



4. ESTUDIO ECONÓMICO FINANCIERO

Una vez realizado el estudio de mercado del sector náutico y conocidas las características del nuevo puerto deportivo, se tiene la información básica para generación del estudio económico financiero.

El objetivo fundamental de todo estudio económico financiero, desde ahora EEF, es calcular la previsión de la rentabilidad final de la inversión para los accionistas de la empresa, para poder decidir si esta es financieramente viable. Otros aspectos que se pueden controlar mediante un EEF son: la evolución temporal de la inversión a lo largo del periodo de concesión del proyecto, detección de las necesidades de financiación al inicio y durante el proyecto, detección de riesgos y toma de decisiones estratégicas para la empresa, entre otros.

Cualquier EEF consta de manera intrínseca de la misma estructura, a pesar de que, según el autor, puede constar de más o menos variables. Se considera que a mayor número de variables mayor será el control de la inversión y menores los riesgos de aparición de problemas no contemplados en una primera instancia. A nivel general, todo EEF para el análisis de la inversión en un puerto deportivo de entidad estatal debería constar de las siguientes partes:

- Estudio de las variables fundamentales del modelo económico. En este caso, serían el coste global de la inversión inicial y diferida, el plazo de concesión del proyecto, las tasas que se abonarán anualmente a la Autoridad Portuaria y el régimen de tarifas para las distintas áreas de negocio del proyecto.
- Estudio de las fuentes de ingresos y gastos de explotación, con el fin de obtener el resultado operativo anual del negocio.
- Conocido el anterior, estudio de la financiación de la operación, estableciendo el capital social de la empresa que deberán a portar los socios y una estimación de las necesidades de financiación bancaria.
- Elaboración de la Cuenta de Resultados, Balance Previsional y Cuenta de Tesorería para toda la vida del proyecto.
- Análisis de rentabilidad de la inversión a partir de los flujos de caja calculados en la Cuenta de Tesorería.
- Análisis de los ratios financieros más importantes del modelo.
- Análisis de sensibilidad de la inversión, con el fin de detectar los riesgos del negocio en escenarios pesimistas, es decir, los riesgos que pueden aparecer ante la oscilan negativa de las variables fundamentales del modelo, como puede ser una disminución de la ocupación o una desviación de la inversión inicial de la obra.

A continuación, se presenta el EEF del puerto objeto de estudio bajo la estructura explicada anteriormente, además de incluirse la justificación de todas las hipótesis que se deben establecer.

4.1 MODELO DE EXPLOTACIÓN APLICADO E HIPÓTESIS INICIALES

La explotación de cualquier puerto deportivo no se basa únicamente en el alquiler o la venta de amarres a los usuarios, sino que también comprende, en mayor o menor medida, una serie de servicios que a pesar de no tener el peso del anterior, pueden suponer una fuente de ingresos muy importante para el concesionario.

Es por ello, que el modelo de explotación aplicado en el presente estudio económico financiero está regido por el **Sistema de Centros de Costes**. Este sistema se basa en la división del negocio global en subnegocios independientes, que se concilian en uno común mediante el nexo de la sociedad concesionaria. Así, mientras que cada uno de los negocios generará una serie de ingresos y gastos únicamente repercutibles a esa actividad, los gastos generales de explotación, comunes a todos ellos, se imputarán directamente a la sociedad concesionaria.

De este modo, por un lado, se puede comprobar el margen bruto que aporta cada actividad y consecuentemente la rentabilidad individual de cada uno de los negocios, y por otro, la rentabilidad global del proyecto agregando todos ellos y los gastos generales del puerto deportivo imputados a la concesionaria central.

Los centros de negocio en que se subdivide la explotación del puerto deportivo son los siguientes:

- Gestión de amarres
- Marina Seca
- Aparcamientos
- Alquiler de locales comerciales y superficie descubierta
- Servicio de suministro de agua, electricidad, telefonía y transmisión de datos
- Venta de combustible
- Varadero

Por lo tanto, se presentará el cálculo de los ingresos y gastos previsionales para cada uno de los centros, con lo que se obtendrá el resultado operativo de cada uno de ellos. Posteriormente, se calcularán los gastos generales del puerto deportivo, divididos en gastos de personal no específico a ningún centro y gastos de funcionamiento, con lo que se podrá obtener el resultado operativo global de la explotación, a partir del cual se desarrollarán el resto de puntos del estudio económico.

Las hipótesis iniciales que se han establecido para la realización del estudio económico financiero son las siguientes:

- El inicio de la concesión será enero del 2007.
- La duración de las operaciones de renovación del puerto se ha estimado en 18 meses.
- El Pliego de Bases del concurso establece tres periodos de explotación al año para la gestión de todos los servicios excepto el varadero: Temporada Baja (del 1 de enero al 30 de abril y del 1 de octubre al 31 de diciembre), Temporada

Media (del 1 de mayo al 30 de junio y del 1 de septiembre al 30 del mismo mes) y Temporada Alta (del 1 julio al 31 de agosto), las cuales ocupan 212, 91 y 62 días del periodo anual respectivamente.

- Los periodos de explotación del varadero son diferentes debido a la estacionalidad opuesta a la ocupación de amarres, por lo tanto se han adoptado los siguientes periodos: Temporada Baja (del 1 de julio al 31 de agosto y del 1 de diciembre al 31 de enero) y Temporada Alta (del 1 de febrero al 30 de junio y del 1 de septiembre al 30 de noviembre), las cuales ocupan 124 y 241 días del periodo anual respectivamente.
- El cálculo de los ingresos y gastos de explotación para cada centro de negocio, se realizará suponiendo unidades monetarias del año 2007 y un nivel de actividad del 100 %.
- La evolución de la demanda de los centros de negocio, desde el inicio de la concesión hasta alcanzar el 100 % de actividad, se modelizará en base a factores proporcionales asignados en el estudio de cada centro y aplicados directamente a los valores obtenidos bajo la hipótesis anterior.
- La actualización de las cantidades monetarias para el resto de años de la concesión se realizará con un Índice de Precios al Consumo (IPC) del 3,5 %.



CUENTA DE GASTOS ESTRUCTURA CENTRAL CONCESIONARIA. Figura n° 118.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL DE LA GESTIÓN DE AMARRES. Figura n° 119.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL DE LA MARINA SECA. Figura n° 120.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL DE APARCAMIENTOS. Figura n° 121.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL DE LOCALES COMERCIALES Y OCUPACIÓN DE SUPERFICIE. Figura n° 122.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL SERVICIO SUMINISTROS. Figura n° 123.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL SUMINISTRO DE COMBUSTIBLE. Figura n° 124.

CUENTA DE EXPLOTACIÓN PREVISIONAL VARADERO. Figura n° 125.



CUADRO DE FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN. Figura n° 132.

CUADRO DE AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO. Figura n° 133.



4.7 CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS Y CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONALES

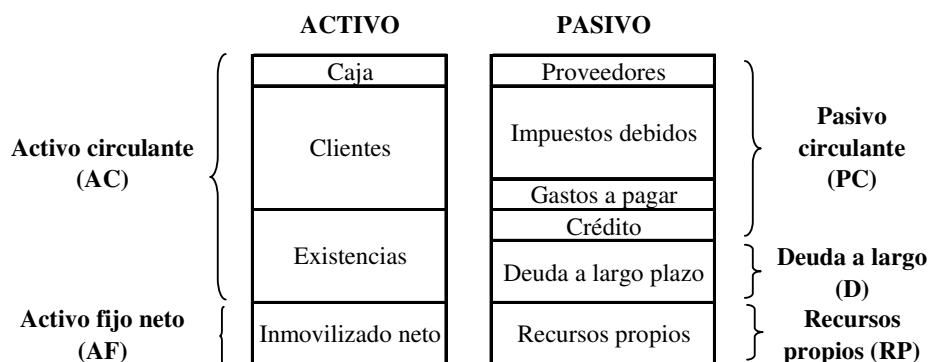
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PREVISIONAL. Figura n° 135.

CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL. Figura n° 136.

4.8 BALANCE PREVISIONAL

El balance es el reflejo de la situación económico financiera de la empresa en un momento dado, puesto que identifica por un lado los activos de la empresa y por otro el pasivo y capital. Los activos son las inversiones de la empresa o el lugar a donde se ha dirigido el dinero, por lo tanto, se suelen denominar como usos de fondos. Por su parte, el pasivo y el capital o recursos propios, representan la financiación de la empresa, o el lugar de donde procede el dinero, por lo que se denominan fuentes de fondos.

La estructura básica de cualquier balance es la siguiente [23]:



Fuente: elaboración propia y Finanzas para directivos (IESE)

Figura n° 137: Estructura básica del balance

El activo circulante AC (*current assets*) son los activos de la empresa más líquidos, es decir, aquellos que se pueden transformar más rápidamente en dinero. Las partidas más usuales son la Caja o bancos, los clientes o cuentas a cobrar y las existencia. Por su parte, el activo fijo neto AF (*net fixed assets*) son los activos a largo plazo de la empresa que se van depreciando a medida que se resta la amortización acumulada.

El pasivo circulante PC son las deudas que tiene la empresa y se deben ejecutar en un periodo inferior a un año y están formados genéricamente por las cuentas de proveedores, los gastos e impuestos a pagar y la deuda a corto plazo. El pasivo se completa con la deuda a largo plazo (D) y con los recursos propios o capital social de la empresa.

A continuación se presenta el balance previsional para toda la vida de la inversión. A nivel del activo, el balance se caracteriza por no presentar cuenta de clientes, debido a que en el tipo de análisis que se plantea en este estudio se parte de la hipótesis de que los cobros son inmediatos. Por otro lado, aparecen las cuentas del crédito fiscal, proveniente de la compensación del impuesto de sociedades negativo de los primeros ejercicios, y la cuenta del IVA [20,25], que inicialmente es acreedor puesto que debe de ser pagado y posteriormente es de tipo deudor.

En cuanto al pasivo, las cuentas que aparecen son las típicas de cualquier balance contable.

BALANCE PREVISIONAL. Figura n° 138.

4.9 CUENTA DE TESORERÍA PREVISIONAL

CUENTA PREVISIONAL DE TESORERÍA. Figura n° 140.

4.10 ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN

RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS DE LA INVERSIÓN. Figura n° 145.

RENTABILIDAD DE LOS ACCIONISTAS. Figura n° 146.

4.11 ANÁLISIS DE RATIOS FINANCIEROS

El estudio de los ratios financieros previsionales a lo largo de la vida de la concesión es fundamental por varios motivos, entre ellos la detección anticipada de posibles problemas que puedan surgir a nivel de financiación o liquidez. Por otro lado, el estudio ofrece una imagen global del estado de la inversión de forma sencilla y clara, hecho importante a tenor de la gran multitud de variables que se deben de tener en cuenta.

A continuación, se realizará un estudio de los ratios más importantes, agrupados según la información que presten. Por otro lado, al final de este apartado se adjunta una tabla con la relación de todos los ratios calculados para cada año de la concesión.

4.11.1 RATIOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

El primer ratio que refleja la situación financiera de la empresa es el **fondo de maniobra** [21]. El fondo de maniobra son los fondos a largo plazo disponibles para financiar las necesidades operativas de fondo (*NOF*) una vez se ha financiado el inmovilizado. Su interés radica en que nos marca el colchón existente entre la financiación de las *NOF* mediante pasivo circulante o mediante los fondos propios de la empresa o la deuda a largo plazo. Así, un fondo de maniobra positivo refleja que existen fondos en la empresa para financiar las necesidades de circulante que puedan existir, y también que no se está haciendo uso de financiación a largo plazo para cubrir estas necesidades.

En el caso de estudio, se refleja en el gráfico siguiente la evolución del fondo de maniobra para toda la vida de la inversión:

Fuente: elaboración propia

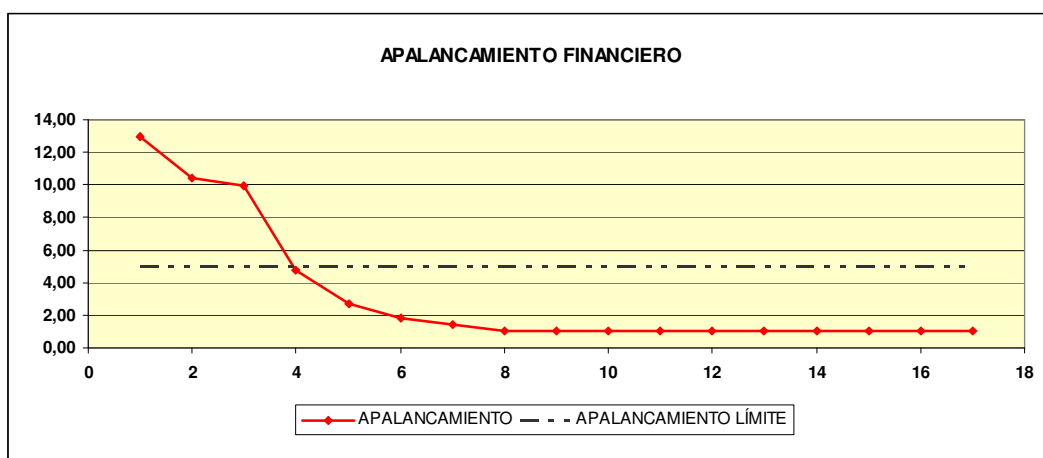
Figura n° 147: Evolución del fondo de maniobra

Según esta gráfico, en ningún momento de la concesión se necesitarán fondos a largo plazo para la financiación de las *NOF*, pues el valor del fondo de maniobra siempre es positivo. Por otro lado, se debe remarcar que el estudio de esta inversión no refleja la situación financiera del proyecto dentro de un año específico de explotación, con lo que no se puede afirmar si en cada periodo de explotación anual el ratio puede variar hasta niveles negativos.

Otros ratios de interés son el **ratio de garantía** y el **ratio de firmeza**. El primero es la relación que existe entre el activo real de una empresa y sus deudas totales y permite acreditar la garantía que la empresa ofrece a sus acreedores para hacer frente a sus obligaciones de pago. El segundo es un ratio muy parecido al anterior, que representa el grado de consistencia y estabilidad de una empresa para hacer frente a sus acreedores a largo plazo. Como se refleja en la tabla final de este apartado, los valores críticos se presentan al inicio de la explotación, cuando el volumen de deuda a terceros es mayor. Aún así, los valores entorno a la unidad, indican que se puede garantizar la deuda con el

activo presente en la inversión. Por otro lado, la progresión ascendente de ambos ratios indica que la deuda va disminuyendo hasta liquidarse.

El **ratio de apalancamiento** [21] financiero es un ratio económico que compara los activos totales con los recursos propios de la empresa. Cuanto más elevado es el apalancamiento menos recursos propios utiliza la empresa y más endeudada se encuentra, bien mediante financiación con instituciones de crédito o con los proveedores y, por el contrario, cuanto más reducido sea este ratio, se tenderá a aumentar la financiación propia frente la financiación ajena. El valor normal de este ratio se sitúa entorno a 5, por lo tanto, en el presente estudio se detectan problemas de apalancamiento durante los tres primeros años de la concesión, momento en que la deuda es máxima y aún no se ha iniciado la amortización de la misma. La disminución progresiva de este ratio a partir del cuarto año indica que no habrán problemas de solvencia cuando la explotación de la concesión esté en un nivel estable. A continuación se refleja dicha evolución mediante el siguiente gráfico:



Fuente: elaboración propia

Figura n° 148: Evolución del apalancamiento de la empresa

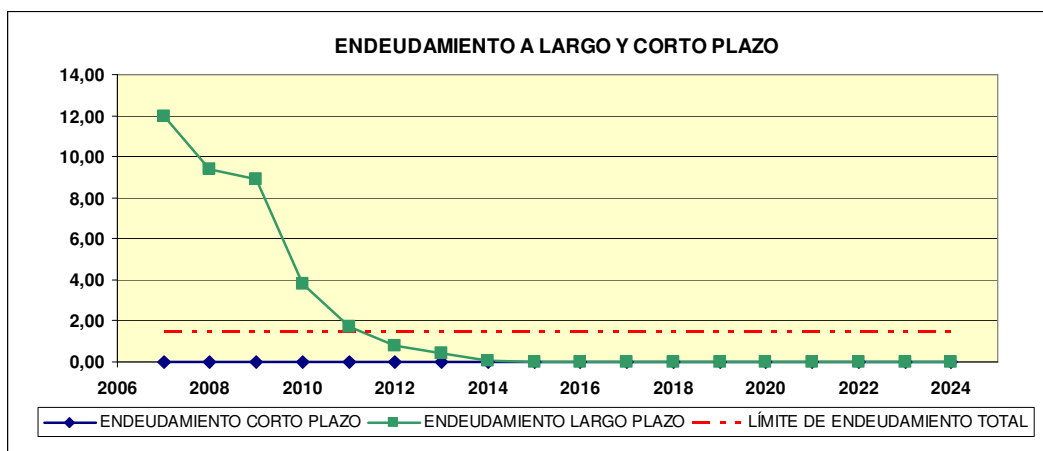
Otros ratios que nos aportan información semejante a los anteriores son el **ratio de financiación del inmovilizado** y el **ratio de financiación del fondo de maniobra**. El primero indica qué porcentaje representa el activo fijo con respecto el pasivo fijo, de manera que valores por debajo de la unidad informan de que no se está financiando el activo fijo mediante deuda a corto. El segundo nos indica sencillamente el peso que tiene el fondo de maniobra con respecto al pasivo total, es decir, que porcentaje del mismo está disponible para nuevas operaciones de activo. Como se puede observar en la figura n° 148, su evolución creciente indica la disminución de la deuda y el aumento de los recursos propios.

4.11.2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

Los ratios de endeudamiento representan la proporción que existe en una empresa entre la cuantía de sus capitales propios y los capitales obtenidos de terceros. En el caso de estudio, primeramente se han obtenido dos **ratios de endeudamiento total** [22]. El

primero corresponde a la proporción de deuda ajena con respecto a los recursos propios de la empresa. Se considera que este ratio no debe de ser nunca superior a 1,5, por lo tanto, según se refleja en la figura n° 149, el nivel de endeudamiento de la empresa es inadecuado hasta el año 6 de explotación, cuando ya se ha amortizado gran parte de la misma. El segundo ratio calculado aporta la misma información que el anterior, pero representa la proporción de deuda con respecto al pasivo total de la empresa y su límite superior está fijado alrededor de 0,6. Al igual que el ratio anterior, se llega a la conclusión de que hasta el año 6, momento en que el ratio es de 0,45, no se alcanza un nivel de endeudamiento razonable.

Por otro lado, en los análisis financieros, además de calcular los ratios de endeudamiento total de la empresa, se suelen calcular también los ratios según la tipología de la deuda. En este sentido, para el caso de estudio, el ratio de endeudamiento a corto plazo es nulo, pues no hay necesidad de disponer este tipo de deuda. Por el contrario, toda la deuda contraída de terceros tiene carácter a largo plazo, con la que el ratio de endeudamiento total de la empresa coincide con el ratio de endeudamiento a largo plazo. A continuación se representa la evolución de estos ratios, marcando el límite superior que a nivel general no se debe de sobrepasar en una empresa:



Fuente: elaboración propia

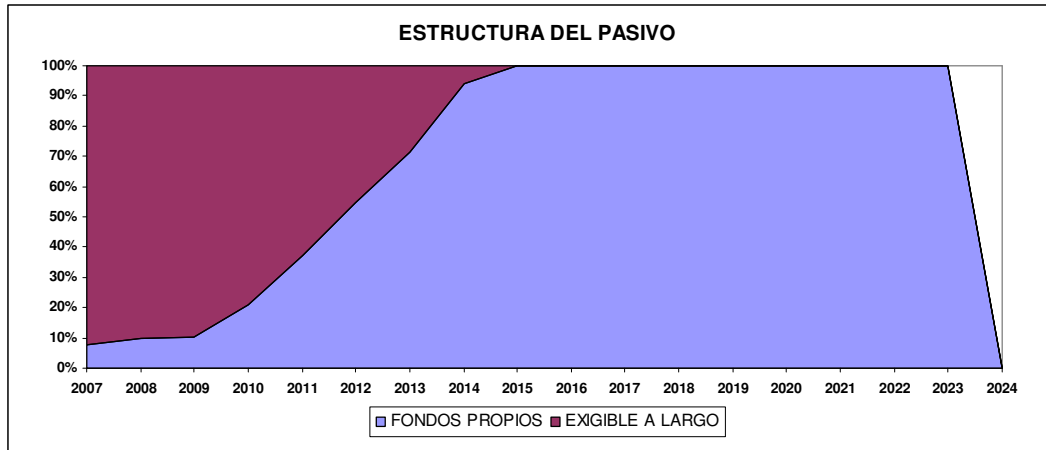
Figura n° 149: Endeudamiento a largo y corto plazo durante la explotación

Se puede observar como el endeudamiento desciende a gran velocidad partir del año 3, momento en que empieza a amortizarse el crédito senior contraído con los bancos, hasta el año 9 en que la deuda se elimina por completo.

4.11.3 RATIOS DE ESTRUCTURA DEL PASIVO

Los ratios de estructura del pasivo son indicadores de la proporción, con respecto al pasivo total de una empresa, de los diferentes elementos que forman el pasivo. Con ellos se puede visualizar de manera rápida la proporción de recursos propios de la empresa y el volumen de financiación ajena y de proveedores de la misma.

En el caso actual de estudio, el pasivo está formado única y exclusivamente por capital propio y deuda a largo plazo según se refleja en los ratios de la figura n° 150, y en la figura siguiente, donde además se puede ver la evolución de la deuda desde otra perspectiva diferente que en el apartado anterior.



Fuente: elaboración propia

Figura n° 150: Estructura del pasivo de la empresa

4.11.4 RATIOS DE LA CUENTA DE RESULTADOS

Para analizar a través de ratios financieros la cuenta de resultados, el primer paso que debe de realizarse es calcular la rentabilidad de los recursos propios a través del ROE o *return on equity*, el cual informa de la rentabilidad que ofrece la empresa a sus accionistas.

Se calcula como beneficio neto entre recursos propios [21], y en la figura siguiente se refleja la evolución de este ratio durante la vida de la concesión:

Fuente: elaboración propia

Figura n° 151: Evolución del ROE

RATIOS FINANCIEROS DE LA INVERSIÓN. Figura n° 153.



4.12 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

ESCENARIO I: CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL. Figura n° 161.

ESCENARIO I: CUENTA DE TESORERÍA PREVISIONAL. Figura n° 162.



ESCENARIO II: CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL. Figura n° 165.

ESCENARIO II: CUENTA DE TESORERÍA PREVISIONAL. Figura n° 166.