

## **Acerinox S.A.:** **evaluación de gestión y eficiencia**

ESTEBAN M. LAFUENTE

Departamento de Economía de la Empresa  
Universidad Autónoma de Barcelona

MAGDA SOLÀ

Departamento de Economía de la Empresa  
Universidad Autónoma de Barcelona

### **1. Acerinox S.A.**

La empresa Acerinox S.A. se constituyó formalmente en 1970 y su objetivo consiste en la fabricación y venta de productos planos de acero inoxidable. Su capacidad de producción la convierte actualmente en el quinto productor mundial de aceros inoxidables. La fábrica de la empresa se encuentra ubicada en Los Barrios (Cádiz), y además, destaca la fábrica del campo de Gibraltar, y los Centros de Servicio localizados en Gavá (Barcelona), Betanzos (Coruña) y Pinto (Madrid).

En el año 1998, concretamente el 30 de mayo, sucede un hecho muy importante que condicionó la política de inversiones ambientales futuras de Acerinox S.A. En esta fecha se produjo en la planta de Acerinox en Algeciras la fundición accidental de una fuente radioactiva blindada contenida en la chatarra importada (El Mundo: 1998 a). El hecho tuvo importantes repercusiones sobre la empresa, que debió someterse a la, así reconocida, tardía y constante supervisión del Consejo de Seguridad Nuclear (CSN) y, a la presión por parte de diversas organizaciones ecologistas que demandaban responsabilidades ante los peligros de la nube radioactiva generada (El Mundo: 1998 b, c).

**Tabla 1:** Distribución de la producción mundial de acero (2002)

<b>Productor</b>	<b>Producción (toneladas métricas)</b>	<b>Cuota de Mercado(*)</b>
China	167.284.444,44	19,00%
Unión Europea (**)	158.480.000,00	18,0%
España	16.408.000,00	1,86%
Acerinox S.A.	2.289.384,00	0,26%
Rusia y países relacionados	96.848.888,89	11,00%
Resto Europa	52.826.666,67	6,00%
Japón	105.653.333,33	12,00%
Estados Unidos de América (EUA)	88.044.444,44	10,00%
Continente Americano (sin EUA)	70.435.555,56	8,00%
Corea del Sur	44.022.222,22	5,0%
Asia / África / Oceanía	96.848.888,89	11,00%
<b>Producción Mundial</b>	<b>880.444.444,44</b>	<b>100,00%</b>

(\*) Porcentaje respecto a la producción mundial.

(\*\*) La producción de Acerinox se encuentra contemplada en la producción de España. A su vez, la producción de la Unión Europea incluye la producción alcanzada por España.

*Fuente:* Elaboración propia, a partir de datos de la European Confederation of Iron and Steel Industries, EUROFER (2003) y, de las memorias de Acerinox S.A. (2002).

A partir de este hecho, la empresa cuenta desde el año 1999 con la certificación de calidad ISO 14001 y con un programa de inversiones orientado a mejorar sus instalaciones con el fin de mantener el cumplimiento tanto de la Ley 16/2002 como de la certificación de calidad antes mencionada (ISO 14001). Así, en el año 2000 se produce la inversión, en este sentido, más importante en los últimos años, la cual alcanzó los 81 millones de euros. Ello debido a que se atendieron una serie de mejoras necesarias para mantener el orden legal y asegurar la certificación de calidad ambiental. En este sentido, se produjeron mejoras en los sistemas de depuración, en los sistemas de captación de humo

de la Acería, se mejoró la eficacia de los sistemas de recogida de ácidos fruto de la actividad, así como de la Planta de recuperación y neutralización de ácidos. Por último, se produjo una renovación en los equipos radioactivos ubicados en los fosos de chatarra.

En lo que respecta a los años 2001 y 2002, las inversiones ambientales fueron de 4 millones y 4.8 millones de euros, respectivamente. En este caso, las inversiones van orientadas a mantener los sistemas de tratamiento de residuos químicos fruto de la actividad y a mejorar los sistemas de monitoreo ambiental.

Otro hecho relevante tiene que ver con la medida impuesta por el gobierno americano a partir del mes de marzo del año 2002. En este sentido, la administración Bush decidió grabar las importaciones de acero con un arancel que va desde el 8% hasta el 30% para favorecer a los productores locales del metal lo que provocó una denominada «guerra del acero» entre los USA y la Unión Europea y donde esta última denunció la medida ante la Organización Mundial del Comercio (La Vanguardia: 2002 a, b). Destacar que los aranceles fueron eliminados por el gobierno americano el día 4 de diciembre de 2003, evitando así entrar en un conflicto comercial principalmente con la UE (La Vanguardia: 2003). Como se verá más adelante, este hecho afectó el desempeño de la empresa, pero sus efectos se fueron corrigiendo en el corto plazo ya que la medida no afectó trascendentalmente el negocio de Acerinox S.A.

Un último hecho relevante, esta vez ocurrido al interior de la empresa, ocurrió en el mes de mayo del año 2002. En este periodo, un grupo de empleados que laboraban para empresas subcontratistas que a su vez desempeñaban trabajos para Acerinox S.A. en la planta ubicada en el Campo de Gibraltar se declaran en huelga, hecho que paralizó la producción de la empresa, principalmente en su rama de acería y de laminado en frío, durante nueve días. La protesta finalizó ese mismo mes al lograrse un acuerdo con los sindicatos por cuatro años. La principal consecuencia de este hecho fue la incorporación de 205 empleados de las empresas subcontratistas a la plantilla oficial de Acerinox S.A. (La Vanguardia: 2002 c, d).

## **2. Análisis de actividad**

En este apartado se procede a evaluar el desempeño de la empresa Acerinox S.A.. La información financiera y de producción se obtuvo de

las memorias anuales de la empresa para el periodo 1997-2002<sup>1</sup>. La información bursátil y demás hechos relevantes fueron extraídos de las bases de datos de la Bolsa de Madrid y de secciones económicas de reconocidos medios de prensa de circulación abierta<sup>2</sup>. La información necesaria para llevar el análisis comparativo sectorial, considerando tanto el sector del metal español como el europeo, se obtuvo de las bases de datos SABI y BACH.

## ***2.1. Actividad***

Realizando una primera valoración de la composición de los balances de Acerinox, se observa cómo existe una tendencia marcada, durante todo el periodo evaluado, hacia el crecimiento de la empresa que se refleja en el crecimiento de los activos (Anexo 1).

Sin embargo, se debe mencionar que la partida que experimentó un mayor crecimiento fue la del Inmovilizado Financiero, la cual pasó de representar el 33,14% en el año 1997, a significar el 54,01% en 2002, en ambos casos respecto del activo total (Anexo 1). Ello puede servir para concluir que el crecimiento de la empresa se produce en términos productivos (producción física) y, que el crecimiento en la partida de inmovilizado financiero obedece a una política de canalizar los recursos generados por la actividad hacia operaciones que generen rentabilidad.

Existe en las cuentas de la empresa una tendencia a disminuir los saldos del activo circulante. Así, en el año 1997 esta partida representaba el 50,82%, mientras que en el año 2002 solamente significó el 36,10%, en ambos casos respecto del activo total. Ello podría obedecer a la intención de la empresa de disponer con un nivel de liquidez apropiado, sin que ello signifique contar con recursos no productivos o no generadores de renta.

Otro aspecto importante se relaciona con la evolución de la partida de los deudores. Así, las cuentas por cobrar de la empresa experimentaron una disminución, comparando directamente el año 1997 con 2002, ya que pasó del 31,22% a representar el 21,46% del total del activo, respectivamente. Para este caso la variación más importante tuvo lugar en los años 1998 y 2002, ya que para el periodo 1999-2001 el cambio experimentado no puede considerarse como significativo (Anexo 1).

Respecto a la composición del pasivo, se observa cómo, a partir del año 2000, la empresa busca financiar su crecimiento a través de los recursos propios.

Para el periodo 1998-2000, la deuda con las entidades financieras es la que en mayor medida financió el crecimiento de la empresa, creciendo especialmente en el año 1999 donde alcanzó a representar el 5,10% del pasivo de la empresa, respecto a 1998 donde representó el 1,33% de la misma partida contable (Anexo 1). De esta forma, es posible afirmar además que esta variación en la deuda financiera de corto plazo explica el crecimiento del total de deuda de corto plazo en la empresa, ya que aunque es la segunda partida en importancia relativa, es la única que experimentó una variación significativa.

Además, el Anexo 1 ciertamente refleja las consecuencias de la bajada en los precios internacionales reportadas antes, ya que el resultado de la partida de pérdidas y ganancias reporta una caída brusca (proporcionalmente respecto al pasivo total) en el año 1998 y 1999, respecto al 2000, y en el periodo 2001-2002, respecto al año 2000 (Anexo 1).

Valorando la evolución del empleo en la empresa Acerinox S.A., se observa cómo existe una tendencia al crecimiento en el número de empleados de la empresa, aunque el promedio anual de crecimiento hasta el año 2001 se puede catalogar como bajo, ya que fue de 1,6871% (Tabla 2).

Sin embargo, para el año 2002 se reporta un crecimiento del empleo del 9,7684%. Esta variación sustancial se explica por la política seguida por la empresa consecuencia de la antes mencionada huelga de empleados de las empresas subcontratistas ubicadas en el Campo de Gibraltar, ocurrida a inicios de mayo del año 2002, y que tuvo como principal consecuencia el freno total de la producción durante 9 días en dicha planta, afectando las divisiones de acería y laminado en frío de la empresa. Para el 18 de mayo el paro finalizaba y la empresa, para evitar incidentes futuros, decidió incorporar a su plantilla 205 empleados que laboraban para estas empresas. (La Vanguardia: 2002 c, d).

Además, se debe mencionar que este crecimiento en el número de empleados no va acompañado de un crecimiento en el salario medio de la empresa. El resultado presentado en la Tabla 2 muestra que, desde el año 2000, existe una tendencia a la baja en esta variable (salario medio). Así, el salario medio en el año 2002 cae un 2,1122% respecto al año 2001 y, además cae un 7,8342% si se compara el resultado con el obtenido en el año 2000. Dado el contraste entre número de empleados y salario medio, es posible encontrar una posible explicación dado el nivel ocupado por los empleados contratados por la empresa. Así, el salario medio puede caer debido a que la mayoría de los nuevos empleados de la empresa ocupan niveles bajos en la escala de la empresa (operarios

de planta), lo cual como se verá más adelante, encuentra racionalidad dado el incremento observado en la producción de la empresa y, como se mencionó antes, en la contratación masiva acaecida en el año 2002 fruto del conflicto laboral que se produjo en la planta de Gibraltar.

En cuanto a la producción, destacar que la empresa hasta el año 2001 muestra una tendencia creciente, donde el crecimiento medio anual es de 4,4365% (Tabla 2). Destaca el resultado para el año 2001, donde la empresa alcanza un nivel de producción record que la convierte en el quinto productor mundial de acero inoxidable.

Hasta el año 2001, la mayor contribución para el crecimiento de la producción vino desde las divisiones de acería y laminado en frío, que crecieron, para el periodo 1997-2001, a una tasa media anual de 6,0172% y 7,3213%, respectivamente (Tabla 2), muy por encima de la tasa media anual de crecimiento de la producción total para el mismo periodo (4,4365%). En el caso de la línea de productos de proceso de laminado caliente, éstos experimentaron un retroceso global, ya que en el año 2002 se produjo un 0,0592% menos en comparación con 1997. Esta cifra puede parecer insignificante, pero se debe considerar el hecho que la línea de laminados en caliente representaba el 36,6433% del total de la producción en el año 1997, y en el año 2002 esta representatividad cayó para ser del 32,0853%.

En el caso del año 2002, la producción en el centro de acería y en laminado en caliente disminuyó, un 8,4283% y 2,9120%, respectivamente. En conjunto ello representó una caída en la producción de 108.588 toneladas métricas (Tabla 2).

Respecto de los productos laminados en frío, y contrario a los casos anteriores, éstos muestran una tendencia creciente para todo el periodo considerado (1997-2002). Su tasa de crecimiento anual, incluyendo el año 2002 fue de 6,2578%. Ello permitió que la contribución de esta línea se incrementara respecto del total de la producción. Así, para el año 2002, los productos elaborados en laminación en frío representaron el 26,8376% del total de producción, la cifra más elevada alcanzada en este rubro (Tabla 2). La otra consecuencia de esta tendencia tiene que ver con la importancia relativa de estos productos en el mix comercial de la empresa. De esta forma, y aunque siguen ocupando el tercer lugar de importancia, los bienes laminados en frío incrementaron en 4,0840% su participación en la producción (comparando los resultados del año 1997 y 2002), lo que significa una reducción de la brecha entre éstos y los bienes laminados en caliente, brecha que en 1997 era de 13,8897% y que alcanza el 5,2477% en 2002 (Tabla 2).

Tabla 2: Variables de Actividad para Acerinox S.A. (1997 - 2002)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Número Empleados	1.869	1.889	1.903	1.958	1.986	2.180
Coste Personal	65.466.970,23	71.244.990,24	75.160.691,52	87.808.249,38	83.857.700,38	90.104.990,03
Salario Medio Anual	35.027,81	37.715,72	39.495,90	44.845,89	42.224,42	41.332,56
Coste Personal / Coste Total Explotación	7,4155%	8,6247%	8,5788%	7,2465%	7,4446%	8,2489%
Producción (Tm)						
Acería	814.415	879.597	966.140	980.287	1.026.969	940.413
Laminado Caliente	734.990	687.950	682.207	707.965	756.587	734.555
Laminado Frío	456.391	504.312	516.782	592.461	602.345	614.416
Total (Tm)	2.005.796	2.071.859	2.165.129	2.280.713	2.385.901	2.289.384
Ventas	976.548.340,63	899.249.980,65	944.189.545,09	1.384.535.030,03	1.203.724.644,97	1.197.880.251,14
Ingresos Explotación	984.559.567,92	915.079.644,90	954.412.017,40	1.442.654.335,24	1.210.725.151,41	1.222.867.278,84
Ingresos Totales	1.021.036.753,40	919.623.945,00	969.316.951,53	1.451.049.684,52	1.254.689.091,38	1.244.352.870,20
Gasto Aprovisionamientos	656.312.424,59	615.422.695,65	629.944.258,22	926.978.262,08	814.006.628,95	813.372.559,10
Gasto Dotación de Amortizaciones	58.710.507,57	39.457.644,18	42.333.144,94	60.996.132,23	55.338.512,23	52.696.038,71
Otros Gastos de Explotación	102.325.612,09	99.947.837,75	115.758.664,08	135.740.989,57	144.206.201,40	136.129.491,65

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997 - 2002)

Este incremento en el nivel de producción (exceptuando el resultado del año 2002) no se complementa con un incremento en el nivel de ventas de la empresa. En este sentido, la explicación puede venir de nuevo por la caída experimentada en los precios internacionales del acero. Así, para el año 2001 en concreto, la producción total creció un 4,6121% respecto al año 2000. Sin embargo, los resultados de las ventas fueron negativos, ya que éstos cayeron un 13,0593% en 2001.

Para el año 2002, se observa de nuevo una posible explicación para el resultado de las ventas desde la perspectiva de los precios internacionales del acero, ya que la producción cayó en mayor proporción que los ingresos obtenidos por las ventas, un 4,0453 % y 0,4855%, respectivamente.

Un último comentario tiene que ver con el efecto de la medida del gobierno americano de imponer aranceles a la importación de acero. Esta medida no afectó de forma significativa el desempeño de Acerinox, debido a la composición geográfica de sus ventas.

De los datos presentados en la Tabla 3 se desprende que la empresa tiene en Europa su mercado natural. Las ventas a este mercado crecieron un 10,6873% entre 1998 y 2002. La inestabilidad en los mercados internacionales puede estar provocando que la empresa decida destinar sus ventas mayoritariamente a este mercado, en lugar de Asia o América.

Respecto a la evolución de las ventas en América, se observa cómo éstas se reducen en 2002, respecto a 1998, en un 60,1604%. Ello provoca que América sea el tercer mercado en importancia relativa para la empresa, siendo en este caso desplazado por el mercado asiático, al cual la empresa destinó en 2002 el 11,06% de sus ventas, cantidad superior en un 52,5517% a la alcanzada en 1998 (Tabla 3).

Como último apunte, destacar que las ventas a América en el año 2002 experimentaron su variación más brusca (dentro del periodo analizado), cayendo un 47,2753%. Ello podría ser consecuencia directa de la antes comentada medida arancelaria impuesta por USA en marzo del 2002. Dicha producción fue destinada al mercado europeo en su mayoría, ya que fue el único mercado de la empresa que experimentó en el 2002 un incremento en su importancia relativa dentro de la composición geográfica de las ventas de Acerinox (17,5237%) (Tabla 3).



**Tabla 3:** Distribución geográfica de las ventas de Acerinox S.A. (periodo 1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
Europa	72,8900%	65,6900%	73,9000%	68,6500%	80,6800%
América	18,7000%	19,2800%	15,0200%	14,1300%	7,4500%
Asia	7,2500%	13,9100%	10,3300%	15,8300%	11,0600%
Oceanía	0,4300%	0,4100%	0,2000%	0,4300%	0,2500%
África	0,7300%	0,7100%	0,5500%	0,9600%	0,5600%
<b>Total</b>	<b>100,0000%</b>	<b>100,0000%</b>	<b>100,0000%</b>	<b>100,0000%</b>	<b>100,0000%</b>

*Fuente:* Elaboración propia, a partir de Acerinox S.A., Memoria Anual (1998-2002).

## 2.2 Posición financiera

A través de este análisis se pretende evaluar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos comerciales y financieros tanto de corto plazo como de largo plazo.

Para tal fin se emplearán una serie de indicadores financieros, de los cuales el primero es el ratio de solvencia (*RS*) definido como:

$$RS_t = \frac{AC_t}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[1]

donde: *AC* = Activo Circulante y *EC* = Acreedores de Corto Plazo.

A través de esta ratio (*RS*) será posible hacer una primera valoración de la capacidad de pago de la empresa respecto a su deuda de corto plazo a través de sus inversiones de corto plazo. Sin embargo, este ratio no considera los riesgos inherentes a las inversiones de corto plazo, como lo son los propios de las existencias, de las relaciones con los clientes y de tesorería. Debido a ello el análisis se complementa con la introducción de los ratios de liquidez y tesorería.

En el caso del indicador de liquidez (*RL*), se indica la capacidad de pago de la empresa empleando sus activos netamente líquidos, elimi-

nando así el supuesto de realizar ventas adicionales para cubrir las obligaciones de corto plazo.

La expresión que define este indicador es la siguiente:

$$RL_t = \frac{(AC_t - ST_t)}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [2]$$

donde:  $ST$  = Existencias.

Para el ratio de tesorería ( $RT$ ), se indica la proporción de pasivo que puede ser cubierta empleando solamente el efectivo disponible en la empresa. Así, la notación para  $RT$  es:

$$RT_t = \frac{(TE_t - IF_t)}{EC_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [3]$$

donde:  $TE$  = Saldo de Tesorería y  $IF$  = Monto de Inversiones Financieras Temporales

Analizando las mismas definiciones tanto para el caso de  $RS$ , como de  $RL$  y  $RT$ , se desprende que estos indicadores permiten valorar la situación de cobertura de la empresa, pero respecto a su deuda de corto plazo. Para evaluar la posición financiera respecto a sus obligaciones totales (sin importar plazos) se hace necesario incorporar al análisis tres nuevos indicadores. En primer lugar, el ratio de garantía ( $RG$ ), que expone la posición de garantía de pago (o de riesgo financiero) de la empresa ante sus acreedores de corto y largo plazo.

$$RG_t = \frac{AR_t}{ET_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

$$AR_t = AT_t - GE_t - AJ_t - GD_t - AP_t$$

$$ET_t = EL_t + EC_t \quad [4]$$

donde:  $AR$  = Activo Real,  $AT$  = Activo Total,  $GE$  = Gastos de establecimiento,  $AJ$  = Ajustes de periodificación,  $GD$  = Gastos a distribuir en varios ejercicios y,  $AP$  = Acciones propias mantenidas en el Activo.

$ET$  = Exigible Financiero Total y,  $EL$  = Total de deuda a Largo Plazo

El ratio de financiamiento propio ( $RF$ ), que identifica la relación entre las fuentes de financiamiento de la empresa, sea ésta a través de crédito o de aportes de los socios capitalistas de la empresa. Para este estudio de caso se ha optado por definir este ratio como el resultado de los valores medios conocidos, con el fin de eliminar (si bien parcialmente) las distorsiones fruto de fuertes oscilaciones en las variables involucradas, hecho que podría afectar el resultado del indicador. Así, la notación del indicador  $RF$  es la siguiente:

$$\overline{RF}_{t-1,t} = \frac{\overline{EF}_{t-1,t}}{\overline{FP}_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [5]$$

donde:  $EF$  = Exigible financiero, el cual se obtiene descontando de  $ET$  el saldo de los acreedores comerciales.

$FP$  = Fondos Propios. La notación « $\bar{\phantom{x}}$ » denota el valor medio asumido por la variable correspondiente en los respectivos periodos de análisis.

Por último, el ratio de firmeza ( $RE$ ), que representa la cobertura que se hace de la deuda de largo plazo dado el inmovilizado neto de la empresa.

$$RE_t = \frac{IN_t}{EL_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [6]$$

donde:  $IN = IT - GE$

$IN$  = Inmovilizado Neto y  $IT$  = Inmovilizado Total

Los resultados obtenidos, en el caso de la empresa Acerinox S.A., para los indicadores de posición financiera expuestos se presentan en la Tabla 4.

**Tabla 4:** Indicadores de Posición Financiera para Acerinox S.A. (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
Solvencia ( <i>RS</i> )	2,8448	1,8925	2,1135	2,4572	2,4305
Liquidez ( <i>RL</i> )	1,7429	1,0748	1,2415	1,5783	1,4628
Tesorería ( <i>RT</i> )	0,0379	0,0190	0,0191	0,0208	0,0169
Garantía ( <i>RG</i> )	6,3974	4,3114	4,7133	5,8014	6,7067
Financiamiento Propio ( <i>RF</i> )	0,0739	0,1149	0,1488	0,1192	0,0870
Firmeza ( <i>RE</i> )	559,3872	688,7238	816,6634	1.098,9950	1.127,7058

*Fuente:* Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997-2002)

Realizando una evaluación de la evolución de los ratios de posición financiera de corto plazo (*RS*, *RL*, *RT*) se observa cómo la empresa cuenta con una posición que se podría considerar como positiva, ya que la cobertura de deuda de corto plazo se encuentra cubierta. Así, en el caso de *RL*, se observa cómo para el año 2002 la empresa está en condición de cubrir más del 100% de su deuda de corto plazo (146,28%). La relación se mantiene para todo el periodo, aunque se debe acotar que no es posible establecer una tendencia longitudinal en los resultados (Tabla 4).

En el caso de *RT*, se observa cómo, para el año 2002, el efectivo disponible en la empresa permite cubrir el 1,69% de la deuda de corto plazo (Tabla 4). Este resultado puede parecer negativo dada su magnitud. Sin embargo, se debe indicar que además de su interpretación básica, el resultado puede ser una consecuencia de la política de la empresa abocada a contar con pocas inversiones improductivas dentro de su activo, lo cual se considera favorable para el desempeño de la empresa.

Analizando el componente común a estos indicadores (*EC*), se observa cómo hasta el año 2000 existía una tendencia hacia el crecimiento de la deuda de corto plazo y, para el periodo 2000-2002, existe una clara tendencia hacia su disminución (Anexo 1). La causa de dicho comportamiento se encuentra principalmente en la disminución progresiva de la deuda con las entidades financieras, aunque en el año 2002 el total de *EC* crece respecto al año anterior debido al incremento en la deuda con empresas asociadas, lo que podría indicar que la empresa prefie-

re tener como acreedores empresas con las que tiene una relación comercial directa en lugar de relacionarse con entidades financieras. Ello, desde nuestra perspectiva, puede beneficiar a la empresa debido a que: (1) el desplazamiento de la fuente de financiamiento reduce las cargas por intereses y, (2) los procesos de negociación pueden ser sustancialmente más favorables para la empresa en el caso de llevarlos a cabo con empresas con las que comparte intereses de negocios (Anexo 1).

Respecto de los indicadores de posición financiera de largo plazo ( $RG$ ,  $RF$ ,  $RE$ ), se concluye que la empresa cuenta con una adecuada capacidad para ofrecer garantía a sus acreedores.

En el caso de  $RG$  se observa cómo, para el año 2002, Acerinox S.A. dispone de 6.7067 euros de activo real para cubrir el total de su deuda (Tabla 4). Ello nos permite afirmar que la empresa cuenta con una posición de garantía externa sólida y un riesgo financiero reducido ante sus acreedores.

A diferencia de los indicadores anteriores, en este caso sí es posible hablar de una tendencia creciente en el resultado de este indicador, desde el año 1999, el cual tiene su origen en un efecto conjunto producto de: (1) el aumento constante (aunque a distintas magnitudes) del activo inmovilizado, principalmente el inmovilizado financiero y, (2) la disminución del exigible total de la empresa, el cual se redujo en un 13,8367% en 2002 respecto al año 1999 (Anexo 1).

En lo que concierne al indicador  $RF$ , se concluye que para el año 2002 el financiamiento con coste ( $ET$ ) de Acerinox S.A. representaba un 8,70% de los fondos propios ( $FP$ ) (Tabla 4). Invirtiendo la relación

expuesta en [5], esto es  $\left(\overline{RF_{t-1,t}}\right)^{-1} = \frac{\overline{FP_{t-1,t}}}{\overline{EF_{t-1,t}}}$  para  $t = 1997, \dots, 2002$ , se

obtendría un resultado que nos indica la proporción de financiamiento propio de la empresa en relación a su deuda. En este caso, el resultado

para  $\left(\overline{RF_{t-1,t}}\right)^{-1}$  en el año 2002 (11.4993) muestra que la empresa cuenta mayoritariamente con un financiamiento interno, siendo el nivel existente de  $FP$  de 11.4993 veces, respecto al financiamiento con coste.

En este sentido, se debe acotar que este resultado es inferior al obtenido en 1998 (13.5336), pero además, existe una tendencia desde el año 2000 en la empresa hacia la preferencia de los fondos propios como fuente de financiamiento (Tabla 4). Esto, aunado al crecimiento de los activos de la empresa presentados en el Anexo 1, puede ser interpretado

como parte de la estrategia definida por la empresa para financiar su crecimiento a través de recursos sin coste de capital.

Además de la cobertura de la deuda, es importante analizar al interior de la empresa la gestión que es llevada a cabo respecto de sus inventarios (productos en almacenaje), de sus cuentas por cobrar y por pagar. Ello es debido a que el resultado de la gestión sobre estas partidas incide sobre los resultados de solvencia y rentabilidad de la empresa.

En cuanto a los indicadores de actividad, el primero seleccionado es el ratio de rotación de activos (*RA*), cuyo resultado nos permite conocer el negocio generado fruto de la inversión directa en activos de la empresa. Así, *RA* se define como:

$$RA_t = \frac{VT_t}{AT_{t-1,t}} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [7]$$

donde:

$$VT_t = IV_t + SV_t - DV_t$$

*VT* = Ventas Totales, *IV* = Ingresos por Ventas, *SV* = Servicios asociados a las ventas y, *DV* = Devoluciones sobre ventas.

Nota: A partir de aquí se entiende como *AT* el saldo reportado en el balance de situación descontando el saldo de las acciones propias mantenidas por la empresa<sup>3</sup>.

El segundo indicador de actividad es el Periodo Medio de Cobro (*PC*), el cual expresa el tiempo promedio que la empresa necesita para recuperar sus cuentas con los clientes. *PC* se expresa de la siguiente forma:

$$PC_t = \frac{DE_t}{\left(\frac{PE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [8]$$

donde: *DE* = Saldo cuentas por cobrar (Deudores)

En tercer lugar se considera el Periodo Medio de Pago (*PP*), que representa el tiempo promedio de crédito que la empresa tiene con sus proveedores. La notación para *PP* es:

$$PP_t = \frac{EC_t}{\left(\frac{PE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[9]

donde:  $PE = CE + GP + GV$

$PE$  = Pagos de Explotación,  $CE$  = Consumos de Explotación (Aprovisionamientos),  $GP$  = Gastos de Personal y,  $GV$  = Otros Gastos de Explotación.

Por último, se toma en cuenta el Periodo Medio de Almacenamiento ( $PA$ ), cuyo resultado expresa el tiempo promedio que las existencias de la empresa permanecen en bodegas.  $PA$  se expresa como:

$$PA_t = \frac{SE_t}{\left(\frac{CE_t}{365}\right)} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[10]

donde:  $SE$  = Saldo de Existencias

Los resultados obtenidos, en el caso de la empresa Acerinox S.A., para los indicadores de gestión empresarial complementarios propuestos se presentan en la Tabla 5.

Tabla 5: Indicadores de Actividad para Acerinox S.A. (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
Rotación Activos ( $RA$ )	0,9004	0,8818	1,1411	0,9454	0,8618
Periodo Medio de Cobro ( $PC$ )	107,2998	106,4084	87,2966	101,2068	98,9211
Periodo Medio de Pago ( $PP$ )	72,4013	116,8016	86,5327	75,6154	79,4423
Periodo Medio de Almacenamiento ( $PA$ )	101,9672	124,4509	93,6538	85,0755	98,2626

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997-2002)

En el caso concreto de Acerinox S.A. se observa cómo la producción muestra una evolución positiva, a excepción del año 2002 (Tabla 2). Sin embargo, la contracción por la que atraviesan los mercados internacionales afecta a la empresa y a su desempeño, y el resultado del indicador *RA* es una muestra de ello.

Evaluando la evolución del indicador *RA* se observa cómo a partir del año 2000 el resultado muestra una tendencia decreciente. El resultado del indicador para el año 2002 muestra que, por cada euro de inversión realizada en la empresa se generaron 0,8618 euros de ventas (Tabla 5). Los resultados hasta ahora muestran que la gestión de la empresa ha sido positiva, pero aun así existe una clara pérdida de dinamismo en la generación de negocio, ya que la producción respecto a la inversión cayó un 24,4776% en 2002 respecto al año 2000 (año que se alcanza el mayor nivel de rotación de activos) y, un 8.8463% respecto al 2001 (Tabla 5).

Esta tendencia decreciente, desde el año 2000, en la generación de negocio por parte de la empresa es consecuencia de elementos no sólo endógenos, sino que además se ha mostrado que existen factores exógenos a la gestión propia de la empresa, asociados principalmente al dinamismo de los mercados mundiales del acero, que repercuten de forma significativa en su actividad.

Respecto al indicador de rotación de las cuentas por cobrar (*PC*), su resultado muestra cómo en el año 2002 el periodo medio de cobro negociado por la empresa con sus clientes fue de más de un trimestre (3,69 meses) (Tabla 5). Además, de los resultados se desprende que hasta el año 2000 la tendencia en la empresa era la de acelerar el cobro de sus cuentas pendientes. No obstante, el resultado de *PC* para 2002 es superior al alcanzado en 2000 (13,3162%), lo que podría evidenciar la necesidad de la empresa por permitir una dilatación en el pago de sus deudas dadas las condiciones imperantes en el mercado del acero.

El resultado del periodo medio de pago (*PP*) indica que la empresa en el año 2002 contaba con un periodo medio de crédito de 79 días, por lo que la rotación de las cuentas con sus acreedores de corto plazo fue de 4,59 meses (Tabla 5). Este resultado es inferior al obtenido en el año 2000, pero superior al que se muestra para el 2001. En este punto se debe recordar la política de la empresa de trasladar sus créditos de corto plazo desde las empresas financieras hacia empresas asociadas, lo que podría significar negociar unos plazos de pago en condiciones más favorables para la empresa dado su poder de mercado.



Respecto al periodo medio de almacenamiento (*PA*), mencionar que el resultado para el año 2002 muestra que, en promedio, las existencias de la empresa permanecieron en bodegas cerca de 98 días (Tabla 5). En este sentido, cabe destacar la tendencia decreciente mostrada en el periodo 1999-2001, donde se redujo el periodo de almacenamiento medio en un 31,6393%. Ello posiblemente es consecuencia de la situación de los precios internacionales del acero (tendencia bajista), que podrían estar obligando a la empresa a liquidar sus existencias, aunque ello represente obtener menores ingresos (ventas).

### 2. 3. Rentabilidad

El valorar la eficiencia de una empresa a través de variables económico-financieras es especialmente útil si se asumen los supuestos que acompañan a la perspectiva del beneficio asumida muchas veces en el mundo empresarial y en la literatura económica. El principal supuesto que gira en torno a esta relación consiste en considerar a aquellas empresas con mejores resultados como más eficientes<sup>4</sup>. Una muestra del cuerpo de literatura económica cuyo objetivo (en distintos contextos) consiste en evaluar el desempeño de las organizaciones empleando como medidas de eficiencia ratios económico-financieros, se puede encontrar en los trabajos desarrollados por Boardman, A.E. y Vining, A.R. (1989), Vining, A.R. y Boardman, A.E. (1992), D'Souza, J. y Megginson, W. (1999); Verbrugge, J., Megginson, W. y Owens, W. (1999), La Porta, R.; López-de-Silanes, F. (1999) y Maudos, J., Pastor, J.M. y Pérez, F. (2002).

En este apartado se evaluarán los resultados de la empresa a través de indicadores financiero-económicos asociados a la empresa. Se evaluará en primera instancia la eficiencia económica de Acerinox S.A.. Concretamente se han seleccionado como indicadores de eficiencia financiera: la tasa de rentabilidad sobre el capital (*ROE*), la cual puede expresarse desde dos perspectivas,

$$ROE_t = \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002$$

[11]

donde: *BN* = Beneficio Neto y « $\bar{\phantom{x}}$ » denota el valor medio asumido por la variable correspondiente en los respectivos periodos de análisis.

En este caso se está en frente de la *ROE* típica, ya que se considera como resultado empresarial el beneficio neto. Nótese que, habitualmente la *ROE* se expresa como el cociente del beneficio neto y los fondos propios ( $ROE_t = \frac{BN_t}{FP_t}$ ). Sin embargo, en este caso de estudio se ha optado por promediar el valor que asume la partida de fondos propios, ello con el fin de aminorar el efecto, que sobre el resultado de la ratio puede tener, las ampliaciones de capital.

En segundo lugar, la rentabilidad ( $ROE^\alpha$ ) puede expresarse en términos del resultado antes de impuestos de la empresa, para cuyo caso la expresión se presenta de la siguiente forma:

$$ROE_t^\alpha = \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [12]$$

donde:  $BT = BO + BE$

$BT$  = Beneficio antes de impuestos,  $BO$  = Resultado Ordinario,  $BE$  = Resultado Extraordinario

Este indicador permite evaluar a las empresas eliminando la distorsión que podría crear en el resultado neto la base impositiva aplicable a cada empresa, ya que considera como resultado el beneficio antes de impuestos ( $BT$ ). Este hecho tiene especial interés ya que la carga impositiva de las empresas varía, y ello afecta en resultado del ratio presentado en [11]. De esta forma, la expresión [12] es una medida más exigente, debido a que elimina esta distorsión, la cual podría conducir el análisis (siempre considerando primero los resultados obtenidos) por un camino donde las empresas con una menor contribución tributaria son más eficientes.

El segundo indicador de rentabilidad considerado es la tasa de rentabilidad sobre los activos ( $ROA$ ),

$$ROA_t = \frac{(BT_t + GF_t)}{AT_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [13]$$

donde:  $GF$  = Gasto Financiero Total

En tercer lugar, la rentabilidad sobre el capital invertido (*ROI*),

$$ROI_t = \frac{(BT_t + GF_t)}{RT_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [14]$$

donde: *RT* = Recursos Totales y  $RT = FP + EF$

El análisis se complementa con la introducción de otras medidas de desempeño empresarial, como lo son: la tasa de margen de la explotación (*m*)

$$m_t = \frac{(BT_t + GF_t)}{VT_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [15]$$

y, la tasa de rentabilidad de la explotación (*REX*),

$$REX_t = \frac{BE_t}{AE_{t-1,t}} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [16]$$

donde:  $AE = AT - IC - IF$

*AE* = Activo de la explotación, *IC* = Inmovilizado Financiero

Los resultados para estas medidas de eficiencia para Acerinox S.A. se muestran en la Tabla 6.

Tabla 6: Indicadores de Rentabilidad para Acerinox S.A. (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>ROE</b>	7,3432%	8,5699%	19,7202%	7,7502%	8,1371%
<i>ROE</i> <sup>α</sup>	9,5452%	10,5150%	24,7875%	9,7247%	10,5820%
<b>ROA</b>	8,3450%	8,7018%	19,7189%	10,0734%	10,8294%
<i>ROI</i>	9,4417%	9,9299%	22,5628%	11,4010%	12,0816%
Rentabilidad de la Explotación ( <i>REX</i> )	13,8383%	11,6872%	30,9959%	11,4154%	18,6320%
Tasa de Margen de Actividad ( <i>m</i> )	9,2676%	9,8683%	17,2808%	10,6551%	12,5663%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997-2002)

En cuanto a la evolución de la *ROE* se observa cómo en el año 2002, por cada euro invertido por los propietarios de la empresa se generaron 0,0814 euros de beneficio neto (Tabla 6). En el caso de *ROE*<sup>α</sup>, su resultado muestra que para el mismo año se generaron 0,1058 euros de beneficio antes de la deducción de impuestos por cada euro invertido por los accionistas (Tabla 6). Los resultados muestran cómo en el año 2000 se alcanzaron unos resultados excepcionales, ello es debido al alto crecimiento de las ventas en ese año, un 46,6374% superior a las ventas de 1999 (Anexo 2).

Sin embargo, en el periodo 2001-2002 se observa el efecto negativo que tuvo la caída de los precios mundiales del acero, sobre los resultados de la empresa. En el caso del año 2001, la Tabla 2 muestra un crecimiento de la producción del 4,6121% respecto al año 2000, pero la crisis de los mercados internacionales provocó que los ingresos de la explotación cayeran un 16,0766% respecto al resultado del año 2000. De igual modo las ventas monetarias experimentaron una caída del 13,0593% en el año 2001 respecto al año 2000. Ello desembocó en una disminución del beneficio de la empresa en 2001 respecto al 2000 que, en el caso del beneficio neto (*BN*) fue de 57,2043% y de 57,2788% para el caso de los beneficios antes de impuestos (*BT*) (Anexo 2).

Para el caso del año 2002, la Tabla 2 muestra una caída importante en la producción de la empresa (-4,0453%), la cual, como se mencionó anteriormente, se explica en la contracción de los mercados mundiales y en la huelga de las empresas subcontratistas ubicadas en el Campo de Gibraltar. Además, se observa una disminución no significativa en las ventas de la empresa (-0,4855%) (Anexo 2). A ello se debe sumar la contención de gastos de explotación que llevó a cabo la empresa en este año, provocando que el resultado empresarial experimentase una leve mejoría, siendo éste de 8,1371% y de 10,5820% para la *ROE* y *ROE*<sup>α</sup>, respectivamente. (Tabla 6).

El efecto de esta política de contención de gastos de explotación llevada a cabo por la empresa en el año 2002 tiene su mejor reflejo al evaluar la evolución de la rentabilidad de la explotación (*REX*) y la tasa de margen (*m*) (Tabla 6). En el caso de *REX*, se observa cómo en el año 2001 experimenta una brusca caída, 63,1711%, la cual es prácticamente compensada en el año 2002 con un incremento del 63,2177%.

En el caso de la tasa de margen (*m*), la evolución del resultado no es comparable con lo observado para la *REX*, ya que en el año 2001 la caída que sufre el indicador (*m*) fue de 38,3413% pero, para el año

2002, la generación de beneficio a partir de las ventas mejoró en un 17,9370%.

Dado que se han obtenido los indicadores más relevantes de Acerinox, en este punto se propone realizar una comparación entre los resultados obtenidos en el caso de la rentabilidad de la empresa, y los indicadores de actividad de la misma. Ello con el fin de obtener una medida de análisis que permita concluir acerca de las variables que inciden en la rentabilidad de la empresa.

Para ello se propone aplicar una medida de descomposición sobre la rentabilidad de la empresa. En primer lugar, se entenderá la eficiencia de la empresa ( $ROA$ ) como una función de (1) su capacidad de generar beneficio vía imposición de altos precios ( $m$ ) y, (2) de su capacidad para generar negocio (actividad) durante el periodo de análisis ( $RA$ ), esto es,  $ROA_t = f(m_t, \overline{RA_{t-1,t}})$ . Lo anterior se expresa de la siguiente forma:

$$ROA_t = \left( \frac{[BT_t + GF_t]}{VT_t} \right) \times \left( \frac{VT_t}{AT_{t-1,t}} \right) \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [17]$$

De esta forma, la rentabilidad de la empresa, entendida como  $ROA$ , vendrá explicada como el producto de  $m$ , obtenida siguiendo [15] y, de  $RA$ , derivada anteriormente a través de [7]. Así, la expresión [17] también podría expresarse como  $ROA_t = m \times \overline{RA_{t-1,t}}$ . Los resultados para la descomposición propuesta se presenta en la Tabla 7.

Tabla 7: Factores explicativos de la ROA para Acerinox S.A. (periodo 1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
$ROA_t$	8,3450%	8,7018%	19,7189%	10,0734%	10,8294%
$ROA_t = m_t \times \overline{RA_{t-1,t}}$	8,3450%	8,7018%	19,7189%	10,0734%	10,8294%
Tasa de margen ( $m_t$ )	9,2676%	9,8683%	17,2808%	10,6551%	12,5663%
(Rotación de activos ( $\overline{RA_{t-1,t}}$ ))	0,9004	0,8818	1,1411	0,9454	0,8618

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997-2002)

De los resultados de la Tabla 7 se puede extraer dos conclusiones principales. En primer lugar, la empresa Acerinox, hasta el año 2000, está dedicada a generar beneficios vía incrementos en sus márgenes de explotación (siguiendo los resultados para  $m$ , antes expuestos). Además, y siguiendo los resultados presentados en la Tabla 2, se observa cómo las ventas crecen, en el periodo 1998-2000, a un mayor ritmo que la producción (unidades físicas) y los principales gastos de explotación. Así, las ventas en el año 2000 crecieron un 46,6374% (4,9974% para 1999), mientras que la producción creció un 5,3384% (4,5018% para 1999) y, los principales gastos de explotación en conjunto se incrementaron un 40,3531% (4,4940% para 1999). Ello, aunado al hecho que el indicador de actividad de la empresa ( $RA$ ) sólo creció un 29,4048% en el año 2000 y, que incluso decreció en 1999 (-2,7012%), puede servir de argumento para afirmar que la empresa durante este periodo obtuvo su rentabilidad ( $ROA$ ) mediante un efecto derivado de una política incremental de precios, principalmente.

En segundo lugar, y para el periodo 2000-2002, se observa el efecto que tuvo sobre la empresa la caída de los precios internacionales del acero. Se observa cómo la contribución de la actividad de la empresa ( $RA$ ) a su rentabilidad ( $ROA$ ) disminuye un 17,1483% en 2001 y un 8,8463% en 2002 (Tabla 7). Ello se complementa con los resultados expuestos en la Tabla 2, donde se observa de igual una caída en las ventas de la empresa (13,0593% en 2001 y 0,4855% en 2002) y una desaceleración en los volúmenes de producción, hasta alcanzar una reducción en 2002 de 4,0453% (Tabla 3).

De esta forma, Acerinox durante este periodo de incertidumbre y contracción de la demanda, que se refleja en una disminución del nivel de actividad, adopta una posición de incrementos en precios (lo que lleva a un incremento en su  $m$ ), lo cual la lleva a alcanzar en el año 2002, prácticamente el mismo nivel de rentabilidad ( $ROA$ ) (Tabla 7).

Como segunda medida de análisis, y con el fin de extender el análisis, es posible descomponer la tasa de rentabilidad sobre los fondos propios ( $ROE^{\alpha}$ ) antes obtenida, y de esta forma expresarla como una función de: (1) la  $ROI$ ; (2) de  $RF$ , que como se indicó anteriormente, es un indicador que muestra la relación (proporción) entre las fuentes de financiamiento de la empresa (sea ésta con o sin un coste financiero) y, (3) de una variable que refleje el coste que tiene para la empresa su financiación con coste financiero, la cual puede expresarse como el cociente de los gastos financieros de la empresa ( $GF$ ) dividido por el exigible financiero de la empresa ( $EF$ ), esto es

$$\left( \frac{GF_t}{EF_{t-1,t}} \right)$$

Así,  $ROE_t^\alpha = f \left( RO I_t, \left[ \frac{EF_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}} \right], \left[ \frac{GF_t}{EF_{t-1,t}} \right] \right)$ , lo que lleva a la formulación de la siguiente expresión:

$$ROE_t^\alpha = RO I_t + \left( \frac{EF_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left( RO I_t - \left[ \frac{GF_t}{EF_{t-1,t}} \right] \right) \quad [18]$$

Los resultados de esta descomposición de la ROE se muestran en la Tabla 8.

**Tabla 8:** Factores explicativos de la ROE para Acerinox S.A. (periodo 1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
$ROE_t^\alpha$	9,5452%	10,5150%	24,7875%	9,7247%	10,5820%
$ROE_t^\alpha = RO I_t + \left( \frac{EF_{t-1,t}}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left( RO I_t - \left[ \frac{GF_t}{EF_{t-1,t}} \right] \right)$	9,5452%	10,5150%	24,7875%	9,7247%	10,5820%
<i>ROI</i>	8,4829%	8,8576%	20,0777%	10,2589%	11,0032%
<i>RF</i>	7,3890%	11,4926%	14,8828%	11,9237%	8,6999%
$(GF / \overline{EF}_{t-1,t})$	8,0403%	4,8390%	7,6146%	25,4599%	29,3190%

*Fuente:* Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales de Acerinox S.A. (1997-2002)

De los resultados obtenidos se desprende que la estrategia de la empresa de financiar su crecimiento a través de recursos propios sin coste financiero para los periodos (t) 2001 y 2002 tiene un doble efecto sobre la eficiencia de la empresa ( $ROE_t^\alpha$ ) (Tabla 8). (1) Por un lado, se produce un incremento en la relación de contribución de gasto financiero (GF) respecto al exigible financiero (EF) de la empresa (acotando que es debido a una disminución de EF). (2) Por otro lado, se produce un beneficio para la empresa debido a que se manifiestan los efectos posi-

vos de financiar el crecimiento de la misma a través de recursos propios, esto es, mermar el peso que los costes de la deuda tienen sobre la eficiencia de la empresa ( $ROE_t^\alpha$ ).

Como último comentario, acotar que esta política es sana para la empresa en el largo plazo ya que, de continuar con esta tendencia de financiación, el efecto del coste de los recursos externos será cada vez menor a la hora de determinar la rentabilidad de la empresa ( $ROE_t^\alpha$ ), dejando más espacio para que los factores productivos inherentes a la firma (los cuales son endógenos a la empresa) sean los verdaderos determinantes de la eficiencia de ésta.

## **2.4. Resultado bursátil**

En este apartado interesa evaluar la gestión de la empresa desde la perspectiva de los propietarios de la misma (los accionistas). En este sentido, se tendrá en cuenta la reacción del mercado tanto ante los resultados de gestión alcanzados por Acerinox como ante los eventos exógenos que afectaron directamente a la firma en el periodo 2001-2003 (junio). En este apartado el horizonte temporal de análisis se reduce debido a problemas con la disponibilidad de información del precio de las acciones de Acerinox en las bases de datos de la Bolsa de Madrid.

Como medidas de desempeño bursátil, se han seleccionado dos ratios que nos permitirán valorar los resultados de la empresa (beneficios netos) desde la perspectiva de sus dueños (accionistas). Así, el primer indicador empleado en el beneficio por acción ( $BA$ ), el cual indica la cantidad de beneficio neto disponible para ser (potencialmente) distribuido por cada acción de la empresa. Dicha relación se expresa de la siguiente forma:

$$BA_t = \frac{BN_t}{NA_t} \quad t = 1998, \dots, 2002$$

[19]

donde:  $NA$  = Número de Acciones

Nótese que se considera como numerador el beneficio neto de la empresa. Ello debido a que éste es el resultado del ejercicio que puede, efectivamente e íntegramente, ser distribuido entre los accionistas de la empresa.



Como segundo indicador, se ha seleccionado una variable que permite conocer la proporción existente entre el valor de mercado de la empresa y sus beneficios generados. Para ello, primero se obtiene el indicador de capitalización bursátil ( $CB$ ), que simplemente indica el valor de la empresa en el mercado bursátil. Luego, esta variable, que se conoce como  $PER$  (por su denominación inglesa, Price Earnings Ratio) se expone como una proporción expresada en términos del beneficio neto del ejercicio de la empresa, de la siguiente manera:

$$PER_t = \frac{CB_t}{BN_t} \quad t = 1998, \dots, 2002 \quad [20]$$

donde:  $CB_t = NA_t \times PR_t$

$CB$  = Capitalización Bursátil,  $PR$  = Precio de mercado de la acción de la empresa al 31 de diciembre.

Esta variable expresada como su inversa, esto es  $(PER_t)^{-1}$ , representa un sólido indicador de lo que se puede entender como una ratio de rentabilidad típica ( $ROE$ ), pero en este caso expresada en términos de su valor en el mercado bursátil de las acciones de Acerinox, esto es  $\left(\frac{BN_t}{BB_t}\right)$ .

Los resultados para las variables antes indicadas se presentan en la Tabla 9.

En primer lugar, se observa cómo el componente que mayor incidencia tiene sobre  $CB$  es el precio de las acciones de la empresa, ello porque la variación del número de acciones solamente es importante en el año 2002 (Tabla 9). Respecto a la variable  $BN$ , se ha mencionado antes que su crecimiento en el año 2000 se explica por un incremento importante en la producción de la empresa, que se tradujo en mayores niveles de actividad. Sin embargo, a partir de este año se observa cómo la caída de los precios internacionales afecta el resultado en el año 2001.

**Tabla 9:** Indicadores Bursátiles para Acerinox S.A. (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
Número Acciones ( <i>NA</i> )	58.479.105	58.479.105	59.239.552	60.000.000	65.800.000
Cotización ( <i>PR</i> ) (a 31 de diciembre)	19,8600	39,6000	32,5000	37,5500	34,9900
<i>CB</i> = Acciones × Cotización Bursátil	1.161.395.025,30	2.315.772.558,00	1.925.285.440,00	2.253.000.000,00	2.302.342.000,00
Beneficio Neto del Ejercicio ( <i>BN</i> )	60.356.996,21	72.125.453,37	182.025.499,96	77.899.135,20	93.269.185,77
Beneficio Neto por Acción ( <i>BA</i> )	1,0321	1,2334	3,0727	1,2983	1,4175
Dividendo por Acción	0,4808	0,8114	0,9520	0,7737	0,7498
<i>PER</i>	19,2421	32,1076	10,5770	28,9220	24,6849
Variación Anual <i>PER</i>		66,8611%	-67,0576%	173,4423%	-14,6501%

*Fuente:* Elaboración propia a partir de la Memoria Anual de Acerinox S.A. (1998-2002)

Concerniente al *BA*, destacar que en el año 2002 su incremento respecto a 2001 se debe principalmente al incremento en los beneficios de la empresa, ya que se produce una importante emisión de acciones en la empresa, a lo que se debe aunar una caída en el precio de cotización de las acciones de Acerinox (que cae 6,8175%), afectando negativamente el resultado de *BA* (Tabla 9).

Este resultado se contrapone al compararlo con los dividendos por acción pagados por la empresa. Los resultados (Tabla 9) muestran que la empresa en el año 2000 paga la mayor cuantía por acción (0,9520 euros). Contrariamente, en el año 2001 el pago a los accionistas cae hasta 0,7737 euros por acción y, para el año 2002 se observa un incremento en el monto dedicado a dividendos. A pesar de este incremento en el pago de dividendos, se observa cómo el dividendo por acción se reduce respecto al resultado del año anterior (0,7498 euros por acción). Ello podría ser consecuencia de la dedicación de recursos a inmovilizado financiero, hecho que como se comentó anteriormente, perjudica al accionista al ser objeto de una cierta expropiación de renta.

Respecto a la evolución de la variación tanto del Índice Bursátil Ibex 35 como de las acciones de Acerinox, destacar que el año 2001 se

caracterizó por la volatilidad a raíz de la incertidumbre generalizada en los mercados internacionales por parte de los inversionistas, provocando una tendencia bajista desde el inicio del segundo semestre de 2001 (Gráfico 1).

El resultado obtenido por el *PER* muestra una alta variabilidad, propia del comportamiento de los mercados bursátiles (Tabla 9). Así, para el año 2001 se produce una caída en los beneficios de Acerinox, lo que supuso una caída en su cotización durante el segundo trimestre y principios del tercer trimestre del año (Gráfico 1).

Además y sin lugar a dudas, el principal evento que afectó los mercados bursátiles de todo el mundo y a sus empresas participantes (y negativamente) fueron los atentados terroristas acaecidos el 11 de septiembre contra objetivos ubicados en los Estados Unidos de América (el World Trade Center en New York y el Pentágono en Washington D.C., principalmente).

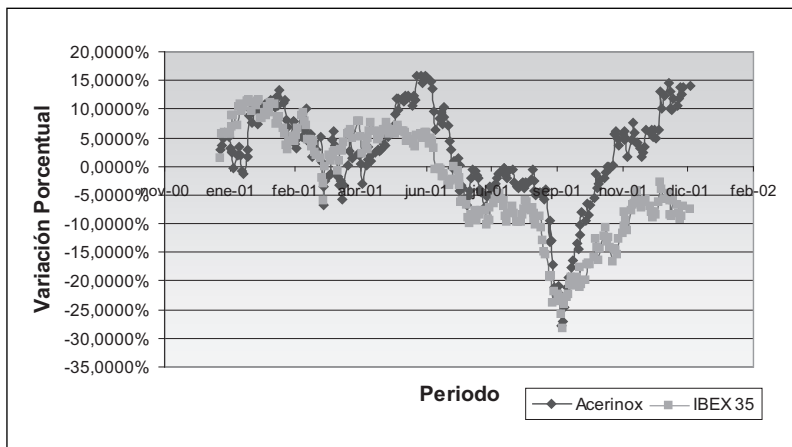
En este caso el Gráfico 1 muestra claramente el efecto de estos atentados sobre los agentes bursátiles. Se observa cómo la cotización de Acerinox cae desproporcionadamente en este mes, un 13,4185% ( $PR = 27,10$ ), lo que representaba una pérdida acumulada para el periodo enero-septiembre de 17,6792%.

Se debe mencionar que ante este escenario pesimista, el mes de octubre se convierte en un punto de inflexión, ya que se genera una tendencia al alza durante el último trimestre del año, dado que los bajos valores de cotización de las empresas atrae a los inversionistas.

Así, al final del año el Índice Bursátil IBEX 35 cierra con pérdidas en su valor, a pesar de su recuperación. La variación negativa acumulada durante el año es de 7,5175%, pasando de 9.080,20 puntos a 8.397,60.

En el caso del valor de la acción de Acerinox, ésta se revaloriza 15,5385%, cerrando el año con un valor de 37,55 euros por acción. Se ha de mencionar que la huelga antes comentada de los empleados de las empresas subcontratistas no afectó significativamente la valoración de las acciones de la empresa (Gráfico 1). Por último, mencionar que las acciones de Acerinox tuvieron durante este año un desempeño bursátil superior respecto al Ibex 35, lo que podría llevar a catalogar este valor como de «sólido» dentro del mercado bursátil español.

**Gráfico 1:** Evolución de la variación del valor de las acciones de Acerinox y de cotización del Índice Ibex 35 (periodo 2001)



*Fuente:* Elaboración propia, a partir de información de la Bolsa de Madrid

Durante el año 2002, la falta de dinamismo de las principales economías mundiales genera un clima de incertidumbre en los mercados bursátiles que desalienta a los inversionistas.

Sin embargo, a finales de 2001 se produjo un evento especialmente relevante, que produjo un importante efecto negativo sobre los mercados bursátiles y que acrecentó la contracción en los mercados financieros, esto es, la quiebra de la empresa energética Enron Corp.

Enron Corp. Era la empresa líder en el sector energético de USA y mundial, y la séptima empresa del país (USA), una empresa catalogada como modelo de empresa eficiente en la canalización de recursos energéticos.

En agosto del año 2001 comenzó lo que sería el escándalo por quiebra más grande en la historia de los mercados bursátiles. En este mes, Sherron Watkins, vicepresidente de la empresa cuestiona las acciones llevadas a cabo por el CEO y presidente del consejo de administración de la firma, Kenneth Lay, al cual le deja ver que la empresa «podría estar inmersa en serios escándalos contables». Además, Watkins cuestiona la política de la empresa de aconsejar a sus empleados vender las acciones de Enron, lo cual se convierte en una clara señal negativa hacia el mercado sobre el desempeño de la empresa (CNN News: 2002). El 21 de agosto se agrava la crisis cuando Michael Koper, antiguo directivo

de la empresa confiesa ante cargos de fraude y se convierte en el primer directivo de Enron Corp. en ser puesto bajo arresto por cargos de fraude contable (The Washington Post: 2003).

El 16 de octubre, la empresa anuncia unas pérdidas durante el primer trimestre por mil millones de dólares debido (según versión de la empresa) a bajos rendimientos en los precios energéticos. Esta es la primera vez en cuatro años que la empresa reporta pérdidas operativas. Ya en este punto la Comisión del Mercado Bursátil Americano (U.S. Securities and Exchange Commission) investiga las transacciones de Enron (CNN News: 2002).

La empresa, a través de su director financiero (Andrew Fastow), empleó oscuras fórmulas contables que proliferaron en los años noventa, ante el crecimiento de las empresas asociadas a Internet, las cuales se encontraban ávidas de un modelo contable ante lo específico de sus operaciones y su alto valor en intangibles. Ello le permitió a Enron Corp crear unos beneficios ficticios de casi 600 millones de US\$ desde 1997. (El Mundo: 2001).

En este punto, la pequeña empresa competidora Dynegy aparecía en el escenario como posible salvadora de la empresa, al proponerse a adquirir Enron por nueve mil millones de dólares. Un anuncio que buscaba mermar la caída del mercado bursátil y energético principalmente. Sin embargo, para el 28 de noviembre Dynegy consideró que debía asegurar la posición de sus accionistas y decide no adquirir Enron dadas las lamentables condiciones financieras de la empresa. De esta forma, las acciones de Enron se desploman en bolsa (New York Stock Exchange, NYSE y NASDAQ Composite) y cierran por debajo de \$0,40 (a cierre de 2000 la acción de Enron cotizaba cerca de los \$90) (El Mundo: 2001).

Ello provocó la mayor quiebra en la historia de los mercados financieros, ya que Enron Corp. liquidó casi 50.000 millones de dólares en activos, mientras que el mayor caso de quiebra anterior fue el de Texaco, en 1987, la cual liquidó 37.000 millones de dólares.

La declaración de quiebra definitiva de la empresa se produce (convenientemente) el domingo 2 de diciembre de 2001. Arthur Andersen Consulting, sede auditora corporativa de Enron, fue investigada por el ente regulador americano (U.S. Securities and Exchange Commission) por obviar principios contables básicos y que afectaban directamente los estados financieros y los resultados de la empresa.

La primera víctima colateral de la quiebra de Enron Corp es la confianza de los inversionistas acerca de la transparencia del sistema y la

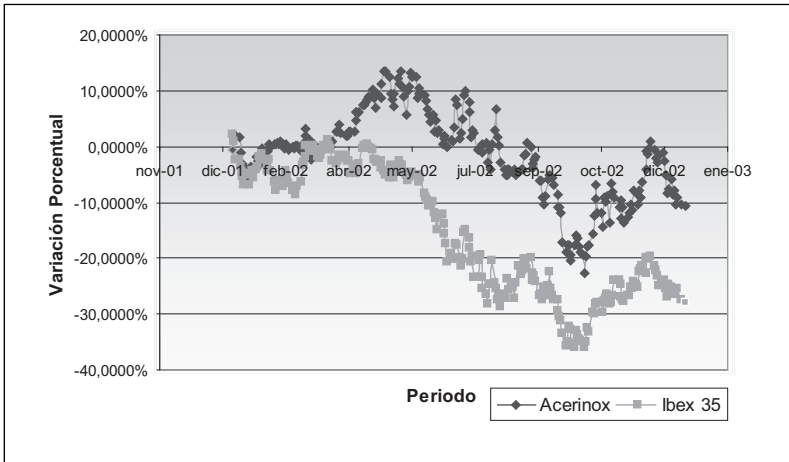
credibilidad de las empresas que operan en estos mercados, así como de las firmas consultoras que las evalúan y auditan. Un ejemplo de ello es el caso de Lehmann Brothers, empresa consultora, la cual mantuvo una calificación de «compra fuerte» para Enron durante la primera etapa de la crisis (CNN Money News: 2002).

La aplicación de prácticas contables fraudulentas por parte de Enron deja claro que es posible que las empresas maquillen resultados financieros, engañando a los últimos propietarios de la firma. En este sentido, resaltar que las empresas consultoras y auditoras no están exentas de responsabilidad, ya que su accionar indirectamente afecta la credibilidad que sobre el mercado financiero tienen los pequeños y grandes inversionistas. Este hecho (caso Enron) provocó que los mercados financieros en 2002 se mostraran con una alta desconfianza, lo que se reflejó en los resultados de los principales índices bursátiles. En el caso del principal índice madrileño, Ibex 35, éste cerró el año en 6.036,90 puntos, lo que significa registrar una pérdida del 27,9357% de su valor (Gráfico 2).

Destacar, como hecho relevante para Acerinox que, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) decide en diciembre de 2002, vender el 5% que posee de Acerinox a accionistas institucionales (Bolsa de Madrid: 2003). La operación se realizó a un precio de venta de 37,60 euros por acción, lo que permitió obtener al banco una plusvalía en la operación de 37 millones de euros (La Vanguardia: 2002 e, f). Esta operación no fue bien recibida por el mercado, ya que fue interpretada como una señal negativa sobre el desempeño de la empresa. La cotización de la acción de Acerinox en diciembre de 2002 perdió un 11,3454% (*PA* pasó de ser 38,88 el 2 de diciembre a ser igual a 34,99 el 31 de diciembre) (Bolsa de Madrid: 2003).

En el caso de Acerinox, resaltar que este hecho, aunado a la incertidumbre y la crisis de confianza, debe ir a la par de la crisis del mercado del acero. Así, la acción de la empresa cerró con una pérdida acumulada de un 6,8176% (*PA* = 34,99) (Tabla 9). Por último, destacar que pese a los resultados negativos, en 2002 el título de Acerinox tuvo de nuevo un mejor desempeño bursátil comparado con el índice Ibex 35.

**Gráfico 2:** Evolución de la variación del valor de las acciones de Acerinox y de cotización del Índice Ibex 35 (periodo 2002)



*Fuente:* Elaboración propia, a partir de información de la Bolsa de Madrid

Adicionalmente, es posible proponer una medida de descomposición que permita ampliar el análisis y explicar la ratio *PER* en función de dos variables: (1) por un lado, una variable que sirva de aproximación para conocer la relación proporcional que tiene la valoración que el mercado hace de la empresa, respecto de su valor contable y, (2) el segundo lugar de la rentabilidad de la empresa (*ROE*). La formulación de estas relaciones se presenta a continuación:

$$PER_t = \left( \frac{CB_t}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left( \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \right)^{-1} \quad t = 1997, \dots, 2002 \quad [21]$$

En este caso, el *PER* se explica por un primer término  $(CB_t / FP_{t-1,t})$ , que representa el valor de mercado de la empresa (*CB*) respecto al valor contable de ésta (*FP*), lo cual puede interpretarse como la relación entre el valor que está el mercado dispuesto a pagar por las acciones de la empresa y su valor contable. La segunda variable implícita es la tasa de rentabilidad de la empresa (*ROE*), expresada en términos inversos, tal y como fue presentado en [11].

**Tabla 10:** Descomposición propuesta para el ratio PER, Acerinox S.A.(periodo 1998-2002)

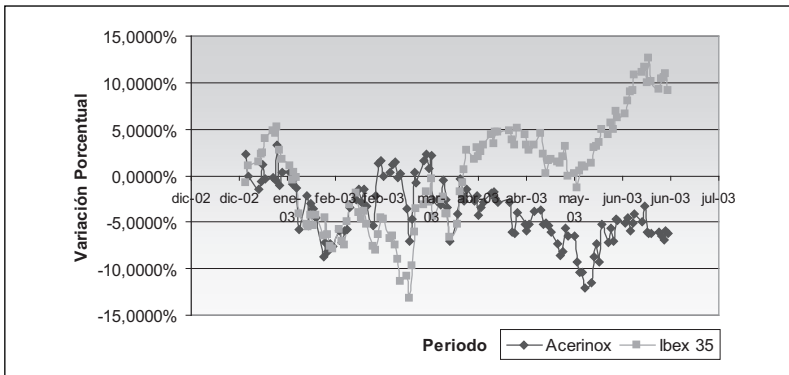
	1998	1999	2000	2001	2002
$PER_t$	19,2421	32,1076	10,5770	28,9220	24,6849
$PER_t = \left( \frac{CB_t}{FP_{t-1,t}} \right) \times \left( \frac{BN_t}{FP_{t-1,t}} \right)^{-1}$	19,2421	32,1076	10,5770	28,9220	24,6849
$(CB_t / FP_{t-1,t})$	1,4130	2,7516	2,0858	2,2415	2,0086
$ROE_t^{-1}$	13,6180	11,6687	5,0709	12,9029	12,2894

Fuente: Elaboración propia, a partir de Memoria Anual, Acerinox S.A. (1997-2002)

Por último, en el análisis se incluye en primer semestre del año 2003, ya que interesa conocer la evolución del principal mercado bursátil español y de la empresa Acerinox, tras el inicio, el 20 de marzo, de la Guerra de Irak y que finalizó el 9 de abril del mismo con la toma de Bagdad (aunque oficialmente la guerra se declaró como finalizada el 1 de mayo).

Como se observa en el Gráfico 3, la tensión acumulada por el accionar político internacional tuvo su mayor repercusión en el mercado bursátil durante febrero del 2003. En este periodo el Ibex 35 ya cotizaba de nuevo por debajo de los 6.000 puntos. El inicio de la guerra marcó un punto negativo en la evolución de los mercados.

**Gráfico 3:** Evolución de la variación del valor de las acciones de Acerinox y de cotización del Índice Ibex 35 (periodo enero-junio 2003)



Fuente: Elaboración propia, a partir de información de la Bolsa de Madrid



En el caso de Acerinox, sus acciones también resintieron (con una intensidad homogénea a la del índice bursátil) los efectos del conflicto bélico (Gráfico 3). En este caso, se debe aclarar que estas conclusiones son consecuencia de considerar el principal hecho relevante del periodo bajo estudio, pero ello no implica la existencia de una directa causalidad en la relación propuesta, ya que existen (con una alta probabilidad) otros factores que pueden afectar el desempeño tanto del Ibex 35 como de las acciones de Acerinox.

Un caso de ello fue el anuncio hecho por el Banco Central de los Estados Unidos de América (The U.S. Federal Reserve) en julio donde se anuncia que la economía americana, durante el primer trimestre del año, creció un 1,5% (tasa interanual), y que dicho crecimiento se prevé sea continuado ahora en la postguerra. El informe remarca el repunte del sector inmobiliario, del consumo y sobre todo de la actividad de defensa (militar), junto a una menor caída del desempleo, como las causas de dicho repunte económico. (The Federal Reserve Act: 2003). El informe es austero y las perspectivas económicas para el resto del periodo son modestas. Sin embargo, el crecimiento en la actividad manufacturera y el crecimiento del consumo (tanto en USA como en la zona Euro) son señales positivas para un mercado carente de incentivos para invertir.

## ***2.5. Participantes del sector del acero en Europa y España (Benchmark analysis)***

Este apartado se presenta como una extensión al análisis antes llevado a cabo. Acerinox se presenta participante del sector del acero (concretamente se dedica a la producción de acero inoxidable) y, dado que es una empresa con un margen de actuación global, interesa conocer su desempeño respecto al resto de empresas del sector del acero español y europeo. Para ello se recurrió a las bases de datos del SABI<sup>5</sup>, de donde se extrajeron los datos del mercado español y, de la base BACH<sup>6</sup>, organizada por la Unión Europea, de la cual fue posible extraer información de las empresas que participan en el mercado del acero europeo.

Para la identificación apropiada de los sectores con los cuales Acerinox es directamente comparable, se tomó como referencia el Índice de Actividad Económica asignado a cada empresa (y sector, consecuentemente), como primera referencia. En este sentido, los sectores que com-

pitén en el mercado del acero se identifican con la denominación 221 (Siderurgia Integral y no Integral), 222 (Siderurgia no Integral), 223 (Fabricación de Tubos de Acero), 224 (Trefilado, Estirado, Perfilado y Laminado en frío de Acero) y, 225 (Producción y Transformación de metales no férreos). Debido a problemas de disponibilidad de información, se elimina como grupo de comparación para este caso el sector 223.

El número de empresas que conforman estos sectores, y cuya información se encuentra disponible en la base de datos (SABI) para el año 2000 es de 184<sup>7</sup>. La distribución de la muestra por tamaño de la empresa (número de empleados) se muestra en la Tabla 11.

La información de carácter financiero contable se encuentra disponible para el periodo 1998-2001, lo cual permite realizar una apropiada comparación de la empresa bajo estudio (Acerinox) y de sus competidores más directos en España.

**Tabla 11:** Indicadores descriptivos de la muestra seleccionada para España (año 2000)

<b>Sector</b>	<b>Empresas Pequeñas (&lt; 50 empleados)</b>	<b>Empresas Medianas (50 &lt; empleados &lt; 250)</b>	<b>Empresas Grandes (&gt; 250 empleados)</b>	<b>Total Empresas</b>
221	21	5	3	29
222	27	10	8	45
223	9	8	4	21
224	22	9	7	38
225	31	14	6	51
<b>Total</b>	<b>110</b>	<b>46</b>	<b>28</b>	<b>184</b>

*Fuente:* Elaboración propia

Se observa cómo en su mayoría todos los sectores considerados están formados por empresas pequeñas (59,7826%), mientras que las empresas grandes son las que representan la menor proporción del total de empresas (15,2174%) (Tabla 11).

Dado que Acerinox es una empresa de gran tamaño, y para evitar sesgos en la evaluación, se ha decidido realizar el análisis comparativo teniendo en cuenta solamente a las empresas grandes para las que se dispone de información<sup>8</sup>. Finalmente, las empresas seleccionadas para el análisis, una vez depurada la información<sup>9</sup>, son aquellas de gran tamaño, 28 empresas, que representan el 15,2174% de las empresas con información disponible (Tabla 11).

Para el caso de las empresas que compiten en Europa, fue posible realizar una agrupación sectorial bajo los mismos criterios de selección antes mencionados. Respecto a los países de los cuales se cuenta con información, además de España, éstos son: (1) Alemania, (2) Austria, (3) Bélgica, (4) Dinamarca, (5) Finlandia, (6) Francia, (7) Italia, (8) Países Bajos, (9) Portugal y, (10) Suecia.

En este caso (sector del acero europeo) no es posible contar con el número de empresas que conforman la muestra, debido a la agregación de la información disponible, lo cual no supone un obstáculo para considerar esta información como no representativa, ya que sí se dispone de información relacionada con el tamaño de las empresas involucradas.

Debido a la disponibilidad de la información y, a los intereses de este trabajo, la comparación entre Acerinox y sus competidores españoles y europeos se realizará en términos de indicadores financieros e indicadores de actividad.

En primer lugar, se consideran cuatro de los indicadores de posición financiera, éstos son  $RS$  [1],  $RL$  [2],  $RT$  [3] y  $RF$  [5] como variables de interés. En el caso del  $RF$ , se debe mencionar que éste ha sido modificado, en función de la disponibilidad de la información. La relación pre-

sentada aquí permite obtener la ratio  $RF$  típica, esto es,  $\left( RF_t = \frac{EF_t}{FP_t} \right)$  para ( $t = 1998, \dots, 2001$ ). Los resultados se muestran en la Tabla 12.

**Tabla 12:** Comparación de Indicadores de Posición Financiera, Acerinox-España-Europa (periodo 1998-2001)

<b>Indicador</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Solvencia ( $RS_t$ )				
Acerinox	2,8448	1,8925	2,1135	2,4572
España	0,0153	0,0156	0,0153	0,0164
Europa	1,3356	1,4845	2,1235	2,1612
Liquidez ( $RL_t$ )				
Acerinox	1,7429	1,0748	1,2415	1,5783
España	0,0096	0,0100	0,0100	0,0108
Europa	0,9563	1,0840	1,4953	1,4306
Tesorería ( $RT_t$ )				
Acerinox	0,0379	0,0190	0,0191	0,0208
España	0,0021	0,0027	0,0027	0,0027
Europa	0,1014	0,1471	0,1911	0,2454
Financiamiento Propio ( $RF_t$ )				
Acerinox	0,0784	0,1503	0,1475	0,0917
España	66,2317	70,7294	69,9873	62,6276
Europa	1,9777	2,6209	2,6564	2,6829

*Fuente:* Elaboración propia

Los resultados de la Tabla 12 muestran que Acerinox cuenta con una mejor cobertura de su pasivo de corto plazo ( $RS$ ,  $RL$ ) respecto del sector español y europeo durante todo el periodo considerado. Sin embargo, respecto a  $RT$  se debe acotar que es el sector europeo el que cuenta con mayores recursos líquidos (efectivo disponible) para hacer frente a su deuda de corto plazo, siendo en este caso el sector del acero español el que peor cobertura presenta durante todo el intervalo de tiempo (Tabla 12).

Respecto al coeficiente de financiamiento ( $RF$ ), se observa cómo el sector español cuenta con un nivel de endeudamiento muy elevado respecto al resto de sectores. De esta forma, se podría estar en presencia de empresas muy poco capitalizadas (a pesar de ser consideradas como grandes). Por otro lado, se observa en las empresas europeas una tendencia hacia el incremento de esta razón, durante todo el periodo, lo que podría significar que estas empresas han estado incrementando su financia-

miento bancario (Tabla 12). A pesar de modificar la expresión [5], no se observan mayores cambios en los resultados del  $RF$  para Acerinox. Así, respecto a las empresas del sector español y europeo, Acerinox cuenta con un financiamiento basado principalmente en aportes de capital.

Como segundo grupo de indicadores de interés, se consideran los cuatro indicadores de actividad, esto es,  $RA$  [7],  $PC$  [8],  $PP$  [9] y  $PA$  [10]. Destacar que, al igual que en el caso de  $RF$ , la ratio  $RA$  ha sido modificada para lograr una comparación eficiente con los sectores incluidos en el análisis. En este caso, se propone la ratio de rotación de activos típica ( $RA$ ), esto es,  $\left( RA_t = \frac{VT_t}{AT_t} \right)$  para ( $t = 1998, \dots, 2001$ ). Los resultados se presentan en la Tabla 13.

**Tabla 13:** Comparación de Indicadores de Actividad, Acerinox-España-Europa (periodo 1998-2001)

<b>Indicador</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<i>RA</i>				
Acerinox	0,8950	0,8306	1,0733	0,9580
España	1,2363	1,2612	1,1524	1,2186
Europa	1,0901	1,0339	1,0217	1,0401
<i>PC</i>				
Acerinox	107,2998	106,4084	87,2966	101,2068
España	85,3887	88,5247	93,2864	84,5863
Europa	144,1824	138,9119	139,8537	124,1849
<i>PP</i>				
Acerinox	72,4013	116,8016	86,5327	75,6154
España	128,3504	133,6002	139,2599	123,1729
Europa	190,6009	169,3889	120,1649	117,5829
<i>PA</i>				
Acerinox	101,9672	124,4509	93,6538	85,0755
España	100,1555	105,4924	106,3991	102,3372
Europa	90,7606	93,9679	116,5734	132,1285

*Fuente:* Elaboración propia.

Realizando una valoración de la razón de actividad (*RA*), se observa cómo Acerinox, al ser una empresa participante del mercado mundial del acero, está más expuesta a la coyuntura internacional y sectorial. El negocio generado por la inversión de la empresa es, durante todo el periodo, inferior si se compara con las empresas españolas y europeas (Tabla 13). En cambio, el sector español logra, en promedio para todo el periodo, generar por cada euro de inversión 1,2171 euros de negocio (ventas) (Tabla 13). Para el sector europeo, la relación media de ventas generadas respecto a la inversión es de 1,0464 euros (Tabla 13).

Respecto al *PC*, los resultados muestran que el sector europeo es el que más tiempo demora en recuperar sus cuentas por cobrar (deudores). Este comportamiento se mantiene durante todo el periodo y, dado que la diferencia en cada año es significativa respecto tanto de Acerinox como del sector español, podría significar que dentro del sector europeo existen empresas que podrían tener dentro de su cartera de deudores clientes morosos (Tabla 13).

Además, se observa en el sector español una tendencia creciente en este indicador (*PC*) en el periodo 1998-2000, mientras que para Acerinox la tendencia es opuesta para el mismo periodo (Tabla 13).

Los resultados para el *PA* muestran un sector europeo que resiente el efecto de la crisis en los mercados internacionales del acero. Durante todo el periodo, se observa cómo sus existencias permanecen cada vez más tiempo en bodegas. Así, si en 1998 el sector europeo contaba con el menor *PA* (comparado con Acerinox y el sector español), un mes, para el año 2001 este periodo crecía hasta llegar a ser de más de cuatro meses, mientras que en España la relación se mantiene estable, por sobre los tres meses (Tabla 13).

En el caso de Acerinox, se observa cómo la empresa, a pesar de la crisis en los mercados, disminuye su periodo de almacenamiento desde el año 1999. como se comentó anteriormente, ello podría ser reflejo de una política de la empresa de aumentar su producción a la vez de liberar *stocks*, aunque ello represente generar menores ventas.

Por último, se consideran en el análisis tres de los indicadores de rentabilidad presentados anteriormente: (1) la tasa de margen (*m*) [15], (2) la tasa de rentabilidad financiera (*ROE*), sujeta antes de una modificación a la expresada en [12]. Dada la disponibilidad de los datos y, para poder cumplir el objetivo de llevar a cabo una comparación efectiva entre los grupos propuestos, se modificó el cálculo de este indicador. En este caso, se toma como base de cálculo la siguiente expresión,

$\left( ROE_t = \frac{BT_t}{FP_t} \right)$  para  $(t = 1998, \dots, 2001)$ . Esta nueva ratio supone una

modificación a la mostrada en [12], ya que se considera como denominador el saldo de los fondos propios mantenidos por la empresa en el periodo concreto de estudio  $(t)$ . Respecto al numerador, se mantiene el criterio de alejar posibles sesgos fruto de la contribución impositiva, por lo que se sigue considerando en este punto el resultado de la empresa antes de impuestos  $(BT)$ . (3) Por último, se considera la rentabilidad sobre los activos  $(ROA)$ , cuyo cálculo se basa en la expresión [13], pero modificando el denominador. Al igual que en el caso de la  $ROE$ , la disponibilidad de la información obliga a cambiar el numerador, imponiéndose en este caso el saldo del activo total  $(AT)$  mantenido por la empresa para cada periodo concreto  $(t)$ . La expresión resultante para calcular esta ratio, una  $ROA$  típica, es la siguiente:

$\left( ROA_t = \frac{BT_t}{AT_t} \right)$  para  $(t = 1998, \dots, 2001)$ .

Los resultados de los cálculos son presentados en la Tabla 14.

**Tabla 14:** Comparación de Indicadores de Rentabilidad, Acerinox-España-Europa (periodo 1998-2001)

<b>Indicador</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<i>ROE</i>				
Acerinox	9,4698%	10,3630%	23,0613%	9,6006%
España	12,4028%	16,3946%	13,2747%	12,9211%
Europa	11,1114%	31,9816%	28,6031%	27,6886%
<i>ROA</i>				
Acerinox	8,2941%	8,1969%	18,5476%	10,2077%
España	6,8465%	9,2524%	6,8318%	7,2971%
Europa	3,7169%	7,1653%	5,3009%	4,1622%
<i>m</i>				
Acerinox	9,2676%	9,8683%	17,2808%	10,6551%
España	5,2838%	7,5425%	5,9752%	5,7542%
Europa	3,4098%	6,9302%	5,1884%	4,0018%

*Fuente:* Elaboración propia.

Los resultados para la *ROE* muestran cómo el sector español presenta una tendencia decreciente desde el año 1999. Esta tendencia se repite para el sector europeo, pero en este caso se debe mencionar que existe una brusca variación del indicador (*ROE*) de 1998 a 1999 (Tabla 14). Respecto de la tasa de margen (*m*), se observa que Acerinox es comparativamente, la que cuenta durante todo el periodo con mayores márgenes de beneficio. Por otro lado, el sector europeo es el que presenta los menores márgenes de beneficio para todo el periodo estudiado (Tabla 14).

Como último punto, se propone realizar la descomposición de la tasa de rentabilidad de la empresa, la *ROA*. Dadas las características de la información, la relación presentada en [17] se modifica para realizar este cálculo, ya que ahora se considera la siguiente expresión comple-

mentaria,  $\left( ROA_t = \frac{BT_t + GF_t}{VT_t} \right) \times \left( \frac{VT_t}{AT_t} \right)$  para ( $t = 1998, \dots, 2001$ ). Esta

relación mantiene el mismo principio de análisis que la expresión [17], y el único cambio se produce en la consideración de los activos de la empresa, y dado que , sus resultados siguen siendo válidos para el análisis. Los resultados se muestran en la Tabla 15.

Tabla 15: Descomposición de la *ROA*, Acerinox-España-Europa

	<b>(Periodo 1998-2001)</b>			
	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Acerinox				
$RA_t$	0,8950	0,8306	1,0733	0,9580
$m_t$	9,2676%	9,8683%	17,2808%	10,6551%
$ROA_t$	8,2941%	8,1969%	18,5476%	10,2077%
España				
$RA_t$	1,2363	1,2612	1,1524	1,2186
$m_t$	5,2838%	7,5425%	5,9752%	5,7542%
$ROA_t$	6,5321%	9,5123%	6,8855%	7,0120%
Europa				
$RA_t$	1,0901	1,0339	1,0217	1,0401
$m_t$	3,4098%	6,9302%	5,1884%	4,0018%
$ROA_t$	3,7169%	7,1653%	5,3009%	4,1622%



Como extensión del análisis, se observa cómo para el caso de Acerinox su rentabilidad, entendida como *ROA*, está explicada mayoritariamente por los altos márgenes de beneficio con que opera la empresa. Además, se observa cómo solamente en el año 2000 la empresa logró generar un  $RA > 1$ , el resto del periodo la empresa no llegó a generar un euro de negocio por cada euro invertido (Tabla 15).

Caso contrario se observa en las empresas europeas y españolas, ya que en ambos casos se observa cómo las empresas operan con bajos márgenes de beneficio, pero sin embargo, cuentan con una gestión ciertamente dinámica (si se compara con Acerinox) (Tabla 15). Estas empresas (españolas y europeas) para todo el periodo lograron generar más de un euro de ventas por cada euro invertido en la actividad, lo que podría reflejar que su exposición a los efectos negativos del mercado internacional parece ser menor al caso de Acerinox.

### **3. Conclusiones**

A través de este documento se ha podido constatar que Acerinox es una empresa sólida y que a pesar de la situación negativa de las principales economías internacionales, la empresa enfrenta con éxito un proceso de crecimiento.

Respecto a la posición financiera de Acerinox, se ha podido constatar cómo la empresa cuenta con un nivel de cobertura de pasivo de corto plazo y de garantía sobre la deuda más que apropiado, aunque se debe destacar el bajo nivel de efectivo disponible en la empresa para cubrir la deuda de corto plazo, lo que afecta la liquidez de ésta negativamente pero que significa que la empresa está abocada a mantener saldos bajos de activos no productivos en la empresa.

A lo largo del análisis se observa cómo la empresa está expuesta a las condiciones imperantes en los mercados internacionales. Desde 1999 la economía de los países más desarrollados atraviesa por una crisis, y ello afecta al sector mundial del acero, el cual ha experimentado una caída generalizada en los precios de sus productos. Esta situación ha afectado negativamente a Acerinox, y ello se refleja en la caída de la generación de negocio (ventas) respecto al capital invertido en activos medios desde el año 2000, año en que incluso a pesar de incrementar la producción se tuvo como resultado una caída en las ventas totales. Esta situación ha provocado que la empresa opte por imponer su poder de

mercado (es el quinto productor mundial de acero inoxidable) y acabe proponiendo altos márgenes de beneficio, en aras de no deteriorar sus niveles de eficiencia, entendidos como *ROE* y *ROA*.

Esta situación se complementa con la identificación de las fuentes que financian el crecimiento de la empresa. Los resultados muestran cómo la empresa tiene una clara inclinación de preferencia hacia los recursos propios, dejando de lado la financiación a través de recursos con coste financiero directo (deuda bancaria). Esto provoca que la deuda con coste financiero de la empresa tenga una escasa contribución respecto a sus inversiones (*efecto leverage o apalancamiento*) y que su *ROE* se determine más por factores asociados a la actividad de la empresa, los cuales son hasta cierto punto controlables por la empresa, lo que representa una mejora en la posición de la empresa en este sentido.

Realizando una comparación del desempeño de Acerinox respecto a las empresas de gran tamaño que participan en España y Europa, la principal conclusión que se extrae es que las empresas que compiten dentro del mercado natural de Acerinox (España y Europa) cuentan con una menor exposición a situaciones negativas relacionadas con los mercados internacionales. Ello debido a que estas empresas mantienen una gestión más dinámica en comparación con Acerinox (a pesar de la coyuntura que atraviesa el sector y sus niveles de precios internacionales) y, ello les permite mantener unos márgenes de beneficio menores, favoreciendo la generación de actividad.

Respecto a las inversiones de la empresa, destacar que Acerinox opta por una política de expansión sin que ello se pueda asociar a una gestión de diversificación del riesgo. Los resultados muestran cómo la empresa busca canalizar sus recursos hacia empresas que, al igual que ella, operan en el sector mundial del acero, lo que implica concentrarse en mermar los efectos de la competencia en el mercado internacional. Esta situación es de particular interés ya que estas inversiones financieras podrían representar un beneficio futuro para la empresa, aunque acotando que sin mejorar su posición de riesgo.

Por otro lado, y observando los resultados desde la perspectiva de los propietarios de la empresa (accionistas), ello podría ser una fuente de expropiación de renta de parte de la empresa para con este conglomerado. Ello es debido a que dichas inversiones pueden de hecho tener un destino distinto al observado, esto es, hacia el pago directo de dividendos. Por lo tanto, la principal crítica a la gestión de la empresa va en

esta dirección, ya que Acerinox no está diversificando su cartera de inversiones, de hecho sucede todo lo contrario, y ello además supone un perjuicio a sus accionistas ya que implica un desvío de fondos que podrían representar un mayor pago de dividendos.

## **Bibliografía**

- ACERINOX S.A. (2002). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (2001). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (2000). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (1999). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- ACERINOX S.A. (1998). *Memoria Anual*. En Informe Anual de Acerinox S.A. Fondo de Estadística, Universitat Autònoma de Barcelona.
- BANCO DE ESPAÑA (2002). *Informe Anual*. [www.bde.es](http://www.bde.es).
- BANCO DE ESPAÑA (2001). *Informe Anual*. [www.bde.es](http://www.bde.es).
- BANCO DE ESPAÑA (2000). *Informe Anual*. [www.bde.es](http://www.bde.es).
- BOARDMAN, A.E.; VINING, A.R. (1989). «Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State Owned Enterprises». *Journal of Law and Economics*. Vol. 32 (April), pp. 1-33.
- BOLSA DE VALORES DE MADRID (2003). *Bolsa Madrid Stock Exchange*. Edición Marzo, Bolsa de Madrid. España.
- BOLSA DE VALORES DE MADRID (2003). *Sección de Estadísticas*. España. [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)
- BUREAU OF LABOR STATISTICS (2003). Department of Labor, United States of America. [www.bls.gov](http://www.bls.gov)
- CBS NEWS (3 de diciembre de 2001). «Bankrupt Enron Sheds Jobs». Houston, USA. [www.cbsnews.com](http://www.cbsnews.com)
- CNN MONEY NEWS (21 de enero de 2002). «A chronology of Enron

- Corp.». Sede de CNN Money, New York, USA. [www.money.cnn.com](http://www.money.cnn.com)
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES DEL METAL, CONFEMETAL (2003). *Informe estadístico*. [www.confemetal.es](http://www.confemetal.es). España.
- D'SOUZA, J.; MEGGINSON, W. (1999). «The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990's». *The Journal of Finance*. Vol. 54, Nº 4, pp. 1397-1438.
- EL MUNDO (a) (13 de junio de 1998). «Un escape radioactivo en una factoría de Algeciras hace saltar la alarma en Europa». Madrid, España.
- EL MUNDO (b) (14 de junio de 1998). «Los ecologistas llevan a los tribunales a la empresa que produjo el escape radioactivo». Madrid, España.
- EL MUNDO (c) (16 de junio de 1998). «El Consejo de Seguridad Nuclear (CSN), entre el mutismo y la incompetencia». Madrid, España.
- EL MUNDO (3 de diciembre de 2001). «Enron, en quiebra tras causar multimillonarias pérdidas a decenas de empresas de EEUU». Madrid, España.
- EUROPEAN CONFEDERATION OF IRON AND STEEL INDUSTRIES, EUROFER (2003). *Steel Statistics*. [www.eurofer.org](http://www.eurofer.org).
- EUROPEAN CONFEDERATION OF IRON AND STEEL INDUSTRIES, EUROFER (2002). *Annual Report*. Bruselas, Bélgica.
- THE FEDERAL RESERVE ACT (15 de julio de 2003). «Monetary Policy Report». Documento que forma parte del Informe de la Reserva Federal. Presentado en el Congreso de los Estados Unidos de América.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. (1999). «The Benefits of Privatization: Evidence from México». *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 114, Nº 4, pp. 1193-1242.
- LA VANGUARDIA (a) (17 de marzo de 2002). «Primer asalto de la «guerra del acero»». Barcelona, España.
- LA VANGUARDIA (b) (20 de marzo de 2002). «Las siderúrgicas españolas registran pérdidas en bolsa al entrar en vigor los aranceles de EEUU». Barcelona, España.
- LA VANGUARDIA (c) (11 de mayo de 2002). «Los trabajadores del metal mantienen el bloqueo a las industrias del Campo de Gibraltar». Barcelona, España.

- LA VANGUARDIA (d) (26 de mayo de 2002). «Panorama de la semana». Barcelona, España.
- LA VANGUARDIA (e) (12 de diciembre de 2002). «BBVA obtiene 37 millones de plusvalías con la venta del 5% de Acerinox». Barcelona, España.
- LA VANGUARDIA (f) (13 de diciembre de 2002). «El BBVA vende el 5% de Acerinox por 123 millones». Barcelona, España.
- LA VANGUARDIA (5 de diciembre de 2003). «Bus retira los aranceles del acero y evita una guerra comercial con la UE». Barcelona, España.
- MAUDOS, J.; PASTOR, J.M.; PÉREZ, F. (2002). «Competition and Efficiency in the Spanish Banking Sector: The Importance of Specialization». *Applied Financial Economics*. Vol. 12, pp. 505-516.
- METAL BULLETIN RESEARCH (2003). *Stainless Steel Monthly*, 123. Noviembre.
- MINISTERIO DE LA PRESIDENCIA. (2002). «Ley 16/2002, de 1 de julio, de prevención y control integrados de la contaminación». Boletín Oficial del Estado, 157: 23910-23927. España.
- SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA (2003). *Síntesis de Indicadores Económicos: Evolución Reciente de los Indicadores Económicos*. Ministerio de Economía, España.
- VERBRUGGE, J.; MEGGINSON, W.; OWENS, W. (1999). «State Ownership and the Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis». Documento presentado en la *Conferencia sobre Privatización Bancaria* para el Banco Mundial. Marzo.
- VINING, A. R., BOARDMAN, A. E. (1992). «Ownership versus Competition: Efficiency in Public Enterprise». *Public Choice*. Vol. 73, pp. 205-239.
- THE WASHINGTON POST (1 de mayo de 2003). «Timeline of Enron's Collapse». Washington D.C., USA. [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com)

## Notas

- <sup>1</sup> Los estados financieros de Acerinox S.A. se presentan en el Anexo 1 y 2.
- <sup>2</sup> El Mundo y La Vanguardia.
- <sup>3</sup> Nótese que para este caso particular, Acerinox no reporta saldos por tenencia de acciones dentro del activo, por lo que aunque existan diferencias conceptuales respecto a *AT*, no existe una variación real en el monto del activo al atender el concepto riguroso presentado para esta partida (*AT*) (Tabla 8 y Anexo 1).
- <sup>4</sup> Se debe acotar que muchas veces las empresas que operan con niveles de rentabilidad altos no pueden ser consideradas como eficientes, ya que se podría estar en presencia de una empresa que opera en condiciones monopolísticas o de poder de mercado, lo que provoca que sus resultados estén muy influenciados por los precios aplicados por la empresa. Además, existen casos donde las empresas con rentabilidad baja no pueden ser consideradas como ineficientes, ya que es posible que este resultado (alta rentabilidad) no sea el objetivo perseguido por la empresa bajo análisis.
- <sup>5</sup> Esta base de datos se encuentra disponible en el Fondo de Estadísticas, ubicado en la biblioteca de la Facultad de Ciencias Económicas, de la Universidad Autónoma de Barcelona.
- <sup>6</sup> El acceso a esta base de datos es libre mediante el siguiente acceso electrónico, [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/indicators/bachdatabase\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/bachdatabase_en.htm)
- <sup>7</sup> El total de empresas registradas en la base de datos asciende a 1.391. Sin embargo, la heterogeneidad en la disponibilidad de información provoca que solamente se disponga de información completa para 184 empresas.
- <sup>8</sup> Como se muestra en la Tabla 20, las empresas grandes son aquellas que cuentan con más de 250 empleados.
- <sup>9</sup> Se realizó un análisis estadístico de varianza (ANOVA) para confirmar que la diferencia entre los valores obtenidos para

*ROE*, *ROA*, *m* y *RA* del total de empresas es significativamente distinto del obtenido por las empresas de gran tamaño (periodo 1995-2001). El resultado obtenido (Test F y su significación) permite rechazar la hipótesis de homogeneidad de medias por lo que existen diferencias significativas entre los indicadores del total de empresas respecto de las empresas grandes.

# Anexo 1

## Acerinox S.A. Balance de Situación (1997-2002)

	2002	2001
ACTIVO	1.523.537.626,52	1.256.489.227,17
<b>Total Inmovilizado</b>	<b>973.578.526,43</b>	<b>726.024.552,94</b>
Gasto Establecimiento	0,00	0,00
Acciones Propias	0,00	0,00
Inmovilizado Inmaterial	7.179.514,08	6.279.490,59
Inmovilizado Material	143.526.292,74	170.520.192,06
Inmovilizado Financiero	822.872.719,61	549.224.870,29
<b>Activo Circulante</b>	<b>549.959.100,09</b>	<b>530.464.674,23</b>
Existencias	218.970.218,06	189.731.585,94
Deudores	326.940.639,73	335.988.539,39
Inversiones Financieras Temporales	3.121.088,90	3.573.120,72
Tesorería	711.658,18	923.934,60
Ajustes de periodificación	215.495,22	247.493,58
<b>Gastos p/distribuir varios ejercicios</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>PASIVO</b>	<b>1.523.537.626,52</b>	<b>1.256.489.227,17</b>
<b>Fondos Propios</b>	<b>1.274.315.765,86</b>	<b>1.018.120.580,09</b>
Capital Suscrito	65.800.000,00	60.000.000,00
Prima de Emisión	314.644.777,50	108.184.777,50
Reserva p / revalorización (R.D.L. 7/1996)	21.834.497,41	21.834.497,41
Reservas	793.901.305,18	762.802.169,98
Resultado de Ejerc. Ant.	0,00	0,00
Pérdidas y Ganancias	93.269.185,77	77.899.135,20
Dividendo pagado	-15.134.000,00	-12.600.000,00
<b>Ingreso a Distribuir en Varios Ejercicios</b>	<b>192.789,19</b>	<b>223.832,51</b>
<b>Provisiones de Riesgo y Gasto</b>	<b>21.895.094,71</b>	<b>21.603.005,50</b>
<b>Acreedores de Largo Plazo</b>	<b>863.326,73</b>	<b>660.625,91</b>
Emisión de Obligaciones	0,00	0,00
Deuda con Ent. Financieras	0,00	0,00
Deuda con Empresas Asociadas	0,00	0,00
Otros Acreedores	863.326,73	660.625,91
<b>Acreedores de Corto Plazo</b>	<b>226.270.650,03</b>	<b>215.881.183,16</b>
Deuda con Ent. Financieras	19.055.433,60	28.895.484,29
Deuda con Empresas Asociadas	9.807.421,98	1.010.258,35
Acreedores Comerciales	121.030.404,02	123.204.722,98
Otras Deudas no Comerciales	34.601.602,50	22.226.399,97
Ajustes de periodificación	41.775.787,93	40.544.317,57

*Fuente:* Adaptación a partir de Memoria Anual de Acerinox S.A. (1997-2002)



2000	1999	1998	1997
1.289.971.913,38	1.136.722.209,24	1.004.790.349,22	992.550.527,66
<b>713.499.426,29</b>	<b>639.606.720,58</b>	<b>560.913.551,39</b>	<b>488.098.956,36</b>
0,00	0,00	0,00	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00
5.744.498,08	5.739.186,37	6.157.816,21	6.220.975,57
194.586.182,93	217.506.034,21	176.470.541,75	152.966.193,24
513.168.745,28	416.361.500,00	378.285.193,42	328.911.787,54
<b>576.472.487,09</b>	<b>497.115.488,66</b>	<b>443.876.797,84</b>	<b>504.451.571,30</b>
237.849.301,25	214.786.726,21	171.925.749,76	192.881.533,93
333.183.916,39	277.146.372,20	265.861.362,04	309.916.767,46
3.573.120,72	3.555.130,03	3.568.559,04	0,00
1.634.925,88	1.428.343,38	2.342.743,92	1.592.073,50
231.222,85	198.916,84	178.383,08	61.196,40
<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>1.289.971.913,38</b>	<b>1.136.722.209,24</b>	<b>1.004.790.349,22</b>	<b>992.550.527,66</b>
<b>992.127.919,82</b>	<b>853.949.646,90</b>	<b>829.272.170,85</b>	<b>814.605.819,58</b>
59.239.552,00	58.479.105,00	56.234.639,93	56.234.639,93
114.428.196,50	102.641.268,00	102.641.268,00	120.214.592,98
21.834.497,41	21.834.497,41	21.834.497,41	21.834.497,41
644.634.789,15	625.229.310,46	595.234.099,28	514.690.699,78
0,00	0,00	0,00	0,00
182.025.499,96	72.125.453,37	60.356.996,21	108.660.719,47
-30.034.615,20	-26.359.987,34	-7.029.329,99	-7.029.329,99
<b>192.789,19</b>	<b>1.152.363,09</b>	<b>192.789,19</b>	<b>192.789,19</b>
<b>24.015.247,13</b>	<b>18.011.579,46</b>	<b>18.289.753,51</b>	<b>13.789.674,83</b>
<b>873.676,28</b>	<b>928.683,90</b>	<b>1.002.728,59</b>	<b>839.012,90</b>
0,00	0,00	0,00	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00
873.676,28	928.683,90	1.002.728,59	839.012,90
<b>272.762.280,96</b>	<b>262.679.935,59</b>	<b>156.032.907,08</b>	<b>163.123.231,16</b>
74.523.846,97	57.974.549,83	13.401.326,18	9.011.794,80
498.425,91	336.842,95	260.106,64	369.747,43
127.277.962,97	135.218.768,69	91.980.300,49	107.551.516,49
31.595.026,16	35.233.114,63	23.666.181,97	19.685.159,14
38.867.018,95	33.916.659,79	26.724.991,80	26.505.013,31

## Anexo 2

	2002	2001
<b>INGRESO TOTAL</b>	<b>1.244.352.870,20</b>	<b>1.254.689.091,38</b>
<b>Ingresos Explotación</b>	<b>1.222.867.278,84</b>	<b>1.210.725.151,41</b>
Ventas	1.206.348.039,87	1.211.735.343,12
Servicios	449.695,01	392.737,05
Devoluciones sobre ventas	-8.917.483,74	-8.403.435,20
Aumento existencias	10.774.577,75	0,00
Trabajos efectuados sobre el inmovilizado	3.181.953,50	3.276.378,05
<b>Otros Ingresos de Explotación</b>	<b>11.030.496,45</b>	<b>3.724.128,39</b>
Ingresos Accesorios y de Gestión	11.030.496,45	3.724.128,39
Exceso de provisiones de riesgo y gastos	0,00	0,00
<b>Ingresos Financieros Totales</b>	<b>21.453.969,20</b>	<b>40.048.585,22</b>
<b>Ingreso de Participaciones en capital</b>	<b>10.899,36</b>	<b>12.803.100,66</b>
En empresas del grupo	0,00	12.598.574,01
En empresas fuera del grupo	10.899,36	204.526,65
Ingreso de Valores Negociables	0,00	0,00
<b>Otros Ingresos Asimilados</b>	<b>1.686.926,61</b>	<b>2.242.869,79</b>
En empresas del grupo	1.274.412,10	1.515.572,71
En empresas asociadas	0,00	0,00
Otros Intereses	412.514,51	727.297,08
Diferencias de Cambio Positivas	19.756.143,23	25.002.614,77
<b>Ingresos Extraordinarios Totales</b>	<b>31.622,16</b>	<b>3.915.354,75</b>
Beneficios por Enajenación de Bienes	31.622,16	39.739,08
Beneficios por Operaciones con Acciones	0,00	0,00
Subvenciones de Capital	0,00	0,00
Ingresos Extraordinarios	0,00	3.875.615,67
Ingresos y Beneficios de Periodos Ant.	0,00	0,00
<b>GASTO TOTAL</b>	<b>1.123.060.457,44</b>	<b>1.156.943.867,93</b>
<b>Gastos de Explotación</b>	<b>1.092.328.211,05</b>	<b>1.126.426.680,54</b>
Reducción de Existencias	0,00	29.027.436,53
<b>Aprovisionamientos</b>	<b>813.372.559,10</b>	<b>814.006.628,95</b>
Consumo Mercaderías	39.292.685,48	0,00
Consumo Materias Primas	774.079.873,62	814.006.628,95
<b>Gastos de Personal</b>	<b>90.104.990,03</b>	<b>83.857.700,38</b>
Sueldos, salarios y asimilados	68.040.927,61	63.933.902,44
Cargas sociales	22.064.062,42	19.923.797,94
Dotación Amortizaciones	52.696.038,71	55.338.512,23
Variación en Provisiones de incobrados	25.131,56	-9.798,95
<b>Otros gastos de explotación</b>	<b>136.129.491,65</b>	<b>144.206.201,40</b>
Servicios exteriores	134.510.452,77	142.407.488,05
Tributos	1.619.038,88	1.793.890,23
Otros Gastos	0,00	4.823,12
<b>Gastos Financieros Totales</b>	<b>29.237.038,95</b>	<b>30.513.016,98</b>
<b>Gastos Financieros y asimilados</b>	<b>4.613.621,33</b>	<b>6.604.640,15</b>
Gasto por deuda con empresas asociadas	39.653,29	60.154,61
Gasto por deuda con terceros	4.573.968,04	6.544.485,54
Variación de Provisiones Financieras	9.335.945,60	0,00
Diferencias de Cambio Negativa	15.287.472,02	23.908.376,83
<b>Gastos Extraordinarios Totales</b>	<b>1.495.207,44</b>	<b>4.170,41</b>
Pérdidas por inmovilizados y cartera de control	831,73	4.170,41
Gastos Extraordinarios	1.494.375,71	0,00
Gastos y Pérdidas de otros ejercicios	0,00	0,00
<b>Beneficio antes de Impuestos</b>	<b>121.292.412,76</b>	<b>97.745.223,45</b>
Impuestos sobre sociedades	28.023.226,99	19.846.088,25
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>93.269.185,77</b>	<b>77.899.135,20</b>

*Fuente:* Adaptación a partir de Memoria Anual de Acerinox S.A. (1997-2002)

## Acerinox S.A. Estado de Resultados (1997-2002)

2000	1999	1998	1997
1.451.049.684,52	969.316.951,53	919.623.945,00	1.021.036.753,40
1.442.654.335,24	954.412.017,40	915.079.644,90	984.559.567,92
1.393.091.980,66	950.661.971,36	904.376.649,64	980.003.936,77
79.196,55	131.670,39	234.566,92	232.191,60
-8.636.147,18	-6.604.096,66	-5.361.235,91	-3.687.787,74
48.633.890,02	0,00	7.091.147,28	3.075.545,35
2.997.529,14	3.093.328,81	2.745.989,91	2.128.301,73
<b>6.487.886,05</b>	<b>7.129.143,50</b>	<b>5.992.527,06</b>	<b>2.807.380,21</b>
6.487.886,05	7.129.143,50	5.992.527,06	2.465.440,25
0,00	0,00	0,00	341.939,96
<b>8.326.080,37</b>	<b>9.813.590,49</b>	<b>4.284.785,00</b>	<b>26.930.064,22</b>
1.071.568,93	636.063,41	1.026.972,04	17.598.880,71
863.954,90	554.859,44	1.026.972,04	0,00
207.614,03	81.203,97	0,00	17.598.880,71
0,00	0,00	9.009,89	1.314,79
<b>1.055.488,40</b>	<b>2.031.032,78</b>	<b>2.392.489,82</b>	<b>1.795.984,63</b>
316.803,57	1.461.981,63	1.461.154,54	966.341,68
0,00	0,00	0,00	191.820,84
738.684,83	569.051,15	931.335,28	637.822,11
6.199.023,04	7.146.494,30	856.313,24	7.533.884,09
<b>69.268,91</b>	<b>5.091.343,64</b>	<b>259.515,10</b>	<b>9.547.121,27</b>
69.268,91	5.091.343,64	259.515,10	9.507.357,82
0,00	0,00	0,00	5.637,97
0,00	0,00	0,00	0,00
0,00	0,00	0,00	34.125,47
0,00	0,00	0,00	0,00
<b>1.222.251.705,02</b>	<b>880.821.884,26</b>	<b>841.168.255,15</b>	<b>887.865.154,01</b>
<b>1.211.729.427,27</b>	<b>876.123.090,23</b>	<b>826.059.572,40</b>	<b>882.835.159,11</b>
0,00	13.012.410,91	0,00	0,00
<b>926.978.262,08</b>	<b>629.944.258,22</b>	<b>615.422.695,65</b>	<b>656.312.424,59</b>
0,00	0,00	2.965.287,51	150.768,92
926.978.262,08	629.944.258,22	612.457.408,14	656.161.655,66
<b>87.808.249,38</b>	<b>75.160.691,52</b>	<b>71.244.990,24</b>	<b>65.466.970,23</b>
68.732.009,09	57.402.276,99	54.163.800,96	49.448.728,22
19.076.240,29	17.758.414,53	17.081.189,28	16.018.242,02
60.996.132,23	42.333.144,94	39.457.644,18	58.710.507,57
205.794,01	-86.079,44	-13.595,42	19.644,64
<b>135.740.989,57</b>	<b>115.758.664,08</b>	<b>99.947.837,75</b>	<b>102.325.612,09</b>
134.791.074,94	112.653.843,70	98.988.595,70	101.098.905,12
949.914,63	921.411,18	959.242,05	1.226.706,97
0,00	2.183.409,20	0,00	0,00
<b>10.460.515,91</b>	<b>4.680.434,18</b>	<b>4.883.114,09</b>	<b>5.020.764,90</b>
<b>10.460.515,91</b>	<b>4.680.434,18</b>	<b>4.883.114,09</b>	<b>5.020.764,90</b>
121.603,04	84.159,58	160.120,44	243.928,75
10.338.912,87	4.596.274,60	4.722.993,65	4.776.836,15
0,00	0,00	0,00	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00
<b>61.761,84</b>	<b>18.359,85</b>	<b>10.225.568,66</b>	<b>9.230,00</b>
50.732,86	18.359,85	3.185,89	9.230,00
11.028,98	0,00	10.222.382,77	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00
<b>228.797.979,50</b>	<b>88.495.067,27</b>	<b>78.455.689,85</b>	<b>133.171.599,40</b>
46.772.479,54	16.369.613,90	18.098.693,63	24.510.879,93
<b>182.025.499,96</b>	<b>72.125.453,37</b>	<b>60.356.996,21</b>	<b>108.660.719,47</b>

ACCID

Contabilidad y  
Dirección

Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña  
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta - 08006 Barcelona  
Tel.934 161 604 extensión 2019  
info@accid.org - wwwaccid.org