



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2022/2023

**ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL SECTOR ELÉCTRICO.
IBERDROLA, S. A. *VERSUS* NATURGY ENERGY GROUP, S. A.**

**ECONOMIC-FINANCIAL ANALYSIS OF ELECTRIC SECTOR.
IBERDROLA, S. A. *VERSUS* NATURGY ENERGY GROUP, S. A.**

Realizado por el Alumno D. Guillermo Furonés Ferrón

Tutelado por el Profesor D. José Miguel Fernández Fernández

León, julio de 2023

MODALIDAD DE DEFENSA PÚBLICA: Tribunal

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. RESUMEN	VII
2. INTRODUCCIÓN	1
3. METODOLOGÍA	3
4. ANÁLISIS DEL SECTOR ELÉCTRICO	5
4.1. EL SECTOR ELÉCTRICO A NIVEL INTERNACIONAL.....	5
4.2. EL SECTOR ELÉCTRICO A NIVEL NACIONAL	7
5. IBERDROLA	11
5.1. ANÁLISIS PATRIMONIAL.....	12
5.1.1. Estructura económica	13
5.1.2. Estructura financiera	15
5.2. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA	17
5.3. ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	19
6. NATURGY	23
6.1. ANÁLISIS PATRIMONIAL.....	24
6.1.1. Estructura económica	25
6.1.2. Estructura financiera	26
6.2. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA	27
6.3. ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	29
7. ANÁLISIS FINANCIERO	32
7.1. ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO.....	32
7.1.1. Capital circulante o Fondo de maniobra	32
7.1.2. Ratio de solvencia a corto plazo.....	33
7.1.3. Ratio de liquidez o prueba ácida	34
7.1.4. Ratio de tesorería.....	35
7.1.5. Capacidad de devolución de la deuda	36
7.2. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO	38
7.2.1. Ratio de garantía.....	38
7.2.2. Ratio de autonomía financiera.....	39
7.2.3. Ratio de endeudamiento	40
7.2.4. Ratio de firmeza	41
7.2.5. Grado de capitalización	43

7.3. ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS CUENTAS CONSOLIDADAS.....	44
7.3.1. Fondo de comercio consolidado.....	45
7.3.2. Participaciones no dominantes.....	46
7.3.3. Resultado atribuido a la sociedad dominante.....	47
8. ANÁLISIS ECONÓMICO	49
8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA	49
8.1.1. Rentabilidad de los activos totales	49
8.1.2. Rentabilidad de los activos netos	52
8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA	53
8.3. APALANCAMIENTO FINANCIERO	56
9. CONCLUSIONES	59
10. REFERENCIAS	62
ANEXOS	65

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1: Empresas eléctricas con mayor valor de mercado en 2021	6
Tabla 5.1: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura económica de Iberdrola.....	14
Tabla 5.2: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura financiera de Iberdrola.....	16
Tabla 5.3: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias de Iberdrola	18
Tabla 5.4: Estado de flujos de efectivo de Iberdrola	19
Tabla 6.1: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura económica de Naturgy	25
Tabla 6.2: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura financiera de Naturgy	26
Tabla 6.3: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias de Naturgy.....	29
Tabla 6.4: Estado de flujos de efectivo de Naturgy.....	29
Tabla 7.1: Ratio de solvencia a corto plazo de las empresas analizadas	34
Tabla 7.2: Ratio de liquidez o prueba ácida de las empresas analizadas.....	35
Tabla 7.3: Ratio de tesorería de las empresas analizadas	36
Tabla 7.4: Capacidad de devolución de la deuda bancaria a c/p de las empresas analizadas.....	37
Tabla 7.5: Ratio de garantía de las empresas analizadas	38
Tabla 7.6: Ratio de autonomía financiera de las empresas analizadas	39
Tabla 7.7: Ratio de endeudamiento de las empresas analizadas	41
Tabla 7.8: Ratio de firmeza de las empresas analizadas.....	42
Tabla 7.9: Grado de capitalización de las empresas analizadas	43
Tabla 8.1: Descomposición de la rentabilidad de los activos totales	51
Tabla 8.2: Rentabilidad de los activos netos	52
Tabla 8.3: Descomposición de la rentabilidad de los recursos propios.....	54
Tabla 8.4: Apalancamiento financiero e Índice de apalancamiento financiero.....	57

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1: Evolución de la producción de electricidad en el mundo (1997-2021).....	6
Gráfico 4.2: Porcentaje de consumidores en el mercado libre y en el regulado (2013-2020).....	9
Gráfico 4.3: Evolución de la generación total y renovable (2013-2020)	10
Gráfico 4.4: Porcentaje de generación eléctrica por tipo de fuente en España (2021)...	10
Gráfico 5.1: Evolución del patrimonio de Iberdrola.....	12
Gráfico 5.2: Evolución del importe neto de la cifra de negocios de Iberdrola.....	17
Gráfico 6.1: Evolución del patrimonio de Naturgy	24
Gráfico 6.2: Evolución del importe neto de la cifra de negocios de Naturgy	27
Gráfico 7.1: Capital circulante o fondo de maniobra	33
Gráfico 7.2: Ratio de solvencia	34
Gráfico 7.3: Ratio de liquidez	35
Gráfico 7.4: Ratio de tesorería.....	36
Gráfico 7.5: Capacidad de devolución de la deuda con coste financiero explícito a c/p	37
Gráfico 7.6: Ratio de garantía.....	39
Gráfico 7.7: Ratio de autonomía financiera.....	40
Gráfico 7.8: Ratio de endeudamiento	41
Gráfico 7.9: Ratio de firmeza	42
Gráfico 7.10: Grado de capitalización	43
Gráfico 7.11: Ratio del fondo de comercio consolidado	45
Gráfico 7.12: Ratio de las participaciones no dominantes	46
Gráfico 7.13: Ratio del resultado atribuido a la empresa dominante	47
Gráfico 8.1: Rentabilidad de los activos totales	50
Gráfico 8.2: Coste efectivo de los recursos ajenos remunerados (CERA).....	56

1. RESUMEN

En la actualidad, los recientes acontecimientos, especialmente la crisis sanitaria de COVID y las crecientes tensiones entre Rusia y Ucrania, han hecho que se preste mucha atención a uno de los sectores más importantes en nuestro día a día. Este sector es el sector eléctrico, el cual se ha puesto en tela de juicio por los elevados precios a los que se ha comercializado la luz en los últimos años tras la escasez de recursos como el gas, así como por los enormes beneficios que tienen estas compañías año tras año. Por ello resulta de interés conocer cuál es la situación económica y financiera de estas empresas y cómo ha evolucionado en los últimos años. Este trabajo consiste en llevar a cabo un análisis económico-financiero de dos de las empresas más importantes del sector eléctrico en España como son Iberdrola y Naturgy. Este análisis se va a realizar apoyándose principalmente en sus cuentas anuales consolidadas de los años comprendidos entre 2017 y 2021 y en la aplicación de diferentes ratios a las mismas, obteniendo así unas conclusiones que explican la situación de ambas empresas y del sector.

Palabras clave: análisis económico-financiero, cuentas anuales, sector eléctrico, rentabilidad, solvencia, liquidez.

ABSTRACT

Currently, recent events, especially the COVID health crisis and the growing tensions between Russia and Ukraine, have drawn a lot of attention to one of the most important sectors in our daily lives. This sector is the electrical sector, which has been called into question due to the high prices at which electricity has been traded in recent years following the scarcity of resources such as gas, as well as the enormous profits these companies have year after year. Therefore, it is of interest to know the economic and financial situation of these companies and how it has evolved in recent years. This work consists of conducting an economic-financial analysis of two of the most important companies in the Spanish electrical sector, namely Iberdrola and Naturgy. This analysis will be carried out primarily based on their consolidated annual accounts from the years 2017 to 2021 and the application of different ratios to them, thus obtaining conclusions that explain the situation of both companies and the sector.

Key words: economic-financial analysis, annual financial statements, electric sector, profitability, solvency, liquidity.

2. INTRODUCCIÓN

El sector eléctrico desempeña un papel fundamental en el día a día de todos y cada uno de nosotros. Económicamente, es uno de los sectores más importantes a nivel mundial. A lo largo de los años, ha experimentado un proceso de transformación y modernización que ha llevado a importantes avances en la producción y distribución de electricidad.

En España este sector se ha destacado como uno de los líderes en la adopción de energías renovables. La inversión en tecnologías limpias, como la energía solar fotovoltaica y eólica, ha sido clave para diversificar la matriz energética y reducir la dependencia de fuentes no renovables. Esto ha contribuido significativamente a la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero y al cumplimiento de los objetivos establecidos en el Acuerdo de París.

La liberalización del mercado eléctrico en España ha fomentado la competencia y la participación de nuevos actores en el sector. Los consumidores tienen la posibilidad de elegir entre diferentes proveedores de electricidad y tarifas, lo que ha impulsado la eficiencia y la oferta de precios más competitivos. No obstante, esta apertura también ha generado debates sobre la transparencia y la necesidad de garantizar un acceso equitativo y asequible a la electricidad para todos los ciudadanos.

El impulso de la digitalización y las tecnologías inteligentes ha permitido la mejora en la gestión y el control de la red eléctrica. La implementación de medidores inteligentes y la integración de sistemas de gestión avanzados han facilitado la monitorización en tiempo real del consumo y la optimización de la distribución de la electricidad, lo que ha contribuido a la eficiencia energética y a una mayor fiabilidad en el suministro.

En términos económicos, el sector eléctrico representa una parte significativa del Producto Interno Bruto (PIB) de España y genera una importante cantidad de empleo tanto directa como indirectamente. Las grandes compañías eléctricas, además de ser importantes empleadoras, son actores clave en la inversión en infraestructuras y en la investigación y desarrollo de tecnologías más eficientes y sostenibles. Asimismo, el sector eléctrico ha impulsado la creación de empleos relacionados con la instalación,

mantenimiento y desarrollo de energías renovables, lo que ha contribuido al desarrollo regional y a la diversificación económica (Gilpérez, 2020).

En resumen, el sector eléctrico en España se encuentra en constante evolución y se ha convertido en un motor de cambio hacia una economía más sostenible y respetuosa con el medio ambiente. La apuesta por las energías renovables, la liberalización del mercado, la digitalización y la eficiencia energética son pilares clave que guían el desarrollo y la transformación del sector eléctrico en beneficio de la sociedad y el futuro sostenible de España.

El principal objetivo de este estudio es conocer la situación de dos de las empresas más importantes del sector eléctrico en España, como son Iberdrola y Naturgy, con el fin de conocer su evolución en los últimos años y si estas han sabido adaptarse a los cambios que se han producido en el sector. Para conocer esta situación se utilizarán principalmente las cuentas anuales de los últimos 5 ejercicios comprendidos entre 2017 y 2021 para llevar un análisis económico-financiero de las mismas.

Adicionalmente, se pretenden alcanzar objetivos secundarios como:

- Determinar cuál es la empresa que se encuentra en mejor situación económico-financiera, así como predecir la evolución de estas empresas en el futuro.
- Conocer el impacto que ha tenido el COVID 19 en ambas empresas y en el sector y qué medidas se han llevado a cabo para frenar sus efectos.
- Saber cómo ha evolucionado tanto a nivel nacional como internacional en los últimos años el sector eléctrico y cómo se está afrontando la transición ecológica hacia las cero emisiones a través del uso de energías verdes.

Estas empresas se han escogido principalmente por su importancia en el ámbito nacional y por la claridad con la que están expuestas sus cuentas anuales, ya que ambas cotizan en el IBEX35 y tienen todas sus cuentas publicadas en sus canales de comunicación.

3. METODOLOGÍA

La realización del presente trabajo tiene como finalidad analizar la situación del sector eléctrico español en los últimos cinco años y los efectos que ha tenido la crisis sanitaria de COVID 19 en él a través de un análisis económico-financiero de dos de las empresas más importantes del país, Iberdrola y Naturgy, utilizando la información de sus Cuentas Anuales Consolidadas.

Para conseguir dicho objetivo, el trabajo se ha estructurado en las siguientes partes:

- La primera parte desarrolla el contexto tanto internacional como nacional en el que operan las empresas, destacando los hechos más relevantes en su historia y en la actualidad, así como sus principales cifras económicas.
- La segunda parte se centra en aportar información de las empresas analizadas y en mostrar la evolución que han sufrido sus Cuentas Anuales en el periodo estudiado.
- La tercera parte se basa en la realización de un análisis financiero de ambas empresas mediante el uso de las principales ratios para conocer la liquidez a corto plazo y la solvencia a largo plazo de la que gozan estas empresas. También se ha llevado a cabo un análisis económico para conocer la rentabilidad que ofrecen ambas empresas.
- La cuarta y última parte consiste en la elaboración de las conclusiones que se derivan de la información obtenida a lo largo del análisis para conocer qué empresa se encuentra en mejor posición económico-financiera.

Las fuentes de información utilizadas para la elaboración del análisis han sido en su mayoría secundarias. Estas fuentes han sido de tipo cuantitativo para el estudio de las Cuentas Anuales y de tipo cualitativo para conocer el sector eléctrico y las empresas escogidas.

Para el estudio sectorial se ha recurrido a información suministrada por las empresas, así como información recogida en páginas web de instituciones del sector eléctrico.

Para conocer la evolución de las Cuentas Anuales de las empresas se ha utilizado información cuantitativa aportada por las propias empresas en su página web y por la CNMV. También se ha utilizado la información cualitativa recogida en la Memoria para mejorar el análisis de los datos cuantitativos.

Para llevar a cabo el análisis económico-financiero se han utilizado técnicas analíticas como porcentajes verticales y horizontales, ratios y diversas fórmulas matemáticas.

La citación realizada a lo largo del trabajo y las referencias bibliográficas se han realizado siguiendo las recomendaciones la séptima edición de las normas APA.

4. ANÁLISIS DEL SECTOR ELÉCTRICO

4.1. EL SECTOR ELÉCTRICO A NIVEL INTERNACIONAL

El sector eléctrico basa toda su actividad en un recurso fundamental, la electricidad. La electricidad tiene su origen en 1865, cuando Maxwell formuló sus ecuaciones en las que unió la electricidad y el magnetismo.

Una vez se definió el término, comenzó un proceso lento de expansión de la electricidad por el mundo. En 1882, la Edison Illuminating Company fundó la primera central eléctrica para vender electricidad a los compradores de sus bombillas. Esta central fue además la primera de cogeneración debido a que el vapor que utilizaba calentaba los edificios aledaños.

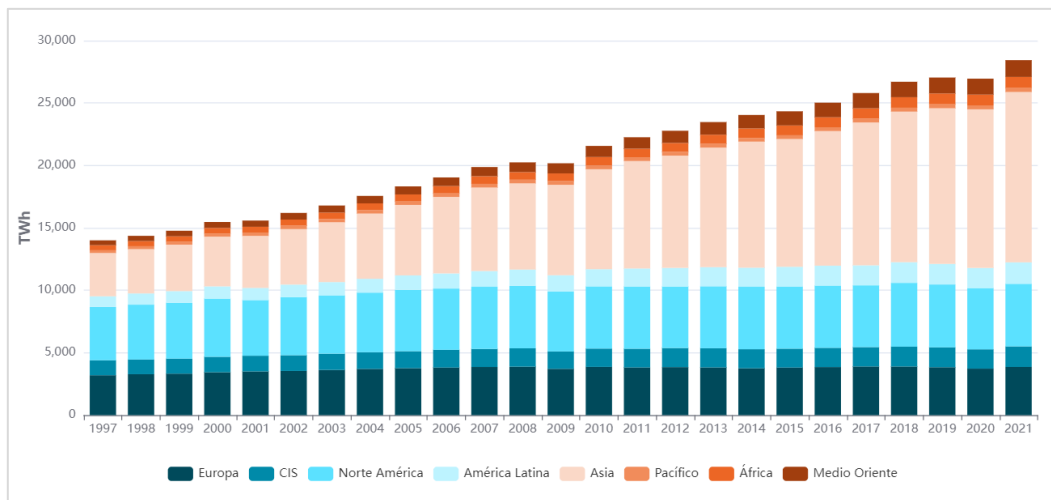
Por aquel entonces las compañías utilizaban corriente continua, lo que impedía transportar la electricidad a largas distancias. Sin embargo, Tesla resolvió el problema gracias a la corriente continua y fundó en 1895 la central hidroeléctrica del Niagara para abastecer a la ciudad de Buffalo de electricidad, que se encontraba a 40 kilómetros (Iberdrola, s. f.).

Debido a sus ventajas y múltiples funciones, la electricidad fue uno de los motores de la Segunda Revolución Industrial, momento en el que la electrificación se extendió a las calles y casas de los países más desarrollados. En 1898 se inauguró Decew Falls en Ontario, la primera central hidroeléctrica en generar electricidad de alto voltaje capaz de ser transportada a largas distancias. También se inauguró Rheinfelden en Alemania, que fue la primera central en utilizar corriente alterna trifásica de 50 hercios, que sigue siendo hoy en día el tipo de corriente más utilizada (Iberdrola, s. f.).

En el siglo XX, el uso de los combustibles fósiles y de las centrales nucleares hicieron que la producción de electricidad se disparara en todo el mundo. La producción eléctrica mundial ha pasado de 11.847 TWh en 1900 a 28.433 en 2021. En el gráfico 4.1 se puede observar la evolución que ha tenido esta producción en los últimos años del siglo XX y principios del siglo XXI, en el que se aprecia uno de los fenómenos más importantes que han tenido lugar a nivel mundial, la fuerte expansión de China, ya que sus niveles de producción de electricidad se han disparado. En 1997 China producía 1.136 TWh y en

2021 produjo más de 8.500, duplicando prácticamente la producción de EE. UU. (Enerdata, 2022).

Gráfico 4.1: Evolución de la producción de electricidad en el mundo (1997-2021)



Fuente: Enerdata

Los avances en la producción de electricidad y el aumento de consumo de energía que se ha producido en todo el mundo, tanto industrial como doméstico, han provocado que el sector eléctrico sea uno de los más lucrativos. Prueba de ello es la información contenida en la tabla 4.1, que muestra el valor de mercado de las compañías más importantes del mundo en 2021, donde destaca la española Iberdrola en tercera posición. Sin embargo, hay que destacar el hecho de la falta de empresas de nacionalidad China, dado que son el país con mayor producción de electricidad del mundo. Esto se debe a que la mayoría de las empresas son de carácter estatal y no cotizan en los mercados de valores.

Tabla 4.1: Empresas eléctricas con mayor valor de mercado en 2021

Empresas con mayor valor de mercado (miles de millones de dólares)		
Empresa	Valor	País
NextEra Energy	158,8	EE. UU.
Enel	105,4	Italia
Iberdrola	86,4	España
Duke Energy	77,4	EE. UU.
China Yangtze Power	71,4	China
Southern Company	68,7	EE. UU.
Dominion Resources	66,2	EE. UU.
Exelon	45,1	EE. UU.
EDF	44,4	Francia
National Grid	44,3	Reino Unido

Fuente: Statista

Sin embargo, el uso de los combustibles fósiles para la generación de electricidad presenta un grave problema, la emisión de CO₂ a la atmósfera, uno de los gases de efecto invernadero que más contribuye al cambio climático. Es por ello que la mayoría de gobiernos han implantado medidas contra la emisión de estos gases en los últimos años. Destacan los acuerdos alcanzados en la COP21, donde se firmó el Acuerdo de París, un compromiso para evitar que la temperatura del planeta aumente en más de 1,5 grados para 2100, algo que implicaría la neutralidad de emisiones para el año 2050. Precisamente por ello las compañías eléctricas de todo el mundo han iniciado una transición energética, cambiando poco a poco su modelo de producción basado en los combustibles fósiles a un modelo basado en fuentes de energía renovables. Otro aspecto clave en la transición energética es la digitalización de las redes eléctricas de distribución para conseguir una mayor eficiencia energética (Enel, s. f.).

Respecto a la crisis sanitaria de COVID 19, este sector se ha visto relativamente afectado ya que el consumo de electricidad fue menor debido al fuerte parón de la actividad tanto industrial como social que se produjo. Este fenómeno se puede observar en el gráfico 4.1, ya que la producción de electricidad está muy ligada al consumo de la misma y, se observa como en el año 2020 sufre un descenso con respecto al año anterior. Este hecho sólo se observa en el año 2009, tras los efectos de la crisis financiera de 2008.

4.2. EL SECTOR ELÉCTRICO A NIVEL NACIONAL

El sector eléctrico en España tiene su origen en 1875, año en el que se comenzó a construir la primera central eléctrica del país. Esta se integró en 1881 en la Sociedad Española de Electricidad, primera empresa española dedicada a la producción y distribución de la electricidad.

Tras años de avances en el sector e instalación de nuevas plantas se produjo la Guerra Civil, que cambió el sector por completo. Decenas de plantas quedaron destruidas tras el conflicto, siendo imposible hacer frente a la demanda que existía en ese momento, lo que dio lugar a continuos cortes del suministro. La producción eléctrica estaba en manos de muy pocas empresas privadas, que tenían asignadas ciertas zonas geográficas y una empresa pública, Endesa. Para solventar el problema se creó la empresa Unidad Eléctrica S.A. (UNESA), una unión de las empresas del sector que servía para acordar cuándo y

cómo manejar la electricidad para garantizar el suministro, que se fue recuperando poco a poco.

Los años siguientes fueron bastante buenos para el sector, ya que la recuperación económica y la apertura del país provocaron que el sector eléctrico se expandiera para hacer frente a los aumentos de demanda de electricidad.

Esta situación se mantuvo hasta 1973 debido a la crisis que se produjo por la subida de los precios del petróleo, situación que duró cerca de diez años. España era un país muy dependiente del petróleo para producir electricidad y tuvo que cambiar su modelo, reemplazando el petróleo por carbón y ampliando la producción de energía nuclear.

Tras la reestructuración forzada del sector llegaron los cambios más importantes que se habían producido en el mercado eléctrico hasta la fecha. Con la entrada de España en la Unión Europea en 1986 era necesario realizar cambios que se adaptaran al modelo europeo, ya que en España este mercado estaba totalmente regulado por el gobierno, siendo este quien fijaba los precios, normalmente cada año, mediante un sistema de tarifas compartidas para todas las compañías y áreas (Ibeas Cubillo, s. f.).

Precisamente por ello se llevó a cabo un proceso de liberalización del mercado que comenzó en 1997 con el fin de adaptarse a un Mercado Único Europeo que había asentado sus bases, primero con la Directiva 90/547/CEE en 1990 y posteriormente en 1996 con la Directiva 96/92/CE (Energytic, 2021).

La liberalización del mercado eléctrico se plasmó en la elaboración de la Ley 54/1997 de 27 de noviembre del Sector Eléctrico, que entró en vigor en 1998. En ella se recogía la libertad de competencia entre empresas, la separación legal de las actividades de generación, transporte y distribución y el acceso garantizado a la red por parte de terceros (Valle de Miguelsanz, 2016).

Esta ley ha sufrido cambios a lo largo de los últimos años siendo la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico la última promulgada hasta la fecha, aunque esta mantiene las principales bases que se asentaron en 1997 (Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico, 2022).

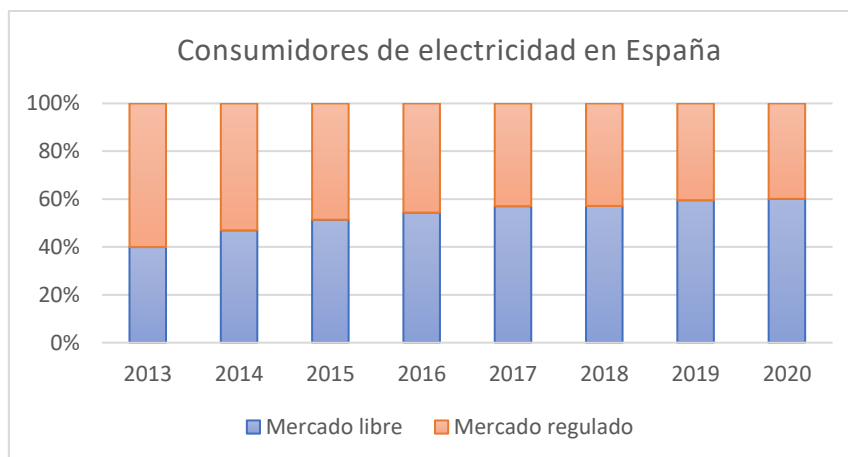
Como consecuencia de todo este proceso de liberalización, se ha dado lugar actualmente a dos principales mercados en los que se puede adquirir la electricidad: el mercado libre y el mercado regulado (Endesa, 2021).

Por un lado, en el mercado libre el precio es fijado por la empresa, que lo publicita y lo pone en el contrato, tal y como ocurre con otros servicios como las tarifas telefónicas. Actualmente existen más de 100 compañías comercializadoras en España.

Por otro lado, el mercado regulado, también llamada tarifa PVPC, es un mercado en el que el precio cambia hora a hora y día a día según la oferta de las compañías que producen la electricidad y la demanda de las comercializadoras que la venden. En este mercado el gobierno no establece los precios, pero se encarga de supervisar los mercados en los que se fija ese precio.

En el gráfico 4.2 podemos observar cómo ha evolucionado el porcentaje de consumidores que estaban adheridos a uno y otro mercado en España en los últimos años. En él se observa como poco a poco existe una tendencia a trasladarse al mercado libre, principalmente debido a que el mercado regulado es marginalista, lo que significa que toda la electricidad se paga al precio del tipo de electricidad más cara que se haya vendido en el mercado. Esto provoca que, ante cambios bruscos de precios, como el del gas a finales del 2021, encarezcan enormemente la factura de la luz, lo que provoca una mayor inseguridad de los consumidores.

Gráfico 4.2: Porcentaje de consumidores en el mercado libre y en el regulado (2013-2020)

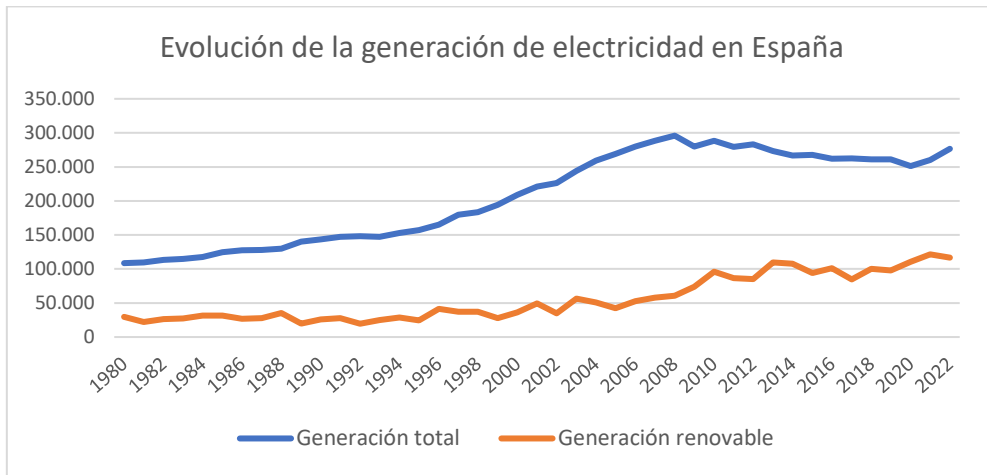


Fuente: CNMC

Los grandes cambios sufridos en estos últimos años, sobre todo los mencionados anteriormente referidos a materia legislativa, han provocado un aumento significativo de la producción de electricidad en nuestro país. Esto se puede comprobar en el gráfico 4.3, en el que se observa como el año 1997 se produjo un punto de inflexión en los niveles de generación total. Esta tendencia claramente creciente no se frenó hasta 2008, momento en el que la crisis financiera azotó fuertemente a España. A partir de ese año la generación

eléctrica ha seguido una tendencia decreciente hasta el año 2020, donde ha vuelto a sufrir un repunte.

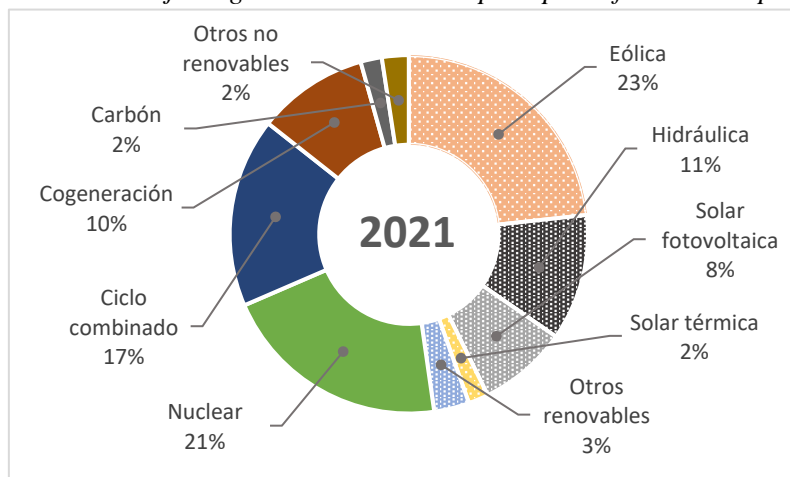
Gráfico 4.3: Evolución de la generación total y renovable (2013-2020)



Fuente: Red Eléctrica de España

En el gráfico anterior también se puede observar un fenómeno de gran relevancia actualmente, y sobre todo, de cara al futuro. Este fenómeno es la generación de energía con fuentes renovables. Las empresas, como ya se ha comentado anteriormente, están iniciando una transición energética con el fin de reducir las emisiones al máximo, para que el sistema sea sostenible. En España esto es algo que se ha tomado muy en serio desde hace más de 15 años. Se puede observar en el gráfico como desde el año 2005 la generación renovable ha aumentado en gran medida en comparación con los años anteriores. En gráfico 4.4 se puede observar la estructura de generación de electricidad de España en el año 2021, donde un 46,71% fue generada por energías renovables.

Gráfico 4.4: Porcentaje de generación eléctrica por tipo de fuente en España (2021)



Fuente: Red Eléctrica de España

5. IBERDROLA

El grupo Iberdrola es una compañía multinacional energética líder en el mundo. Su sede se encuentra en Bilbao, España. Su origen se remonta a 1901 y tras numerosas fusiones y privatizaciones se ha convertido en la empresa que es hoy en día. Se dedica principalmente a la generación, distribución y comercialización de energía.

Actualmente desarrolla su actividad en decenas de países, aunque se concentra principalmente en España, Reino Unido, Estados Unidos, Brasil y México. Las actividades en estos países se llevan a cabo a través de sociedades subholding como Iberdrola España, Scottish Power, Avangrid, Neoenergía o Iberdrola México.

La estrategia principal que ha seguido el grupo Iberdrola para conseguir sus objetivos ha sido una fuerte apuesta por la sostenibilidad y las energías renovables. Prueba de ello es su posición de liderazgo en cuanto a producción de energía eólica se refiere. En el año 2021 la producción de energía renovable supuso para la compañía el 57% de toda la energía producida.

Otro punto importante de la estrategia de Iberdrola es su constante innovación y digitalización, la cual le permite mejorar la eficiencia energética y ofrecer servicios energéticos inteligentes a sus clientes. Con ello ha conseguido implementar tecnologías avanzadas para modernizar la red eléctrica y fomentar la integración de la energía renovable en la red.

Estas estrategias han llevado a la empresa, según el último informe anual, a producir un total de 164.266 GWh de electricidad en 2021. Esta electricidad fue suministrada a un total de 36,1 millones de consumidores, gracias a los más de 39.000 empleados directos con los que contaba y a los casi 400.000 contando empleo indirecto e inducido. Todo ello llevó a la compañía a conseguir una cifra de ventas de 12.163 millones de euros (Iberdrola, 2021).

Durante el periodo analizado las Cuentas Anuales Consolidadas han sido auditadas por la compañía KPMG, obteniendo en todos los años informes favorables por lo que estas reflejan una imagen fiel para la correcta realización del estudio.

5.1. ANÁLISIS PATRIMONIAL

El análisis patrimonial nos da una primera visión de la situación financiera de una empresa, ya que nos permite conocer la composición de su patrimonio y la evolución que ha sufrido a lo largo del tiempo. Para llevar a cabo este análisis se utilizan los datos recogidos en el Balance de situación, los cuales nos permiten realizar tanto análisis estáticos o verticales como análisis dinámicos u horizontales (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

Gráfico 5.1: Evolución del patrimonio de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

El gráfico 5.1 nos sirve de ayuda para tener una visión más clara del patrimonio de Iberdrola, ya que recoge la evolución que ha sufrido en el periodo analizado y como han evolucionado las diferentes partidas que lo componen.

5.1.1. Estructura económica

Para empezar a realizar el análisis patrimonial hay que diferenciar las dos partes en las que se puede descomponer el Balance de situación: estructura económica y estructura financiera. En este epígrafe nos centraremos en la primera de las partes. La estructura económica es aquella que se centra en la composición de las inversiones de la empresa, es decir, el activo que controla (Muñoz Merchante et al., 2019).

Para conocer la evolución del activo utilizaremos un análisis vertical para cada año del periodo y un análisis horizontal de todo el periodo.

El análisis vertical consiste en analizar la composición de cualquier partida del Balance, en este caso el activo, observando el peso relativo que tienen cada una de las partidas que lo componen, dividiendo estas entre el total del activo. Con esto conseguimos observar rápidamente la importancia relativa de cada partida (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

Por otro lado, el análisis horizontal consiste en determinar la importancia que tiene cada una de las partidas que componen el activo a lo largo del tiempo y no en un momento concreto. Es decir, mide la variación que sufren las partidas. Se calcula como el porcentaje de incremento o de disminución de dicha partida en el periodo estudiado (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

Como podemos observar en la tabla 5.1 el activo está compuesto principalmente por activo no corriente ya que este representa más de un 84% del activo total en todos los años del periodo, algo común en empresas del sector energético ya que necesitan mucha inversión en plantas y terrenos que son las que determinan su capacidad productiva. Vemos que el activo no corriente ha aumentado en el periodo, pero en menor proporción que el total del activo, esto se debe a que el activo corriente ha aumentado en un 62,20% con respecto a 2017, por lo que es el causante de que el activo total aumente más.

Tabla 5.1: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura económica de Iberdrola

BALANCE DE SITUACIÓN	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A)ACTIVO NO CORRIENTE	87,53%	88,20%	88,92%	87,78%	84,21%	23,20%
I. Activo intangible	21,83%	21,06%	18,72%	16,94%	16,68%	-5,86%
II. Inversiones inmobiliarias	0,44%	0,43%	0,31%	0,28%	0,26%	-26,89%
III. Propiedad, planta y equipo	66,14%	66,31%	65,52%	66,74%	67,00%	24,81%
IV. Activo por derechos de uso	-	-	1,64%	1,84%	1,89%	-
V. Inversiones financieras no corrientes	5,17%	5,21%	5,35%	5,08%	5,44%	29,63%
VI. Deudores comerciales y otros activos no corrientes	0,87%	0,82%	2,62%	2,94%	3,15%	348,80%
VII. Activos por impuestos corrientes	-	0,67%	0,61%	0,62%	0,61%	-
VIII. Impuestos diferidos activos	5,56%	5,50%	5,23%	5,56%	4,96%	9,93%
B) ACTIVO CORRIENTE	12,47%	11,80%	11,08%	12,22%	15,79%	62,20%
I. Activos mantenidos para su enajenación	2,58%	0,47%	-	-	0,55%	-65,14%
II. Combustible nuclear	2,41%	2,04%	2,25%	1,74%	1,19%	-19,55%
III. Existencias	13,55%	16,29%	18,75%	16,32%	11,79%	41,11%
IV. Deudores comerciales y otros activos corrientes	48,71%	51,38%	55,31%	51,19%	48,95%	63,01%
V. Inversiones financieras corrientes	9,57%	8,83%	8,10%	7,87%	19,50%	230,36%
VI. Efectivo y otros medios equivalentes	23,17%	20,99%	15,59%	22,89%	18,02%	26,14%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	28,06%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

Si nos centramos en el análisis del **activo no corriente** vemos como todas las partidas se mantienen constantes. Se observa un descenso paulatino en inversiones inmobiliarias y en inmovilizado intangible, y se han intensificado las inversiones en inmovilizado material y en instrumentos financieros no corrientes. Lo más llamativo del activo no corriente es el fuerte incremento que ha sufrido la partida deudores comerciales y otros activos no corrientes, que se ha debido principalmente a unas concesiones en Brasil bajo el alcance de la IFRIC 12 (Cotizalia, 2018).

En cuanto al **activo corriente** ya hemos comentado anteriormente que ha sufrido un aumento relevante en el periodo analizado. En dicho aumento destacan partidas como las inversiones financieras corrientes, que han aumentado tanto en la importancia con respecto al activo corriente como en el periodo, con un aumento del 230% con respecto a 2017, por un aumento de los depósitos y fianzas constituidos a corto plazo y de los instrumentos financieros derivados, sobre todo en derivados de cobertura ante la inestabilidad que presenta el mercado tras la pandemia. También destaca el aumento de

un 63,01% en la partida de deudores comerciales y otros activos corrientes debido fundamentalmente al aumento de los precios de la luz y a la devolución de tasas por valor de 1.103 millones de euros abonadas por el canon hidroeléctrico debido al recurso interpuesto contra el Estado (Iberdrola, 2021).

5.1.2. Estructura financiera

La estructura financiera por su parte es aquella compuesta por los pasivos de la empresa (derechos de cobro sobre los recursos de la empresa correspondientes a los acreedores) y el patrimonio neto (aportaciones hechas por sus socios o propietarios, resultados acumulados y otras variaciones en activos y pasivos imputadas directamente al patrimonio neto) (Muñoz Merchante et al., 2019).

Al igual que en el epígrafe anterior utilizaremos el análisis vertical para cada año del periodo y un análisis horizontal para todo el periodo para conocer la evolución de cada una de las partidas.

En primer lugar, como podemos observar en la tabla 5.2, el **patrimonio neto** se mantiene constante en torno a un 39% del total de la financiación de la empresa para cada año del periodo. Este ha aumentado en el periodo prácticamente en la misma medida que lo ha hecho la financiación total. En cuanto a las partidas principales que componen el patrimonio neto, se observa como las participaciones no dominantes han ido ganando importancia año a año y han aumentado un 175% en el periodo. Este aumento se ha producido principalmente en los años 2020 y 2021 a raíz de la emisión de obligaciones perpetuas subordinadas como método de financiación para hacer frente a los efectos de la pandemia (Patiño, 2021). Analizando las partidas que conforman el patrimonio neto de la sociedad dominante destaca una importante variación de los ajustes por cambio de valor en el periodo, principalmente en el último año debido al aumento que se produjo en derivados sobre materias primas para evitar la incertidumbre generada por la pandemia. Otra partida destacada es la de acciones propias en cartera, que ha aumentado en un 211% en todo el periodo, por lo que Iberdrola ha reducido el capital de la sociedad en el periodo.

En segundo lugar, el **pasivo no corriente** ha ido reduciendo su importancia respecto al pasivo total, sobre todo en el último año a raíz de la pandemia. La mayoría de las

partidas del pasivo no corriente se han mantenido constantes en lo que a porcentajes verticales se refiere. Respecto al análisis horizontal la variación más importante del periodo ha sido la de otros pasivos no corrientes que ha disminuido en un 63,35%.

Tabla 5.2: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura financiera de Iberdrola

BALANCE DE SITUACIÓN	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A) PATRIMONIO NETO	38,61%	38,90%	38,57%	38,54%	39,59%	31,34%
De la sociedad dominante	83,10%	83,19%	79,84%	75,00%	72,12%	14,00%
I. Capital suscrito	13,34%	13,12%	12,66%	13,45%	11,80%	0,78%
II. Ajustes por cambio de valor	-0,12%	-0,09%	-1,44%	-0,68%	1,35%	-1394,55%
III. Otras reservas	88,53%	89,47%	89,13%	97,20%	88,72%	14,24%
IV. Acciones propias en cartera	-1,68%	-2,76%	-3,81%	-5,61%	-4,59%	211,14%
V. Diferencias de conversión	-7,97%	-7,98%	-5,58%	-14,55%	-6,87%	-1,75%
VI. Resultado neto del periodo	7,90%	8,24%	9,04%	10,20%	9,60%	38,55%
De participaciones no dominantes	13,27%	12,89%	20,16%	25,00%	27,88%	175,89%
De obligaciones perpetuas subordinadas	3,63%	3,92%	-	-	-	-
B) PASIVO NO CORRIENTE	46,27%	46,71%	45,80%	46,82%	43,22%	19,64%
I. Subvenciones de capital	2,89%	2,80%	2,50%	2,16%	2,06%	-14,86%
II. Instalaciones cedidas y financiadas por terceros	9,30%	9,13%	8,90%	8,79%	8,85%	13,87%
III. Provisiones no corrientes	10,71%	10,32%	10,69%	10,17%	8,70%	-2,86%
IV. Pasivos financieros no corrientes	58,16%	58,97%	60,02%	61,18%	60,67%	24,81%
V. Otros pasivos no corrientes	2,23%	1,66%	0,73%	0,46%	0,68%	-63,35%
VI. Pasivos por impuestos corrientes	-	-	0,47%	0,50%	0,49%	-
VII. Impuestos diferidos pasivos	16,71%	17,12%	16,70%	16,75%	18,55%	32,78%
C) PASIVO CORRIENTE	15,08%	14,23%	15,63%	14,64%	17,18%	45,89%
I. Pasivos vinculados con activos mantenidos para su enajenación	0,81%	0,00%	-	-	-	-
II. Provisiones corrientes	3,76%	3,61%	3,45%	3,23%	3,24%	25,87%
III. Pasivos financieros corrientes	76,78%	84,82%	86,43%	86,28%	87,45%	66,16%
IV. Otros pasivos corrientes	18,66%	11,79%	10,12%	10,50%	9,31%	-27,18%
TOTAL PN + PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	28,06%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

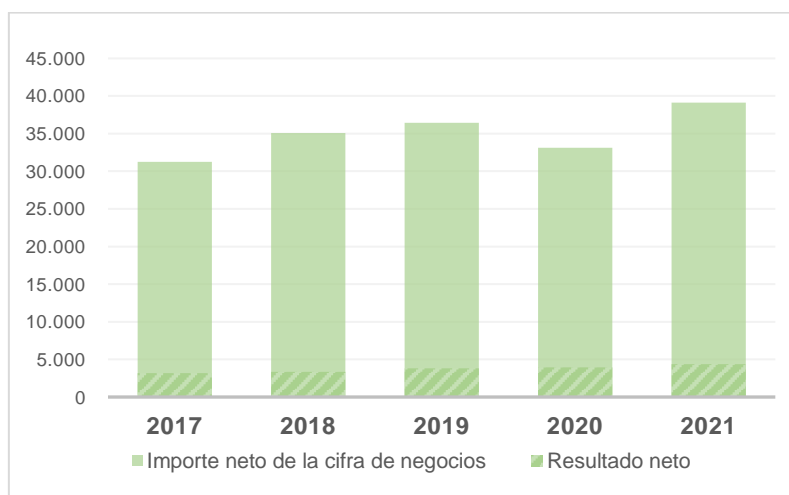
Por último, en tercer lugar, el **pasivo corriente** ha sufrido un aumento en el periodo del 45,89% respecto a 2017, aunque la mayor variación como se puede observar se ha producido en el año 2021 para mitigar los efectos de la pandemia. Este aumento se debe en parte por el aumento de los pasivos financieros bajo el paraguas del Euro Commercial Paper Programme, ya que emitió pagarés verdes por valor de 3.566 millones de euros. Otra parte de este aumento de la deuda a corto plazo es el coste que supone contratar los derivados de cobertura comentados anteriormente, a los que se han dedicado 2.111 millones de euros en el año 2021 (Iberdrola, 2021).

5.2. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA

La cuenta de pérdidas y ganancias es un estado contable que recoge los ingresos y los gastos de la actividad empresarial que se producen a lo largo de un ejercicio económico determinado. Sin embargo, no todos estos ingresos y gastos que se producen en el ejercicio se consideran resultado de la actividad empresarial, sino que algunos de ellos se excluyen, por lo que no forman parte de la cuenta de pérdidas y ganancias y se anotan directamente en el patrimonio neto (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

Dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias destaca por su importancia el importe neto de la cifra de negocios. Como se observa en el gráfico 5.2 la cifra de negocios de Iberdrola no ha parado de crecer a excepción del año 2020 como consecuencia de la pandemia. Incluso en el año 2021, aun siendo un año de mucha incertidumbre para las energéticas, superó las cifras de negocio cosechadas en el año 2019, siendo la empresa española que más facturó en 2021 en este sector.

Gráfico 5.2: Evolución del importe neto de la cifra de negocios de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

El aumento de la cifra de negocios se puede apreciar en la tabla 5.3, donde vemos como el análisis horizontal muestra un aumento de la cifra de negocios de un 25,11% respecto al año 2017. Al igual que han aumentado los ingresos también han aumentado todos los gastos, salvo el gasto en tributos que se redujo un 55,77% con respecto al año 2017, pero observamos en el análisis vertical que esta es una situación anómala, condicionada por las medidas adoptadas para reducir los efectos de la pandemia en las empresas, ya que en todo el periodo estos se han situado en torno a un 5,5% de la cifra de

negocios neta. En cuanto a los demás datos de gastos con respecto al importe neto de la cifra de negocios todos ellos se mantienen en valores similares en todo el periodo. Sin embargo, se observa como el resultado bruto de explotación año a año ha ido aumentando, de hecho, ha sufrido un aumento del 64,5% con respecto a las cifras del 2017. Más llamativo es el aumento sufrido por el resultado de explotación, que aumentó un 170,70% con respecto al año 2017. Esto se debe a que el resultado de explotación de ese año fue muy bajo ya que el resto de los años observamos como es más similar al de todo el periodo.

Tabla 5.3: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias de Iberdrola

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A) OPERACIONES CONTINUADAS						
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	25,11%
2. Aprovisionamientos	-57,25%	-56,00%	-55,37%	-51,29%	-56,38%	23,20%
3. Gastos de personal	-8,88%	-7,64%	-7,80%	-8,48%	-7,68%	8,14%
4. Gastos de personal activados	1,93%	1,88%	1,91%	1,99%	1,83%	18,46%
5. Servicios exteriores	-8,25%	-7,97%	-7,80%	-8,57%	-7,51%	13,86%
6. Otros resultados de explotación	1,85%	1,89%	1,81%	2,04%	2,54%	71,66%
7. Tributos	-6,00%	-5,51%	-5,02%	-5,49%	-2,12%	-55,77%
A.1) RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	23,41%	26,65%	27,73%	30,20%	30,69%	64,05%
8. Corrección valorativa de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	-0,63%	-0,72%	-0,82%	-1,15%	-0,94%	86,93%
9. Amortizaciones y provisiones	-14,10%	-10,42%	-10,78%	-12,35%	-10,98%	-2,60%
A.2) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	8,68%	15,51%	16,13%	16,70%	18,77%	170,70%
10. Ingresos financieros	2,95%	2,39%	2,37%	3,13%	3,23%	37,23%
11. Gastos financieros	-5,95%	-5,69%	-5,94%	-6,12%	-5,80%	22,01%
A.3) RESULTADO FINANCIERO	-3,00%	-3,30%	-3,57%	-2,99%	-2,56%	7,03%
12. Resultado de sociedades por el método de la participación	-0,09%	0,16%	0,04%	-0,02%	-0,10%	35,73%
13. Resultado de activos no corrientes	0,89%	0,03%	0,56%	1,55%	-	-
A.4) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	6,48%	12,40%	13,16%	15,25%	16,11%	211,03%
14. Impuesto sobre beneficios	4,47%	-2,74%	-2,51%	-3,27%	-4,89%	-237,00%
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTES DE OPERACIONES CONTINUADAS	10,95%	9,66%	10,65%	11,98%	11,22%	28,16%
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS						
15. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-0,81%	-0,15%	-0,18%	-0,05%	-0,09%	-86,17%
A.6) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	10,14%	9,51%	10,47%	11,92%	11,13%	37,29%
16. Resultado atribuible a la sociedad dominante	8,97%	8,59%	9,35%	10,89%	9,93%	38,55%
17. Resultado atribuible a participaciones no dominantes	1,17%	0,92%	1,12%	1,03%	1,19%	27,61%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

En lo que a ingresos y gastos financieros se refiere vemos como han ido evolucionando positivamente para Iberdrola. Aunque en el periodo tanto los ingresos como los gastos han aumentado, los primeros siguen una tendencia positiva año a año con respecto al importe neto de la cifra de negocios, mientras que los segundos han ido disminuyendo, salvo en el año 2020 que aumentaron como consecuencia de la pandemia.

Por último, los resultados presentan varios aspectos a destacar. Vemos como el resultado antes de impuestos ha aumentado enormemente con respecto a 2017, en un 211,03% para ser exactos. Esto se debe al bajo resultado bruto de explotación presentado ese año, el cual disminuyó bastante el resultado antes de impuestos. En cuanto al resultado consolidado vemos como en todo el periodo mantiene cifras entre el 9,5 y el 11% con respecto a la cifra de negocios neta. Demuestra por tanto la firmeza de Iberdrola y la capacidad para seguir generando beneficios pese a las adversidades afrontadas en el periodo.

5.3. ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

El estado de flujos de efectivo es un documento de las cuentas anuales que “*explica las variaciones de efectivo en un ejercicio económico, mostrando los cobros y los pagos realizados en el año, esto es, informa sobre el origen y utilización del efectivo durante el ejercicio*” (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015, p. 209). Es decir, muestra de forma sistemática la variación que experimenta en el periodo la tesorería o el efectivo y otros activos líquidos equivalentes. Este se divide en tres secciones: actividades de explotación, actividades de inversión y actividades de financiación (Muñoz Merchante et al., 2019).

En la tabla 5.4 se puede observar el estado de flujos de efectivo de Iberdrola de los años comprendidos entre 2017 y 2021.

Tabla 5.4: Estado de flujos de efectivo de Iberdrola

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado antes de impuestos de actividades continuadas	2.026	4.348	4.794	5.053	6.301
Resultado antes de impuestos de actividades discontinuadas	-321	-65	-57	-25	-45
Ajustes del resultado	5.388	4.889	5.347	4.853	5.820
Variación de capital circulante	-444	-772	-1.808	-210	-2.728
Variación de deudores y otros pasivos no corrientes	-1	-25	-	-	-
Pago de provisiones	-471	-511	-625	-538	-459
Impuestos sobre las ganancias pagados	-542	-333	-796	-843	-832
Dividendos cobrados	50	55	60	57	49

A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	7.586	7.586	6.915	8.347	8.106
Adquisición de subsidiarias	-	-	-	-391	-536
Variación del efectivo por modificación del perímetro de consolidación	76	-	-	114	21
Adquisición de activos intangibles	-531	-1.040	-411	-446	-591
Adquisición de empresas asociadas	-77	-91	-205	-59	-203
Adquisición de inversiones inmobiliarias	-4	-12	-3	-2	-3
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-5.594	-4.655	-5.169	-5.405	-6.327
Pagos por intereses capitalizados	-134	-193	-223	-149	-145
Pagos por gastos de personal activados	-	-659	-695	-661	-716
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	43	14	12	8	8
Cobros/(pagos) por cartera de valores	-2	-2	-17	-1	-
Cobros/(pagos) por otras inversiones	1	-676	-925	-930	-1.103
Cobro/(pago) por activos financieros corrientes	584	-63	-135	-104	-364
Intereses cobrados	131	192	49	25	33
Impuestos sobre las ganancias pagados	-	22	-	-	-
Cobros por enajenación de activos no financieros	3	7	340	235	305
Cobros por enajenación de activos financieros	312	47	-	1.122	133
Enajenación de subsidiarias	-	1.059	-	-	-
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-5.193	-6.050	-7.382	-6.644	-9.488
Adquisición derechos de asignación gratuita	-646	-98	-	-	-
Dividendos pagados	-187	-143	-329	-562	-570
Dividendos pagados de participaciones no dominantes	-104	-161	-179	-150	-229
Obligaciones perpetuas subordinadas	965	133	759	2.927	2.646
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	4.059	-148	-470	435	1.366
Pasivos financieros por arrendamiento	-	-10	-189	-198	-203
Instrumentos de capital con características de pasivo financiero	-	111	14	181	162
Salidas de efectivo por reducción de capital	0	0	-	-	-
Salidas de efectivo por ampliación de capital	-1	-1	-1	-	-
Adquisición de acciones propias	-1.005	-1.674	-1.404	-2.710	-1.897
Cobros por enajenación de acciones propias	91	63	49	127	73
Transacción con participaciones no dominantes	-68	132	1.473	-121	521
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	1.422	-1.796	-277	-71	1.869
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y OTRAS VARIACIONES	-150	-136	56	-318	119
E) VARIACIÓN NETA DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.765	-396	-688	1.314	606
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	1.433	3.197	2.801	2.113	3.427
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	3.197	2.801	2.113	3.427	4.033

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Iberdrola

El apartado de los **flujos de efectivo de las actividades de explotación** es uno de los más importantes del estado de flujos de efectivo ya que *“tienen un carácter periódico que permite conocer la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros que financien las actividades de inversión y permitan devolver las deudas contraídas por la empresa”* (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015, p. 215). En este caso observamos como este flujo es positivo en todo el periodo analizado, algo muy importante ya que la empresa puede hacer frente a sus deudas y realizar inversiones sin necesidad de acudir a fuentes externas de financiación. Su tendencia, aunque con vaivenes, es creciente. Es llamativo el descenso que se produce en este flujo en 2019, que se corresponde con el

impacto que tuvo la pandemia, sobre todo por la necesidad de aumentar la deuda a corto plazo. Se puede observar también un pequeño decrecimiento en el año 2021 aunque no tan brusco que refleja el aumento producido en la partida de deudores comerciales y otros a raíz de los elevados precios de la luz de este último año.

En cuanto a los **flujos de efectivo en actividades de inversión**, aquellos que recogen los pagos por inversiones y cobros por desinversiones, podemos observar cómo en todos los años estudiados toman valores negativos. Estas cifras siguen una tendencia cada vez más negativa lo que indica la fuerte inversión que realiza Iberdrola año tras año. Es destacable el gran aumento que se ha producido en el año 2021, que indica como han sabido aprovechar la inestabilidad presente en Rusia y la falta de recursos fósiles generada para invertir aún más en plantas de producción de energías renovables.

Por último, los **flujos de caja en actividades de financiación**, los que se producen por cobros y pagos procedentes de la financiación interna y externa, son los menos estables de los analizados hasta el momento. Tanto en el año 2017 como en 2021 ha tenido que recurrir a financiación externa ya que estos flujos toman valores positivos. Destaca en 2021 la emisión de obligaciones perpetuas subordinadas y el acceso a créditos de los que ha tenido que hacer uso para poder compensar el elevado gasto en inversión. En los demás años analizados no ha tenido que hacer uso de esta financiación externa.

Por tanto, aunque en todos los años se han registrado flujos de efectivo de explotación positivos se registraron variaciones netas negativas en los años 2018 y 2019, debido principalmente a la fuerte inversión realizada y a la reducción de deuda que se produjo en ambos años.

Para concluir, podemos utilizar el estado de flujos de efectivo para calcular las siguientes ratios:

- Capacidad de devolución del pasivo a corto plazo y largo plazo:

$$CDP_{cp21} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Flujo neto de efectivo por op.de explotación}} = \frac{24.354}{8.106} = 3,01$$

$$CDP_{lp21} = \frac{\text{Pasivo fijo}}{\text{Flujo neto de efectivo por op.de explotación}} = \frac{61.272}{8.106} = 7,56$$

Ambas ratios nos indican una buena calidad de deuda ya que si se destinaran todos los flujos de explotación a cancelar deudas tardaría 3 años si son a corto plazo y 7 en las de largo plazo, lo cual no es un periodo de tiempo excesivo.

- Tasa media de conversión en efectivo del activo:

$$TMCEA_{21} = \frac{\text{Flujo neto de efectivo por op. de explotación}}{\text{Activo total}} = \frac{8.106}{141.752} = 5,72 \%$$

Esto indica que la empresa consigue generar un 5,72% de efectivo en relación con el activo.

6. NATURGY

Naturgy Energy Group, S.A. es una empresa multinacional que opera en el sector eléctrico a nivel mundial. Actualmente su sede se localiza en Madrid, España. Se constituyó en 1843 para llevar el alumbrado público de Barcelona y, al igual que Iberdrola, después de numerosas fusiones y adquisiciones y más de 175 años de historia, se han convertido en uno de los grupos energéticos más importantes de España.

La actividad de Naturgy Energy Group, S.A. se lleva a cabo en más de 20 países, aunque sus negocios más importantes se encuentran en España, Latinoamérica (Argentina, Chile, Brasil, México y Panamá) y Australia. Su actividad principal es la generación, distribución y comercialización de energía. En el caso de Naturgy es destacable la importancia que tiene el gas, ya que es líder en este sector, aunque en cuanto a electricidad presenta también cifras importantes.

La estrategia seguida por Naturgy, al igual que la mayoría de las energéticas en la actualidad, es la apuesta por las energías renovables con el fin de conseguir una mayor sostenibilidad que permita reducir el impacto de la empresa en el medio ambiente. En este sentido Naturgy ha dado pasos importantes, ya que en 2021 ha sido la primera empresa en inyectar gas renovable a la red de distribución de gas en España.

Para conseguir los objetivos mencionados anteriormente Naturgy también sigue una política de inversión considerable destinada principalmente a la innovación. Se busca una mejora tanto en energías renovables, con el foco en el biogás y en el hidrógeno, como en redes que le permitan ser más eficientes.

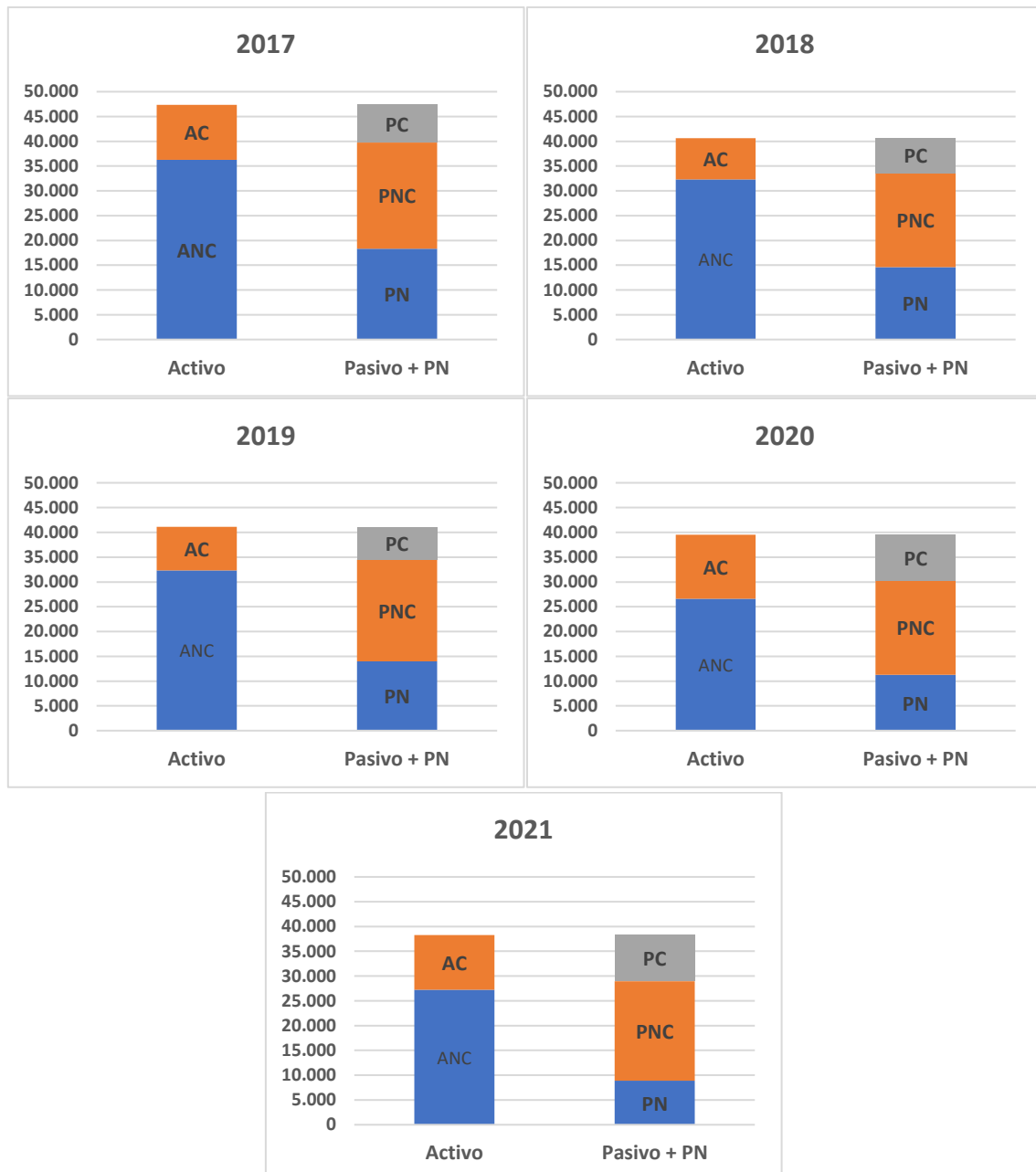
Los datos más relevantes que ha presentado Naturgy en el año 2021 han sido: unas ventas de actividad de distribución de gas de 449.435 GWh y una producción neta de electricidad de 41.747 GWh. Una plantilla formada por 7.231 empleados repartidos por todo el mundo que trabajan para satisfacer a los 16 millones de clientes con los que cuenta Naturgy. El importe neto de la cifra de negocios fue de 22.140 millones de euros que arrojó un beneficio neto de 1.214 millones de euros (Naturgy, 2021).

Las Cuentas Anuales Consolidadas han sido auditadas por varias compañías a lo largo del periodo. En 2017, y aún bajo la denominación de Gas Natural Fenosa, fueron auditadas por PWC. De 2018 a 2020, ya bajo la denominación de Naturgy, se auditaron por la compañía EY. Por último, en el año 2021 las cuentas fueron auditadas por KPMG.

6.1. ANÁLISIS PATRIMONIAL

El gráfico 6.1 resume la evolución que ha sufrido el patrimonio de Naturgy y las diferentes partidas que lo componen a lo largo del periodo analizado. Nos sirve para aportar una visión más clara a los epígrafes que vamos a tratar a continuación.

Gráfico 6.1: Evolución del patrimonio de Naturgy



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

6.1.1. Estructura económica

Tabla 6.1: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura económica de Naturgy

BALANCE DE SITUACIÓN	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A) ACTIVO NO CORRIENTE	76,58%	79,50%	78,64%	67,24%	71,26%	-24,79%
I. Inmovilizado intangible	27,38%	24,29%	23,84%	20,97%	21,04%	-42,20%
II. Inmovilizado material	62,51%	64,11%	60,73%	60,65%	60,85%	-26,78%
III. Activos por derecho de uso	-	-	4,38%	5,22%	4,51%	-
IV. Inversiones contabilizadas por el método de la participación	4,14%	2,53%	2,26%	3,06%	2,31%	-58,00%
V. Activos financieros no corrientes	3,63%	2,82%	2,28%	1,36%	1,45%	-70,04%
VI. Otros activos no corrientes	-	1,03%	1,80%	2,60%	1,53%	-
VII. Activo por impuesto diferido	2,34%	5,23%	4,71%	6,15%	8,32%	167,02%
B) ACTIVO CORRIENTE	23,42%	20,50%	21,36%	32,76%	28,74%	-0,82%
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	15,18%	2,42%	0,83%	37,32%	0,36%	-97,62%
II. Existencias	6,50%	10,20%	9,06%	4,01%	7,99%	21,94%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	45,06%	61,63%	55,76%	24,05%	51,98%	14,42%
IV. Otros activos financieros corrientes	4,17%	5,14%	3,79%	4,31%	3,59%	-14,50%
V. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	29,10%	20,60%	30,56%	30,31%	36,07%	22,95%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-19,17%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

La estructura económica de Naturgy es similar a la de Iberdrola. En la tabla 6.1 se observa como el **activo no corriente**, al tratarse de una compañía energética y ser el que determina la capacidad productiva, es el que representa la mayor parte del activo en todos los años del periodo. Sin embargo, vemos como este ha disminuido en el periodo en un 24,79%, sobre todo en el año 2020, por lo que podemos ver como la pandemia ha afectado en mayor medida a Naturgy que a Iberdrola. Naturgy ha tenido que desinvertir para poder mantener con fortaleza sus negocios principales. Esta desinversión principalmente se ha producido por la venta de sus negocios en Chile y en el abandono de sus concesiones en Perú, a finales del año 2020 (Sala, 2021). Por tanto, estas desinversiones son las causantes de la mayoría de los descensos producidos en las partidas del activo no corriente.

Respecto al **activo corriente**, se puede observar cómo tanto su importancia año a año y en el periodo se ha mantenido constante, salvo en el 2020, a consecuencia de la venta comentada anteriormente que provocó un aumento destacado de los activos no corrientes mantenidos para la venta. Lo más destacado es el importante descenso que se produjo en las partidas de existencias y deudores comerciales y otras cuentas a cobrar debido al descenso de la actividad a causa de la pandemia de COVID 19. Por último, destaca la importancia que ha ido ganando el efectivo y otros activos líquidos equivalentes año a

año, algo que a priori no es beneficioso para la empresa porque puede generar pérdidas de rentabilidad para la misma. Más adelante se comprobará si es el caso o no.

6.1.2. Estructura financiera

Tabla 6.2: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la estructura financiera de Naturgy

BALANCE DE SITUACIÓN	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A) PATRIMONIO NETO	38,68%	35,92%	33,97%	28,49%	23,20%	-51,53%
I. Capital	5,47%	6,86%	7,04%	8,61%	10,93%	-3,10%
II. Prima de emisión	20,80%	26,09%	27,25%	33,80%	42,92%	0,00%
III. Acciones propias	-0,05%	-2,23%	-2,30%	-1,78%	-2,30%	2166,67%
IV. Reservas	54,11%	77,36%	47,85%	57,52%	53,61%	-51,97%
V. Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	7,43%	-19,34%	10,02%	-3,08%	13,68%	-10,74%
VI. Dividendo a cuenta	-1,80%	-5,00%	-5,39%	-6,97%	-7,65%	105,76%
VII. Otros componentes de patrimonio	-5,46%	-8,73%	-8,97%	-16,84%	-44,82%	297,70%
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	80,49%	75,01%	75,49%	71,26%	66,37%	-60,03%
Participaciones no dominantes	19,51%	24,99%	24,51%	28,74%	33,63%	-16,44%
B) PASIVO NO CORRIENTE	45,24%	46,83%	49,85%	48,12%	52,43%	-6,33%
I. Ingresos diferidos	3,93%	4,54%	4,38%	4,58%	4,43%	5,58%
II. Provisiones no corrientes	5,27%	5,91%	5,70%	5,53%	5,71%	1,51%
III. Pasivos financieros no corrientes	74,34%	70,17%	76,56%	78,65%	75,37%	-5,04%
IV. Pasivo por impuesto diferido	10,80%	11,29%	10,97%	9,42%	8,91%	-22,71%
V. Otros pasivos no corrientes	5,65%	8,09%	2,40%	1,82%	5,57%	-7,60%
C) PASIVO CORRIENTE	16,08%	17,25%	16,17%	23,39%	24,37%	22,53%
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	8,16%	1,33%	0,69%	30,70%	0,28%	-95,81%
II. Provisiones corrientes	2,41%	4,24%	4,37%	2,66%	6,32%	221,86%
III. Pasivos financieros corrientes	33,43%	29,67%	34,36%	27,79%	18,21%	-33,23%
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	51,52%	58,04%	56,28%	34,92%	72,98%	73,55%
V. Otros pasivos corrientes	4,48%	6,72%	4,30%	3,92%	2,21%	-39,59%
TOTAL PN + PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-19,17%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

En relación con el **patrimonio neto**, observamos en la tabla 6.2 que suponía en 2021 el 23,20% de la estructura financiera. Algo significativo ya que en 2017 suponía el 38,68% de dicha estructura. Vemos además como el patrimonio neto de la sociedad dominante ha descendido fuertemente en el periodo. Este descenso se debe a la reducción de reservas que se ha ido sucediendo paulatinamente desde el año 2018. En 2021 suponen menos del 50% de lo que suponían en 2017. Otro suceso importante es la evolución negativa que han experimentado otros componentes de patrimonio, principalmente debido al uso de derivados de cobertura.

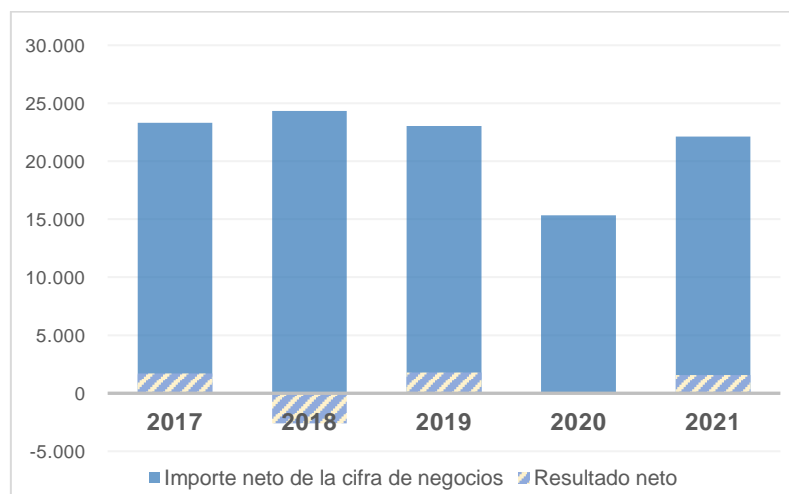
Por otra parte, el **pasivo no corriente** representa la mayor parte de la estructura financiera de la empresa. Ha ido ganando importancia respecto del total por la disminución del patrimonio neto, pero durante el periodo se ha mantenido constante en lo que a cantidades se refiere. De hecho, ha disminuido un 6,33% con respecto a 2017. De esta partida podemos destacar el aumento sufrido en 2021 de *otros pasivos no corrientes*, debido a la inestabilidad en el mercado de gas, que ha llevado a contratar, como ya se ha comentado anteriormente, derivados de cobertura para evitar posibles desacoplamientos entre el precio al que se compra y se vende el gas.

A diferencia del pasivo no corriente, el **pasivo corriente** si ha experimentado variaciones, principalmente en los dos últimos años del periodo llegando a representar mayor importancia (24,37%) que el patrimonio neto dentro de la estructura financiera. En 2020 esta variación se produjo por el aumento de la partida *Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta* debido al traspaso de los saldos contables de la operación de venta de sus negocios en Chile en aplicación de la NIIF 5. En cuanto a la variación sufrida en el 2021 se debe a la situación ya comentada de los derivados de cobertura frente al aumento del precio del gas.

6.2. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA

En el gráfico 6.2 se puede observar cómo ha evolucionado durante el periodo la partida más importante de la cuenta de pérdidas y ganancias, el importe neto de la cifra de negocios.

Gráfico 6.2: Evolución del importe neto de la cifra de negocios de Naturgy



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

El gráfico anterior recoge también la evolución del resultado neto en los últimos años que como se puede observar es mucho más inestable que la presentada por Iberdrola. A simple vista se observa como el año 2020, como consecuencia de la pandemia, ha sido el más complicado de todo el periodo tanto por la reducción del importe neto de la cifra de negocios como por la falta de beneficio neto.

En la tabla 6.3 se observa como el resultado bruto de explotación es muy bajo en comparación con Iberdrola, de hecho, vemos como el año que mejores cifras ha registrado ha sido el 2020, con un 22,48% respecto a la cifra de negocios. Sin embargo, esta situación no se ha mantenido y en 2021 ha vuelto a disminuir, con una disminución total del periodo del 9,86%. Estas cifras tan bajas se deben fundamentalmente al elevado gasto que realizan en provisiones, ya que supone más del 70% de los ingresos en prácticamente todos los años analizados. A diferencia de Iberdrola, Naturgy tiene gran parte de su negocio en la comercialización de gas, un recurso costoso dada su escasez. Las demás partidas de gastos, aunque se han reducido en porcentaje en el periodo, presenta cifras similares en todos los años estudiados.

En cuanto al resultado de explotación destacan los años 2018 y 2020. El primero de ellos presenta cifras negativas, de un -8.90% respecto de la cifra neta de negocios. Esto se debe fundamentalmente a la elevada dotación en *Amortización y pérdidas por deterioro de activos*. Esta cifra tan elevada fue consecuencia de la aprobación del nuevo Plan Estratégico 2018-2022 en el ejercicio 2018. Se registraron deterioros o saneamientos de activos por importe de 4.851 millones de euros, originados por la reevaluación de las estimaciones de flujos de efectivos futuros basados en el mencionado Plan (Naturgy, 2018). En cuanto a las cifras del 2020, sucede algo parecido a 2018. A raíz de una actualización del test de deterioro, se han contabilizado deterioros de inmovilizado por valor de 1.363 millones de euros, muy superiores a las cifras de años anteriores.

Por otro lado, las pérdidas de carácter financiero se han reducido en un 43,63% respecto a 2017. Esto se debe a la reducción de gastos y el aumento de ingresos que se han producido en el año 2021.

Por último, como ya se podía observar en el gráfico 6.2 Naturgy incurre en pérdidas en los años 2018 y 2020 como consecuencia de los cambios de criterios para contabilizar

los deterioros. En los años que tiene resultados positivos, toma en todos ellos cifras de entorno al 7% respecto de la cifra de negocios, unas cifras muy cercanas a las presentadas por Iberdrola.

Tabla 6.3: Porcentajes verticales y análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias de Naturgy

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019	2020	2021	ANÁLISIS HORIZONTAL
A) OPERACIONES CONTINUADAS						
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-5,00%
2. Aprovisionamientos	-71,57%	-72,82%	-70,81%	-66,07%	-74,66%	-0,90%
3. Otros ingresos de explotación	1,02%	0,68%	0,71%	1,06%	0,54%	-50,00%
4. Gastos de personal	-4,42%	-4,15%	-4,01%	-5,20%	-4,25%	-8,83%
5. Otros gastos de explotación	-8,51%	-7,46%	-6,41%	-7,69%	-5,94%	-33,72%
6. Resultado por enajenación de inmovilizado	0,10%	0,09%	0,12%	0,06%	0,02%	-78,26%
7. Imputación de subvenciones de inmovilizado y otras	0,18%	0,17%	0,20%	0,32%	0,22%	16,67%
A.1) RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	16,80%	16,51%	19,80%	22,48%	15,94%	-9,86%
8. Amortización y pérdidas por deterioro de activos	-7,07%	-24,68%	-7,20%	-18,50%	-6,60%	-11,29%
9. Deterioro por pérdidas crediticias	-0,67%	-0,74%	-0,58%	-1,02%	-0,45%	-36,13%
10. Otros resultados	-	-	0,40%	0,08%	0,60%	-
A.2) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	9,06%	-8,90%	12,43%	3,04%	9,49%	-0,52%
11. Ingresos financieros	0,48%	0,50%	0,35%	0,63%	0,90%	80,18%
12. Gastos financieros	-3,47%	-3,30%	-3,63%	-4,05%	-2,70%	-25,99%
13. Variaciones de valor razonable en instrumentos financieros	-0,01%	-0,02%	0,39%	-0,03%	0,06%	-800,00%
14. Diferencias de cambio netas	-	-	0,01%	-0,05%	-0,05%	-
A.3) RESULTADO FINANCIERO	-3,00%	-2,81%	-2,89%	-3,51%	-1,78%	-43,63%
15. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	0,06%	-2,11%	0,33%	0,23%	0,41%	542,86%
A.4) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	6,12%	-13,83%	9,86%	-0,23%	8,12%	25,93%
16. Impuesto sobre beneficios	-0,82%	3,20%	-2,07%	-0,12%	-1,62%	88,42%
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTES DE OPERACIONES CONTINUADAS	5,31%	-10,62%	7,80%	-0,36%	6,50%	16,33%
17. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	1,97%	-0,04%	-	0,16%	0,53%	-74,57%
A.6) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	7,28%	-10,67%	7,80%	-0,20%	7,03%	-8,31%
18. Resultado atribuible a la sociedad dominante	5,84%	-11,59%	6,08%	-2,26%	5,48%	-10,74%
19. Resultado atribuible a participaciones no dominantes	1,45%	0,93%	1,71%	2,06%	1,54%	1,48%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

6.3. ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

Tabla 6.4: Estado de flujos de efectivo de Naturgy

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado antes de impuestos	1427	-3365	2272	-36	1797
Ajustes del resultado	2546	7131	2040	3345	1520
Cambios en el capital corriente	-155	-208	545	788	-1117
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-1050	-677	-836	-665	-1199
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	2768	2881	4021	3432	1001

Pagos por inversiones	-1880	-1904	-1888	-1553	-1056
Cobros por desinversiones	220	1230	354	360	2891
Otros flujos de efectivo de las actividades de inversión	54	57	78	51	61
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-1606	-617	-1456	-1142	1896
Cobros/(pagos) por instrumentos de patrimonio	5	1189	-405	-171	-29
Cobros/(pagos) por instrumentos de pasivo financiero	1635	-2813	728	1633	-1103
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-1284	-1976	-1901	-1802	-1707
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	-124	-159	-21	-48	-12
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	232	-3759	-1599	-388	-2851
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y OTRAS VARIACIONES	-236	-14	3	-660	-8
E) VARIACIÓN NETA DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES	1158	-1509	969	1242	38
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	2067	3225	1716	2685	3927
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	3225	1716	2685	3927	3965

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas de Naturgy

Como se puede observar en la tabla 6.4, en primer lugar, tenemos los **flujos de efectivo de las actividades de explotación**. Estos flujos toman valores positivos durante todo el periodo por lo que la empresa ha podido hacer frente a todos los pagos relacionados con su actividad con los cobros que ha recibido por la misma. Sin embargo, observamos como la tendencia de estos flujos era creciente hasta el año 2019, donde casi duplicaron el valor de los años anteriores, y luego han sufrido un descenso drástico de sus cifras. No tanto en 2020, donde sufrieron un ligero descenso, pero, en 2021 sí que sufren un descenso significativo. Este descenso se debe principalmente a los cambios en el capital corriente, principalmente producidos por el aumento de los precios del gas el último trimestre como consecuencia de la pandemia y de las tensiones entre Rusia y Ucrania.

A continuación, se recogen los **flujos de efectivo de actividades de inversión**. Todos los años del estudio se recogen resultados negativos en este apartado y con cifras similares hasta el año 2021. Se observa por tanto la mella que ha provocado el desastre sociosanitario en la empresa, la cual, como ya hemos comentado anteriormente, ha tenido que vender sus posiciones en Chile para poder seguir fortaleciendo las energías renovables en otros mercados.

En tercer lugar, los **flujos de efectivo de actividades de financiación** son negativos en la mayor parte del periodo analizado, por lo que Naturgy no ha parado de reducir su

deuda en términos generales, incluso en el año 2021, donde vimos que aumentó su deuda a corto plazo.

Todos estos flujos son los responsables del resultado de la variación neta de efectivo. Vemos como en el caso de Naturgy en todos los años del periodo esta variación es positiva, a excepción del año 2018, por lo que es algo bueno para la empresa siempre que no se disponga de una cantidad excesiva de liquidez, algo que analizaremos más adelante. La variación negativa de 2018 se debió a la fuerte devolución y amortización de deuda ya que los demás flujos se mantuvieron en valores normales con respecto a los de otros años del periodo.

Para terminar, calcularemos las ratios aplicadas en el caso anterior:

- Capacidad de devolución de deuda a corto y largo plazo:

$$CDP_{cp21} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Flujo neto de efectivo por op.de explotación}} = \frac{9.322}{1.001} = 9,31$$

$$CDP_{lp21} = \frac{\text{Pasivo fijo}}{\text{Flujo neto de efectivo por op.de explotación}} = \frac{20.054}{1.001} = 20,03$$

Con estos resultados se observa como la calidad de deuda de Naturgy no es muy buena con respecto al flujo de efectivo por actividades de explotación, la cantidad generada con la actividad principal de la empresa, ya que si lo dedicara íntegramente a pagar sus deudas tardaría 9 años en pagar sus deudas a corto plazo y 20 años las de largo plazo. Hay que destacar que el flujo de efectivo de explotación del año 2021 es muy particular y previsiblemente esta situación mejorará en los años futuros conforme se establezca la situación respecto al precio del gas y a las tensiones entre Rusia y Ucrania.

- Tasa media de conversión en efectivo del activo:

$$TMCEA_{21} = \frac{\text{Flujo neto de efectivo por op. de explotación}}{\text{Activo total}} = \frac{1.001}{38.249} = 2,62 \%$$

Esta tasa indica que la empresa consigue generar un 2,62% de efectivo en el año 2021 en relación con el activo.

7. ANÁLISIS FINANCIERO

El análisis financiero persigue principalmente “*la investigación de los recursos financieros y su grado de adecuación a las inversiones. Permite comprobar si la financiación es correcta.*” (Rivero Torre, 2009, p.193). Es decir, estudia la adecuación de financiación con respecto a la inversión que se haya llevado a cabo, y, la capacidad que tiene una empresa para acometer el pago de las deudas contraídas.

Para llevar a cabo un buen análisis financiero es conveniente dividirlo en dos fases: análisis financiero a corto plazo, también llamado análisis de la liquidez, y análisis financiero a largo plazo denominado análisis de la solvencia.

7.1. ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

El análisis financiero a corto plazo tiene como objetivo determinar la capacidad que una empresa tiene de hacer frente a sus obligaciones con vencimiento a corto plazo, normalmente referido a un periodo de doce meses. (Muñoz Merchante et al., 2019)

7.1.1. Capital circulante o Fondo de maniobra

El capital circulante, también llamado fondo de maniobra, es el componente central de la liquidez de la empresa. Se consigue como resultado de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Aunque ambos términos conducen al mismo resultado, el fondo de maniobra se calcula de forma distinta, como diferencia de los capitales permanentes y el activo no corriente. Un resultado óptimo sería aquel en el que el capital circulante tomara valores positivos, pero no demasiado elevados, ya que eso supondría un exceso de liquidez y por tanto un coste por mantener recursos inactivos (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

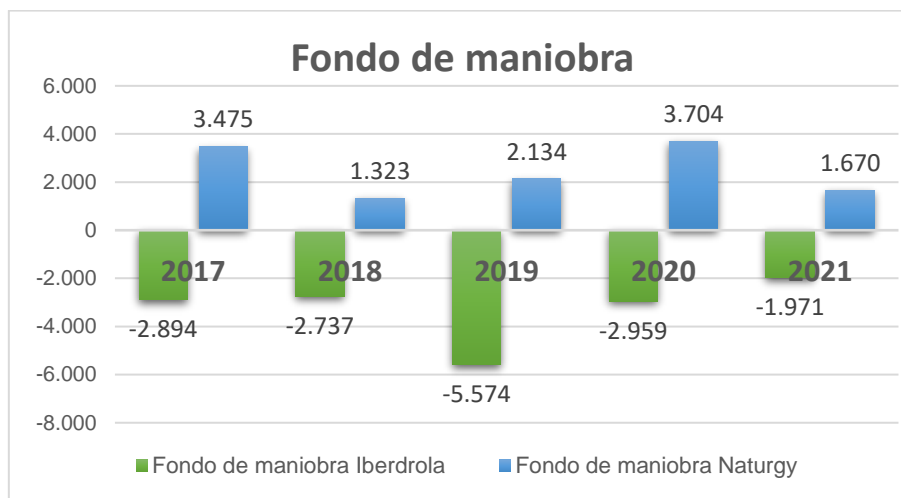
$$\text{Capital circulante} = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$$

$$\text{Fondo de maniobra} = \text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente} - \text{Activo no corriente}$$

Podemos observar en el gráfico 7.1. la evolución del capital circulante de las dos empresas objeto de estudio. Vemos como ambas empresas tienen situaciones completamente distintas en el periodo analizado. Por un lado, Iberdrola tiene un capital

circulante negativo en todo el periodo, lo que a priori no es algo positivo. Esta situación se puede deber a las grandes inversiones que se han llevado a cabo principalmente en propiedades, plantas y equipo. Esto ha podido provocar un aumento del pasivo corriente, el cual no se ha podido compensar con el aumento del activo corriente que se ha ido produciendo año tras año. Por tanto, aunque la situación no es preocupante no se debería de alargar mucho en el tiempo. Por otro lado, vemos como Naturgy muestra valores positivos en todo el periodo, lo que indica que parte del activo corriente está siendo financiado con capitales permanentes, una situación ideal para la empresa.

Gráfico 7.1: Capital circulante o fondo de maniobra



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.1.2. Ratio de solvencia a corto plazo

La ratio de solvencia es “la capacidad de la empresa para generar, con los cobros realizables a corto plazo, recursos líquidos suficientes para atender a sus compromisos de pago registrados en el pasivo corriente. De este modo, el activo corriente muestra la potencialidad de la empresa para hacer frente a sus deudas con vencimiento igual o inferior a un año.” (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015, p.331). Aunque los valores óptimos de esta ratio dependen del sector en el que opera la empresa analizada estos se situarían en torno a 1,5 y 2, ya que por encima de estas cifras se contaría con demasiada liquidez y supondría un coste de oportunidad.

$$\text{Ratio de solvencia a corto plazo} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

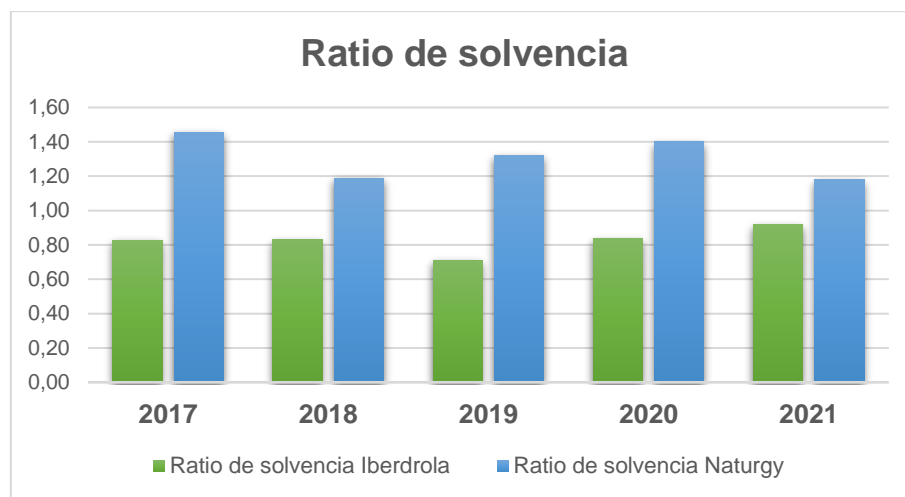
Tabla 7.1: Ratio de solvencia a corto plazo de las empresas analizadas

RATIO DE SOLVENCIA	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,83	0,83	0,71	0,83	0,92
NATURGY	1,46	1,19	1,32	1,40	1,18

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Al igual que en el caso anterior, en la tabla 7.1 podemos observar cómo Iberdrola tiene en todo el periodo cifras inferiores a la unidad evidenciando el problema de liquidez comentado anteriormente. En el caso de Naturgy se puede observar cómo sus valores son buenos, todos ellos superiores a la unidad y manteniendo la estabilidad año tras año lo que indica una buena situación en cuanto a liquidez se refiere.

Gráfico 7.2: Ratio de solvencia



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.1.3. Ratio de liquidez o prueba ácida

Esta ratio nos informa de la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo con las partidas más corrientes de los activos, es decir, excluyendo del activo corriente las existencias y los activos no corrientes mantenidos para la venta. (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de liquidez} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{ANCMV} - \text{Existencias} - \text{Gastos anticipados}}{\text{Pasivo corriente}}$$

El valor óptimo de esta ratio, aunque depende del sector en el que opere la empresa, se sitúa en la unidad, ya que los activos serían iguales a las deudas y por tanto no existirían

problemas de pago. Una de las ventajas de esta ratio es que elimina los posibles problemas derivados del método de valoración de existencias elegido, así como de malas gestiones de almacenes (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

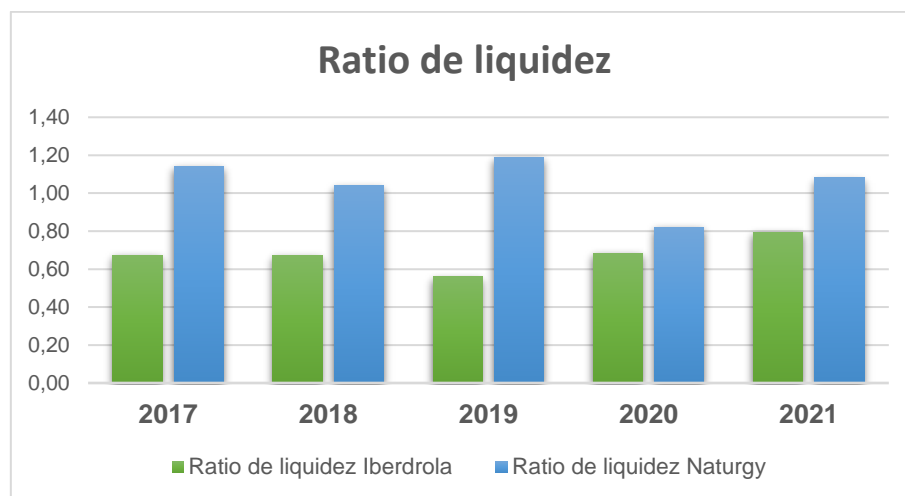
Tabla 7.2: Ratio de liquidez o prueba ácida de las empresas analizadas

RATIO DE LIQUIDEZ	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,67	0,67	0,56	0,68	0,79
NATURGY	1,14	1,04	1,19	0,82	1,08

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Al igual que en los casos anteriores, podemos observar en los datos de la tabla 7.2 como Naturgy goza de unos buenos valores de la ratio todos ellos en torno a la unidad por lo que su liquidez es buena. En cuanto a Iberdrola vemos como la situación en cuanto a liquidez es peor, sin embargo, la tendencia es positiva tomando valores cercanos a uno en el último año de estudio por lo que evidencia que estos problemas se están intentando solventar.

Gráfico 7.3: Ratio de liquidez



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.1.4. Ratio de tesorería

La ratio de tesorería indica la capacidad inmediata de hacer frente a las deudas corrientes, o, dicho de otro modo, que porcentaje de la deuda puede devolver la empresa con el efectivo disponible en ese instante (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de tesorería} = \frac{\text{Efectivo y equivalentes al efectivo}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Tabla 7.3: Ratio de tesorería de las empresas analizadas

RATIO DE TESORERÍA	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,19	0,17	0,11	0,19	0,17
NATURGY	0,42	0,24	0,40	0,42	0,43

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En la tabla 7.3 podemos observar cómo ambas empresas cuentan con niveles de tesorería aceptables a lo largo de todo el periodo. De hecho, los valores que presenta Naturgy son relativamente elevados ya que presentar niveles altos de tesorería no produce ningún tipo de rentabilidad. En general, disponer de mucha tesorería para este tipo de empresas no es algo ventajoso, ya que la mayoría cuentan con líneas de crédito concedidas sin disponer a las que pueden acudir en caso de necesitar una mayor liquidez.

Gráfico 7.4: Ratio de tesorería



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.1.5. Capacidad de devolución de la deuda

La ratio de capacidad de devolución de deuda bancaria nos indica el número de veces que las deudas contraídas con entidades bancarias - en este caso sólo las contraídas a corto plazo - superan a los flujos generados por la empresa por actividades de explotación, por tanto, su cálculo se obtiene del cociente entre la deuda bancaria a corto plazo y los flujos de efectivo de las actividades de explotación. Una empresa presentará mejor situación

financiera cuanto menor sea esta ratio ya que tiene mayor capacidad para devolver la deuda (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$CDDCFE\ c/p = \frac{\text{Deuda bancaria a corto plazo}}{\text{Flujo de efectivo de las actividades de explotación}}$$

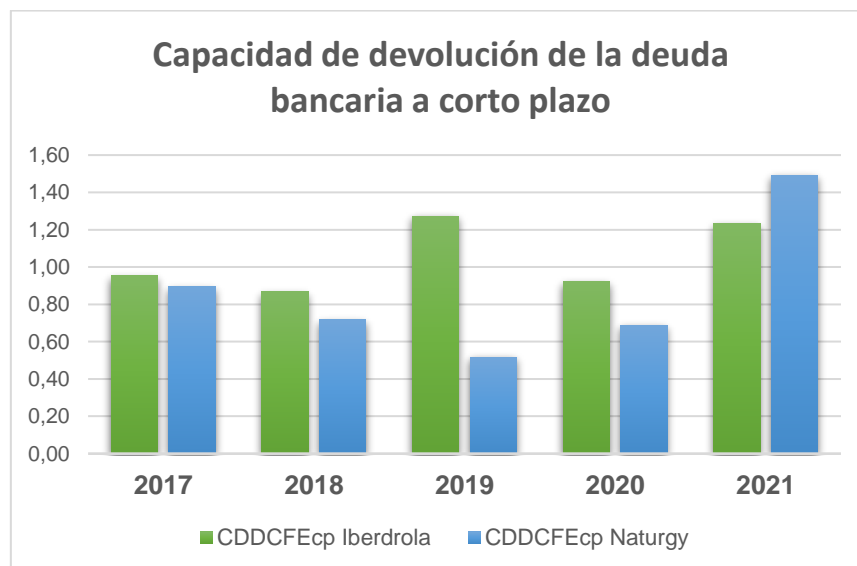
Tabla 7.4: Capacidad de devolución de la deuda bancaria a c/p de las empresas analizadas

CDDCFE c/p	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,95	0,87	1,27	0,92	1,23
NATURGY	0,89	0,72	0,52	0,69	1,49

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Como podemos observar en la tabla 7.4 ambas empresas tienen prácticamente en todo el periodo una capacidad de devolución de deuda inferior a la unidad por lo que no tendrían problema para cancelar sus deudas a corto plazo con los flujos de efectivo generados en un año. Sin embargo, cabe destacar el impacto que han tenido los conflictos acaecidos en el año 2021, ya que ambas empresas han tenido mayores deudas que flujos de efectivo, en especial Naturgy, la cual ha sufrido un bajón significativo de sus flujos de efectivo que ha provocado que se cortara la tendencia descendente de la ratio de los primeros años analizados.

Gráfico 7.5: Capacidad de devolución de la deuda con coste financiero explícito a c/p



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.2. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

El análisis financiero a largo plazo, también llamado análisis de solvencia a largo plazo, se centra en el estudio de la situación patrimonial de la empresa. Por tanto, lo que se pretende es saber si una empresa es capaz de hacer frente a todas sus deudas en el largo plazo, normalmente referido este a un periodo mayor a doce meses (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

7.2.1. Ratio de garantía

Esta ratio sirve para indicar la capacidad global que tienen los activos de una empresa para hacer frente a la totalidad de las deudas con independencia de la fecha de vencimiento que estas presenten. Muestra por tanto la garantía que ofrece a los acreedores en caso de que esta sufriera una liquidación.

Este indicador debe de ser como mínimo superior a 1 para descartar problemas financieros graves, e idealmente debería ser superior a 1,5, concretamente debe rondar sobre un valor de 2 (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de garantía} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo total}}$$

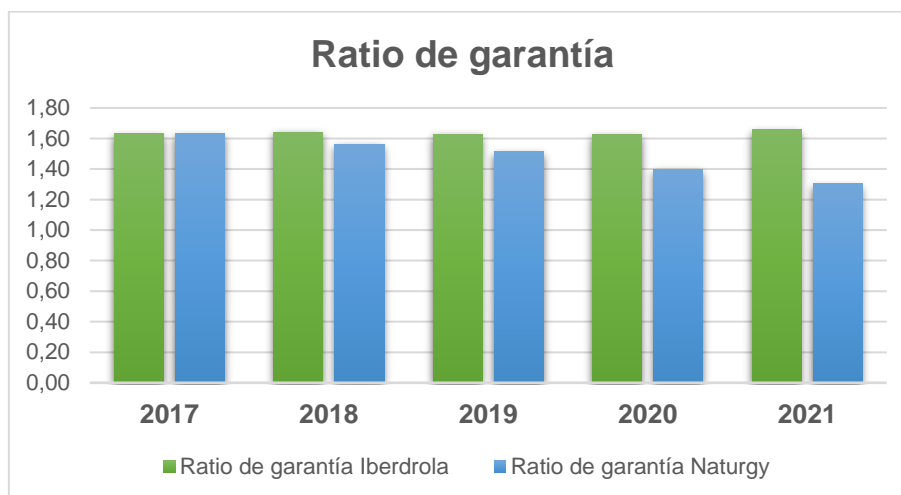
Tabla 7.5: Ratio de garantía de las empresas analizadas

RATIO DE GARANTÍA	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	1,63	1,64	1,63	1,63	1,66
NATURGY	1,63	1,56	1,51	1,40	1,30

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Como se observa en los datos de la tabla 7.2, ambas empresas gozan de una buena solvencia a largo plazo ya que ambas tienen unas ratios superiores a la unidad. Sin embargo, las tendencias que siguen a lo largo del periodo son distintas. Ambas parten del mismo valor del indicador en 2017 y, mientras que Iberdrola se ha mantenido muy constante, Naturgy ha empeorado un poco su solvencia debido a un descenso importante en las cifras de activo, sobre todo en los años 2020 y 2021 lo que puede significar una mayor acusación de los efectos de la crisis del COVID.

Gráfico 7.6: Ratio de garantía



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.2.2. Ratio de autonomía financiera

Esta ratio relaciona el patrimonio neto con toda la deuda de la empresa, tanto la de largo como la de corto plazo. Esta relación sirve para conocer el grado de dependencia que tiene una empresa con respecto a sus acreedores. Un valor bueno para esta ratio sería de 1, aunque si toma valores entre 0,7 y 1,5 también sería aceptable (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de autonomía financiera} = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Pasivo total}}$$

Tabla 7.6: Ratio de autonomía financiera de las empresas analizadas

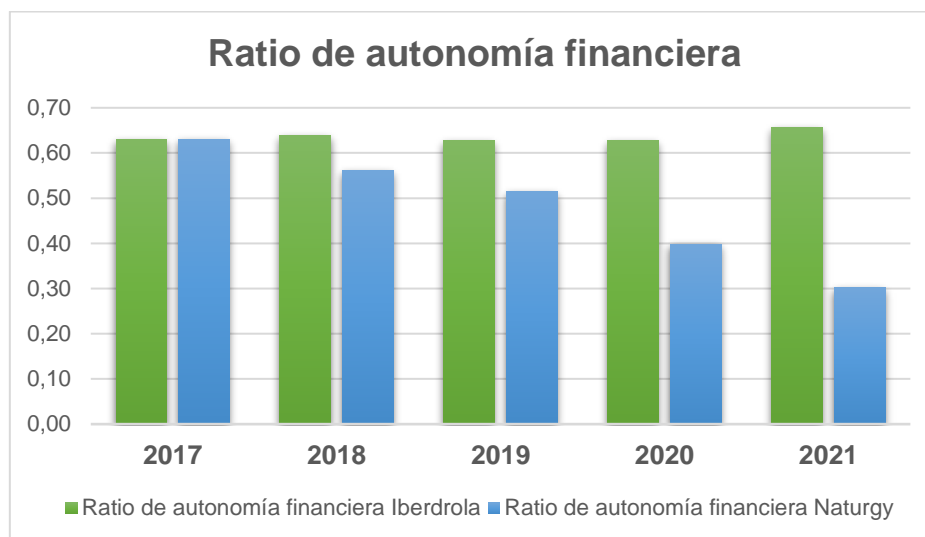
RATIO DE AUTONOMÍA FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,63	0,64	0,63	0,63	0,66
NATURGY	0,63	0,56	0,51	0,40	0,30

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

De acuerdo con la tabla 7.6 podemos observar cómo ambas empresas presentan valores inferiores a los aceptables para esta ratio por lo que ambas presentan una autonomía financiera limitada. La peor situación la presenta Naturgy, ya que ambas empresas partían de la misma situación de autonomía financiera en 2017 y, a diferencia de Iberdrola que la ha mantenido constante todo el periodo, Naturgy ha visto como esta tendencia ha sido decreciente año tras año. Esto se debe a una fuerte disminución del

patrimonio neto, sobre todo de reservas, y a un aumento paulatino de la deuda año tras año que puede hacer que el acceso a nuevos créditos sea relativamente complicado ya que se puede percibir un mayor riesgo de impago.

Gráfico 7.7: Ratio de autonomía financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales individuales

7.2.3. Ratio de endeudamiento

Esta ratio, de forma contraria a la ratio de autonomía financiera sirve para relacionar la cuantía de los compromisos de pago adquiridos con respecto a los recursos propios. Esto nos indica el grado de deuda que presenta la empresa, o lo que es lo mismo el riesgo que corren tanto accionistas como acreedores ya que la proporción entre recursos propios y deuda condicionan la estabilidad de esta y su capacidad de endeudamiento futuro (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio neto}}$$

El valor ideal de esta ratio rondaría el valor de 1. Un valor muy alto de esta ratio indicaría un elevado nivel de endeudamiento, algo que supondría un alto riesgo para los acreedores y también una mayor probabilidad de insolvencia ya que la empresa debería generar altos flujos financieros para poder amortizar sus deudas. Tampoco es recomendable un valor excesivamente bajo ya que, aunque desde el punto de vista de la

solvencia sería una situación ideal afectaría negativamente a la rentabilidad de los accionistas al no aprovechar el efecto multiplicador del apalancamiento financiero.

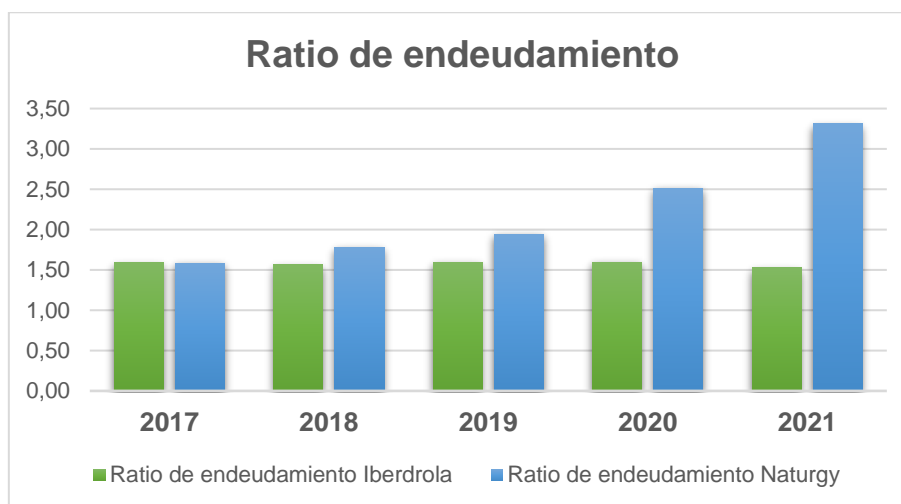
Tabla 7.7: Ratio de endeudamiento de las empresas analizadas

RATIO DE ENDEUDAMIENTO	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	1,59	1,57	1,59	1,59	1,53
NATURGY	1,59	1,78	1,94	2,51	3,31

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En los datos de la tabla 7.7 observamos como ambas empresas gozan de una situación muy diferente respecto al endeudamiento. Por su parte Iberdrola, al igual que en los casos anteriores, mantiene una estabilidad en todo el periodo. Aunque la ratio de endeudamiento se sitúe en valores superiores a 1, no significa que se encuentre en una mala situación ya que esto puede ayudar a obtener una mayor rentabilidad financiera. En cuanto a Naturgy, la situación es bastante peor, evidenciando los problemas observados anteriormente. La deuda se ha disparado en los últimos años, de modo que en el año 2021 la financiación ajena era más de tres veces superior a los capitales propios de la empresa. Vemos por tanto como Naturgy ha tenido que recurrir a financiación ajena para paliar los efectos negativos de la pandemia.

Gráfico 7.8: Ratio de endeudamiento



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.2.4. Ratio de firmeza

Esta ratio intenta medir la fortaleza de la empresa, observando la capacidad que tiene de cubrir sus deudas a largo plazo con su activo no corriente. A mayor financiación de

estos activos con recursos propios mayor solidez y fortaleza tendrá la empresa (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Ratio de firmeza} = \frac{\text{Activo no corriente}}{\text{Pasivo no corriente}}$$

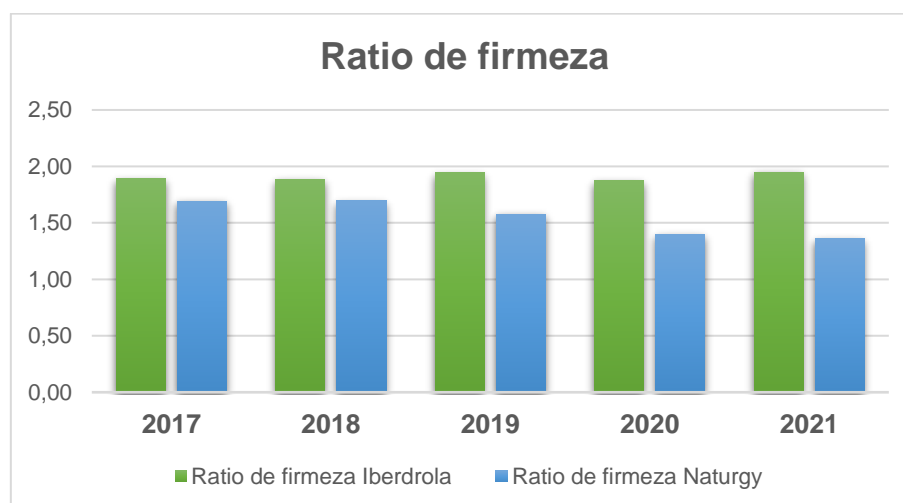
Tabla 7.8: Ratio de firmeza de las empresas analizadas

RATIO DE FIRMEZA	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	1,89	1,89	1,94	1,87	1,95
NATURGY	1,69	1,70	1,58	1,40	1,36

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

De acuerdo con la tabla 7.8 observamos que tanto Iberdrola como Naturgy tienen una fortaleza elevada. El caso más óptimo es el de Iberdrola ya que en prácticamente todo el periodo esta ratio toma el valor de 2, lo que significa que el inmovilizado está financiado al 50% por deuda a largo plazo y el otro 50% por recursos propios, algo que es aconsejable ya que aporta rentabilidad a los accionistas, pero sin que estos incurran en un riesgo elevado. En cuanto a Naturgy la situación es menos deseable debido a que esta ratio es menor, eso significa que el nivel de deuda cada vez es más elevado y por tanto que la mayoría del activo fijo está financiado con recursos ajenos, lo que se traduce en mayor riesgo para la empresa y para hacer frente a sus pagos.

Gráfico 7.9: Ratio de firmeza



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.2.5. Grado de capitalización

El grado de capitalización relaciona la dotación de reservas que la empresa ha realizado a lo largo de su vida con el patrimonio neto. Es decir, no se centra solo la importancia de la autofinanciación en un ejercicio sino en la importancia que tiene en el periodo entero. El valor de esta ratio debe tomar valores inferiores a 1 (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015).

$$\text{Grado de capitalización} = \frac{\text{Reservas}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Tabla 7.9: Grado de capitalización de las empresas analizadas

GRADO DE CAPITALIZACIÓN	2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	0,74	0,74	0,71	0,73	0,64
NATURGY	0,54	0,77	0,48	0,58	0,54

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En la tabla 7.9 vemos como tanto en Naturgy como en Iberdrola esta ratio toma valores positivos pero inferiores a la unidad, por lo que ambas tienen un correcto grado de capitalización. Podemos observar cómo esta ratio se mantiene prácticamente estable en todo el periodo en ambas empresas, salvo en 2018 en el caso de Naturgy. Aunque la diferencia de valores de esta ratio entre ambas empresas era mayor al inicio del periodo se ha reducido con el paso de los años debido al descenso al descenso de la ratio por parte de Iberdrola, lo que indica una pérdida de importancia de las reservas respecto al patrimonio neto, y por tanto mayor parte de este corresponde a aportaciones de sus socios.

Gráfico 7.10: Grado de capitalización



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

7.3. ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS CUENTAS CONSOLIDADAS

Habitualmente, a medida que las empresas crecen es normal que se concentren formando grupos empresariales. Estos grupos se dan, según lo recogido en el artículo 42 del Código de Comercio, cuando una sociedad controla o puede controlar, de manera directa o indirecta, a otra u otras (Congreso de los Diputados, s. f.). En ese caso la empresa que ejerce el control se denomina sociedad dominante y la controlada sociedad dependiente. Esta situación de dominancia se da cuando se cumplen algunos de los siguientes criterios:

- Se posee la mayoría de los derechos de voto.
- Se tiene facultad para nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- Se puede disponer, gracias a acuerdos con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.
- La mayoría de los miembros del órgano de administración que desempeñen su cargo en el momento de formulación de las cuentas consolidadas y durante los dos años inmediatamente anteriores hayan sido designados con sus votos.

La formación de grupos empresariales, unido a la necesidad expresada en el artículo 44 del código de comercio, donde se expone que las cuentas anuales deben formularse con claridad y reflejando la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del conjunto constituido por las sociedades incluidas en la consolidación, hace que estas empresas deban presentar tanto sus cuentas individuales como sus cuentas consolidadas donde se incluyen las sociedades dependientes de ellas.

Las cuentas anuales consolidadas nos ofrecen una imagen más homogeneizada de las cuentas anuales de las sociedades que forman el grupo y eliminan los efectos de las operaciones internas que se hayan llevado a cabo (Fernández Fernández, 1993).

Las partidas más destacadas de esta consolidación aportan información valiosa para el análisis de las empresas objeto de estudio y aportan una visión de cómo afectan las sociedades dependientes a estas.

7.3.1. Fondo de comercio consolidado

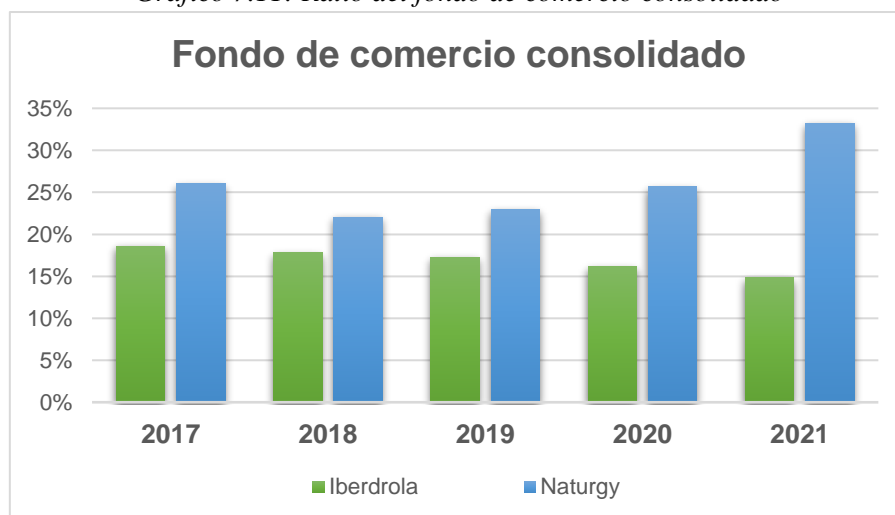
El fondo de comercio consolidado surge cuando una sociedad dominante realiza una inversión financiera para adquirir el control sobre la sociedad dependiente. La diferencia entre esa cantidad invertida y el valor razonable de los activos adquiridos menos los pasivos asumidos es lo que se reconoce como fondo de comercio, en este caso consolidado ya que pasa a formar parte del fondo de comercio de todo el grupo (NRV 19). Para conocer su importancia se puede relacionar con el patrimonio neto.

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Fondo de comercio consolidado}}{\text{Patrimonio neto}}$$

De acuerdo con el gráfico 7.11, Naturgy presenta la mejor relación entre fondo de comercio y patrimonio neto. Por parte de Iberdrola vemos como este ha ido perdiendo importancia año tras año, debido principalmente al aumento continuo del patrimonio neto.

Destaca que tanto Iberdrola como Naturgy registraron un fondo de comercio menor en 2020 tras las consecuencias de la pandemia y, sin embargo, aunque en el caso de Iberdrola si disminuye, la relación entre este y el patrimonio neto aumentó en el caso de Naturgy. De hecho, en 2021 su fondo de comercio aumentó ligeramente y el porcentaje que representa en Naturgy es un 7% mayor. Esto se debe a las bajas cifras de patrimonio neto reflejadas en esos dos años a consecuencia de los bajos resultados presentados en el 2020 y la reevaluación de activos y pasivos llevada a cabo en 2021.

Gráfico 7.11: Ratio del fondo de comercio consolidado



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

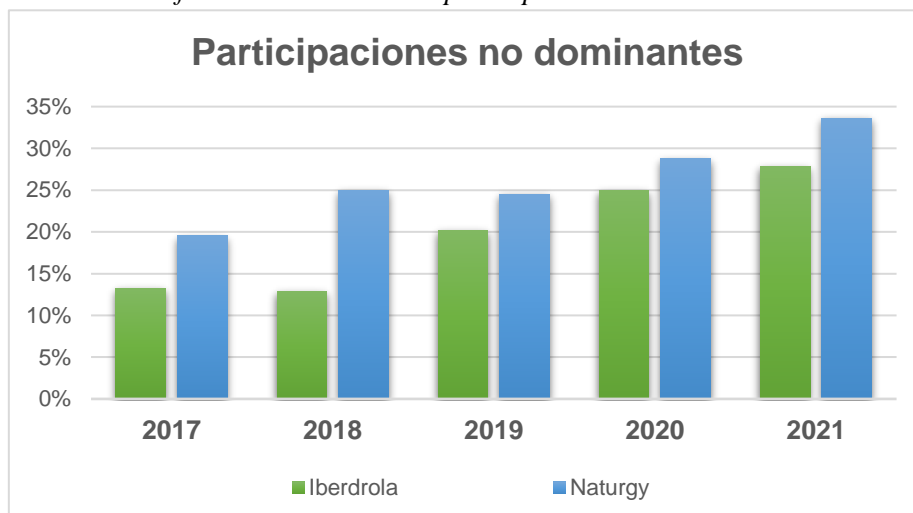
7.3.2. Participaciones no dominantes

Las participaciones no dominantes son aquellas que forman parte del patrimonio neto pero que no se corresponden con la sociedad dominante, si no que se refieren a los socios externos sobre los que la sociedad dominante ejerce su control. Mediante la siguiente ratio podemos observar la importancia de estas participaciones en las empresas analizadas:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Participaciones no dominantes}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Como se observa en el gráfico 7.12, observamos como estas participaciones no dominantes tienen un enorme peso en el patrimonio neto de ambas empresas, llegando a representar un 28% en el caso de Iberdrola y un 34% en el caso de Naturgy en 2021. Esto se debe fundamentalmente a dos cuestiones. Por un lado, debido a la enorme expansión que han sufrido estas empresas en los últimos años, sobre todo fuera de España, ha provocado que la inversión en otras compañías sea fundamental para ampliar su negocio. Por otro lado, destaca el uso de obligaciones perpetuas subordinadas como método de financiación, las cuales se agregan en el epígrafe de participaciones no dominantes.

Gráfico 7.12: Ratio de las participaciones no dominantes



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En el caso de Iberdrola, la importancia de esta partida se encuentra fundamentalmente en el aumento que han experimentado las obligaciones perpetuas subordinadas, ya que no han parado de emitirlas desde el año 2018, momento en el que comenzó la tendencia ascendente observada en el gráfico. En el año 2018 estas obligaciones suponían 1.726 millones de euros y en 2021 han alcanzado los 8.250 millones.

En cuanto a Naturgy, el importe que representan las sociedades dominadas y las obligaciones perpetuas subordinadas es prácticamente del 50% cada una y no ha experimentado grandes cambios a lo largo del periodo. Sin embargo, la gran reducción que ha sufrido el patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante es el causante de que estas participaciones representen una parte tan importante del total del patrimonio neto.

7.3.3. Resultado atribuido a la sociedad dominante

El resultado atribuido a la empresa dominante es aquel que la sociedad dominante ha obtenido por sí misma a lo largo del ejercicio más la parte proporcional que le corresponde de forma indirecta de las sociedades dependientes, según el porcentaje de participación que tenga sobre las mismas (Labatut Serer y Bustos Contell, 2015). Mediante la siguiente ratio se puede observar su importancia respecto al resultado total:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Resultado atribuido a la sociedad dominante}}{\text{Resultado consolidado}}$$

Gráfico 7.13: Ratio del resultado atribuido a la empresa dominante



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

De acuerdo con el gráfico 7.13, vemos como Iberdrola obtiene unos resultados de esta ratio muy similares en el periodo año tras año, con valores cercanos o iguales al 90% en todos ellos. Esto indica por tanto que la mayor parte de los resultados obtenidos son consecuencia de la actividad de la sociedad dominante.

En el caso de Naturgy observamos como en los años de actividad normal, donde se han conseguido resultados positivos, la importancia del resultado atribuido a la sociedad dominante es algo menor que en el caso de Iberdrola, situándose en un 80% del resultado total. Sin embargo, observamos como tanto en 2018 como, sobre todo, en 2020 el resultado atribuido a la sociedad dominante ha sido superior al 100%. Esto se debe a que en ambos ejercicios Naturgy obtuvo pérdidas, tanto en el resultado atribuido a la empresa dominante como en el resultado total, mientras que el resultado de las participaciones no dominantes fue positivo.

8. ANÁLISIS ECONÓMICO

El análisis económico es el método utilizado para poder emitir una opinión sobre la adecuación de los resultados de una empresa. Para ello se relacionan por cociente los resultados de un periodo con la inversión efectuada. A esta relación se le denomina rentabilidad (Muñoz Merchante et al., 2019).

Esta rentabilidad se puede clasificar en dos tipos según el objetivo que persigue. Por un lado, está la rentabilidad económica o rentabilidad de los activos. Por otro lado, la rentabilidad financiera o rentabilidad de los fondos propios.

8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

El análisis de la rentabilidad económica o rentabilidad de los activos tiene como objetivo la evaluación del rendimiento de los activos totales controlados por la empresa, sin tener en cuenta el método de financiación que se haya utilizado (Muñoz Merchante et al., 2019).

Esta rentabilidad económica se puede calcular de dos formas distintas, bien comparando el resultado del ejercicio con los intereses del ejercicio no activados añadidos con los activos totales medios (RAT), o bien comparando dicho resultado con los activos totales netos, que sólo recogen el patrimonio neto y deuda con coste financiero explícito (RAN).

8.1.1. Rentabilidad de los activos totales

Como se ha comentado anteriormente la rentabilidad de los activos totales es aquella que tiene en cuenta todos los activos de la empresa, sin importar el modo en que esta se financie. Estos activos se relacionan con el resultado del ejercicio sumando los intereses del ejercicio no activados netos de impuestos.

$$RAT = \frac{BN + GF(1 - t)}{ATM}$$

BN = Beneficio neto

GF = Gastos financieros

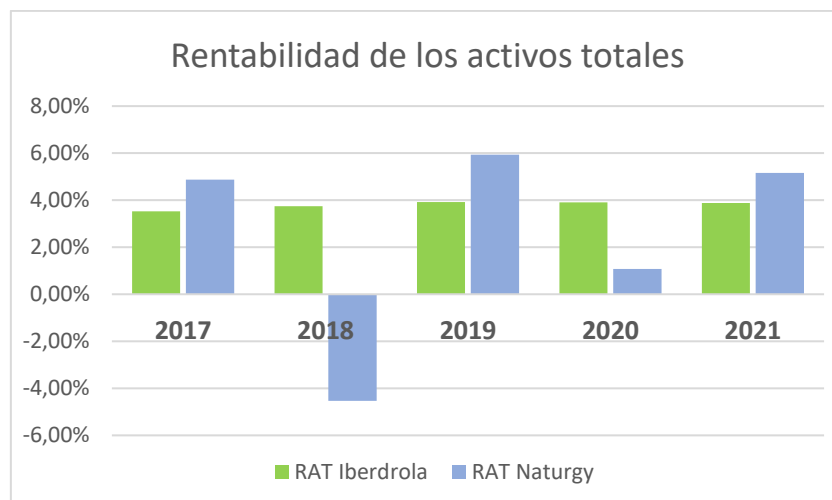
t = tipo impositivo efectivo

ATM = Activos Totales Medios

En el gráfico 8.1 se puede observar la evolución que ha sufrido esta rentabilidad en las dos empresas objeto de estudio. Al comienzo del periodo ambas empresas presentaban rentabilidades positivas. En 2018 observamos un cambio de tendencia en la rentabilidad de Naturgy debido al cambio de criterios en su plan que aumentó la amortización y deterioro de gran parte de sus activos, que provoca que esta arroje valores de rentabilidad negativos. Tras este descalabro ambas empresas presentan en 2019 niveles similares a los de comienzo de periodo. Sin embargo, en 2020 vemos como Naturgy es la empresa que más sufrió los efectos de la pandemia, mientras que Iberdrola continuó en niveles muy similares a los de años anteriores. Por último, en 2021 vemos como Naturgy ha vuelto a mostrar los niveles de rentabilidad que ha presentado en años de actividad normal.

Observamos por tanto que, aunque las rentabilidades más altas las muestra Naturgy también son las más inestables, mientras que Iberdrola, aunque presenta rentabilidades más bajas apenas fluctúan en el tiempo a pesar de las adversidades.

Gráfico 8.1: Rentabilidad de los activos totales



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Esta ratio de rentabilidad económica se puede dividir a su vez en dos componentes de importancia, multiplicando y dividiendo la ecuación por las ventas netas del periodo (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015):

- Margen de beneficio antes de gastos financieros: margen resultante tras cubrir todos los gastos derivados de los factores productivos que se han utilizado para obtener los productos vendidos o los servicios prestados.

$$MB = \frac{BN + GF(1 - t)}{Ventas} \times 100$$

- Rotación del activo: es el número de veces que se ha vendido y repuesto el activo. Indica la capacidad de los activos para generar ventas.

$$RA = \frac{Ventas}{ATM}$$

Tabla 8.1: Descomposición de la rentabilidad de los activos totales

RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS TOTALES (RAT)		2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	Margen de Bº	12,26%	11,94%	12,68%	14,46%	13,09%
	Rotación de los activos	0,29	0,31	0,31	0,27	0,30
	RAT	3,53%	3,74%	3,93%	3,91%	3,87%
NATURGY	Margen de Bº	9,88%	-8,19%	10,52%	2,84%	9,05%
	Rotación de los activos	0,49	0,55	0,56	0,38	0,57
	RAT	4,88%	-4,54%	5,93%	1,08%	5,15%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

Esta descomposición de la rentabilidad permite conocer de forma más rápida las causas de las variaciones en la rentabilidad a lo largo del periodo.

Caben pocos comentarios para Iberdrola. En todo el periodo presenta márgenes de beneficios elevados, por encima del 11%, prueba de que el mercado eléctrico es poco competitivo. En cuanto a la rotación de activos prácticamente se sitúa en 0,30 en todo el periodo. Es un valor bajo, principalmente por la gran cantidad de activo que presenta Iberdrola, que hace complicado que las ventas se aproximen a esas cifras.

En el caso de Naturgy vemos como en años de actividad normal presenta márgenes de beneficio muy cercanos al 10% por lo que podemos extraer la misma conclusión que en el caso anterior. En cuanto a la rotación de activos, vemos como es superior a la de Iberdrola, por lo que consigue generar más ventas con los activos que posee. En 2018 vemos como la bajada de rentabilidad se produjo debido a un descenso en el margen de beneficio provocado por una bajada drástica del beneficio neto a consecuencia de los cambios del ya mencionado Plan estratégico, y no de bajada de ventas. En cuanto a 2020 vemos como esta bajada se produjo por una disminución de ambos ratios por la baja cifra de ventas obtenida en la pandemia.

8.1.2. Rentabilidad de los activos netos

La rentabilidad de los activos netos, como ya se ha comentado, es aquella que excluye del denominador los pasivos sin coste financiero explícito, quedando exclusivamente los recursos propios medios (RPM) y los recursos ajenos medios remunerados (RAM), calculándose del siguiente modo:

$$RAN = \frac{BN + GF(1 - t)}{RPM + RAM}$$

Tabla 8.2: Rentabilidad de los activos netos

RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS NETOS (RAN)		2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	RAN	4,89%	5,17%	5,41%	5,45%	5,44%
NATURGY	RAN	6,21%	-5,97%	7,82%	1,43%	7,36%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En la tabla 8.2 vemos como Naturgy presenta las rentabilidades de los activos netos más altas y bajas del periodo como ya sucedía en el caso anterior. La situación de hecho apenas varía puesto que el efecto es un aumento de en torno a 1,5 puntos porcentuales de la rentabilidad de los activos totales para la mayoría de los años analizados. La mayor diferencia que se aprecia se encuentra en los años 2020 y 2021 en el caso de Naturgy. En 2020 debido al bajo resultado obtenido por la empresa apenas se aprecia variación entre ambas rentabilidades. En el 2021 debido a los ajustes para hacer frente a la pandemia se ha recurrido a instrumentos financieros que no devengan interés por lo que ha provocado que la diferencia entre ambas rentabilidades se haya ampliado en 2,2 puntos porcentuales.

Podemos afirmar que Iberdrola es la empresa que más rentabilidad saca de sus activos ya que, aunque no consigue las rentabilidades más elevadas en todos los años las ha mantenido constantes y positivas en todo el periodo, mientras que Naturgy presenta rentabilidades muy bajas en 2020 y negativas en 2018.

8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

El estudio de la rentabilidad financiera tiene como objetivo la evaluación de rendimiento que ha generado la participación de los propietarios en la financiación de la empresa. Esta rentabilidad financiera o ROE (return on equality) se puede calcular como cociente entre el resultado neto del ejercicio y los fondos propios medios del periodo escogido, de ahí que también se le denomine rentabilidad de los fondos propios (Muñoz Merchante et al., 2019). La fórmula es la siguiente:

$$RRP = \frac{BN}{RPM} \times 100$$

Al igual que la rentabilidad económica, multiplicando y dividiendo la expresión anterior por el activo total y el importe neto de la cifra de negocios se puede descomponer en varios factores que se detallan a continuación. Se utilizan para entender mejor el porqué de los resultados obtenidos:

- Margen de beneficio: el margen de beneficio que obtiene el accionista por cada euro de ventas, una vez cubiertos todos los gastos.

$$MB = \frac{BN}{Ventas} \times 100$$

- Rotación del activo: al igual que en el caso anterior muestra el número de veces que se ha vendido y repuesto el activo.

$$RA = \frac{Ventas}{ATM}$$

- Ratio de apalancamiento: relaciona el activo total con los fondos propios. Sirve para conocer el nivel de endeudamiento que tiene la empresa.

$$R. \text{Apalancamiento} = \frac{ATM}{RPM}$$

En tabla 8.3 se pueden observar los resultados de las ratios descritas tanto de Iberdrola como de Naturgy.

Tabla 8.3: Descomposición de la rentabilidad de los recursos propios

RENTABILIDAD DE LOS RECUROS PROPIOS (RRP)		2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	Margen de Bº	7,80%	7,67%	8,23%	9,87%	8,74%
	Rotación de los activos	0,29	0,31	0,31	0,27	0,30
	Apalancamiento	2,61	2,58	2,58	2,59	2,56
	RRP	5,85%	6,21%	6,58%	6,93%	6,61%
NATURGY	Margen de Bº	7,28%	-10,67%	7,80%	-0,20%	7,03%
	Rotación de los activos	0,49	0,55	0,56	0,38	0,57
	Apalancamiento	2,53	2,67	2,86	3,20	3,86
	RRP	9,10%	-15,78%	12,57%	-0,25%	15,45%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

En el caso de Iberdrola las conclusiones son similares a las obtenidas en el análisis de la rentabilidad económica. Muestra márgenes de beneficio elevados, aunque en este caso inferiores al 10%. Se puede observar cómo en este caso supera los márgenes obtenidos por Naturgy para todos y cada uno de los años analizados, por lo que el accionista obtiene mayores beneficios por cada euro de ventas si invierte en Iberdrola. Incluso en el año 2020, con los efectos de la pandemia, fue capaz de aumentar estos márgenes debido a la reducción de costes, tanto de aprovisionamientos como de gastos financieros, algo que Naturgy no pudo lograr, de hecho, muestra márgenes negativos en ese periodo. En cuanto a 2021 vemos como se reduce en casi un punto porcentual con respecto al año anterior, debido a una reducción en el beneficio neto como consecuencia de un ajuste por cambios de tipo impositivo en Reino Unido a raíz de la consolidación definitiva del Brexit, que supuso un aumento del gasto por impuestos de 508 millones de euros.

La rotación de los activos es igual que en el caso anterior por lo que se reafirman las conclusiones anteriormente comentadas.

En cuanto al ratio de apalancamiento observamos dos tendencias completamente distintas. Iberdrola muestra una tendencia decreciente, a excepción del 2020 por los efectos de la pandemia, en todo el periodo, muestra de que no ha necesitado disponer de más recursos ajenos para financiarse a lo largo del periodo. En cambio, vemos como Naturgy, que partía de una ratio más baja de apalancamiento en 2017, ha incrementado sus niveles enormemente en el periodo estudiado. Tras los resultados negativos obtenidos

en 2018, y como consecuencia de la elaboración de su nuevo Plan Estratégico, se observa un descenso paulatino de sus recursos propios y un aumento considerable de la deuda con el objetivo de conseguir aprovechar el efecto de apalancamiento financiero que puede provocar la misma.

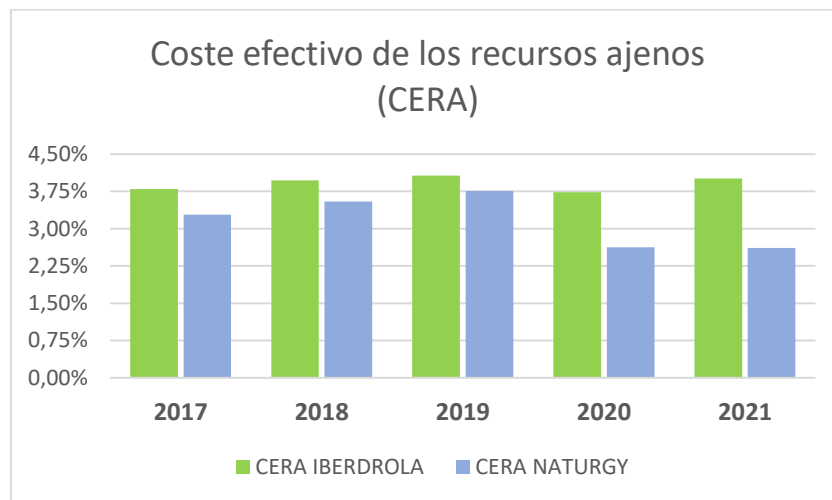
El análisis de estos componentes nos permite interpretar mejor los resultados de la rentabilidad financiera. Iberdrola muestra la regularidad esperada en todos los años ya que ninguno de los componentes que determinan la rentabilidad financiera ha variado demasiado a lo largo del periodo. Estos resultados son buenos ya que son elevados y positivos año a año. Naturgy por su parte muestra valores más dispares como ya sucedía en el caso de la rentabilidad económica. En el caso de 2018 se obtiene una rentabilidad económica muy negativa por el cambio de plan comentado y, en 2020, debido a la disminución de su resultado por los efectos de la pandemia también, cosa que no ocurría en el caso de la rentabilidad económica. Sin embargo, en los años en los que consigue buenos resultados Naturgy obtiene rentabilidades muy elevadas, duplicando las cifras de Iberdrola, gracias a la mayor rotación de sus activos y al efecto apalancamiento financiero que comentaremos en el siguiente epígrafe.

Por último, en el análisis de la rentabilidad financiera podemos analizar también el coste efectivo de los recursos ajenos remunerados (CERA). Esta ratio “*es el porcentaje que representan los gastos financieros netos del efecto impositivo con respecto a los fondos ajenos medios remunerados*” (Muñoz Merchante et al., 2019, p. 394).

$$CERA = \frac{GF \times (1 - t)}{RAM} \times 100$$

A continuación, en el gráfico 8.2 se puede observar cómo Naturgy es la empresa que mejor gestión financiera realiza ya que es la que obtiene los resultados más bajos de esta ratio, aunque ambas obtienen valores cercanos. Es llamativo el descenso de los gastos financieros que ha conseguido Naturgy en los dos últimos años analizados ya que en este periodo sus recursos ajenos han aumentado, por lo que ha recurrido a pasivos que no le suponen unos gastos financieros explícitos. Iberdrola por su parte mantiene la regularidad mostrada en todo el análisis.

Gráfico 8.2: Coste efectivo de los recursos ajenos remunerados (CERA)



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

8.3. APALANCAMIENTO FINANCIERO

El apalancamiento financiero es un término que hace referencia a las deudas de una empresa. Se define como “*la variación más que proporcional que se produce en la rentabilidad financiera como consecuencia de las variaciones en la rentabilidad económica*” (Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez, 2015, p. 393). Las deudas son las causantes de las variaciones de estas rentabilidades.

El mismo autor expone dos ventajas fundamentales del endeudamiento:

- Los gastos generados por las deudas generalmente son menores que los rendimientos que producen estas por su utilización por lo que los rendimientos de los capitales propios se ven incrementados
- Los gastos financieros que generan esas deudas son fiscalmente deducibles. Teniendo en cuenta que los dividendos no lo son, el hecho de utilizar deuda provoca que esta tenga un coste efectivo menor.

La forma más utilizada para calcular el apalancamiento financiero es:

$$AF = (RAN - CERA) \times \frac{RAM}{RPM}$$

Sin embargo, no es la única forma de calcularlo, también se puede calcular del siguiente modo:

$$IAF = \frac{RRP}{RAN}$$

La expresión anterior relaciona la rentabilidad de los recursos propios con la rentabilidad de los activos netos. Esta relación o cociente se denomina índice de apalancamiento financiero, que indica el efecto que tendría la deuda sobre la rentabilidad de los recursos propios (Muñoz Merchante et al., 2019). Dependiendo del resultado de este índice se pueden sacar las siguientes conclusiones:

- $IAF > 1$: el endeudamiento es beneficioso para la empresa porque aumenta la rentabilidad financiera.
- $IAF = 1$: el endeudamiento no tendría efectos en la rentabilidad financiera ya que la rentabilidad económica sería igual al coste de la deuda.
- $IAF < 1$: el endeudamiento tendría efectos negativos para la empresa debido a que esta reduciría la rentabilidad de los fondos propios.

Tabla 8.4: Apalancamiento financiero e Índice de apalancamiento financiero

		2017	2018	2019	2020	2021
IBERDROLA	Apalancamiento financiero	0,96%	1,04%	1,17%	1,48%	1,17%
	IAF	1,21	1,20	1,22	1,27	1,22
NATURGY	Apalancamiento financiero	2,89%	-9,81%	4,75%	-1,68%	8,10%
	IAF	1,47	-2,64	1,61	-0,17	2,10

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas

La tabla 8.4 recoge los resultados de las dos formas de calcular el apalancamiento financiero comentadas anteriormente para ambas empresas a lo largo del periodo.

Iberdrola, como se puede observar, presenta cifras positivas en todos los años del periodo analizado. Estas cifras no son significativamente elevadas, pero sí lo suficientemente buenas como para que un aumento de la deuda provoque un incremento

de la rentabilidad económica mayor que el coste de dicha deuda. Vemos como las cifras seguían una tendencia creciente desde 2017 a 2020 tanto para el apalancamiento financiero como para el índice de apalancamiento financiero. En 2021, sin embargo, vemos como esta tendencia se frenó como consecuencia de un aumento del coste efectivo de los recursos ajenos remunerados y de los recursos propios medios. A pesar de este retroceso sigue presentando valores superiores a la unidad en ambos registros por lo que la deuda continúa teniendo un efecto positivo para la rentabilidad de los propietarios.

Naturgy, como ha venido ocurriendo a lo largo del apartado, muestra valores muy dispares el todo el periodo. En 2017, presenta mejores cifras que Iberdrola, sobre todo de apalancamiento financiero. En 2018, tras la revisión de su Plan estratégico obtuvo pérdidas que son las causantes de las cifras negativas obtenidas, por lo que endeudarse en ese año hubiera tenido un efecto muy negativo para los accionistas. En 2019, con los ajustes ya realizados, obtuvo buenos resultados y el apalancamiento financiero aumento en dos puntos porcentuales con respecto a 2017, por lo que el uso de deuda tendría efectos muy positivos para los propietarios. Sin embargo, en 2020 a causa de la pandemia Naturgy arrojó de nuevo resultados negativos por lo que volvió a presentar cifras de apalancamiento negativas. Por último, en 2021, ya con los efectos de la pandemia controlados, muestra valores muy altos tanto de apalancamiento financiero, con un 4% más que en 2019, como de índice de apalancamiento financiero, superando las dos unidades. Esto indica que recurrir a deuda tendría unos efectos muy beneficiosos para la rentabilidad de los fondos propios.

9. CONCLUSIONES

Tras la finalización del análisis económico-financiero de dos de los grupos más importantes del sector eléctrico en España podemos extraer las siguientes conclusiones, comparándolos entre ellos para conocer cuál se encuentra en mejor posición actualmente y en el futuro cercano.

Se debe destacar la importancia que tienen los estados financieros de las empresas. Mostrar una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa no debe ser una mera cuestión de cumplimiento de los principios del Plan General de Contabilidad, sino que esta se debe buscar con el fin de obtener información valiosa acerca de la empresa ya que aporta una visión muy importante de su situación para la toma de decisiones, especialmente para los directivos. Esta transmisión de imagen fiel también es muy importante para el resto de stakeholders de la empresa.

Una vez hecha la matización anterior podemos comenzar a comparar los resultados obtenidos.

En cuanto al análisis financiero de ambas empresas observamos como a corto plazo, en general, Naturgy presenta una mejor posición que Iberdrola. El capital circulante de Naturgy es positivo en todo el periodo, mientras que en el caso de Iberdrola es negativo. Por tanto, pone de manifiesto la mejor posición de Naturgy, ya que, de mantener esta situación, Iberdrola podría terminar envuelta en una suspensión de pagos, aunque es algo complicado ya que el sector eléctrico está caracterizado por tener facilidad para cobrar rápidamente y para aplazar pagos con los acreedores. La ratio de solvencia no hace más que evidenciar lo comentado anteriormente, ya que los mejores valores son los mostrados por Naturgy, sin embargo, estos se han ido acercando poco a poco, por lo que indica que Iberdrola está mejorando su situación y Naturgy la empeora, sobre todo a raíz de la crisis sanitaria.

Siguiendo con las conclusiones de los resultados obtenidos de la información financiera de las empresas para el corto plazo, observamos como ambas presentan una liquidez elevada, ya que como se ha visto estas empresas no tienen dificultades para cobrar y tienen fácil acceso a créditos concedidos, pero no dispuestos. Naturgy es la que más liquidez presenta, sobre todo por la enorme cantidad de tesorería que acumula. Esta situación no es negativa de por sí, pero supone que ambas empresas tengan un coste de

oportunidad y estén desperdiciando la posibilidad de aumentar su rentabilidad.

Respecto al análisis financiero a largo plazo, al contrario que el de corto plazo, muestra una mayor capacidad de pago de las deudas para Iberdrola. La ratio de garantía, que sirve para conocer la distancia a la quiebra de las empresas, nos indica que tanto Naturgy como Iberdrola están fuera de peligro, sin embargo, Naturgy ha empeorado bastante esta ratio debido a la disminución de su patrimonio neto a raíz de desinversiones importantes llevadas a cabo en 2019. Esta disminución de patrimonio ha provocado que el pasivo sea la masa predominante de su estructura financiera. Prueba de ello es el empeoramiento sufrido tanto en el análisis de la autonomía financiera como en el del endeudamiento. Las dos empresas partían de los mismos valores para las dos ratios mencionadas en 2017 y, en 2021 Naturgy duplica los valores de la ratio de endeudamiento y ha reducido su autonomía financiera a la mitad, evidenciando la gran dependencia que tiene por parte de sus acreedores. Si bien es cierto, la mayor parte de esta deuda está contraída a largo plazo por lo que Naturgy tiene margen para mejorar la situación en el futuro. Por su parte Iberdrola mantiene una gran estabilidad en los valores de las ratios mencionadas. La ratio de firmeza también se ha reducido en el caso de Naturgy, ya que estas desinversiones han supuesto una menor cantidad de activo no corriente. Al no haber reducido su pasivo, la solidez de la empresa se ha visto perjudicada. Iberdrola por su parte ha mejorado su ratio de firmeza en el periodo.

En cuanto al análisis económico, este nos ha proporcionado la rentabilidad de las empresas, tanto económica como financiera.

En lo que a rentabilidad económica respecta, Iberdrola ha obtenido buenos resultados, aunque tras la pandemia ha mostrado una pequeña tendencia decreciente. Naturgy por su parte ha mostrado valores muy dispares. En los años que generó beneficios ha obtenido una mayor rentabilidad económica que Iberdrola, mientras que en 2018 y 2020 generó pérdidas. Tales resultados provocaron que en 2018 la rentabilidad fuera muy negativa y en 2020 positiva pero muy escasa.

La rentabilidad financiera muestra resultados similares a los anteriores. En los años 2018 y 2020 Naturgy obtuvo resultados negativos, mientras que en los que generó beneficios ha obtenido resultados significativamente más elevados que los mostrados por Iberdrola.

La mayor rentabilidad financiera mostrada por Naturgy se debe al apalancamiento financiero. Ambas empresas muestran niveles de deuda elevados por lo que conocer si este apalancamiento financiero tiene efectos positivos o negativos es algo muy relevante. Iberdrola muestra un apalancamiento financiero positivo pero moderado, es por ello por lo que sus niveles de rentabilidad financiera no son tan altos. Naturgy, a excepción de los años que genera pérdidas donde el apalancamiento financiero es negativo, obtiene unos niveles de apalancamiento financiero muy elevados, por lo que una mayor deuda genera grandes rendimientos a los propietarios. Si es capaz de conseguir buenos resultados en el futuro y mantener esos niveles de apalancamiento será una empresa muy interesante para los accionistas que quieran invertir en ella.

En relación con todo lo comentado anteriormente vemos como Naturgy presenta una mejor posición en lo que a liquidez se refiere, mientras que Iberdrola muestra una mejor posición respecto a solvencia. Puesto que mostrar una peor situación de liquidez se puede deber a un desajuste temporal y, que la solvencia se refiere a un periodo de tiempo mayor, podemos decir que Iberdrola se encuentra en mejor posición que Naturgy ya que su estructura está mejor dispuesta para perdurar a largo plazo, objetivo prioritario de cualquier empresa.

Podemos observar cómo, aunque es cierto que ambas empresas han presentado algunas dificultades, Iberdrola también ha ofrecido una mejor respuesta a los problemas ocasionados por la crisis sanitaria ya que ha mitigado mejor sus efectos en los resultados y ha mantenido la mayoría de sus activos mientras que Naturgy ha visto como estos se han reducido.

10. REFERENCIAS

Congreso de los Diputados. (s. f.). *Código de Comercio. Art. 42.*

Cotizalia. (2018, 21 diciembre). Neoenergía (Iberdrola) se adjudica proyectos de redes en Brasil por más de 1.380 millones. *ElConfidencial*.

https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-12-20/neoenergia-iberdrola-se-adjudica-proyectos-de-redes-en-brasil-por-mas-de-1-380-millones_1720542/

Endesa. (s. f.). *Historia de la electricidad.*

<https://www.fundacionendesa.org/es/educacion/endesa-educa/recursos/historia-de-la-electricidad>

Endesa. (2021). *Los dos mercados eléctricos: el libre y el regulado.*

<https://www.endesa.com/es/la-cara-e/sector-energetico/mercado-libre-mercado-regulado-pvpc>

Enel. (s. f.). *¿Qué entendemos por transición energética?*

<https://www.enelgreenpower.com/es/learning-hub/transicion-energetica>

Enerdata. (s. f.). *Datos sobre producción eléctrica | Estadísticas mundiales sobre electricidad.* <https://datos.enerdata.net/electricidad/estadisticas-mundiales-produccion-electricidad.html>

Energy & TIC Consulting. (2021, 7 mayo). *Historia del mercado.*

<https://energytic.es/historia-del-mercado/>

Fernández Fernández, J. M. (1993). *Consolidación de estados contables.* Editorial AC.

Fernández Puente, A. (2017). *Problemas económico-financieros del sector farmacéutico y posibles soluciones. Análisis de las empresas más representativas en León [TFG].* Universidad de León.

Garrido Miralles, P., & Íñiguez Sánchez, R. (2015). *Análisis de estados contables: Elaboración e interpretación de la información financiera* (3.^a ed.). Pirámide.

Gilpérez, L. M. (2020, 30 junio). *España sostenible y renovable*. Cinco Días.

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/29/datalab/1593446107_112057.html#articulo-comentarios

Ibeas Cubillo, D. (s. f.). *Historia de la electricidad en España*.

Iberdrola. (s. f.-a). *150 años de camino a la sostenibilidad: historia de la red eléctrica*.

Iberdrola. <https://www.iberdrola.com/sostenibilidad/historia-electricidad>

Iberdrola. (s. f.-b). *Consulta nuestros Informes anuales*.

<https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/informacion-operativa-financiera/informes-anuales>

Labatut Serer, G., & Bustos Contell, E. (2015). Información proporcionada por las cuentas consolidadas. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 20, 103-121.

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. (2021). *Plan General de Contabilidad*. ICAC.

Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico. (2022). *Energía eléctrica*. Estructura del sector.

<https://energia.gob.es/electricidad/Paginas/sectorElectrico.aspx>

Muñoz Merchante, A., Ibáñez Jiménez, E. M., & Parte Esteban, L. (2017). *Análisis de Estados Financieros*. Ediciones Académicas.

Naturgy. (2020, 13 noviembre). *Naturgy vende sus redes de electricidad en Chile a China State Grid*. <https://www.naturgy.com/notas-de-prensa/naturgy-vende-sus-redes-de-electricidad-en-chile-a-china-state-grid/>

Naturgy. (2023). Informes anuales - Naturgy. *Naturgy*.

<https://www.naturgy.com/accionistas-e-inversores/informacion-economica/informes-anuales/>

Patiño, M. Á. (2019, 25 enero). Así es la jungla de las 273 eléctricas que hay en España.

Expansión.

<https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/01/26/5c4b7041468aeb363e8b4588.html>

Patiño, M. Á. (2021, 25 abril). Iberdrola abre la pugna financiera de pagarés verdes con 5.000 millones. *Expansión.*

<https://www.expansion.com/empresas/energia/2021/04/26/60856210468aeb86478b474a.html>

Red Eléctrica de España. (2022). *Estructura de la generación por tecnologías.*

<https://www.ree.es/es/datos/generacion/estructura-generacion>

Sala, A. (2021, 27 julio). Naturgy cierra la venta de su negocio eléctrico en Chile.

elPeriódico. <https://www.elperiodico.com/es/economia/20210727/naturgy-cierra-venta-negocio-electrico-11944416>

Somoza López, A. (2020). *Análisis de la empresa a través de la información contable.*

Pirámide.

Statista. (2021, 26 octubre). *Valor de mercado de las empresas eléctricas líderes a nivel*

mundial 2021. <https://es.statista.com/estadisticas/635196/valor-de-mercado-de-las-empresas-electricas-lideres-a-nivel-mundial/>

Valle de Miguelsanz, A. (2016). *Análisis económico y financiero del sector eléctrico.*

Un estudio comparativo entre el Grupo Endesa, S.A. y el Grupo Iberdrola, S.A.

[TFG]. Universidad de Valladolid.

ANEXOS

Anexo 1: Balance consolidado de Iberdrola

BALANCE DE SITUACIÓN (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
A) ACTIVO NO CORRIENTE	96.889	99.696	108.811	107.546	119.369
I. Activo intangible	21.148	21.000	20.368	18.222	19.909
1. Fondo de comercio	7.932	7.838	8.153	7.613	8.312
2. Otros activos intangibles	13.216	13.162	12.215	10.609	11.597
II. Inversiones inmobiliarias	424	429	342	301	310
III. Propiedad, planta y equipo	64.082	66.109	71.289	71.779	79.981
IV. Activo por derechos de uso	-	-	1.782	1.974	2.260
V. Inversiones financieras no corrientes	5.014	5.191	5.819	5.461	6.499
1. Participaciones contabilizadas por el método de participación	1.791	1.710	1.957	1.145	1.058
2. Cartera de valores no corrientes	65	69	86	38	25
3. Otras inversiones financieras no corrientes	2.613	2.685	3.019	2.909	3.995
4. Instrumentos financieros derivados	545	727	756	1.369	1.421
VI. Deudores comerciales y otros activos no corrientes	839	815	2.851	3.161	3.764
VII. Activos por impuestos corrientes	-	666	666	666	729
VIII. Impuestos diferidos activos	5.382	5.486	5.695	5.982	5.917
B) ACTIVO CORRIENTE	13.800	13.342	13.558	14.972	22.383
I. Activos mantenidos para su enajenación	356	62	-	-	124
II. Combustible nuclear	332	273	306	260	267
III. Existencias	1.870	2.174	2.542	2.443	2.639
IV. Deudores comerciales y otros activos corrientes	6.721	6.855	7.499	7.664	10.956
1. Activos por impuestos corrientes	546	253	318	564	367
2. Otras cuentas a cobrar a Administraciones Públicas	319	503	507	623	2.406
3. Deudores comerciales y otros activos corrientes	5.856	6.098	6.674	6.477	8.183
V. Inversiones financieras corrientes	1.321	1.178	1.098	1.178	4.364
1. Otras inversiones financieras corrientes	599	572	693	578	1.533
2. Instrumentos financieros derivados	723	606	405	600	2.831
VI. Efectivo y otros medios equivalentes	3.197	2.801	2.113	3.427	4.033
TOTAL ACTIVO	110.689	113.038	122.369	122.518	141.752
A) PATRIMONIO NETO	42.733	43.977	47.195	47.218	56.126
De la sociedad dominante	35.509	36.582	37.678	35.412	40.479
I. Capital suscrito	4.738	4.798	4.772	4.762	4.775
II. Ajustes por cambio de valor	-42	-32	-544	-242	547
III. Otras reservas	31.436	32.732	33.582	34.420	35.911
IV. Acciones propias en cartera	-598	-1.010	-1.436	-1.985	-1.860
V. Diferencias de conversión	-2.828	-2.919	-2.101	-5.154	-2.779
VI. Resultado neto del periodo	2.804	3.014	3.406	3.611	3.885
De participaciones no dominantes	5.671	5.669	9.516	11.806	15.647
De obligaciones perpetuas subordinadas	1.553	1.726	-	-	-
B) PASIVO NO CORRIENTE	51.215	52.804	56.043	57.369	61.272
I. Subvenciones de capital	1.481	1.478	1.399	1.240	1.261
II. Instalaciones cedidas y financiadas por terceros	4.763	4.823	4.987	5.043	5.424
III. Provisiones no corrientes	5.487	5.448	5.990	5.836	5.330
1. Provisiones para pensiones y obligaciones similares	2.533	2.420	2.661	2.318	1.592
2. Otras provisiones	2.953	3.028	3.329	3.518	3.738
IV. Pasivos financieros no corrientes	29.785	31	33.639	35.096	37.175
1. Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	29.466	30.752	30.126	30.334	31.179
2. Instrumentos de capital con características de pasivo financiero	-	-	193	334	525
3. Instrumentos financieros derivados	319	387	471	991	1.673
4. Arrendamientos	-	-	1.614	1.927	2.253
5. Otros pasivos financieros no corrientes	-	-	1.235	1.510	1.545
V. Otros pasivos no corrientes	1.141	874	407	262	418
VI. Pasivos por impuestos corrientes	-	-	261	285	300
VII. Impuestos diferidos pasivos	8.558	9.043	9.359	9.607	11.364

C) PASIVO CORRIENTE	16.693	16.080	19.131	17.931	24.354
I. Pasivos vinculados con activos mantenidos para su enajenación	135	1	-	-	-
II. Provisiones corrientes	627	580	660	579	789
1. Provisiones para pensiones y obligaciones similares	41	23	25	23	27
2. Otras provisiones	586	557	635	556	762
III. Pasivos financieros corrientes	12.817	13.640	16.534	15.470	21.297
1. Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	7.225	6.575	8.800	7.703	9.984
2. Instrumentos de capital con características de pasivo financiero	-	37	22	57	100
3. Instrumentos financieros derivados	285	448	478	297	2.111
4. Arrendamientos	-	-	153	131	158
5. Acreedores comerciales	5.308	5.259	5.098	5.138	5.964
6. Otros pasivos financieros corrientes	-	1.320	1.983	2.144	2.980
IV. Otros pasivos corrientes	3.115	1.896	1.937	1.882	2.268
1. Pasivos por impuestos corrientes	260	349	243	178	227
2. Otras cuentas a pagar a Administraciones Públicas	989	1.039	1.021	1.226	1.205
3. Otros pasivos corrientes	1.866	508	674	478	836
TOTAL PN + PASIVO	110.689	113.038	122.369	122.518	141.752

Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada de Iberdrola

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios	31.263	35.076	36.438	33.145	39.114
2. Aprovisionamientos	-17.899	-19.641	-20.175	-17.000	-22.052
3. Gastos de personal	-2.776	-2.679	-2.841	-2.810	-3.002
4. Gastos de personal activados	604	659	695	661	716
5. Servicios exteriores	-2.579	-2.797	-2.843	-2.841	-2.936
6. Otros resultados de explotación	580	662	659	676	995
7. Tributos	-1.875	-1.931	-1.829	-1.821	-829
A.1) RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	7.319	9.349	10.104	10.010	12.006
8. Corrección valorativa de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	-197	-254	-297	-381	-369
9. Amortizaciones y provisiones	-4.409	-3.656	-3.929	-4.093	-4.294
A.2) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.713	5.439	5.877	5.536	7.343
10. Ingresos financieros	922	840	864	1.038	1.265
11. Gastos financieros	-1.859	-1.996	-2.164	-2.029	-2.268
A.3) RESULTADO FINANCIERO	-937	-1.156	-1.300	-991	-1.003
12. Resultado de sociedades por el método de la participación	-29	56	14	-5	-39
13. Resultado de activos no corrientes	279	9	203	513	-
A.4) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	2.026	4.348	4.794	5.053	6.301
14. Impuesto sobre beneficios	1.397	-959	-914	-1.083	-1.914
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTES DE OPERACIONES CONTINUADAS	3.423	3.389	3.880	3.970	4.387
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
15. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-253	-51	-65	-18	-35
A.6) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	3.170	3.337	3.815	3.952	4.352
16. Resultado atribuible a la sociedad dominante	2.804	3.014	3.406	3.611	3.885
17. Resultado atribuible a participaciones no dominantes	366	323	408	341	467

Anexo 3: Estado de Flujos de Efectivo Consolidado de Iberdrola

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado antes de impuestos de actividades continuadas	2.026	4.348	4.794	5.053	6.301
Resultado antes de impuestos de actividades discontinuadas	-321	-65	-57	-25	-45
Ajustes por					
Amortizaciones, provisiones, correcciones valorativas activos financieros y gastos de personal por pensiones	4.969	4.080	4.527	4.651	5.088
Resultados netos de participación en empresas asociadas y negocios conjuntos	28	-56	-7	5	39
Subvenciones aplicadas y otros ingresos diferidos	-277	-283	-274	-278	-282
Ingresos y gastos financieros	947	1.156	1.304	1.006	975
Resultados en enajenación de activos no corrientes	-279	-9	-203	-531	-
Variación de capital circulante					
Variación de deudores comerciales y otros	36	-435	-963	-696	-4.707
Variación de existencias	-169	-313	-345	46	52
Variación de acreedores comerciales y otros pasivos	-311	-24	-500	440	1.927
Variación de deudores y otros pasivos no corrientes	-1	-25	-	-	-
Pago de provisiones	-471	-511	-625	-538	-459
Impuestos sobre las ganancias pagados	-542	-333	-796	-843	-832
Dividendos cobrados	50	55	60	57	49
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	7.586	7.586	6.915	8.347	8.106
Adquisición de subsidiarias	-	-	-	-391	-536
Variación del efectivo por modificación del perímetro de consolidación	76	-	-	114	21
Adquisición de activos intangibles	-531	-1.040	-411	-446	-591
Adquisición de empresas asociadas	-77	-91	-205	-59	-203
Adquisición de inversiones inmobiliarias	-4	-12	-3	-2	-3
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-5.594	-4.655	-5.169	-5.405	-6.327
Pagos por intereses capitalizados	-134	-193	-223	-149	-145
Pagos por gastos de personal activados	-	-659	-695	-661	-716
Subvenciones de capital y otros ingresos diferidos	43	14	12	8	8
Cobros/(pagos) por cartera de valores	-2	-2	-17	-1	-
Cobros/(pagos) por otras inversiones	1	-676	-925	-930	-1.103
Cobro/(pago) por activos financieros corrientes	584	-63	-135	-104	-364
Intereses cobrados	131	192	49	25	33
Impuestos sobre las ganancias pagados	-	22	-	-	-
Cobros por enajenación de activos no financieros	3	7	340	235	305
Cobros por enajenación de activos financieros	312	47	-	1.122	133
Enajenación de subsidiarias	-	1.059	-	-	-
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-5.193	-6.050	-7.382	-6.644	-9.488
Adquisición derechos de asignación gratuita	-646	-98	-	-	-
Dividendos pagados	-187	-143	-329	-562	-570
Dividendos pagados de participaciones no dominantes	-104	-161	-179	-150	-229
Obligaciones perpetuas subordinadas					
Emisión	1.000	697	796	2.990	2.740
Reembolso	-	-525	-	-	-
Intereses pagados	-35	-40	-37	-63	-94
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables					
Emisiones y disposiciones	13.637	13.148	15.301	11.655	9.748
Reembolso	-10.420	-12.423	-14.953	-10.480	-7.641
Intereses pagados excluidos intereses capitalizados	841	-874	-818	-740	-741
Pasivos financieros por arrendamiento					
Pago de principal	-	-5	-156	-159	-154
Intereses pagados excluidos intereses capitalizados	-	-6	-33	-39	-49
Instrumentos de capital con características de pasivo financiero					
Emisión	-	177	114	267	272
Pagos	-	-66	-100	-86	-110
Salidas de efectivo por reducción de capital	0	0	-	-	-
Salidas de efectivo por ampliación de capital	-1	-1	-1	-	-
Adquisición de acciones propias	-1.005	-1.674	-1.404	-2.710	-1.897
Cobros por enajenación de acciones propias	91	63	49	127	73
Transacción con participaciones no dominantes	-68	132	1.473	-121	521
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	1.422	-1.796	-277	-71	1.869
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y OTRAS VARIACIONES	-150	-136	56	-318	119
E) VARIACIÓN NETA DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.765	-396	-688	1.314	606
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	1.433	3.197	2.801	2.113	3.427
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	3.197	2.801	2.113	3.427	4.033

Anexo 4: Balance Consolidado de Naturgy

BALANCE DE SITUACIÓN (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
A) ACTIVO NO CORRIENTE	36.239	32.301	32.351	26.591	27.257
I. Inmovilizado intangible	9.921	7.845	7.713	5.575	5.734
1. Fondo de comercio	4.760	3.215	3.202	2.892	2.950
2. Otro inmovilizado intangible	5.161	4.630	4.511	2.683	2.784
II. Inmovilizado material	22.654	20.707	19.647	16.128	16.587
III. Activos por derecho de uso	-	-	1.416	1.388	1.229
IV. Inversiones contabilizadas por el método de la participación	1.500	816	731	813	630
V. Activos financieros no corrientes	1.315	910	738	361	394
VI. Otros activos no corrientes	-	334	581	691	416
VII. Activo por impuesto diferido	849	1.689	1.525	1.635	2.267
B) ACTIVO CORRIENTE	11.083	8.330	8.787	12.954	10.992
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	1.682	202	73	4.835	40
II. Existencias	720	850	796	519	878
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	4.994	5.134	4.900	3.115	5.714
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	4.347	4.415	3.911	2.688	4.780
2. Otros deudores	469	534	708	390	339
3. Derivados	-	-	-	-	454
4. Activos por impuesto corriente	178	185	281	37	141
IV. Otros activos financieros corrientes	462	428	333	558	395
V. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.225	1.716	2.685	3.927	3.965
TOTAL ACTIVO	47.322	40.631	41.138	39.545	38.249
A) PATRIMONIO NETO	18.305	14.595	13.976	11.265	8.873
I. Capital	1.001	1.001	984	970	970
II. Prima de emisión	3.808	3.808	3.808	3.808	3.808
III. Acciones propias	-9	-325	-321	-201	-204
IV. Reservas	9.904	11.290	6.687	6.480	4.757
V. Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	1.360	-2.822	1.401	-347	1.214
VI. Dividendo a cuenta	-330	-730	-754	-785	-679
VII. Otros componentes de patrimonio	-1.000	-1.274	-1.254	-1.897	-3.977
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	14.734	10.948	10.551	8.028	5.889
Participaciones no dominantes	3.571	3.647	3.425	3.237	2.984
B) PASIVO NO CORRIENTE	21.409	19.029	20.509	19.030	20.054
I. Ingresos diferidos	842	863	898	871	889
II. Provisiones no corrientes	1.129	1.125	1.169	1.052	1.146
III. Pasivos financieros corrientes	15.916	13.352	15.701	14.968	15.114
1. Deudas con entidades de crédito y obligaciones	15.914	13.352	14.252	13.641	13.786
2. Pasivos por arrendamientos	-	-	1.446	1.325	1.325
3. Otros pasivos financieros	2	-	3	2	3
IV. Pasivo por impuesto diferido	2.312	2.149	2.249	1.793	1.787
V. Otros pasivos no corrientes	1.210	1.540	492	346	1.118
1. Derivados	-	-	-	-	730
2. Otros pasivos	-	-	-	-	388
C) PASIVO CORRIENTE	7.608	7.007	6.653	9.250	9.322
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	621	93	46	2.840	26
II. Provisiones corrientes	183	297	291	246	589
III. Pasivos financieros corrientes	2.543	2.079	2.286	2.571	1.698
1. Deudas con entidades de crédito y obligaciones	2.477	2.068	2.081	2.357	1.493
2. Pasivos por arrendamientos	-	-	198	212	196
3. Otros pasivos financieros	66	11	7	2	9
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3.920	4.067	3.744	3.230	6.803
1. Proveedores	2.885	3.267	3.118	2.518	3.407
2. Otros acreedores	888	767	593	182	559
3. Derivados	-	-	-	-	2.704
4. Pasivos por impuesto corriente	147	33	33	182	133
V. Otros pasivos corrientes	341	471	286	363	206
TOTAL PN + PASIVO	47.322	40.631	41.138	39.545	38.249

Anexo 5: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada de Naturgy

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (NATURGY, S.A.)	2017	2018	2019	2020	2021
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios	23.306	24.339	23.035	15.345	22.140
2. Aprovisionamientos	-16.679	-17.723	-16.311	-10.138	-16.529
3. Otros ingresos de explotación	238	166	164	162	119
4. Gastos de personal	-1.031	-1.010	-924	-798	-940
5. Otros gastos de explotación	-1.984	-1.816	-1.476	-1.180	-1.315
6. Resultado por enajenación de inmovilizado	23	21	28	9	5
7. Imputación de subvenciones de inmovilizado y otras	42	42	46	49	49
A.1) RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	3.915	4.019	4.562	3.449	3.529
8. Amortización y pérdidas por deterioro de activos	-1.648	-6.007	-1.658	-2.839	-1.462
9. Deterioro por pérdidas crediticias	-155	-179	-134	-156	-99
10. Otros resultados	-	-	93	12	133
A.2) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.112	-2.167	2.863	466	2.101
11. Ingresos financieros	111	122	80	96	200
12. Gastos financieros	-808	-802	-837	-622	-598
13. Variaciones de valor razonable en instrumentos financieros	-2	-5	89	-4	14
14. Diferencias de cambio netas	-	-	2	-8	-10
A.3) RESULTADO FINANCIERO	-699	-685	-666	-538	-394
15. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	14	-513	75	36	90
A.4) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.427	-3.365	2.272	-36	1.797
16. Impuesto sobre beneficios	-190	779	-476	-19	-358
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTES DE OPERACIONES CONTINUADAS	1.237	-2.586	1.796	-55	1.439
17. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	460	-10	-	24	117
A.6) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	1.697	-2.596	1.796	-31	1.556
18. Resultado atribuible a la sociedad dominante	1.360	-2.822	1.401	-347	1.214
19. Resultado atribuible a participaciones no dominantes	337	226	395	316	342

Anexo 6: Estado de Flujos de Efectivo Consolidado de Naturgy

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (millones de €)	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado antes de impuestos	1.427	-3.365	2.272	-36	1.797
Ajustes del resultado	2.546	7.131	2.040	3.345	1.520
Amortización y pérdidas por deterioro de inmovilizado	1.694	6.007	1.658	2.839	1.462
Otros ajustes del resultado neto	852	1.124	382	506	58
Cambios en el capital corriente	-155	-208	545	788	-1.117
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-1.050	-677	-836	-665	-1.199
Pago de intereses	-686	-621	-646	-562	-488
Cobro de intereses	26	23	33	27	32
Cobro de dividendos	48	184	170	84	121
Pago por impuestos sobre beneficios	-438	-263	-393	-214	-864
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	2.768	2.881	4.021	3.432	1.001
Pagos por inversiones	-1.880	-1.904	-1.888	-1.553	-1.056
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	-14	-27	-10	-4	317
Inmovilizado material e intangible	-1.774	-1.808	-1.849	-1.474	-1.204
Otros activos financieros	-92	-69	-29	-75	-169
Cobros por desinversiones	220	1.230	354	360	2.891
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	136	1.109	234	263	2.650
Inmovilizado material e intangible	39	40	95	27	207
Otros activos financieros	45	81	25	70	34
Otros flujos de efectivo de las actividades de inversión	54	57	78	51	61
Otros cobros/(pagos) de actividades de inversión	54	57	78	51	61
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-1.606	-617	-1.456	-1.142	1.896
Cobros/(pagos) por instrumentos de patrimonio	5	1.189	-405	-171	-29
Emisión	-	1.500	-	-	-
Adquisición	5	-311	-405	-171	-29
Cobros/(pagos) por instrumentos de pasivo financiero	1.635	-2.813	728	1.633	-1.103
Emisión	9.317	8.343	8.251	4.816	1.632
Devolución y amortización	-7.682	-11.156	-7.523	-3.183	-2.735
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-1.284	-1.976	-1.901	-1.802	-1.707
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	-124	-159	-21	-48	-12
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	232	-3.759	-1.599	-388	-2.851
Otras variaciones de efectivo y equivalentes	-116	-21	13	-525	-57
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-120	7	-10	-135	49
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y OTRAS VARIACIONES	-236	-14	3	-660	-8
E) VARIACIÓN NETA DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.158	-1.509	969	1.242	38
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	2.067	3.225	1.716	2.685	3.927
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	3.225	1.716	2.685	3.927	3.965