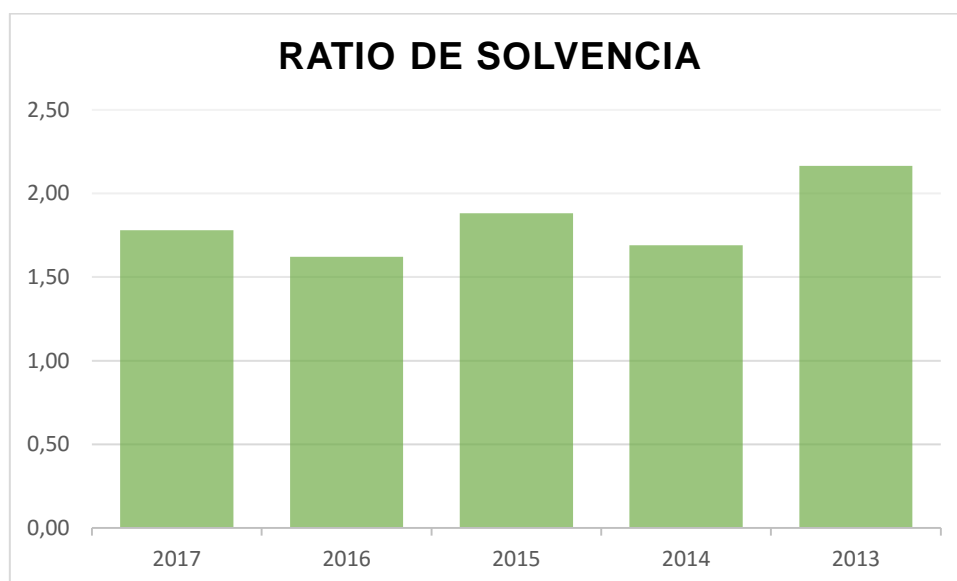
El nivel de deuda de la empresa es algo elevado, aunque se puede afirmar que dentro de niveles aceptables. La cobertura de los pagos por intereses se encuentra en un buen nivel, ya que la entidad está capacitada para cubrir sus intereses anuales con su beneficio.

En el año 2016 y 2014 la ratio de solvencia es más cercana a 1,5, por lo tanto, esos serán los años que más equilibrada esté la empresa en cuanto a la solvencia se refiere, mientras que el año 2015 y el 2013 es donde peor se encuentra la misma, teniendo un exceso de activos improductivos, sobre todo en el primer año del período.

En definitiva, Clínica Baviera, S.A. tiene un balance sólido gracias a la poca deuda que soporta, esto hace que los inversores confíen más en ella.

La empresa aporta baja inversión inicial, financiada con recursos propios.

**Gráfico 8.2** Evolución de la ratio de solvencia.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

### 8.3 Ratio de Capital Corriente

Muñoz Merchante, Ángel (2009), considera que la ratio de capital corriente: “es una variable esencial para evaluar la liquidez de una empresa a corto plazo”.

El capital corriente o fondo de maniobra mide la situación financiera de la empresa para hacer frente a los pagos totales que implica la actividad desarrollada a corto plazo, es decir su ciclo de explotación. Es un indicador en valor absoluto del nivel de liquidez de la empresa.

Dicha ratio depende del tipo de actividad de la empresa, y se calcula a partir de las partidas de balance, es decir, el cociente resultante entre el activo corriente y el pasivo corriente.

$$\text{Capital Corriente} = \text{AC} / \text{PC}$$

**Tabla 8.3** Datos necesarios para el cálculo de capital corriente.

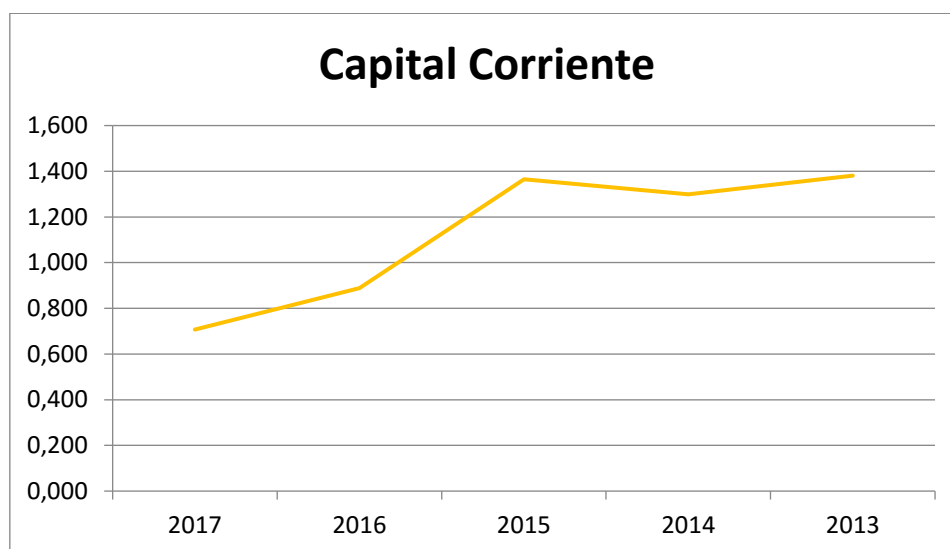
	2017	2016	2015	2014	2013
Activo Corriente	9.421.956	10.926.137	13.855.971	15.778.177	15.533.534
Pasivo Corriente	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
<b>Capital Corriente</b>	<b>0,707</b>	<b>0,889</b>	<b>1,365</b>	<b>1,298</b>	<b>1,381</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.



Como se ve en el Tabla 8.3, durante todo el período el capital corriente es mayor que cero, por lo que, principalmente, la empresa está financiando íntegramente el activo fijo con recursos permanentes; en los dos últimos años el pasivo corriente supera al activo corriente, lo que indica que la empresa no tiene suficiente capacidad para enfrentarse a sus deudas.

**Gráfico 8.3** Evolución de la ratio de capital corriente.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

La empresa muestra un fondo de maniobra positivo lo que asegura una situación ideal. En definitiva, la empresa no tendrá problemas para hacer frente a sus pagos a corto plazo. Clínica Baviera, S.A. se encuentra en una posición idónea para cumplir con las obligaciones a corto plazo.

La empresa consigue que el disponible que generan sus activos corrientes permita cubrir las necesidades del pasivo corriente.

#### **8.4 Ratio de Tesorería**

Garrido e Iñiguez (2012) definen la ratio de tesorería como: *“La relación de los medios líquidos disponibles con los que se cuenta y los pasivos corrientes. Indica la capacidad de respuesta inmediata de la empresa para atender los compromisos de pago de las deudas corrientes derivadas del ciclo productivo,*

es decir, qué porcentaje de deuda puede devolver la empresa con el disponible que tiene en ese instante”.

La ratio de tesorería mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Dicha ratio nos permite analizar la cantidad de dinero líquido en relación con el pasivo circulante.

La fórmula aplicada es el cociente entre los activos financieros (el disponible y el realizable) y el pasivo corriente.

$$\text{Ratio de Tesorería} = \text{Activo Disponible} + \text{Realizable} / \text{PC}$$

El disponible es el líquido que la empresa posee, el realizable son los bienes y derechos que se pueden convertir en dinero, mientras que el pasivo corriente las deudas y obligaciones a corto plazo.

**Tabla 8.4** Datos necesarios para el cálculo de la ratio de tesorería.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Disponible + Realizable</b>	9.615.534	10.790.700	12.509.361	15.438.881	16.685.271
<b>Pasivo Corriente</b>	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
<b>Ratio de Tesorería</b>	0,72	0,88	1,23	1,27	1,48

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

A medida que pasan los años la empresa pierde liquidez, quedándose los dos últimos años en valores menores a la unidad. En tal caso, Clínica Baviera, S.A. no ha debido tener problemas graves de liquidez, ya que la ratio oscila muy cerca de la unidad y, por tanto, es capaz de saldar su pasivo corriente con su saldo financiero.

## 8.5 Ratio de Rentabilidad Económica

Marsano Delgado (2013) manifiesta que la rentabilidad económica: “Mide la rentabilidad obtenida al cierre del ejercicio económico en función a sus recursos propios”.

La ratio de rentabilidad económica (ROA) representa la rentabilidad de la agrupación general de la empresa, sin añadir los intereses ni impuestos, es decir,

la rentabilidad económica es la rentabilidad de los activos totales sin tener en cuenta la financiación. El resultado de esta ratio nos indica el porcentaje de beneficio obtenido por la empresa.

Gracias a este resultado se va a conocer si existe una adecuada gestión en la empresa. La fórmula nos la da el siguiente cociente.

$$\text{Rentabilidad de la empresa} = \text{Beneficio Bruto} / \text{Activo Neto Total}$$

**Tabla 8.5** Ratio de rentabilidad económica.

	2017	2016	2015	2014	2013
Resultado de explotación (BAIT)	9.565.686,00	9.559.040,00	7.825.593	6.547.877	7.269.648
Activo Total	42.466.588	39.768.804	40.109.120	43.098.215	41.451.512
<b>RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)</b>	<b>22,53%</b>	<b>24,04%</b>	<b>19,51%</b>	<b>15,19%</b>	<b>17,54%</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

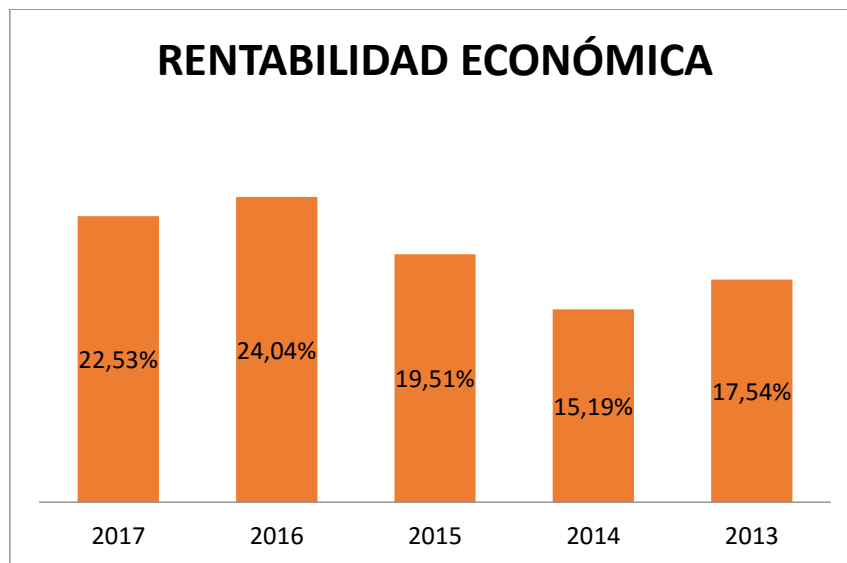
Como vemos, en el año 2017 el ROA de la empresa ha minorado respecto al año anterior, lo que indica que la empresa obtiene menos beneficios por cada euro invertido en activos.

Durante todo el período estudiado se observa que los valores son bastante altos y que se sitúan entre un 22,53% y un 15,19%, lo cual conlleva a una situación de normalidad.

El año 2014 es donde más se aprecia la caída del ROA, con un 15,19%, por el contrario, el pico más alto se encuentra en el año 2016, con un 22,53%. En los dos últimos años del período se aprecia una mejoría de esta ratio con respecto a todo el período, lo cual indica que durante estos dos últimos años el rendimiento de los activos mejora.

Como vemos en la Tabla 8.5 el resultado de explotación durante el 2017 y 2016 es más alto que en el resto de años, esto se debe a que la empresa tiene una mayor obtención de ingresos derivados de los servicios que proporciona.

**Gráfico 8.5** Evolución de la ratio de rentabilidad económica.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

En base a este análisis, durante todo el período analizado la empresa tiene un nivel de eficiencia alto en la utilización de los activos en relación a la gestión de sus operaciones. Clínica Baviera, S.A. presenta una eficacia de la gestión y, en conclusión, la capacidad que tienen sus activos para generar valor va mejorando a medida que avanzamos en el período analizado.

### **8.6 Ratio de Rentabilidad Financiera**

Para Moyer, McGuigan y Kretlow (2004): *“El ROE permite realizar una medición de la tasa de utilidad que logra una compañía referente al capital de los accionistas”*.

La rentabilidad financiera (ROE) muestra la relación entre los fondos propios de la empresa comparado con el beneficio después de intereses e impuestos.

En esta ratio se tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa y se verá cómo influye la financiación ajena en la rentabilidad financiera.

El ROE nos indica el beneficio neto obtenido por la empresa y su fórmula se expresa de la siguiente manera:

*Rentabilidad sobre los capitales propios = Resultado del ejercicio / Fondos propios.*

**Tabla 8.6** Ratio de rentabilidad financiera.

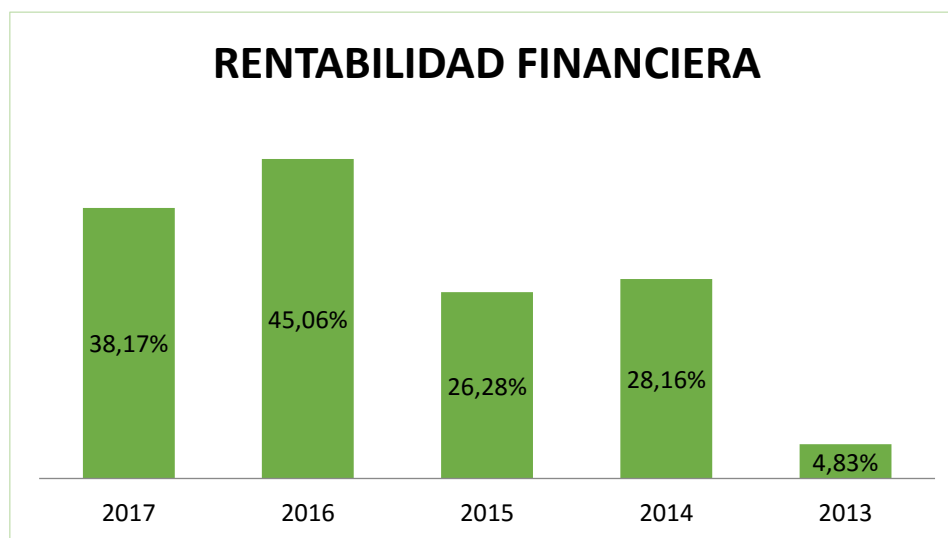
	2017	2016	2015	2014	2013
Resultado del ejercicio (BDII)	7.064.306	6.811.884	4.912.105	4.861.088	1.044.534
Fondos Propios	18.508.341	15.115.729	18.691.176	17.260.483	21.631.510
<b>RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)</b>	<b>38,17%</b>	<b>45,06%</b>	<b>26,28%</b>	<b>28,16%</b>	<b>4,83%</b>

*Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

Como nos muestra la Tabla 8.6, se aprecia una ratio de rentabilidad financiera muy cambiante durante todo el período, con zonas muy altas y otras muy bajas, como por ejemplo al inicio del período, año 2013, que presenta una ratio muy baja, siendo los mejores resultados para analizar esta ratio los concernientes a los dos últimos años.

En el año 2016 es donde más se aprecia la subida, con un 44,70%, lo cual quiere decir que dentro de todo el período es el año donde más beneficios obtienen los inversores; en otras palabras, es el mejor año para los propietarios de la empresa.

**Gráfico 8.6** Evolución de la ratio de rentabilidad financiera.



*Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*

En el Gráfico 8.6 vemos que la evolución del ROE disminuye en el último año, lo que indica que la empresa ha perdido eficiencia en la generación de valor para los accionistas.

La elevada rentabilidad financiera del último año permite afirmar que la compañía hace un buen uso del dinero que le aportan los accionistas.

### 8.7 Ratio de apalancamiento financiero

De acuerdo con Meigs, Williams, Haka y Bettner (2000): “El apalancamiento financiero se define como la utilización de dinero financiado por alguien más, ya sea persona física, moral o instituciones de crédito, para la producción de un mayor rendimiento”.

Recoge la relación entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica.

$$\text{Apalancamiento Financiero} = \text{Rentabilidad Financiera} / \text{Rentabilidad Económica}$$

En líneas generales, la rentabilidad de la empresa es alta, lo que sugiere que hace buen uso del capital aportado por los diferentes accionistas y acreedores de la misma. Durante los últimos años se observa que la empresa ha generado beneficios.

El apalancamiento financiero de la empresa se encuentra a niveles saludables, gracias a la solidez del balance y a la capacidad de crecimiento que tiene la compañía.

Que el balance sea positivo muestra una buena señal para la empresa, ya que la obtención de fondos que provienen de préstamos es productiva. El apalancamiento financiero es positivo sobre la rentabilidad financiera.

**Tabla 8.7** Datos necesarios para el cálculo del apalancamiento financiero.

	2017	2016	2015	2014	2013
Rentabilidad Financiera	38,17%	45,06%	26,28%	28,16%	4,83%
Rentabilidad Económica	22,53%	24,04%	19,51%	15,19%	17,54%
<b>APALANCAMIENTO FINANCIERO</b>	<b>1,694</b>	<b>1,875</b>	<b>1,347</b>	<b>1,854</b>	<b>0,275</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Analizando individualmente cada año, vemos desde el 2017 hasta el 2014, que la ratio de apalancamiento financiero es superior a la unidad, por lo tanto la

empresa tiene una rentabilidad financiera mayor que la rentabilidad económica, a diferencia del 2013, que en dicho año, la rentabilidad financiera fue menor que la rentabilidad económica, lo que conlleva un efecto negativo de apalancamiento financiero. En el año 2013, hay un efecto negativo de apalancamiento financiero sobre la rentabilidad financiera, apreciándose que es mayor el corte de los recursos ajenos en relación a la rentabilidad económica.

En el resto de los años, la ratio de apalancamiento es positivo, produciéndose el dato más alto en el año 2016, con un valor de 1,875 y, como hemos visto, al valorar dicha ratio ha sido dicho año el más favorable para la empresa, al haber obtenido el mayor valor de apalancamiento financiero.

La empresa utiliza más deuda, por lo que el nivel de apalancamiento será mayor en los años cuya deuda sea más elevada, ya que el apalancamiento financiero consiste en utilizar deuda para realizar una inversión.

Finalmente, podemos afirmar que la empresa está invirtiendo eficientemente el capital de la adquisición de inmovilizado y desarrollo de sus productos. A la empresa le interesa endeudarse, en los casos que Clínica Baviera, S.A. tenga la necesidad de invertir en oportunidades de inversión, recurre a recursos ajenos.

## **8.8 Ratio de endeudamiento**

*“La posición del endeudamiento de una organización indica el valor del dinero de otras personas que se utiliza para generar utilidades. En general, un analista financiero se interesa más en las obligaciones mayores a un año, por cuanto, estas comprometen a la empresa con un flujo de pagos contractuales a largo plazo”.* (Gitman & Chad J., 2012, pp.70).

El endeudamiento es la cantidad de deuda que puede asumir la empresa sin que corra peligro la solvencia de la misma, es decir, el conjunto de obligaciones de pago que tiene la empresa con otras entidades.

En primer lugar, se realizará un análisis conjunto del endeudamiento total y posteriormente, se analizará de forma separada, diferenciando entre el endeudamiento a corto plazo y el endeudamiento a largo plazo.

El endeudamiento total es la relación por cociente entre la suma del pasivo corriente y el pasivo no corriente y el patrimonio neto.

$$\text{Ratio de endeudamiento} = \text{Pasivo Corriente y Pasivo No Corriente} / \text{PN}$$

**Tabla 8.8.1** Datos necesarios para el cálculo de la ratio de endeudamiento total.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	10.514.171	12.234.809	11.155.913	13.344.815	8.361.203
<b>PATRIMONIO NETO</b>	18.625.634	15.237.748	18.800.789	17.601.633	21.840.809
<b>ENDEUDAMIENTO TOTAL</b>	<b>1,28</b>	<b>1,61</b>	<b>1,13</b>	<b>1,45</b>	<b>0,90</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

De forma individual, la cifra de endeudamiento más alta es la del año 2016, con un valor de 1,61. En, prácticamente, todos los años la ratio es mayor que la unidad por lo que Clínica Baviera, S.A. se encuentra en una relativa situación de peligro, dado que hay un exceso de fondos ajenos, lo que puede llevar a la empresa a una situación financiera delicada ya que puede endeudarse por encima de sus posibilidades. En consecuencia, los prestamistas exigirán condiciones más duras para prestar dinero a la empresa.

En el último año el endeudamiento se reduce, por lo que la empresa está aumentando el peso de los recursos propios en su estructura de financiación.

El mejor año de todo el período analizado es el 2013, ya que la ratio se acerca más a 0,5, sin embargo, aunque es la cifra más baja de todos los años, está muy cerca a uno, por lo que la empresa, incluso en el 2013 corrió cierto peligro.

*“Cuanto más alto es su valor, mayor en la capacidad de la organización para cumplir con sus obligaciones de intereses” (Gitman & Chad J., 2012).*



A continuación, vamos a analizar el endeudamiento a corto plazo y a largo plazo.

$$\text{Ratios de endeudamiento a corto plazo} = PC / PN$$

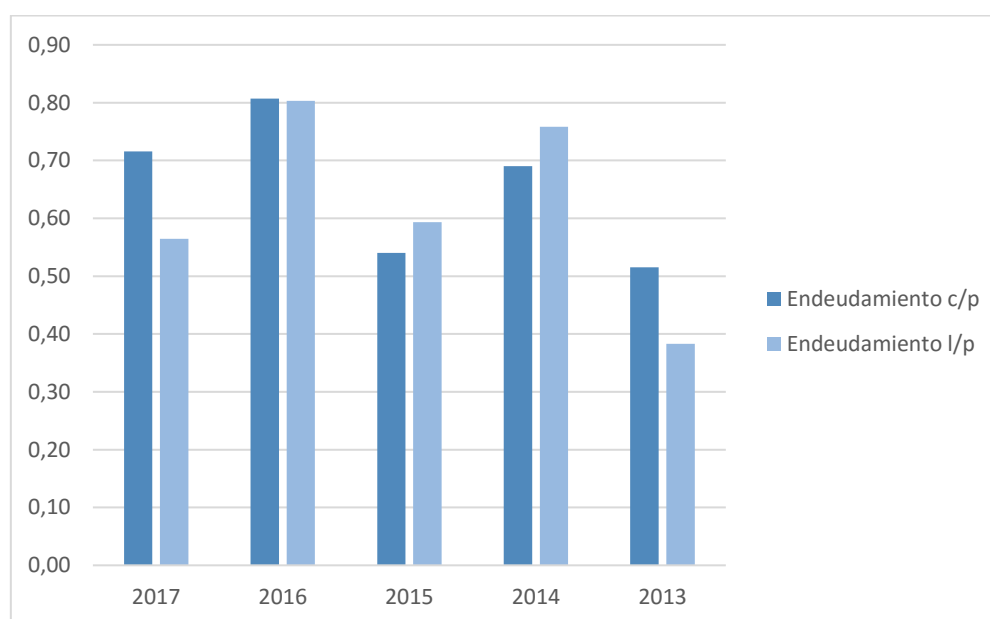
$$\text{Ratio de endeudamiento a largo plazo} = PNC / PN$$

**Tabla 8.8.2** Datos necesarios para el cálculo de endeudamiento a corto y largo plazo.

	2017	2016	2015	2014	2013
Pasivo Corriente	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
Pasivo No Corriente	10.514.171	12.234.809	11.155.913	13.344.815	8.361.203
Patrimonio Neto	18.625.634	15.237.748	18.800.789	17.601.633	21.840.809
<b>Endeudamiento c/p</b>	<b>0,72</b>	<b>0,81</b>	<b>0,54</b>	<b>0,69</b>	<b>0,52</b>
<b>Endeudamiento l/p</b>	<b>0,56</b>	<b>0,80</b>	<b>0,59</b>	<b>0,76</b>	<b>0,38</b>

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

**Gráfico 8.8.2** Comparación entre el endeudamiento a corto y largo plazo.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Al comparar ambos endeudamientos se observa que siguen una tendencia no muy alejada durante todo el período; durante todos los años, el endeudamiento a corto plazo se mantiene ligeramente superior al de largo plazo.

## 8.9 Relación entre el flujo de efectivo y el resultado antes de impuestos

A continuación, se va a analizar la relación que existe entre el flujo de explotación y el beneficio antes de impuestos. Normalmente la relación que siguen estas dos variables es directa, es decir, a medida que aumente el flujo de explotación aumenta también el resultado antes de impuestos.

Debido a que la empresa está en la etapa de madurez de su ciclo de vida, se espera que tanto los flujos de las actividades de explotación como el resultado neto del negocio, como se ha mencionado anteriormente, han de ser de similares cuantías, sobre todo es importante apreciar que mantienen el mismo comportamiento.

Durante el período 2017/2016, y comparándolos con los años anteriores, se aprecia que el beneficio antes de impuestos de la empresa ha aumentado a nueve millones de euros. La empresa está consiguiendo exportar mayor volumen de ingresos que hace cinco años, favoreciendo la evolución y expansión del negocio a nivel internacional.

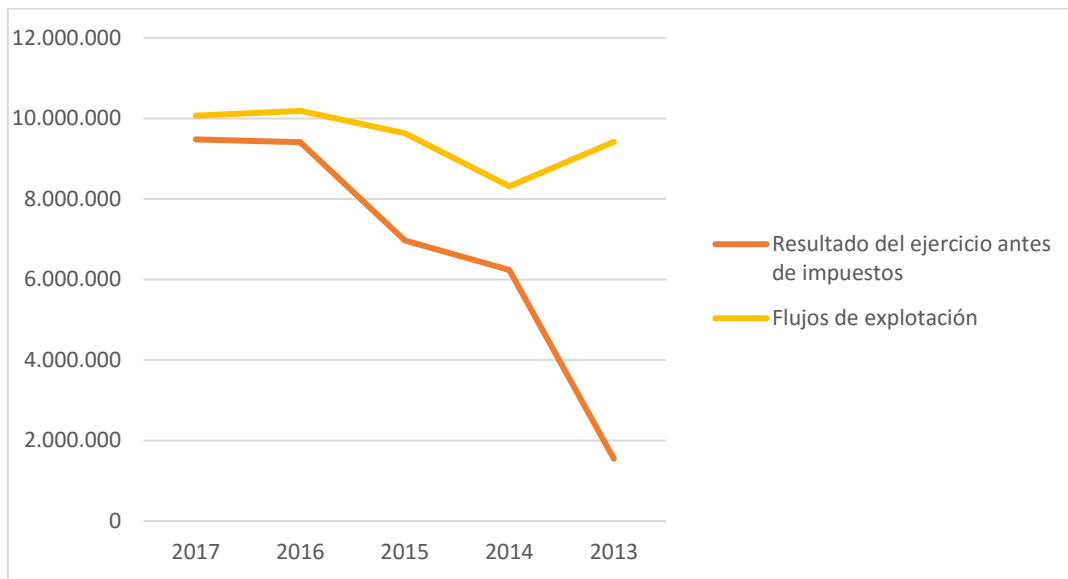
La situación de Clínica Baviera, S.A. ha mejorado en los últimos años, creciendo su Ebitda un 76,2%.

**Tabla 8.9** Datos necesarios para el cálculo de la relación entre el flujo de efectivo y el beneficio antes de impuestos.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	9.477.805	9.406.755	6.965.891	6.238.119	1.548.940
<b>Flujos de Explotación</b>	10.068.639	10.185.627	9.630.636	8.313.297	9.416.917

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

**Gráfico 8.9** Relación entre el flujo de explotación y el beneficio antes de impuestos.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

Entre los años 2014 y 2017 (véase Gráfico 8.9) el resultado antes de impuestos y los flujos de explotación siguen una tendencia prácticamente similar, lo que se traduce en buenas noticias para la empresa, ya que durante los dos últimos años del período, la empresa ha aumentado su beneficio y por tanto ha aumentado las ganancias obtenidas; se confirma la buena situación financiera de la empresa hasta la fecha, a consecuencia de las bajas variaciones en los niveles de la actividad. Al principio del período, año 2013, se observan diferencias entre las dos variables, por lo que la empresa estaba en una situación bastante peor de la que se encuentra ahora.

Una tendencia similar aparece en los años 2014-2017, reflejándose que la empresa cada vez tiene un mayor crecimiento de su negocio, expandiendo su red de clínicas en España y en otros países como Alemania, Italia y Austria.

Se observa, tanto en la Tabla 8.9 como en el Gráfico 8.9, que durante los últimos años, es decir el 2017 y 2016, existe una relación directa entre las dos variables analizadas, siendo una situación favorable para la empresa; sin embargo, a partir del año 2016 hasta el principio del período, la tendencia se vuelve contraria entre ambos, creando una brecha entre el flujo de explotación y el beneficio neto antes de impuestos. Cuando más crece el flujo de explotación más cae el

resultado antes de impuestos, lo cual no es un signo bueno para la empresa en cuanto a la situación financiera se refiere.

### 8.10 Relación entre el patrimonio neto y el resultado antes de impuestos

El capital social que forma parte del patrimonio neto de la empresa está representado por acciones ordinarias.

La cuantía del patrimonio neto se debe al resultado del ejercicio y, en mayor medida a la partida de los fondos propios de la empresa.

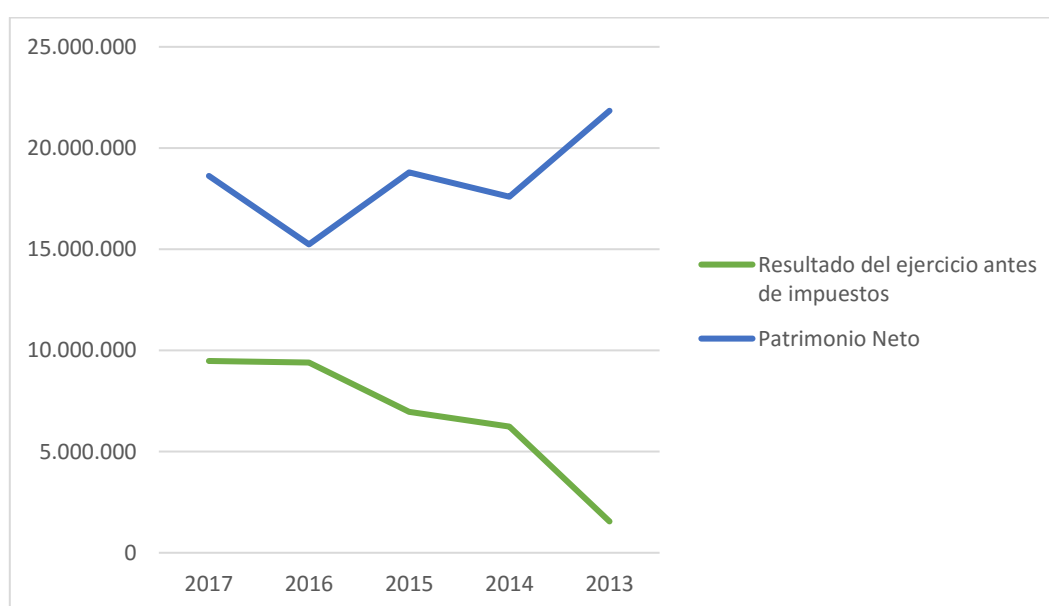
**Tabla 8.10** Datos necesarios para el cálculo entre la relación del patrimonio neto y el resultado antes de impuestos.

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	9.477.805	9.406.755	6.965.891	6.238.119	1.548.940
<b>Patrimonio Neto</b>	18.625.634	15.237.748	18.800.789	17.601.633	21.840.809

Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

El patrimonio neto de la empresa es altamente positivo durante los cinco años analizados, lo cual significa que puede ser un indicador de creación de valor para los accionistas de la empresa.

**Gráfico 8.10** Relación entre el patrimonio neto y el beneficio antes de impuestos.



Fuente: Cuentas anuales Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

La tendencia entre ambas variables durante los dos últimos años sigue una relación directa. En el ocaso del período es donde se aprecia como aparecen caminos distintos, viéndose un desequilibrio entre ambas.

Clínica Baviera, S.A., durante los cinco años analizados ha conseguido incrementar su volumen de negocio. El nivel de crecimiento de la empresa es muy positivo para crear valor. El volumen de negocio de Clínica Baviera, S.A. se genera tanto dentro como fuera del territorio nacional.

Gracias al análisis de las diferentes ratios se han conocido las características propias de la empresa y se ha valorado, en líneas generales, el comportamiento de las distintas variables a lo largo de los cinco años analizados.

## **9 CONCLUSIONES GENERALES**

En este trabajo se ha realizado un análisis económico-financiero de Clínica Baviera, S.A. durante el período comprendido entre los años 2013-2017 pretendiendo demostrar la importancia de este tipo de análisis, con un uso adecuado de distintos instrumentos financieros.

Clínica Baviera, S.A. es la empresa líder en España en el campo de la cirugía láser y tratamientos oftalmológicos. En el ejercicio 2017 ha continuado su proceso de expansión con la apertura de tres clínicas en España. También, su cifra de negocio en este período alcanzó los 66.047 miles de euros, lo que supone un incremento respecto al ejercicio 2016, confirmando la consolidación del liderazgo en España de la compañía.

La sociedad ha conseguido incrementar su cifra de negocio de forma significativa durante los últimos años.

Como se ha visto a lo largo del estudio, Clínica Baviera, S.A. muestra en todos los años analizados un flujo de explotación positivo, teniendo como media 9,5 millones de euros, por lo tanto, la empresa no solo no tiene problemas de liquidez, sino que está en una situación de equilibrio financiero excelente.

La expansión internacional está ligada directamente con el liderazgo que tiene la empresa en España. La compañía se encuentra en una clara fase de expansión de negocio tanto nacional como internacional.

Otro medidor a tener en cuenta será comprobar la etapa en la que se encuentra la empresa. Puesto que durante los cinco años analizados la empresa se halló en plena etapa de madurez, se entiende que está en una posición de equilibrio ya que se encuentra posicionada en una de las cuatro primeras fases del ciclo de vida de un negocio. La empresa cuenta con una positiva evolución del ciclo económico lo que indica un buen comportamiento en un sector que se considera altamente cíclico y muy relacionado con el ciclo económico.

Los diversos análisis muestran que la compañía no presenta problemas de liquidez y solvencia tras el estudio sobre los flujos de efectivo y las ratios correspondientes. La entidad goza de suficiente garantía para reembolsar préstamos y pagar dividendos.

Por otra parte, a través del estudio de las ratios, se pretende conseguir una información complementaria que sea útil para el análisis económico-financiero, y así descubrir en qué situación se encuentra la empresa, permitiéndonos, llegado el caso, hacer comparaciones con empresas del mismo sector.

Tanto el estado de flujos, como su balance y su cuenta de resultados, muestran una solidez financiera que permite asegurar una retribución sostenible al accionista. La empresa muestra reducidas necesidades de circulante, un bajo grado de rotación de activos y bajas inversiones, lo que se traduce en una alta conversión en caja y una elevada autofinanciación para potenciar su crecimiento, consiguiendo de esta manera una posición financiera saneada.

La empresa se encuentra en una situación de liderazgo, dentro de un sector altamente fragmentado como es el sector oftalmológico en España. Clínica Baviera, S.A. tiene, pues, una sólida posición en el mercado, con una cuota del mismo en torno al 35% en España y creciendo. Sus competidores, por el contrario, se encuentran a gran distancia de ella.

En definitiva, Clínica Baviera, S.A. se posiciona como el mayor operador privado en el mercado español dentro del sector de la oftalmología, contando con un adecuado número de clínicas, profesionales contratados y tratamientos realizados.





## 10 BIBLIOGRAFÍA

### Libros/Artículos

- BERNAL GARCÍA, J.J., GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D., MADRID GUIJARRO, A., SOTO SOLANO, J. (2010): “El Estado de Flujos de Efectivo en el Nuevo Plan General de Contabilidad”. Estrategia Financiera. Número 274.
- ÁLVAREZ CARRIAZO, J.L. (2088): “Estado de flujos de efectivo (caso práctico)”. Revista de contabilidad y tributación. CEF. Número 304
- CABAL GARCÍA, E. y CUERVO HUERGO, J.C. (2013): “Metodología de elaboración practica del estado de flujos de efectivo: un enfoque de empresa”. Revista de contabilidad y tributación. CEF. Número 367.
- CARMONA IBÁÑEZ, P. (2008): “El Estado de Flujos de Efectivo: un caso práctico”. Revista de Contabilidad y Tributación. CEF. Número 308.
- DIÉGUEZ SOTO, J. (2009): “Análisis crítico del Estado de Flujos de Efectivo de las actividades de explotación del PGC 2007 y su utilización en la evaluación de la solvencia empresarial”.
- ESTATUTOS SOCIALES DE CLÍNICA BAVIERA, S.A. (2015).
- GARRIDO MIRALLES, P. y VÁZQUEZ VEIRA, P.J. (2011): “NIIF vs PGC 2007: Las diferencias más notables “.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, E.M., PARTE ESTEBAN, L. (2008): “El estado de flujos de efectivo: presentación y análisis.” Partida Doble. Número 199.
- JAIME ESLAVA, J. (2008): “Las claves del análisis económico-financiero de la empresa”.
- PÉREZ MÉNDEZ, J.A. (1997): “Los estados financieros”. Vol.1.
- LLORENTE OLIER, J.I. (20117): “Análisis de estados económico-financieros”.
- MUÑOZ MERCHANTTE, A. (2009) “Análisis de estados financieros: Teoría y práctica”. Ediciones Académicas.

## Referencias normativas

- NORMA INTERNACIONAL DE CONTABILIDAD N°7 (NIC 7): “Estado de Flujos de Efectivo”.
- REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE).

## Referencias electrónicas

- Blog del Inversor (2016): “Análisis de Clínica Baviera (CBAV)”. Disponible en <http://www.blogdelinversor.com/analisis-de-clinica-baviera-cbav/> [consulta: 20/02/2019].
- CEF. Contabilidad: “Manual del Nuevo Plan General Contable 2007. Las cuentas anuales. 7 El estado de flujos de efectivo”. Disponible en <https://www.contabilidadtk.es/el-estado-de-flujos-de-efectivo.html> [consulta: Diciembre de 2019].
- Clínica Baviera (2018): “Resultados 1T2018 Resultados consolidados”. Disponible en <http://www.grupobaviera.es/accionistas-inversores/wp-content/uploads/2018/05/ESP-1T2018-Resultados.pdf> [consulta: 20/02/2019].
- Contabilidad, Economía y Temas de Empresa: “Ratio de tesorería”. Disponible en <https://www.contabilidae.com/ratio-tesoreria-formula-interpretacion-ejemplos/> [consulta: Mayo de 2019].
- Informe análisis financieros Clínica Baviera (2018). Disponible en [https://www.r4.com/analisis/informes/20180717\\_informe\\_clinica\\_baviera\\_inicio\\_cobertura.pdf](https://www.r4.com/analisis/informes/20180717_informe_clinica_baviera_inicio_cobertura.pdf)
- Jraeconomistas: “Análisis de los ratios económicos y financieros”. Disponible en <https://jraeconomistas.com/ratios-economicos/> [consulta: Noviembre de 2019].
- Wall UE ST.: “Análisis económico–financiero de Clínica Baviera”. Disponible en <http://www.walluestreet.com/analisis/resumen/CI%C3%ADnica%20Baviera> [consulta: Noviembre de 2019].

## 11 RELACIÓN DE ACRÓNIMOS

- AA Amortización Acumulada
- AC Activo Corriente
- ANC Activo No Corriente
- BAIT Beneficio Antes de Impuestos e Impuestos
- BOE Boletín Oficial del Estado
- CC.AA Cuentas Anuales
- CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores
- EBITDA Resultado antes de impuestos e intereses
- ECPN Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- EFE Estado de Flujos de Efectivo
- FEE Flujo de Efectivo de actividades de Explotación
- FEF Flujo de Efectivo de actividades de Financiación
- FEI Flujo de Efectivo de actividades de Inversión
- NIC/NIIF Normas Internacionales de Contabilidad y Normas Internacionales de Información Financiera
- PGC Plan General de Contabilidad
- PC Pasivo Corriente
- PN Patrimonio Neto
- PNC Pasivo No Corriente
- PGCPyMES Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas
- ROA Rentabilidad Financiera
- ROE Rentabilidad Económica
- JEL Journal of Economic Literature



## **12 ANEXOS**



**Tabla Anexo 1. Estado de Flujos de Efectivo de Clínica Baviera, S.A**

<b>A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>	<b>9.477.805</b>	<b>9.406.755</b>	<b>6.965.891</b>	<b>6.238.119</b>	<b>1.548.940</b>
<b>2. Ajustes del resultado</b>	<b>2.730.057</b>	<b>3.065.662</b>	<b>3.124.544</b>	<b>3.314.648</b>	<b>8.979.985</b>
a) Amortización del inmovilizado	2.732.815	2.856.723	2.484.952	2.741.332	2.782.956
b) Correcciones valorativas por deterioro					
c) Variación de provisiones					
d) Imputación de subvenciones					
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	-3.985		23.701	9.233	203.147
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros	2.142	5.227	1.193.151	23.315	5.535.978
g) Ingresos financieros	-121.956	-141.495	-712.982	-199.807	-267.957
h) Gastos financieros	207.694	288.554	379.533	486.250	452.687
i) Diferencias de cambio					
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros					
k) Otros ingresos y gastos	-86.653	56.653	-243.811	254.325	273.174
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	<b>879.510</b>	<b>538.376</b>	<b>968.106</b>	<b>775.277</b>	<b>-65.013</b>
a) Existencias	-193.578	135.437	1.346.610	339.296	-1.151.737
b) Deudores y otras cuentas a cobrar	-56.414	-80.561	322.086	60.972	93.289
c) Otros activos corrientes					
d) Acreedores y otras cuentas a pagar	1.699.443	-336.713	-557.527	-80.614	-1.125.223
e) Otros pasivos corrientes	-569.941	820.213	-143.063	455.623	-131.788
f) Otros activos y pasivos no corrientes					
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>-3.018.733</b>	<b>-2.825.166</b>	<b>-1.427.905</b>	<b>-2.014.747</b>	<b>-1.046.995</b>
a) Pagos de intereses	-202.474	-266.190	-444.118	-447.476	-394.081
b) Cobros de dividendos	106.623	88.927	49.766	103.457	892.278
c) Cobros de intereses	15.333	52.569	663.216	96.351	222.941
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios	-2.938.215	2.700.472	-1.696.769	-1.767.079	-1.768.133
e) Otros pagos (cobros)					
<b>5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>10.068.639</b>	<b>10.185.627</b>	<b>9.630.636</b>	<b>8.313.297</b>	<b>9.416.917</b>
<b>B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>					
<b>6. Pagos de inversiones</b>	<b>-7.733.577</b>	<b>-8.723.958</b>	<b>-11.998.980</b>	<b>-4.135.563</b>	<b>-7.389.419</b>
a) Empresas del grupo y asociadas	-1.444.486	-249.003	-2.162.692	-2.201.712	-2.043.965
b) Inmovilizado intangible	-343.330	-196.546	-266.602	-66.718	-75.728
c) Inmovilizado material	-5.375.115	-4.844.982	-3.801.097	-1.742.044	-1.028.059
d) Inversiones inmobiliarias					
e) Otros activos financieros	-449.597	-3.312.378	-5.647.540	-4.040	-4.120.619
f) Activos no corrientes mantenidos para la venta					
g) Otros activos	-121.049	-121.049	-121.049	-121.049	-121.048
<b>7. Cobros por desinversiones</b>	<b>2.628.635</b>	<b>5.656.831</b>	<b>8.000.761</b>	<b>656.951</b>	<b>3.943.281</b>
a) Empresas del grupo y asociadas	953.524	1.908.085	272.323	336.225	3.851.531
b) Inmovilizado intangible					
c) Inmovilizado material	5.215				20.000
d) Inversiones inmobiliarias					
e) Otros activos financieros	1.669.896	3.748.746	7.728.438	320.726	71.750
f) Activos no corrientes mantenidos para la venta					
g) Otros activos					
<b>8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>	<b>-5.104.942</b>	<b>-3.067.127</b>	<b>-3.998.219</b>	<b>-3.748.612</b>	<b>-3.446.138</b>
<b>C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>					
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<b>-3.829</b>	<b>-15.975</b>		<b>-213.929</b>	<b>85.360</b>
a) Emisión de instrumentos de patrimonio					
b) Amortización de instrumentos de patrimonio					
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio	-3.829	-35.975		-523.236	
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio		20.000		309.307	85.360
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos					
<b>10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>-1.643.052</b>	<b>2.709.060</b>	<b>-1.810.935</b>	<b>4.616.579</b>	<b>-4.430.252</b>
a) Emisión	4.309.348	8.694.447	2.900.000	13.058.413	2.000.000
1. Obligaciones y valores similares					
2. Deudas con entidades de crédito	4.000.000	8.500.000	2.900.000	13.000.000	2.000.000
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas					
4. Otras deudas	309.348	194.447		58.413	
b) Devolución y amortización de:	-5.952.400	-5.985.387	-4.710.935	-8.441.834	-6.430.252
1. Obligaciones y valores similares					
2. Deudas con entidades de crédito	-5.784.599	-5.882.389	-4.706.918	-8.441.834	-6.402.097
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas					
4. Otras deudas	-167.801	-102.998	-4.017		-28.155
<b>11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio</b>	<b>-3.587.525</b>	<b>-10.263.365</b>	<b>-3.586.479</b>	<b>-9.130.749</b>	<b>-1.628.470</b>
a) Dividendos	-3.587.525	-10.263.365	-3.586.479	-9.130.749	-1.628.470
b) Remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio					
<b>12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>	<b>-5.234.406</b>	<b>-7.570.280</b>	<b>-5.397.414</b>	<b>-4.728.099</b>	<b>-5.973.362</b>
<b>E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES</b>	<b>-270.709</b>	<b>-451.780</b>	<b>235.003</b>	<b>106.586</b>	<b>-2.583</b>
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	1.260.957	1.658.737	1.423.734	1.317.148	1.319.731
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	936.248	1.206.957	1.658.737	1.423.734	1.317.148

Fuente: Datos CNMV Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.

**Tabla Anexo 2. Balance de situación de Clínica Baviera, S.A.**

	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	9.421.956	10.926.137	13.855.971	15.778.177	15.533.534
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	33.044.632	28.842.667	26.253.149	27.320.038	26.917.978
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	13.326.783	12.296.247	10.152.418	12.151.767	11.249.500
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	10.514.171	12.234.809	11.155.913	13.344.815	8.361.203
<b>PATRIMONIO NETO</b>	18.625.634	15.237.748	18.800.789	17.601.633	21.840.809
<b>BENEFICIO NETO</b>	9,9 millones				

*Fuente: Datos CNMV Clínica Baviera, S.A. Elaboración propia.*