



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

**Grado en Administración y Dirección
de Empresas**

**Análisis de Estados Contables
del Grupo Telefónica**

Presentado por:

Miriam Berezo Pérez

Tutelado por:

Mohd Hussein Issa Jrab

Valladolid, 13 de julio de 2016

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. LA EMPRESA: ANÁLISIS INTERNO Y DEL SECTOR	4
2.1. HISTORIA DE LA EMPRESA	4
2.2. ENTORNO SECTORIAL	5
2.2.1. Sector	5
2.2.2. Las cinco fuerzas de Porter	7
2.3. ANÁLISIS DAFO	9
3. ANÁLISIS PATRIMONIAL	11
4. ANÁLISIS ECONÓMICO	15
5. ANÁLISIS FINANCIERO.....	17
5.1. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ DE LA EMPRESA	17
5.2. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA	23
5.2.1. Rentabilidad económica	23
5.2.2. Rentabilidad financiera	26
6. COMPARATIVA DEL GRUPO TELEFÓNICA CON EL SECTOR	28
7. CONCLUSIONES	31
8. BIBLIOGRAFÍA.....	32
9. ANEXO	34

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Cuotas de mercado en el sector de las telecomunicaciones	7
Gráfico 3.1: Estructura del activo	11
Gráfico 3.2: Evolución del balance	12
Gráfico 3.3: Estructura del pasivo y patrimonio neto	13
Gráfico 3.4: Evolución del patrimonio neto y pasivo.....	13
Gráfico 5.1: Evolución de los ratios de liquidez a corto plazo.....	18
Gráfico 5.2: Evolución ratio de solvencia	20
Gráfico 5.3: Evolución del ratio de cobertura.....	21
Gráfico 5.4: Evolución de los ratios de endeudamiento	22
Gráfico 5.5: Composición del endeudamiento.....	23
Gráfico 5.1: Evolución del margen sobre las ventas	25
Gráfico 5.2: Evolución de la rentabilidad financiera.....	26

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1: Evolución del balance en números índice	11
Tabla 3.2: Evolución del patrimonio neto y pasivo en números índice	13
Tabla 4.1: Estructura y evolución en números índice de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	15
Tabla 5.1: Ratios de liquidez a corto plazo.....	18
Tabla 5.2: Ratio de solvencia	20
Tabla 5.3: Ratio de cobertura	20
Tabla 5.4: Ratios de endeudamiento.....	21
Tabla 5.1: Ratio de rentabilidad económica	24
Tabla 5.2: Margen sobre las ventas	24
Tabla 5.3: Rotación del activo	25
Tabla 5.4: Rentabilidad financiera	26
Tabla 5.5: Composición de la rentabilidad financiera	27
Tabla 6.1: Comparativa de los ratios promedio del sector y Telefónica.	29

1. INTRODUCCIÓN

En el contexto actual el sector de las telecomunicaciones es una pieza clave en la mayoría de los países, incluida España. Ejerce un papel esencial tanto en la sociedad como en la economía ya que sus avances han revolucionado la forma de comunicarse, de entender los negocios y sin duda condicionarán el desarrollo del futuro.

Es por ello que el objetivo principal de este trabajo fin de grado es conocer cómo ha podido afectar la crisis económica a una de las principales empresas españolas pertenecientes a este sector, el Grupo Telefónica (en los sucesivo Telefónica, la empresa o la compañía, indistintamente). Para conocer su evolución se llevará a cabo un análisis de la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa para el periodo comprendido entre 2008 y 2014.

Con el propósito de lograr este objetivo se ha realizado en primer lugar una exposición de la empresa así como del entorno sectorial en el que opera a través de las cinco fuerzas de Porter y la elaboración del DAFO. Posteriormente y empleando como base el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados de Telefónica se ha efectuado un análisis patrimonial, económico y financiero. En los dos primeros se ha estudiado su composición y evolución mediante porcentajes horizontales y verticales. El análisis financiero se ha realizado empleando los principales ratios de liquidez y rentabilidad. Por último, se ha procedido a la comparativa de la compañía con el sector de las telecomunicaciones en España, al cual pertenece. Finalmente, se exponen las conclusiones extraídas del estudio detallado previamente.

Los datos empleados para la realización del trabajo se han obtenido de las cuentas anuales publicadas por Telefónica para el periodo 2008-2014 y auditadas por Ernst & Young. Se ha decidido emplear las cuentas consolidadas del grupo al considerarlas más representativas de la actividad empresarial de la compañía. En cuanto al análisis comparativo de la compañía con el sector, los ratios se han conseguido a través de la Central de Balances del Banco de España para el mismo periodo que ha sido empleado en la realización del todo el proyecto.

2. LA EMPRESA: ANÁLISIS INTERNO Y DEL SECTOR

2.1. HISTORIA DE LA EMPRESA

“Telefónica S.A. y sus sociedades filiales y participadas constituyen un grupo integrado y diversificado de telecomunicaciones que opera principalmente en Europa y Latinoamérica. Su actividad se centra en la oferta de servicios de telefonía fija y móvil, banda ancha, internet, datos, televisión de pago y otros servicios digitales” (Informe financiero de Telefónica, 2014, pp. 15).

Se constituye el 19 de abril de 1924 bajo la denominación Compañía Telefónica Nacional de España (CTNE) con domicilio social en la avenida de Conde de Peñalver (Madrid). En este momento se encontraba participada por ITT (International Telephone and Telegraph). Años más tarde, en 1945, el estado español obtiene una participación importante en la empresa, del 79,6%, participación que se disuelve posteriormente a través de una ampliación de capital. En 1987 tras hacerlo ya en otras bolsas como la de París, Tokio o Londres, sus acciones comienzan a cotizar en la Bolsa de Nueva York. Es en abril de 1998 cuando cambia su denominación por la actual Telefónica S.A. y sitúa su domicilio social en el número 28 de la calle Gran Vía, en Madrid. En la década de los 90 con la liberalización del sector comienza a desarrollar su estrategia de crecimiento internacional por Latinoamérica y posteriormente, ya en el siglo XXI, la ampliará adquiriendo presencia en Europa, Norteamérica y el continente asiático. Para su expansión lleva a cabo una política de adquisiciones y alianzas con empresas que se encuentran operando en dichos países conformando un holding. Esto es, Telefónica S.A. es la empresa matriz del grupo y participa en las filiales que son las que desarrollan la actividad objeto de su negocio en los diferentes países donde tiene presencia.

Como la compañía menciona en su página corporativa Telefónica es su marca institucional, representándola frente a empleados, accionistas, instituciones y proveedores. Sin embargo, sus clientes identifican a la compañía a través de sus marcas comerciales. Las más conocidas son Movistar (España y gran parte de Latinoamérica), O2 (Reino Unido y Alemania) y Vivo (Brasil).

Con ellas ofrece servicios de telecomunicaciones móviles, fijas y televisión a más de 300 millones de clientes. Además de estas cuenta con otras marcas de servicios más específicos como Terra, Wayra, Tuenti, o Media Networks.

Según el Foro de Marcas Renombradas Telefónica es una de las principales compañías de telecomunicaciones a nivel mundial, tanto por su capitalización bursátil como por el número de clientes. La revista Forbes sitúa su marca Movistar como una de las 10 más valiosas del sector. Con presencia en 21 países y más de 322 millones de clientes actualmente se encuentra inmersa en el desarrollo de tecnologías 5G. Continúa así con su estrategia de aprovechar las nuevas oportunidades del mercado para ofrecer al público la mayor innovación posible en sus servicios.

2.2. ENTORNO SECTORIAL

El concepto de entorno hace referencia a todo lo ajeno a la empresa, esto es, todos los factores externos a la organización que ejercen influencia sobre la actuación de la empresa, su estrategia y resultados (Guerras y Navas, 2012).

2.2.1. Sector

El sector de las telecomunicaciones ostenta una gran relevancia en la economía ya que determina la forma en que la sociedad se relaciona. En un contexto de globalización en el que las tecnologías juegan un papel fundamental este sector se ha mantenido desde sus inicios en una constante transformación ya que a través de la innovación es capaz de adaptarse a las nuevas necesidades y hábitos de consumo de los clientes.

Inicialmente era una industria de monopolio, fuertemente regulada por los gobiernos debido a las elevadas inversiones en infraestructuras que requería, y su actividad se basaba en suministrar conexión telefónica. Es el caso de nuestro país donde Telefónica monopolizó durante años este servicio. La incorporación de la tecnología informática a las telecomunicaciones permitió el desarrollo de nuevas prestaciones como la transmisión de voz y datos o la fibra óptica. Estos avances revelaron la importancia del sector para el progreso de la economía y se fue desregularizando, permitiendo la entrada de nuevos

competidores lo que repercute positivamente en la calidad del servicio. (Johnson y Scholes, 1997)

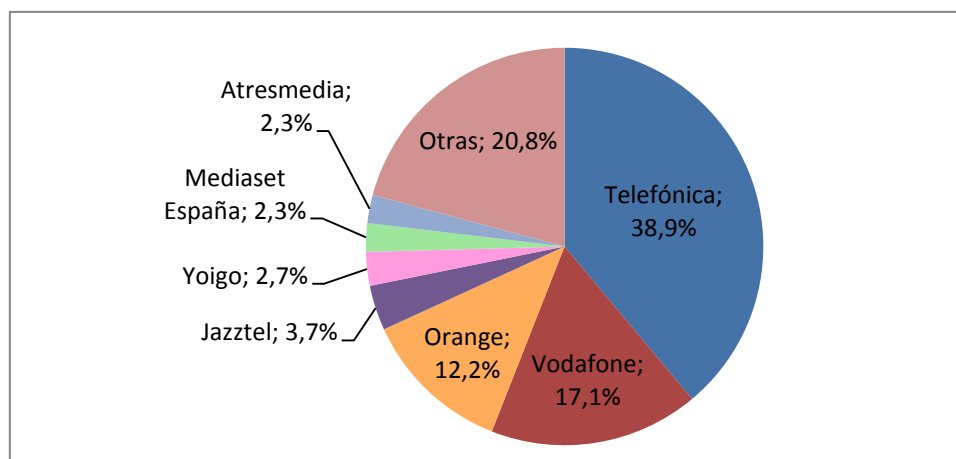
Las telecomunicaciones no iban a ser una excepción y al igual que el resto de sectores ha padecido los efectos de la crisis económica sufrida a nivel mundial desde 2008. De acuerdo con los informes anuales de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) sobre el sector desde 2009 su facturación ha registrado tasas negativas de crecimiento en toda Europa. En nuestro país este dato se sitúa en torno al 7% de media anual. Esta misma tendencia es la seguida por el volumen de inversión y empleo que se han visto reducidos alrededor de un 25% y 50% respectivamente entre 2007 y 2014. El motivo se encuentra en los consumidores que afectados por la situación económica han reducido su gasto en servicios de comunicación electrónicos prescindiendo de parte de ellos o buscando las mejores ofertas.

No obstante desde 2014 el sector ha frenado su caída cerrando 2015 con un aumento de los ingresos del 0,48% con respecto al año anterior, siendo el primer aumento desde 2008. La mejora de la coyuntura económica ha dado una tregua al sector que ha visto incrementado el número de abonados a sus servicios especialmente en el ámbito de la banda ancha móvil y la televisión de pago. Asimismo, ha permitido un repunte de la inversión de las empresas del sector que se encuentran a la carrera por ofrecer los servicios más novedosos a un mayor número de usuarios.

En España la industria de las telecomunicaciones representaba en 2011 el 3,5% del PIB nacional y el número de personas ocupadas en este sector suponían el 0,41% del total de empleo del país.

En el siguiente gráfico se aprecia el reparto de las cuotas de mercado entre las empresas que intervienen en el sector en base a los datos publicados por la CNMC correspondientes al año 2014.

Gráfico 2.1: Cuotas de mercado en el sector de las telecomunicaciones



Fuente: Elaboración propia

Telefónica ocupa una parte importante del mercado, fundamentalmente gracias a su marca Movistar. Las siguientes posiciones, ocupadas por Vodafone y Orange, poseen cuotas de mercado muy por debajo de la líder. Por último, otros competidores como Jazztel y Yoigo en el ámbito de las comunicaciones, o Mediaset y Atresmedia en el segmento audiovisual representan una parte muy reducida.

Como se puede ver más del 60% del mercado es atendido por solo tres empresas. Se trata de un sector concentrado donde son muy frecuentes los procesos de agrupación empresarial para ser más competitivas y poder hacer frente a las inversiones requeridas.

2.2.2. Las cinco fuerzas de Porter

A continuación analizaremos el sector en el cual opera Telefónica, es decir, el entorno específico o competitivo. Para ello emplearemos el modelo de las cinco fuerzas de Porter (2008), que nos permitirá conocer la industria así como las oportunidades y amenazas que ofrece a la empresa (Guerras y Navas, 2015).

1. Posibilidad de entrada de nuevos competidores

Las barreras de entrada son numerosas: estamos ante un sector muy concentrado que requiere una elevada inversión inicial en infraestructuras así como experiencia en la industria. Si añadimos la dificultad de acceder a

proveedores, el aprovechamiento de economías de escala o el saber hacer de las empresas asentadas en el sector el riesgo de nueva competencia es bajo.

2. Amenaza de productos sustitutivos

Telefónica ofrece servicios de telefonía fija, móvil, internet, fibra óptica y televisión. Todos ellos satisfacen las necesidades de información y comunicación. Su aparición ha supuesto un cambio radical en la forma en que se relacionan las personas sustituyendo la comunicación presencial o mediante correspondencia. Considero, por tanto, que estas son, junto con la radio o la prensa escrita, las alternativas existentes a los servicios prestados por la empresa.

3. Poder de negociación de clientes

Los consumidores finales son clientes individuales o empresas. En muchos casos se lleva a cabo la contratación de forma conjunta entre varios usuarios a través del empaquetamiento de servicios. Esto unido a la existencia de más empresas en el sector con una cartera de productos y precios muy similar concede a los clientes un relativo poder de negociación puesto que es mucho más complicada conseguir un nuevo cliente que retenerlo.

4. Poder de negociación de proveedores

Cuentan con un poder de negociación considerable puesto que el 80% de los suministros más relevantes de Telefónica como terminales e infraestructuras de red se aglutinan en tan solo 17 proveedores. Esto supone que cualquier modificación en su conducta pueda poner en riesgo la actividad de la empresa.

5. Rivalidad entre competidores

El elevado número de empresas competidoras con Telefónica como Vodafone, Orange, Jazztel, etc, la semejanza en su oferta de servicios y precios, los procesos de concentración empresarial llevados a cabo así como la posesión de activos específicos de esta industria hacen que estemos ante un sector con un elevado nivel de rivalidad entre las compañías integrantes.

2.3. ANÁLISIS DAFO

Por último, para finalizar con el análisis estratégico realizaremos un análisis DAFO que nos permitirá conocer la situación de la empresa, es decir, los puntos fuertes y débiles de la organización así como las oportunidades y amenazas que le ofrece su entorno.

De esta forma sirve de guía a la dirección ayudándola a conocer las actuaciones que debe llevar a cabo para elegir una correcta estrategia (Guerras y Navas, 2015).

Oportunidades

- Sector con gran potencial de crecimiento. Nos encontramos en la era digital donde la tecnología y las telecomunicaciones desempeñan un papel fundamental en la sociedad actual tanto para la comunicación e información como para el desarrollo de la actividad empresarial.
- Recuperación económica. De acuerdo con las previsiones realizadas por el FMI para la economía española, la recuperación experimentada desde 2014 se mantendría en 2016 y 2017 con crecimientos del PIB del 2,6% y 2,3% respectivamente, lo que favorece un incremento en la demanda de este sector.
- Acuerdos con empresas. A través de pactos con empresas cuya actividad está vinculada con el sector de las telecomunicaciones, en el que opera Telefónica, puede llevar a cabo el desarrollo de nuevas tecnologías de forma que reduzca el riesgo y la inversión asociados a dichos proyectos.

Amenazas

- Abundante oferta. El sector cuenta con una amplia variedad de empresas con servicios muy similares compitiendo por ofrecer los mejores precios. Esto permite a los consumidores tener diferentes alternativas entre las que elegir si no están satisfechos obligando a las compañías a estar muy atentas a la competencia y ajustarse a ella si no quieren perder a sus clientes actuales ni potenciales.
- Aparición de nuevas empresas. Al tratarse de un sector en auge, de gran relevancia en el contexto actual y con muchas posibilidades de continuar avanzando en el desarrollo de nuevas tecnologías, productos y servicios es

posible que haya empresas atraídas por todos estos factores y con capital suficiente para entrar a competir en la industria.

Fortalezas

- Empresa líder del sector en España. Telefónica cuenta con una amplia experiencia de más de 90 años en la industria de las telecomunicaciones y ocupa una posición superior en cuota de mercado, empleados e ingresos frente a competidores que se introdujeron posteriormente en el sector.
- Compromiso con la sostenibilidad. Telefónica figura como una de las empresas incluidas en el índice de sostenibilidad de Dow Jones para el año 2015.
- Gestión de los proveedores. La compañía cuenta con una oficina responsable del aprovisionamiento de todo el grupo además de un modelo de gestión común de comercio electrónico través del cual se lleva a cabo la negociación con proveedores así como el suministro. Ambas partes se benefician ya que de esta forma se agiliza el proceso haciéndolo más eficiente y reduciendo costes.

Debilidades

- Integración vertical. La actividad desarrollada por la empresa se concentra en una sola industria y además posee un cierto grado de integración vertical. Esto supone, entre otras cosas, comprometer una elevada cantidad de sus recursos, operar con menor flexibilidad frente a posibles cambios o tener mayores barreras de salida. Todos estos factores hacen que la empresa corra un mayor riesgo de supervivencia en caso de surgir problemas en el sector.
- Deterioro de su situación financiera. Para el periodo objeto de análisis en este trabajo, Telefónica ha experimentado una reducción de su rentabilidad, tanto económica como financiera, de más del 50%. Esto se debe a la complicada coyuntura económica sufrida estos años que ha ocasionado una importante disminución en los resultados de la compañía, variable clave en el cálculo de ambos rendimientos.

3. ANÁLISIS PATRIMONIAL

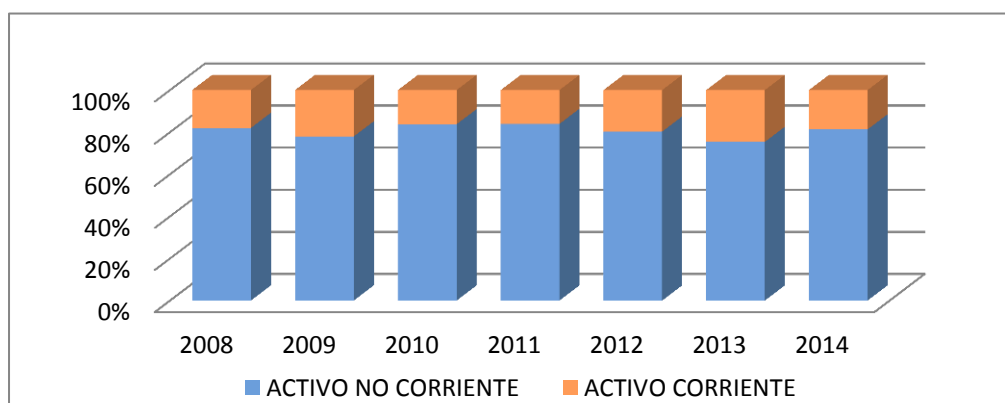
“El análisis de los estados financieros, utilizando ciertas técnicas, trata de investigar y de enjuiciar, a través de la información contable, cuáles han sido las causas y los efectos de la gestión de la empresa para llegar a su actual situación y, así, predecir, dentro de ciertos límites, cuál será el desarrollo en el futuro, para tomar decisiones consecuentes” (Urías, 1995, pp. 213). El objetivo será conocer la situación patrimonial del grupo Telefónica y su posterior comparación con la del sector.

El balance de situación facilita una cantidad importante de información financiera y económica sobre la empresa a estudiar. Su análisis nos permite cuantificar su patrimonio así como las inversiones y sus fuentes de financiación (Palomares y Peset, 2015).

❖ ACTIVO

A continuación aparecen los gráficos de estructura económica y su evolución en números índice tomando como año base 2008:

Gráfico 3.1: Estructura del activo



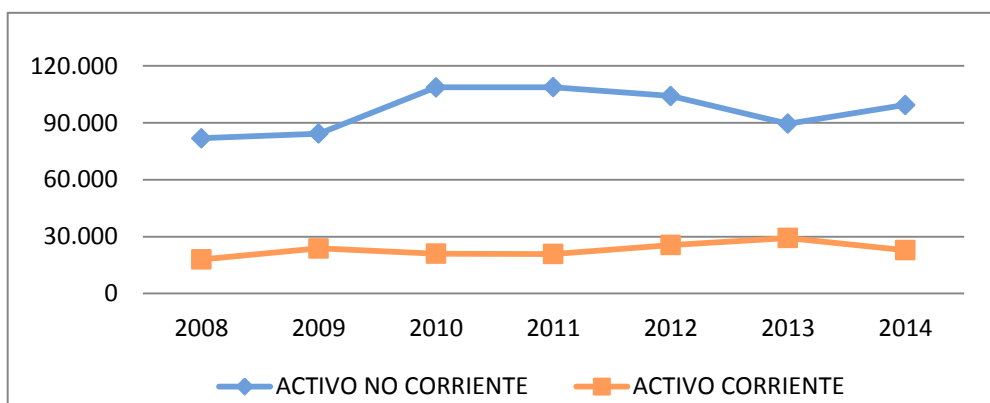
Fuente: Elaboración propia

Tabla 3.1: Evolución del balance en números índice

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO NO CORRIENTE	100%	102,9%	132,7%	132,8%	127,2%	109,4%	121,4%
ACTIVO CORRIENTE	100%	132,6%	117,1%	115,9%	142,4%	162,8%	127,2%
TOTAL ACTIVO	100%	108,3%	129,9%	129,8%	129,9%	119,0%	122,4%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3.2: Evolución del balance



Fuente: Elaboración propia

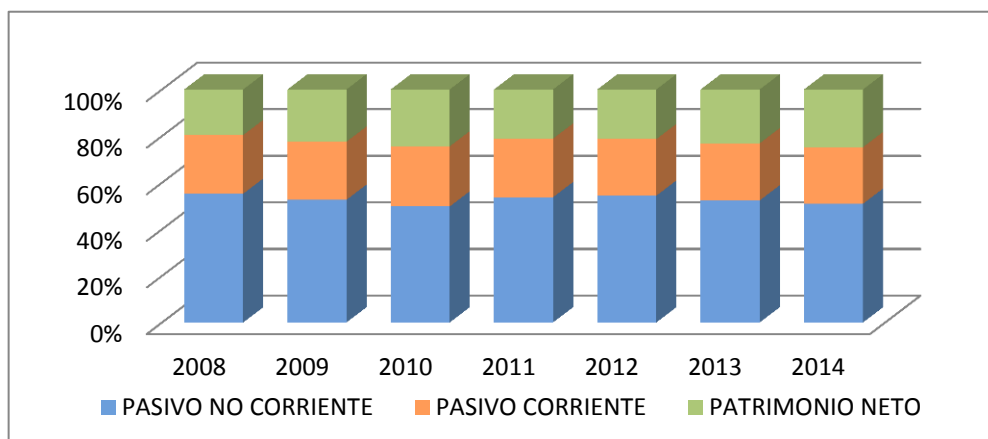
El activo no corriente toma una importante relevancia ya que representa entre el 75% y el 80% del total del activo durante el periodo analizado. Su evolución ha sido creciente, un 21% con respecto al inicio. Dentro de este la partida con mayor peso es el inmovilizado material, que se sitúa en torno al 30%. Se debe la gran inversión en instalaciones técnicas y maquinaria que requiere la empresa dada su actividad. Otras partidas con un peso inferior pero aún así significativas son el fondo de comercio y el inmovilizado intangible, aproximadamente el 20% y 15% respectivamente. La primera engloba los intangibles no reflejados en la contabilidad (prestigio, red de ventas, cartera de clientes, etc) adquiridos junto con los activos y pasivos por la empresa matriz al participar en las filiales. El inmovilizado intangible comprende las licencias, aplicaciones informáticas, etc, una partida importante dentro del activo de la empresa debido a su negocio.

Por su parte el activo corriente cuenta con una importancia menor, en torno al 20%-25% de la estructura del activo total. Al igual que el anterior ha mantenido un comportamiento fluctuante, incrementando y disminuyendo a lo largo del periodo aunque siempre con unos datos superiores a los del año de referencia. Dentro del activo circulante las partidas con un peso mayor son la cuenta de deudores (en torno al 9%) y efectivo (alrededor del 6% de media sobre el total).

❖ PATRIMONIO NETO Y PASIVO

En los siguientes gráficos se muestra la estructura y evolución de las fuentes de financiación empleadas por el grupo Telefónica en el desarrollo de su actividad:

Gráfico 3.3: Estructura del pasivo y patrimonio neto



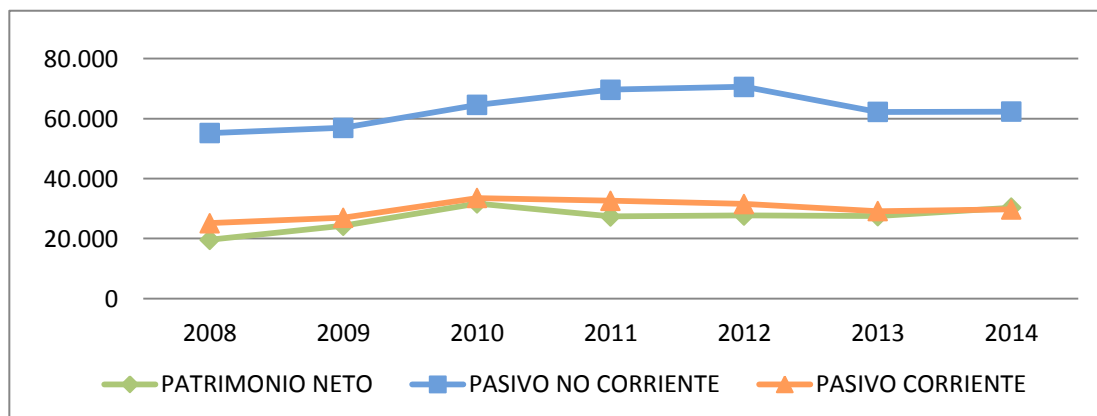
Fuente: Elaboración propia

Tabla 3.2: Evolución del patrimonio neto y pasivo en números índice

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PATRIMONIO NETO	100%	124,1%	162%	140%	141,4%	140,5%	154,8%
PASIVO NO CORRIENTE	100%	103,1%	117%	126,2%	127,9%	112,7%	112,9%
PASIVO CORRIENTE	100%	107,2%	133,3%	129,6%	125,4%	116%	118,2%
TOTAL PASIVO	100%	104,4%	122,1%	127,3%	127,1%	113,8%	114,5%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100%	108,3%	129,9%	129,8%	129,9%	119,0%	122,4%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3.4: Evolución del patrimonio neto y pasivo



Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver en los gráficos la representación del patrimonio neto sobre el total se ha visto incrementada durante el periodo pasando del 19,6% a casi el 25% en 2014. Esto se debe principalmente a la partida de “otros fondos para los accionistas”, puesto que el capital de la empresa se ha mantenido sin apenas cambios. A pesar de esta evolución favorable que sitúa el patrimonio neto de la sociedad en 2014 un 50% superior al presentado en 2008 su peso continúa siendo reducido, ocupando por tanto un papel más relevante en la financiación de la empresa los recursos ajenos.

En cuanto al pasivo, como ya hemos mencionado ocupa un peso más importante en la estructura financiera de la organización. En el periodo analizado se ha visto incrementada su cuantía pero en menor proporción que los fondos propios, apenas un 15%, lo que provoca que en 2014 su representación sea cerca de un 5% inferior a la mostrada el primer año. Se observa que es el pasivo no corriente el que posee mayor significación sobre el total, alrededor del 50%, el doble que la presentada por el pasivo corriente que se sitúa en torno al 25%. Esto denota una mayor preferencia de la empresa por la financiación ajena a largo plazo como se puede apreciar dado el elevado peso de la partida “deuda financiera a largo plazo” (préstamos, emisión de obligaciones, bonos, etc) con un 45% de la totalidad.

En lo que respecta a su evolución desde 2008 se observa un incremento en ambos componentes del pasivo, superior todos los años en el caso del pasivo corriente. En 2014 por ejemplo se sitúa en un 18% frente al 13% del no corriente. Sin embargo, este crecimiento con relación al año base es mayor durante los 4 primeros años ya que como se puede apreciar en el gráfico desde 2012 esta tendencia ascendente se ha visto frenada.

Observando la evolución del pasivo y del patrimonio neto podemos concluir en primer lugar que guardan una relación inversa, esto es, a mayor proporción de financiación ajena menor financiación propia. Y en segundo lugar se advierte que el incremento experimentado por los fondos propios de la empresa es superior al de sus pasivos para el periodo de estudio.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO

La cuenta de pérdidas y ganancias o también cuenta de resultados es un estado dinámico que expone el resultado obtenido a lo largo del ejercicio económico por la empresa. Registra los ingresos y gastos que conducen a las magnitudes intermedias objeto de estudio (Rojo Ramírez, 2011). A través del análisis económico en el que se examinan los resultados se puede conocer la eficacia de la gestión empresarial tanto a corto como a largo plazo (Goxens y Gay, 1999).

En la siguiente tabla se muestran los datos de la cuenta de resultados así como su importancia y comportamiento para el periodo objeto de análisis:

Tabla 4.1: Estructura y evolución en números índice de la cuenta de pérdidas y ganancias

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas netas y prestación de servicios	57.946	56.731	60.737	62.837	62.356	57.061	50.377
Otros ingresos	1.865	1.645	5.869	2.107	2.323	1.693	1.707
Ventas totales	59.811	58.376	66.606	64.944	64.679	58.754	52.084
<i>Evolución</i>	100%	97,6%	111,4%	108,6%	108,1%	98,2%	87,1%
Coste de las ventas	-17.818	-16.717	-17.606	-18.256	-18.074	-17.041	-15.182
Margen Bruto de Ventas	41.993	41.659	49.000	46.688	46.605	41.713	36.902
<i>Margen</i>	70,2%	71,4%	73,6%	71,9%	72,1%	71,0%	70,9%
<i>Evolución</i>	100%	99,2%	116,7%	111,2%	111,0%	99,3%	87,9%
Gastos de personal	-6.762	-6.775	-8.409	-11.080	-8.569	-7.208	-7.098
Otros gastos	-12.312	-12.281	-14.814	-15.398	-16.805	-15.428	-14.289
EBITDA	22.919	22.603	25.777	20.210	21.231	19.077	15.515
<i>Margen</i>	38,3%	38,7%	38,7%	31,1%	32,8%	32,5%	29,8%
<i>Evolución</i>	100%	98,6%	112,5%	88%	92,6%	83,2%	67,7%
Amortizaciones	-9.046	-8.956	-9.303	-10.146	-10.433	-9.627	-8.548
EBIT	13.873	13.647	16.474	10.064	10.798	9.450	6.967
<i>Margen</i>	23,2%	23,4%	24,7%	15,5%	16,7%	16,1%	13,4%
<i>Evolución</i>	100%	98%	118,7%	72,5%	77,8%	68,1%	50,2%
Ingresos financieros	827	814	792	827	963	933	992
Diferencias (+) de cambio	6.189	3.085	3.508	2.795	2.382	3.323	4.110
Gastos financieros	-3.648	-3.581	-3.329	-3.609	-4.025	-3.629	-3.511
Diferencias (-) de cambio	-6.165	-3.625	-3.620	-2.954	-2.979	-3.493	-4.413
EBT	10.915	10.387	13.901	6.488	5.864	6.280	3.635
<i>Margen</i>	18,2%	17,8%	20,9%	10%	9,1%	10,7%	7,0%
<i>Evolución</i>	100%	95,2%	127,4%	59,4%	53,7%	57,5%	33,3%
Impuesto sobre beneficios	-3.089	-2.450	-3.829	-301	-1.461	-1.311	-383
Resultado Neto	7.826	7.937	10.072	6.187	4.403	4.969	3.252
<i>Margen</i>	13,1%	13,6%	15,1%	9,5%	6,8%	8,5%	6,2%
<i>Evolución</i>	100%	101,4%	128,7%	79,1%	56,3%	63,5%	41,6%

Fuente: Elaboración propia

Las ventas del grupo Telefónica han mantenido una evolución creciente durante los primeros cuatro años coincidiendo con los inicios de la crisis económica hasta que a partir de 2012 sufren una caída, llegando a ser del 13% en 2014 con respecto al año base. Por su parte el coste de ventas ha seguido una tendencia similar disminuyendo al final del periodo aproximadamente dos millones de euros.

El semejante comportamiento de ambas partidas hace que el margen bruto mantenga una representación en torno al 70% de las ventas tanto al inicio como al final del periodo, a pesar de la reducción sufrida con respecto a la cifra obtenida en 2008.

Una vez descontados los restantes gastos de explotación, personal y otros, obtenemos el resultado bruto de explotación, antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA). Este indicador es muy útil ya que al no tener en cuenta la política financiera y tributaria de la empresa, manejable según los intereses de los gestores, nos permite conocer si la actividad empresarial es rentable o no. Para nuestro caso este resultado se mantiene positivo durante todo el periodo, lo que indica que el negocio desarrollado por la empresa objeto de nuestro estudio funciona, es rentable. A pesar de ello cabe señalar la significativa caída que ha sufrido, próxima a los 7 millones de euros, pasando de representar el 38% de la cifra de ventas en 2008 a significar el 29% en 2014. Esto es debido a la contracción de las ventas de la empresa y al comportamiento de los gastos de explotación que se han visto incrementados.

Una vez deducidas las amortizaciones obtenemos el resultado operativo, antes de intereses e impuestos (EBIT). Al igual que el anterior se mantiene siempre positivo con una importante reducción, especialmente en la segunda mitad del periodo, siendo en 2014 del 50% con respecto al dato obtenido en 2008.

Los gastos financieros muestran una participación notable en relación con la cifra de ventas (en torno al 6%). Esto es consecuencia de la política financiera de la empresa que prefiere financiarse a través de recursos ajenos operando así con un elevado nivel de endeudamiento. De este modo, el resultado antes de impuestos (EBT) continúa con la tendencia mencionada previamente

reduciéndose su importe durante los años 2011-2014. Su representación con respecto a la cifra de ventas se ve reducida desde 18% en 2008 al 7% en 2014.

Finalmente, el resultado del ejercicio una vez descontada la carga impositiva de la empresa presenta signo positivo. A pesar de ello se observa que su importancia sobre la cifra de ventas es aproximadamente un 50% inferior que la del resultado operativo, fruto de la ya mencionada elevada carga financiera. Su evolución durante el periodo de análisis continúa con la tendencia seguida por los resultados intermedios comentados previamente, es decir, su importe y por lo tanto su relevancia al finalizar 2014 se ha visto reducida a la mitad de los datos obtenidos en 2008.

Con todo esto podemos decir que los resultados finales de la empresa presentan un margen sobre la cifra de ventas positivo, del 6,2% el último ejercicio estudiado. La reducción con respecto a 2008 tiene su principal causa en la importante recesión económica sufrida a nivel mundial durante el periodo de estudio. A pesar de ello este dato revela una vez más el buen rendimiento de la actividad desarrollada por el grupo Telefónica.

5. ANÁLISIS FINANCIERO

5.1. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ DE LA EMPRESA

El análisis de la liquidez de la empresa, tanto a corto como a largo plazo, es relevante ya que pone de manifiesto su estabilidad financiera además de posibles riesgos financieros y de insolvencia. Sin embargo, mientras que a corto plazo es posible realizar una previsión suficiente de los flujos de fondos no ocurre así en el largo plazo, por lo que las medidas empleadas son más generales, menos específicas (Bernstein, 1993).

Los ratios se clasifican de acuerdo al horizonte temporal, teniendo en cuenta el momento de devolución de las deudas y la capacidad de la empresa para generar los recursos necesarios para hacerlo. Así dividiremos su estudio en ratios de liquidez a corto y largo plazo.

Liquidez a corto plazo

Se trata de medir la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus compromisos en un corto espacio de tiempo.

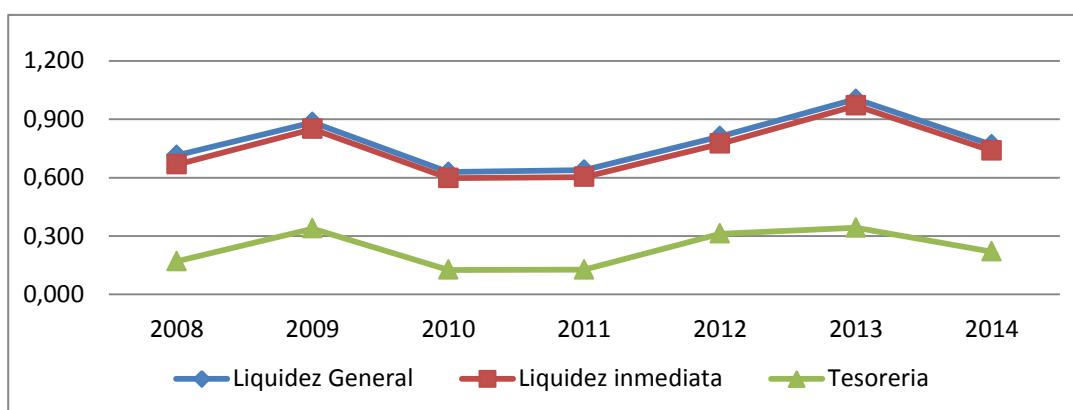
A continuación calcularemos y analizaremos los principales ratios para la empresa estudiada:

Tabla 5.1: Ratios de liquidez a corto plazo

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez general	0,715	0,885	0,629	0,639	0,812	1,004	0,770
Liquidez inmediata	0,668	0,850	0,598	0,603	0,775	0,970	0,738
Tesorería	0,170	0,338	0,126	0,127	0,312	0,342	0,220

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.1: Evolución de los ratios de liquidez a corto plazo



Fuente: Elaboración propia

- **Liquidez General:** “mide la reserva de fondos líquidos disponibles en relación con las obligaciones a corto plazo. Cuanto mayor sea el activo circulante respecto del pasivo circulante mayor será la seguridad de poder pagar dichas deudas con activos” (Bernstein, 1993, pp.61). Para garantizar la seguridad de poder hacer frente a las deudas con el activo el valor del ratio debe ser superar la unidad. De hecho, según Amat (2009, pp.90) el valor de referencia debería situarse en torno al 1,5 y 2. En el caso de la empresa de estudio esta magnitud no ha seguido una evolución constante sino que ha permanecido fluctuante. Se aprecia un ligero incremento entre el inicio y el final de periodo estudiado manteniéndose todos los años (con la excepción de 2013) por debajo de 1. Estos datos podrían reflejar un posible problema de

solvencia a corto plazo de la empresa, sin embargo se deben a la preferencia de Telefónica por invertir su liquidez con el fin de obtener rendimientos en lugar de mantenerla en cuentas a la vista.

- **Liquidez inmediata o acid test:** A diferencia del anterior este ratio excluye en su cálculo las existencias ya que es la partida menos líquida del activo corriente. De acuerdo con Amat (2008, pp. 91) “para evitar problemas de liquidez el valor del ratio debe ser próximo a 1”. Observamos que la discrepancia entre este ratio y el anterior es mínima debido al reducido peso de la partida de existencias en la empresa. Además su evolución en el periodo es idéntica debido a que es una parte de este. Sus valores oscilan entre 0,6 y 0,97, cercanos al valor de referencia.

- **Tesorería:** es el ratio más exigente ya que solo considera las partidas totalmente líquidas y las convertibles en efectivo en pocos meses, esto es, efectivo y equivalentes. De acuerdo con Goxens y Gay (1999, pp.277) es aconsejable que su valor se sitúe entre el 0,2 y el 0,3. En el caso de Telefónica gran parte del periodo toma valores entre los recomendados a pesar de que ha ido disminuyendo. Mientras que en 2009 hacía frente al 33% de las deudas más próximas con su tesorería, en 2014 solo a un 22%.

Liquidez a largo plazo

Este análisis se centra en la capacidad que tiene la empresa de generar recursos para atender sus compromisos financieros en el largo plazo. Es decir, consiste en averiguar si genera beneficios suficientes de modo que pueda garantizar su solvencia y por tanto su supervivencia.

Para una mayor facilidad dividiremos el estudio en ratios de solvencia, endeudamiento y cobertura.

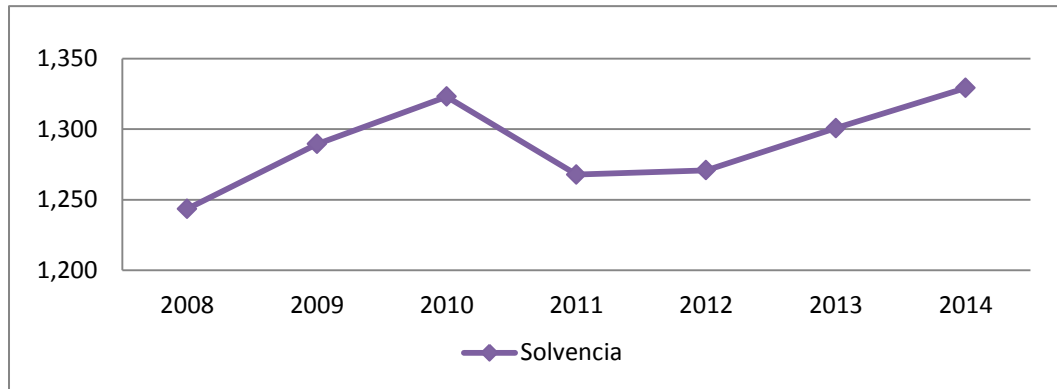
- ✚ **Solvencia:** Este ratio mide la capacidad de pago de las obligaciones de la empresa con su activo total. “Informa a los acreedores de la empresa de la seguridad de que puedan o no cobrar sus créditos” (Goxens y Gay, 1999, pp. 278). De acuerdo con Amat (2008, pp. 94) interesan valores superiores a la unidad ya que a medida que se acerque a 1 se aproximará la quiebra.

Tabla 5.2: Ratio de solvencia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Solvencia	1,244	1,289	1,323	1,268	1,271	1,301	1,329

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.2: Evolución ratio de solvencia



Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar el ratio de solvencia del grupo Telefónica se ha incrementado a lo largo de los años estudiados, sufriendo una ligera reducción en 2011 que se recuperó en el año siguiente. Sus valores se mantienen por encima de 1 lo que significa que ofrece la seguridad a sus acreedores de atender todas sus deudas en caso de liquidación.

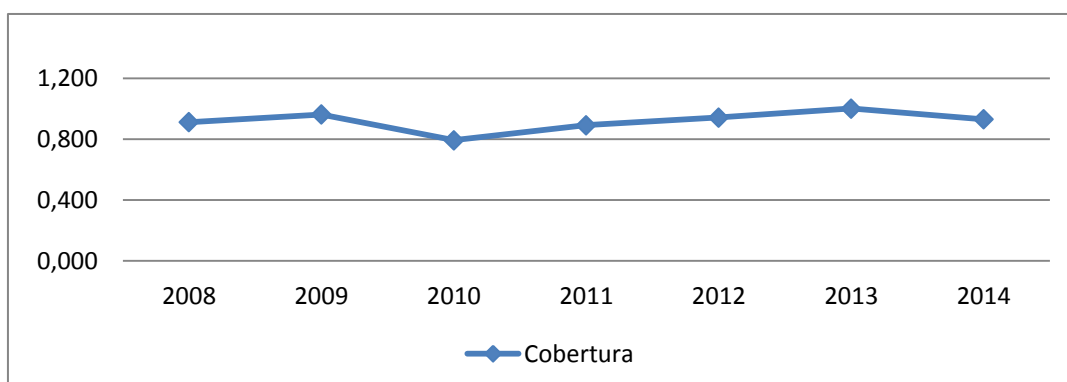
✚ **Cobertura:** Este ratio nos permite conocer que parte de los activos no corrientes está financiada mediante los recursos permanentes del grupo.

Tabla 5.3: Ratio de cobertura

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cobertura	0,913	0,963	0,794	0,892	0,943	1,001	0,931

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.3: Evolución del ratio de cobertura



Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver este ratio se ha mantenido fluctuando durante el periodo de estudio incrementándose en 2009 reduciéndose los dos años posteriores y volviendo a aumentar hasta su caída en 2014, situándose aun así en un valor superior al de inicio. Dada esta evolución podemos afirmar que desde el 2010 su capacidad de financiación ha mejorado aumentando la proporción de activos no corrientes financiados con recursos propios disminuyendo así la financiación a través de fondos ajenos.

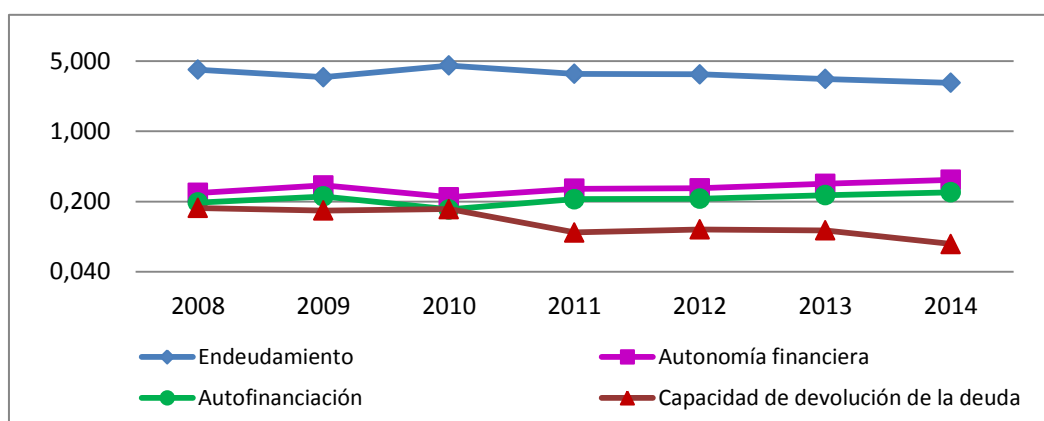
Endeudamiento: Nos permite conocer la estructura de capital de la empresa, así como su grado de dependencia financiera. Pone de manifiesto la relación entre los dos componentes de la financiación, los fondos propios y los fondos ajenos o deudas de la organización. Está inversamente relacionada con la solvencia, previamente analizada, puesto que a mayor importe de deuda menor solvencia y por tanto, menor protección de los acreedores (Palomares y Peset, 2015). Para Goxens y Gay (1999) este ratio debe ser cercano a 1, aunque lo ideal es que sea inferior a la unidad

Tabla 5.4: Ratios de endeudamiento

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Endeudamiento	4,107	3,455	4,524	3,734	3,692	3,325	3,038
Autonomía financiera	0,244	0,289	0,221	0,268	0,271	0,301	0,329
Autofinanciación	0,196	0,224	0,167	0,211	0,213	0,231	0,248
Capacidad de devolución de la deuda	0,173	0,163	0,168	0,098	0,106	0,103	0,076

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.4: Evolución de los ratios de endeudamiento



Fuente: Elaboración propia

En el caso de estudio se aprecia cómo ha disminuido el nivel de endeudamiento a lo largo del periodo. Sin embargo, mantiene unos elevados niveles por encima de las 3 y 4 unidades, muy lejos de lo recomendado. Esto refleja que el pasivo de la empresa es considerablemente superior al patrimonio neto, es decir, que la compañía se financia más a través de los acreedores que de los socios, lo que puede implicar mayor riesgo de insolvencia a largo plazo.

Estrechamente relacionados con el endeudamiento se encuentran los ratios de autonomía financiera y autofinanciación. En el primero se muestra la proporción de financiación correspondiente a recursos propios. Cuanto mayor sea la autonomía financiera mayor será la solvencia de la compañía. En su caso, el ratio de autofinanciación revela la cantidad de activos de la empresa financiados a través de fondos propios.

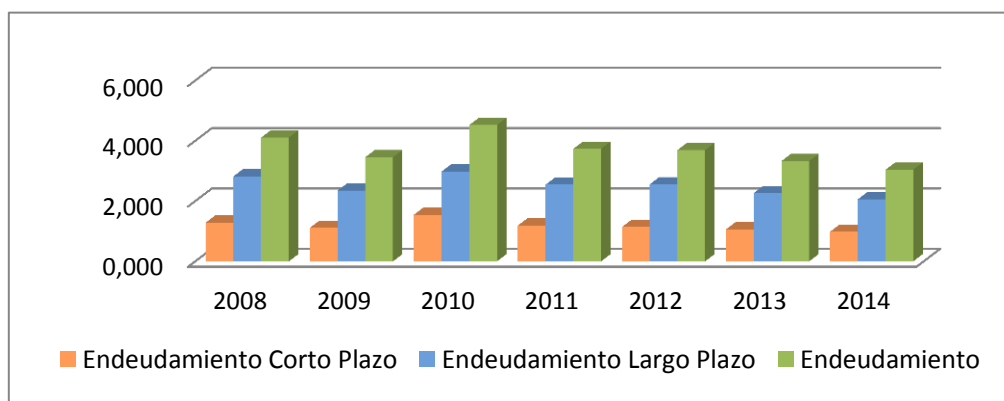
Como podemos observar existe una relación inversa entre estos ratios y el endeudamiento. A medida que el grado de endeudamiento del grupo se reduce la autonomía financiera se incrementa ya que los fondos propios aumentan en mayor proporción que las deudas. Al mismo tiempo el ratio de autofinanciación se eleva puesto que una mayor parte del activo puede ser financiada con recursos propios.

Por otro lado, la capacidad de devolución de la deuda se ha visto reducida durante el periodo de estudio presentando valores muy bajos lo que nos indica

que la empresa puede tener dificultades para hacer frente a las deudas con los beneficios que genera con su actividad.

A continuación observamos la clasificación del pasivo entre corto y largo plazo donde se aprecia como el grupo posee mayor cantidad de endeudamiento a largo plazo, aproximadamente el doble que el endeudamiento cortoplacista.

Gráfico 5.5: Composición del endeudamiento



Fuente: Elaboración propia

5.2. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA

De acuerdo con Goxens y Gay (1999, pp. 293) “la rentabilidad permite relacionar lo que se gana a través de la cuenta de pérdidas y ganancias, con lo que se precisa para poder desarrollar la actividad empresarial”. Es decir, “medirá los retornos de las inversiones de la empresa así como, los retornos que obtienen la financiación propia y la financiación ajena” (Palomares y Peset, 2015, pp.353). Se puede decir que es el objetivo económico-financiero de la empresa (Cuervo, 1986).

Para llevar a cabo su estudio distinguiremos entre rentabilidad económica y rentabilidad financiera.

5.2.1. Rentabilidad económica

También denominada “return on assets” (ROA) se define como la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos con los activos totales medios. Mide la eficacia de la empresa para gestionar sus activos sin tener en cuenta la forma en que estos se han financiado. (Palomares y Peset, 2015).

Cuanto más elevado sea este ratio mejor ya que indica que se obtiene más productividad del activo (Amat, 2008)

Los resultados obtenidos para el grupo Telefónica son los siguientes:

Tabla 5.1: Ratio de rentabilidad económica

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad Económica	13,89%	12,62%	12,69%	7,76%	8,32%	7,95%	5,7%

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad económica de nuestra empresa de estudio ha sufrido una importante reducción, situándose al final del periodo aproximadamente en el 50% de su cuantía inicial. Esto supone una pérdida de la rentabilidad de los activos debido a la disminución del resultado antes de intereses e impuestos, muy inferior al activo total de la compañía para esos años.

El análisis de la rentabilidad económica se puede descomponer como el producto del margen sobre ventas y la rotación del activo. De esta forma podemos conocer cuáles son los elementos responsables de sus alteraciones.

➤ **Margen sobre ventas**

Distinguimos entre margen bruto y margen comercial. En el primero se estudia la relación entre lo que se produce y el coste de producirlo, obteniendo así el margen de la empresa entre las ventas y su coste. El segundo, el margen comercial representa la proporción de beneficio que obtiene la empresa por sus ventas. Es el que se emplea para la obtención de la rentabilidad económica.

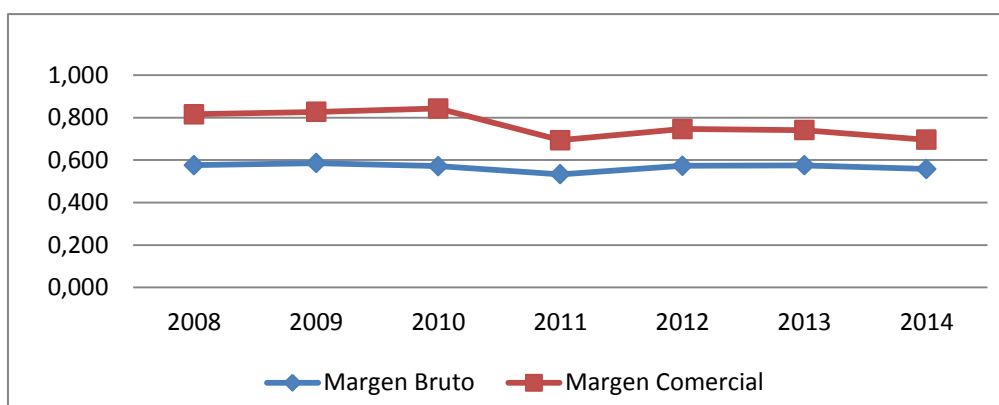
A continuación se muestran los valores y la evolución del margen sobre ventas:

Tabla 5.2: Margen sobre las ventas

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Margen Bruto	0,576	0,586	0,572	0,533	0,573	0,575	0,558
Margen Comercial	0,239	0,241	0,271	0,160	0,173	0,166	0,138

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.1: Evolución del margen sobre las ventas



Fuente: Elaboración propia

Si nos fijamos en los datos del margen bruto podemos ver como el grupo Telefónica posee en torno al 55% de margen entre sus ventas y su coste de producción. En lo que respecta al margen comercial experimenta una reducción desde los primeros años al final del periodo llegando casi a la mitad. A pesar de esta merma se puede decir que la actividad de la empresa es rentable.

➤ **Rotación del activo**

Se define como el nivel de ventas obtenido con el volumen de activos de la compañía. Permite conocer la eficiencia con la que se utilizan dichos activos para la obtención de ingresos. La siguiente tabla muestra los resultados de la empresa analizada:

Tabla 5.3: Rotación del activo

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rotación del activo	0,580	0,525	0,468	0,485	0,481	0,480	0,412

Fuente: Elaboración propia

En este caso se ve como este ratio ha experimentado una paulatina reducción a lo largo del periodo analizado debido a que el incremento de los activos totales es superior al de las ventas. En torno al 40%-50% de los activos son empleados para generar ventas pudiendo aún obtener más rentabilidad de ellos.

En base a los datos, la reducción de la rentabilidad económica tiene su origen principalmente en la disminución del margen comercial y de forma secundaria en la disminución de la rotación.

5.2.2. Rentabilidad financiera

También conocida como “return on equity” (ROE) “es la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de aportantes de financiación al patrimonio empresarial” (Archel et al., 2015, pp.326). Es decir, la rentabilidad de los fondos propios. Compara el beneficio antes de impuestos con los recursos propios de la empresa.

Tabla 5.4: Rentabilidad financiera

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad Financiera	55,8%	42,8%	64,1%	23,7%	21,2%	22,9%	12%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.2: Evolución de la rentabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia

Se aprecia un descenso en la rentabilidad financiera obtenida por Telefónica a lo largo del periodo de estudio. Mientras que en los tres primeros años logró altas rentabilidades, de incluso el 64% en 2010, posteriormente ha pasado a unos niveles muy reducidos del 12% el último año. Esto es debido al comportamiento seguido por las partidas que componen el ratio: mientras que el beneficio antes de impuestos se han visto aminorados, los recursos propios han aumentado considerablemente.

La rentabilidad financiera también se puede descomponer teniendo en cuenta el apalancamiento financiero. Esta magnitud, sujeta al endeudamiento de la empresa y al impacto de los gastos financieros en su resultado, permite conocer si recurrir al endeudamiento incrementa o no la rentabilidad de la compañía, es decir, si la rentabilidad de los activos supera o no el coste de la deuda.

Por lo tanto, la rentabilidad financiera es igual a la rentabilidad económica más/menos el apalancamiento financiero. Supone incorporar al ROA el efecto de las fuentes utilizadas por la empresa para la financiación de los activos, el cual está determinado por el coste de la deuda (CF) y la relación entre pasivo y patrimonio neto, el Leverage (L).

De esta forma la expresión que relaciona ambas rentabilidades es la siguiente:

$$ROE = ROA + (ROA - CF) * L$$

Cuando el apalancamiento es positivo, esto es, la rentabilidad económica es superior al coste de la deuda, la rentabilidad financiera es superior a la económica.

Para nuestro caso los datos obtenidos se muestran a continuación:

Tabla 5.5: Composición de la rentabilidad financiera

	ROE	ROA	CF	L	Apalanc. Fro
2008	0,558	0,139	0,045	4,107	0,419
2009	0,428	0,126	0,043	3,455	0,302
2010	0,641	0,127	0,014	4,524	0,514
2011	0,237	0,078	0,035	3,734	0,159
2012	0,212	0,083	0,039	3,692	0,129
2013	0,229	0,080	0,040	3,325	0,149
2014	0,120	0,057	0,038	3,038	0,063

Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver el efecto del apalancamiento financiero en el periodo estudiado es positivo, trabajar con deuda ha permitido al grupo incrementar su rentabilidad financiera puesto que su coste no supera la rentabilidad económica. El mayor se sitúa en 2010, con un 51%, coincidiendo con el ejercicio de mayor endeudamiento (4,52) y por lo tanto de superior ROE (0,64).

También se observa que el endeudamiento se ha visto reducido, especialmente desde 2010, debido a la disminución del pasivo experimentada desde entonces y al incremento continuado del patrimonio de la empresa. Este hecho produce

varios efectos. Por un lado, al producirse esta merma del pasivo el coste de la deuda se ha visto incrementado. Por otro, la reducción del endeudamiento provoca una disminución del apalancamiento financiero y con ello de la rentabilidad financiera al ejercer un menor impacto sobre ella.

6. COMPARATIVA DEL GRUPO TELEFÓNICA CON EL SECTOR

Para finalizar el estudio se llevará a cabo una comparativa de Telefónica con el sector al cual pertenece la empresa, el *J61: telecomunicaciones*, de acuerdo con el Código Nacional de Actividades Económicas (CNAE).

Los datos sectoriales han sido obtenidos del Banco de España (BDE) a través de la Central de Balances para aquellas empresas con una cifra neta de negocio superior a los 50 millones de euros, expresado en cuartiles. Para realizar la comparación se han calculado los valores promedio de cada uno de los cuartiles del sector así como el de Telefónica para el periodo objeto de análisis, 2008-2014.

Mediante este análisis podemos conocer la posición de la compañía en relación con las restantes que componen la industria. Si la empresa toma un dato por debajo del primer cuartil se posicionará como parte del 25% de las que poseen un valor inferior al cuartil uno. Si muestra un dato entre el primer y el segundo cuartil estará por debajo de la mediana del sector, y si su valor se localiza entre el segundo y tercer cuartil se hallará por encima de la mediana. Por último, si su dato es superior al del tercer cuartil se encontrará dentro del 25% de empresas con una cifra superior al cuartil 3.

A continuación se describirá la posición que ocupa Telefónica en cada uno de los bloques en que el Banco de España agrupa los diferentes ratios.

Tabla 6.1: Comparativa de los ratios promedio del sector y Telefónica

Ratio	Promedio Q1	Promedio Q2	Promedio Q3	Promedio Telefónica
Costes operativos, beneficios y rentabilidades				
R1	5,69	10,06	19,86	13,65
R2	8,74	22,18	41,56	36,02
R3	14,06	20,77	55,60	37,59
R4	1,29	9,22	20,95	36,02
R5	41,00	74,62	116,64	49,00
R6	1,81	5,64	10,24	17,76
R7	0,84	12,07	32,59	31,74
R8	1,21	8,29	23,69	24,55
Capital circulante				
R9	0,07	0,39	1,63	1,82
R10	13,62	24,60	37,43	18,34
R11	3,60	15,95	26,25	31,21
Gastos financieros				
R12	0,52	1,87	5,05	6,23
R13	2,68	8,19	22,89	17,60
Estructura del activo				
R14	0,63	1,45	5,51	6,86
R15	7,57	30,56	59,93	27,92
R16	17,00	30,65	67,91	19,34
R17	2,70	6,81	13,60	5,78
Estructura del pasivo				
R18	12,49	27,30	46,69	47,61
R19	0,21	1,53	4,93	13,24
R20	1,96	14,41	43,53	91,35
R21	20,54	32,70	49,73	16,87

Fuente: Elaboración propia con datos del BDE y las cuentas anuales de Telefónica

- **Costes operativos, beneficios y rentabilidades**

Telefónica cuenta con unos gastos de personal (R1) superiores a los de la mediana del sector. En cuanto a los ratios de resultado (R2, R3 y R4) cuando solamente tomamos el resultado bruto la empresa se sitúa por encima de la mediana, posición que mejora si se deducen las amortizaciones incluyéndose en el 25% de empresas con mejor valor. Los ratios restantes (R5, R6, R7 y R8) hacen referencia a la rentabilidad y en su mayoría toman valores promedio en torno al tercer cuartil formando parte Telefónica del 25% de empresas más rentables.

- **Capital circulante**

El nivel de existencias de la compañía, representado por R9, se sitúa entre el 25% de empresas con mejor dato puesto que supera el cuartil 3. Su ratio de deudores comerciales (R10) presenta un valor entre el primer y segundo cuartil, es decir, posee derechos de cobro por debajo de la mediana del sector. El de acreedores muestra un dato por encima del tercer cuartil, es decir, entre el 25% de empresas con mayores obligaciones de pago.

- **Gastos financieros**

Sus ratios de gastos financieros posicionan a Telefónica por encima de la mediana del sector si los relacionamos con el resultado económico bruto (R13) o entre el las empresas con mayor dato si lo comparamos con la cifra de negocio (R12), debido a su elevado endeudamiento.

- **Estructura del activo**

En el caso del inmovilizado financiero así como del material sus pesos sobre el total del activo (R14 y R15 respectivamente) superan a la mediana del sector, especialmente en el caso del financiero puesto que se sitúa entre el 25% de las empresas con mayor ratio. Sin embargo, para el caso del activo corriente (R16) y el activo financiero y disponible (R17) no ocurre igual y su relevancia respecto del total es menor en comparación con la del sector.

- **Estructura del pasivo**

Los recursos propios de la empresa, representados por R18, toman un valor por encima del cuartil 3, formando parte del 25% de empresas del sector con mayor valor. Esto significa que la industria presenta una elevada proporción de deuda, superior a la de Telefónica. Su ratio de provisiones (R19) está muy por encima del de la industria, que presenta valores muy reducidos. Por último, el ratio de deuda a largo plazo (R20) se sitúa por encima del tercer cuartil mientras que el de deuda a corto plazo (R21) se posiciona en el primer cuartil lo que significa que Telefónica se financia a través de fondos ajenos a largo plazo, al contrario que el sector.

7. CONCLUSIONES

Tras el estudio efectuado sobre la compañía Telefónica para el periodo comprendido entre 2008 y 2014 se pueden extraer una serie de conclusiones:

1. Se trata de una empresa con un buen posicionamiento en el mercado manteniéndose como la principal operadora en el sector de las telecomunicaciones español y una de las principales de Europa y Latinoamérica a pesar de haber experimentado una reducción de sus cuotas de mercado fruto de la recesión económica y la aparición de nuevos competidores.
2. En cuanto a la liquidez, mientras que a largo plazo no presenta inconvenientes sus valores a corto plazo reflejan, de modo aparente, posibles problemas de insolvencia inmediata. Sin embargo, el motivo se localiza en su política de inversión de activos líquidos para la obtención de rendimientos.
3. En lo relativo al endeudamiento, se aprecia una elevada dependencia financiera de recursos ajenos que se ha visto ligeramente reducida, incrementándose los fondos propios de la empresa en detrimento de la financiación ajena especialmente a corto plazo.
4. Los resultados obtenidos por el grupo han seguido una tendencia decreciente debido al complicado contexto económico. Además, su política de financiación hace que los resultados finales experimenten una importante reducción con respecto a los beneficios alcanzados por su actividad productiva.
5. La merma sufrida en los resultados de la empresa a lo largo del periodo analizado ha repercutido negativamente en su rentabilidad, tanto económica como financiera, siendo sus valores en 2014 considerablemente inferiores a los de 2008.
6. Finalmente, al comparar Telefónica con el sector aprecia que ostenta una buena posición con respecto al resto. A pesar de la reducción sufrida durante el periodo de estudio los valores arrojados por los ratios relativos a resultados y rentabilidad hacen de la compañía una de las más rentables del sector de las telecomunicaciones español.

8. BIBLIOGRAFÍA

AMAT SALAS, O. (2008). "Análisis de Estados Financieros. Fundamentos y Aplicaciones". Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona (España).

ARCHEL DOMENCH, P., LIZARRAGA DALLO, F., SÁNCHEZ ALEGRÍA, S., CANO RODRÍGUEZ, M. (2015): "Estados contables: Elaboración, análisis e interpretación". Pirámide, Madrid (España).

BANCO DE ESPAÑA. Ratios Sectoriales (2008-2014). Disponible en http://app.bde.es/rss_www/Ratios. Consulta: Junio 2016.

BANEGAS OCHOVO, R. (1998). "Análisis por ratios de los estados contables financieros (Análisis externo)". Civitas Ediciones, Madrid (España).

BERNSTEIN, L.A. (1993). "Análisis de Estados Financieros". Mc Graw Hill. Deusto, Bilbao (España).

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA (2015).

"Informe económico de las telecomunicaciones y del sector audiovisual".

Disponible en

<http://data.cnmc.es/datagraph/files/Informe%20Telecos%20y%20Audiovisual%202015.pdf>. Consulta: Junio 2016.

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA.

Disponible en http://data.cnmc.es/datagraph/jsp/inf_anual.jsp. Consulta: Junio 2016.

CUERVO, A. Y RIVERO, P. (1986). "El análisis Económico-Financiero". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XVI, Nº 49, pp. 15-33.

FORBES STAFF (11 de noviembre de 2015). *Las 10 marcas de telecomunicaciones más valiosas en 2015*. Revista Forbes. Disponible en <http://www.forbes.com> . Consulta: Junio 2016.

FORO DE MARCAS RENOMBRADAS (2016). Disponible en

<http://www.marcasrenombradas.com/miembro/telefonica/>. Consulta: Junio 2016.

GOXENS, M.A. y GAY, J.M. (1999). "Análisis de estados contables: diagnóstico económico-financiero". Prentice-Hall, Madrid (España).

GUERRAS MARTÍN, L. A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. (2015). “Dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones”. Cívitas Ediciones, Madrid (España).

GUERRAS MARTÍN, L. A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. (2012). “Fundamentos de dirección estratégica de la empresa”. Cívitas Ediciones, Navarra (España).

JOHNSON, G., y SCHOLLES, K. (1997). “Dirección estratégica: análisis de la estrategia de las organizaciones”. Prentice-Halls, Madrid (España).

PALOMARES LAGUNA, J. y PESET GONZÁLEZ, M.J. (2015). “Estados financieros: interpretación y análisis”. Pirámide, Madrid (España).

PARDO, P (12 de abril de 2016). *El FMI cree que la recuperación de España pierde fuelle y rebaja al 2,6% el crecimiento para este año*. El Mundo. Disponible en <http://www.elmundo.es>. Consulta: Junio 2016

OBSERVATORIO NACIONAL DE LAS TELECOMUNICACIONES Y DE LA SI (2013). *Ingresos del sector de las telecomunicaciones respecto del PIB*. Disponible en <http://www.ontsi.red.es/ontsi/eu/indicador/ingresos-del-sector-de-las-telecomunicaciones-respecto-del-pib>. Consulta: Junio 2016

OBSERVATORIO NACIONAL DE LAS TELECOMUNICACIONES Y DE LA SI (2011). *Empleo en el sector de las telecomunicaciones sobre el total de empleo en España*. Disponible en <http://www.ontsi.red.es/ontsi/es/indicador/empleo-en-el-sector-de-las-telecomunicaciones-sobre-el-total-de-empleo-en-esp%C3%B1a>. Consulta: Junio 2016

ROJO RAMÍREZ, A. (2011). “Las cuentas anuales de la empresa”. Garceta, Madrid (España).

TELEFÓNICA S.A. Disponible en https://www.telefonica.com/es/web/about_telefonica/historia. Consulta: Junio 2016.

TELEFÓNICA S.A. *Informes anuales (2008-2014)*. Disponible en https://www.telefonica.com/es/web/about_telefonica/publicaciones/historico-de-informes-anuales/. Consulta: Mayo 2016

URÍAS VALIENTE, J. (1995). “Análisis de estados financieros”. Mc Graw Hill, Madrid (España).

9. ANEXO

Tabla 1: Balance de Situación

ACTIVO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO NO CORRIENTE	81.923	84.311	108.721	108.800	104.177	89.597	99.435
Inmovilizado intangible	15.921	15.846	25.026	24.064	22.078	18.548	22.353
Fondo de comercio	18.323	19.566	29.582	29.107	27.963	23.434	25.111
Inmovilizado material	30.545	31.999	35.797	35.463	35.019	31.040	33.343
Propiedades de inversión	1	5	5	6	2		
Participaciones en empresas asociadas	2.777	4.936	5.212	5.065	2.468	2.424	788
Activos financieros no corrientes	7.376	5.988	7.406	8.678	9.339	7.775	10.973
Activos por impuesto diferido	6.980	5.971	5.693	6.417	7.308	6.376	6.867
ACTIVO CORRIENTE	17.973	23.830	21.054	20.823	25.596	29.265	22.864
Existencias	1.188	934	1.028	1.164	1.188	985	934
Deudores y otras cuentas a cobrar	9.315	10.622	12.426	11.331	10.711	9.640	10.606
Administraciones públicas deudoras	2.216	1.906	1.574	2.625	1.872	1.664	1.749
Activos financieros corrientes	970	1.246	1.331	1.567	1.828	2.117	2.932
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.277	9.113	4.220	4.135	9.847	9.977	6.529
Activos no corrientes mantenidos para la venta	7	9	475	1	150	4.882	114
TOTAL ACTIVO	99.896	108.141	129.775	129.623	129.773	118.862	122.299
PATRIMONIO NETO Y PASIVO							
PATRIMONIO NETO	19.562	24.274	31.684	27.383	27.661	27.482	30.289
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la sociedad dominante	17.231	21.734	24.452	21.636	20.461	21.185	21.115
Patrimonio neto atribuible a intereses minoritarios	2.331	2.540	7.232	5.747	7.200	6.297	9.174
PASIVO NO CORRIENTE	55.202	56.931	64.599	69.662	70.601	62.236	62.311
Deuda a largo plazo	45.088	49.607	51.356	55.659	56.608	51.172	50.688
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	1.117	1.249	2.304	2.092	2.141	1.701	2.377
Pasivos por impuestos diferidos	3.576	3.082	6.074	4.739	4.788	3.063	2.566
Provisiones a largo plazo	5.421	4.993	4.865	7.172	7.064	6.300	6.680
PASIVO CORRIENTE	25.132	26.936	33.492	32.578	31.511	29.144	29.699
Deuda a corto plazo	8.100	9.184	9.744	10.652	10.245	9.527	9.094
Acreedores y otras cuentas a pagar a corto plazo	13.651	14.023	19.251	17.855	17.089	15.221	16.943
Administraciones públicas acreedoras	2.275	2.766	2.822	2.568	2.522	2.203	2.026
Provisiones a corto plazo	1.106	963	1.675	1.503	1.651	1.271	1.595
Pasivos asociados a activos no corrientes mantenidos para la venta					4	922	41
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	99.896	108.141	129.775	129.623	129.773	118.862	122.299

Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Telefónica

Tabla 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas netas y prestación de servicios	57.946	56.731	60.737	62.837	62.356	57.061	50.377
Otros ingresos	1.865	1.645	5.869	2.107	2.323	1.693	1.707
Aprovisionamientos	-17.818	-16.717	-17.606	-18.256	-18.074	-17.041	-15.182
Gastos de personal	-6.762	-6.775	-8.409	-11.080	-8.569	-7.208	-7.098
Otros gastos	-12.312	-12.281	-14.814	-15.398	-16.805	-15.428	-14.289
RESULTADO OPERATIVO ANTES DE AMORTIZACIONES	22.919	22.603	25.777	20.210	21.231	19.007	15.515
Amortizaciones	-9.046	-8.956	-9.303	-10.146	-10.433	-9.627	-8.548
RESULTADO OPERATIVO	13.873	13.647	16.474	10.064	10.798	9.450	6.967
Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia	-161	47	76	-635	-1.275	-304	-510
Ingresos financieros	827	814	792	827	963	933	992
Diferencias positivas de cambio	6.189	3.085	3.508	2.795	2.382	3.323	4.110
Gastos financieros	-3.648	-3.581	-3.329	-3.609	-4.025	-3.629	-3.511
Diferencias negativas de cambio	-6.165	-3.625	-3.620	-2.954	-2.979	-3.493	-4.413
Resultado financiero neto	-2.797	-3.307	-2.649	-2.941	-3.659	-2.866	-2.822
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	10.915	10.387	13.901	6.488	5.864	6.280	3.635
Impuesto sobre beneficios	-3.089	-2.450	-3.829	-301	-1.461	-1.311	-383
RESULTADO DEL EJERCICIO	7.826	7.937	10.072	6.187	4.403	4.969	3.252

Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Telefónica

Tabla 3: Estructura del Balance de Situación

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO NO CORRIENTE	81.923	84.311	108.721	108.800	104.177	89.597	99.435
ACTIVO CORRIENTE	17.973	23.830	21.054	20.823	25.596	29.265	22.864
TOTAL ACTIVO (A+B)	99.896	108.141	129.775	129.623	129.773	118.862	122.299
PATRIMONIO NETO	19.562	24.274	31.684	27.383	27.661	27.482	30.289
PASIVO NO CORRIENTE	55.202	56.931	64.599	69.662	70.601	62.236	62.311
PASIVO CORRIENTE	25.132	26.936	33.492	32.578	31.511	29.144	29.699
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	99.896	108.141	129.775	129.623	129.773	118.862	122.299

Fuente: Elaboración propia

Tabla 4: Composición del Balance de Situación

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVO NO CORRIENTE	82%	78%	83,8%	83,9%	80,3%	75,4%	81,3%
ACTIVO CORRIENTE	18%	22%	16,2%	16,1%	19,7%	24,6%	18,7%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PATRIMONIO NETO	19,6%	22,4%	24,4%	21,1%	21,3%	23,1%	24,8%
PASIVO NO CORRIENTE	55,3%	52,6%	49,8%	53,7%	54,4%	52,4%	50,9%
PASIVO CORRIENTE	25,2%	24,9%	25,8%	25,1%	24,3%	24,5%	24,3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 5: Propuesta de ratios financieros

Ratios	Fórmula
Liquidez General	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Liquidez Inmediata	$\frac{\text{Activo Corriente-Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Tesorería	$\frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Solvencia	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$
Cobertura	$\frac{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento Largo Plazo	$\frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento Corto Plazo	$\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Autonomía Financiera	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$
Autofinanciación	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Activo}}$
Capacidad de devolución de la deuda	$\frac{\text{Resultado antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Pasivo}}$
Rentabilidad Económica	$\frac{\text{Resultado antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Activo}}$
Margen Bruto sobre Ventas	$\frac{\text{Ventas} - \text{Coste de Ventas}}{\text{Ventas}}$
Margen Comercial sobre Ventas	$\frac{\text{Resultado antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Ventas}}$
Rotación del Activo	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$
Rentabilidad Financiera	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos}}{\text{Patrimonio Neto}}$

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6: Nomenclatura de los ratios expuestos en la tabla

Nombre del ratio	Ratio
Costes operativos, beneficios y rentabilidades	
Gastos de personal / Cifra neta de negocios	R1
Resultado económico bruto / Cifra neta de negocios	R2
Resultado económico bruto / Total deuda neta	R3
Resultado económico neto / Cifra neta de negocios	R4
Cifra neta de negocios / Total activo	R5
Resultado económico neto / Total activo	R6
Resultado antes de impuestos / Fondos propios	R7
Resultado después de impuestos / Fondos propios	R8
Capital circulante	
Existencias / Cifra neta de negocios	R9
Deudores comerciales / Cifra neta de negocios	R10
Acreedores comerciales / Cifra neta de negocios	R11
Gastos e ingresos financieros	
Gastos financieros y asimilados / Cifra neta de negocios	R12
Gastos financieros y asimilados / Resultado económico bruto	R13
Estructura del activo	
Inmovilizado financiero / Total activo	R14
Inmovilizado material / Total activo	R15
Activo circulante / Total activo	R16
Activos financieros a corto plazo y disponible / Total activo	R17
Estructura del pasivo	
Fondos propios / Total patrimonio neto y pasivo	R18
Provisiones para riesgos y gastos / Total patrimonio neto y pasivo	R19
Deudas a largo plazo / Total patrimonio neto y pasivo	R20
Deudas a corto plazo / Total patrimonio neto y pasivo	R21

Fuente: Elaboración propia

Tabla 7: Ratios sectoriales y cálculo del promedio de los cuartiles

	2008			2009			2010			2011			2012			2013			2014			Promedios		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
R1	7,77	10,74	19,07	4,69	8,87	18,83	4,52	9,78	18,48	5,62	10,01	18,41	4,72	9,75	18,70	5,82	10,72	22,63	6,69	10,58	22,89	5,69	10,06	19,86
R2	5,53	22,06	41,13	13,63	25,25	42,29	3,83	16,94	36,37	7,61	20,88	37,87	11,84	21,99	41,15	7,81	24,20	44,79	10,93	23,95	47,29	8,74	22,18	41,56
R3	7,88	16,68	92,83	13,78	21,74	65,15	11,88	19,59	28,06	14,31	21,41	43,61	18,89	24,27	51,37	18,18	23,17	51,04	13,51	18,53	57,11	14,06	20,77	55,60
R4	-11,76	10,44	20,78	5,31	10,80	22,06	-0,18	7,96	16,63	2,95	7,82	21,53	5,18	8,45	19,09	3,68	8,74	22,92	3,88	10,33	23,66	1,29	9,22	20,95
R5	28,91	59,39	83,94	40,53	71,88	106,91	52,56	82,88	125,82	51,76	82,72	125,15	42,21	91,47	126,78	36,25	69,37	118,14	34,78	64,62	129,71	41,00	74,62	116,64
R6	-4,17	4,32	13,19	2,99	6,90	13,15	-0,20	4,56	9,09	2,78	6,25	10,03	4,55	6,28	11,17	2,74	5,85	8,03	4,00	5,31	7,04	1,81	5,64	10,24
R7	-6,59	10,89	35,09	4,51	10,20	36,00	-4,10	13,29	33,74	-3,69	11,12	32,71	7,74	17,27	37,77	3,01	9,33	26,36	4,98	12,40	26,47	0,84	12,07	32,59
R8	-4,17	7,32	16,64	2,81	6,97	25,64	0,58	8,43	22,41	-0,33	7,50	24,72	5,92	12,52	35,63	0,61	7,90	22,76	3,07	7,42	18,02	1,21	8,29	23,69
R9	0,34	0,65	3,34	0,01	0,25	1,06	0,00	0,27	1,68	0,00	0,49	1,55	0,00	0,31	1,32	0,00	0,32	0,77	0,14	0,47	1,68	0,07	0,39	1,63
R10	16,20	21,50	34,54	12,20	25,00	36,05	15,11	27,66	36,80	12,01	25,15	38,38	12,66	26,97	36,83	13,49	20,50	37,84	13,67	25,40	41,59	13,62	24,60	37,43
R11	2,32	19,08	29,66	4,19	20,49	31,10	6,02	18,99	31,00	4,34	12,61	24,41	4,66	14,70	22,49	2,79	13,53	22,27	0,87	12,26	22,83	3,60	15,95	26,25
R12	1,40	3,27	7,60	0,86	3,11	4,29	0,22	0,99	3,57	0,19	1,17	3,67	0,29	2,24	3,72	0,32	1,17	4,97	0,34	1,17	7,51	0,52	1,87	5,05
R13	6,36	9,04	45,80	5,59	8,66	25,39	1,04	5,21	21,18	1,25	6,57	13,79	1,64	8,75	18,92	1,11	10,53	19,31	1,80	8,58	15,84	2,68	8,19	22,89
R14	0,52	1,43	9,57	0,53	1,75	6,40	0,69	1,23	4,20	0,47	1,08	4,74	0,36	1,02	3,26	0,94	1,84	4,71	0,91	1,79	5,72	0,63	1,45	5,51
R15	13,31	33,26	52,31	11,13	36,90	65,49	3,01	24,59	59,32	6,01	29,60	62,39	3,07	28,99	48,84	8,99	31,86	63,56	7,49	28,70	67,57	7,57	30,56	59,93
R16	14,51	26,57	52,75	13,01	32,71	60,17	19,55	34,60	79,98	18,39	31,72	69,11	19,34	31,30	83,82	17,84	28,46	57,12	16,34	29,16	72,40	17,00	30,65	67,91
R17	1,95	4,56	18,10	2,24	4,92	11,67	2,04	9,90	16,13	2,90	8,72	13,74	2,43	8,26	14,55	4,17	6,27	13,51	3,18	5,05	7,47	2,70	6,81	13,60
R18	8,92	21,25	47,56	3,63	28,75	48,73	8,05	17,88	48,77	13,88	25,68	42,82	11,46	28,26	46,83	20,15	31,39	45,80	21,35	37,87	46,33	12,49	27,30	46,69
R19	1,01	2,94	6,80	0,20	2,12	7,69	0,10	1,25	4,00	0,11	1,28	3,61	0,00	1,09	4,49	0,00	0,52	3,20	0,03	1,52	4,75	0,21	1,53	4,93
R20	2,19	12,57	33,41	3,17	22,68	57,67	0,56	11,54	43,93	0,80	13,20	41,93	1,07	11,40	36,33	2,89	14,67	47,06	3,04	14,82	44,36	1,96	14,41	43,53
R21	26,41	36,38	51,74	21,99	29,78	41,19	21,19	37,29	61,56	25,82	36,79	45,65	18,35	32,94	52,56	13,75	27,49	49,68	16,30	28,25	45,71	20,54	32,70	49,73

Fuente: Elaboración propia

Tabla 8: Cálculo de los ratios para Telefónica S.A. y sus valores promedio

Ratio	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Costes operativos, beneficios y rentabilidades								
R1	11,67	11,94	13,84	17,63	13,74	12,63	14,09	13,65
R2	39,55	39,84	42,44	32,16	34,05	33,31	30,80	36,02
R3	47,24	40,49	45,34	35,91	35,03	31,52	27,60	37,59
R4	39,55	39,84	42,44	32,16	34,05	33,31	30,80	36,02
R5	58,01	52,46	46,80	48,48	48,05	48,01	41,19	49,00
R6	22,94	20,90	19,86	15,59	16,36	15,99	12,69	17,76
R7	55,80	42,79	43,87	23,69	21,20	22,85	12,00	31,74
R8	40,01	32,70	31,79	22,59	15,92	18,08	10,74	24,55
Capital circulante								
R9	2,05	1,65	1,69	1,85	1,91	1,73	1,85	1,82
R10	16,08	18,72	20,46	18,03	17,18	16,89	21,05	18,34
R11	25,49	26,92	35,49	31,74	30,84	29,66	38,35	31,21
Gastos e ingresos financieros								
R12	6,30	6,31	5,48	5,74	6,45	6,36	6,97	6,23
R13	15,92	15,84	12,91	17,86	18,96	19,09	22,63	17,60
Estructura del activo								
R14	7,38	5,54	5,71	6,69	7,20	6,54	8,97	6,86
R15	30,58	29,59	27,58	27,36	26,98	26,11	27,26	27,92
R16	17,99	22,04	16,22	16,06	19,72	24,62	18,70	19,34
R17	4,28	8,43	3,25	3,19	7,59	8,39	5,34	5,78
Estructura del pasivo								
R18	40,32	43,48	55,73	48,65	45,63	45,57	53,89	47,61
R19	13,45	10,67	11,50	15,41	14,38	12,55	14,72	13,24
R20	92,93	88,86	90,33	98,89	93,39	84,86	90,18	91,35
R21	16,69	16,45	17,14	18,92	16,90	15,80	16,18	16,87

Fuente: Elaboración propia