

GRADO: ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Curso 2016/2017

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE PROGRAMACIÓN Y EMISIÓN DE TELEVISIÓN

AUTORA: AMAIA SANTA CRUZ URGOITI

DIRECTOR: TEODORO ANTONIO CARABALLO ESTEBAN

Bilbao, a 28 de Junio de 2017



ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. JUSTIFICACIÓN Y OBJETO DEL TRABAJO	1
1.2. CONTEXTUALIZACIÓN – CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES	1
1.2.1. FUNCIONAMIENTO DEL SECTOR	1
1.2.2. DESARROLLO HISTÓRICO	2
1.2.3. OTROS DATOS RELEVANTES	3
2. METODOLOGÍA	5
2.1. OBTENCIÓN DE LOS DATOS	5
2.2. ELABORACIÓN DE LOS DATOS	5
2.3. CRITERIO DE SELECCIÓN DE LAS MUESTRAS: TAMAÑO Y ALCANCE	5
2.4. COMPOSICIÓN DEL SECTOR	5
2.5. INTERPRETACIÓN DE LOS DATOS	6
2.6. VENTAJAS E INCONVENIENTES PRESENTADOS Y RESUELTOS	6
3. DESARROLLO	8
3.1. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD → ¿GANA O PIERDE DINERO?	8
3.1.1. RESULTADO	8
3.1.2. INVERSIÓN - FINANCIACIÓN	17
3.1.3. RENTABILIDAD	22
3.2. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ → ¿PUEDE PAGAR LO QUE DEBE?	27
3.2.1. MARGEN DE SEGURIDAD FINANCIERO	27
3.2.2. SOLVENCIA	31
3.2.3. LIQUIDEZ	34
3.3. ANÁLISIS DEL RIESGO → ¿QUÉ POSIBILIDADES TIENE?	38
3.3.1. DESARROLLO FINANCIERO EQUILIBRADO (Riesgo Financiero)	38
3.3.2. AUTONOMÍA FINANCIERA Y CAPACIDAD DE EXPANSIÓN	44
4. CONCLUSIONES	48
4.1. CONCLUSIONES SINTÉTICAS DE LAS 3 ÁREAS	48
4.2. CONCLUSIONES GENERALES	51
• ANÁLISIS DAFO DEL SECTOR	52

4.3. ¿OBJETIVOS LOGRADOS?.....	53
5. PLANTEAMIENTO DE UN FUTURO TFG	55
6. BIBLIOGRAFÍA	56
6.1. ESTUDIOS ESPECIALIZADOS DEL SECTOR.....	56
6.2. BIBLIOGRAFÍA BÁSICA (HERRAMIENTAS PARA EL ANÁLISIS)	56
7. ANEXOS	57
7.1. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR.....	57
7.2. NOTA ACLARATORIA → VENTAS – EXISTENCIAS – APROVISIONAMIENTOS.....	57
7.3. CUENTAS ANUALES DEL SECTOR	59
7.3.1. BALANCE.....	59
7.3.2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	63
7.3.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	65
7.3.4. CONCILIACIÓN DEL EBITDA	67
7.3.5. CONCILIACIÓN DE LOS RECURSOS GENERADOS	68
7.4. Nº DE EMPLEADOS POR EMPRESA.....	69

1. INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN Y OBJETO DEL TRABAJO

La etapa de recesión económica que según datos macroeconómicos estamos dejando atrás, acarreó una tasa de paro que junto al envejecimiento de la población fueron causas de un **aumento continuo del consumo de televisión** al ser éste una vía “gratuita” de ocio para las personas desempleadas y jubiladas, lo que supuso un impulso a un sector ya de por sí potente en nuestro país. Sin embargo, no todas las consecuencias fueron positivas para el mismo, ya que la crisis también provocó una **reducción importante de la inversión publicitaria**, la vía principal por la cual se financia. Recientemente ambos factores (consumo y publicidad) parecen haber adoptado la tendencia opuesta debido a la **recuperación económica** (todavía modesta) y a las **nuevas tecnologías de la información** englobadas en **internet**. Precisamente, las **TIC** están provocando una **transformación** necesaria del sector hacia la oferta de servicios más allá de la teledifusión clásica, personalizando el consumo.

Por lo tanto, en el presente informe se pretende analizar los datos económico-financieros del sector en el periodo 2009-2015 para comprobar los efectos que factores como la crisis o la digitalización han tenido en el mismo, a qué grupos les ha afectado en mayor medida, y si han sabido/podido transformar las amenazas en oportunidades adaptándose a las nuevas demandas. Tras el análisis **se espera concluir si el sector convencional está condenado a la obsolescencia (o al menos a adoptar un sistema mixto/híbrido que incluya el uso de la red como una apuesta activa) o por el contrario la industria televisiva en España tiene un arraigo tan fuerte que no se va a ver estructuralmente afectada por dicha tendencia.**

Además, se pretende obtener en qué **medida la cantidad de recursos es un factor limitativo del bienestar económico-financiero** de una entidad del sector, para lo que se realizará una comparación por tamaño, previa segregación. Por último, también se pretende poner en perspectiva la situación de las **televisiones privadas frente a las públicas**, ya que las primeras se quejan del régimen “privilegiado” del que gozan las segundas, las cuales se pueden financiar por **doble vía**: las subvenciones presupuestarias y su actividad comercial. Pero, ¿qué volumen de actividad maneja cada uno? Junto a ello, se comprobará hasta qué punto la popular idea de que las autonómicas *“suponen un agujero sin fondo financiado por los contribuyentes”* es cierta, avivando así el debate de si **los fondos públicos deberían continuar financiando esos supuestos déficits** y de si **es lícito que acudan a financiación ajena.**

1.2. CONTEXTUALIZACIÓN – CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1.2.1. FUNCIONAMIENTO DEL SECTOR

Aunque la fabricación de equipos es necesaria para llevar a cabo la actividad televisiva y por tanto haya un componente industrial en la misma, ésta se sitúa claramente dentro del **sector servicios**, prestando un servicio de emisión de contenidos.

En un análisis más detallado se distinguen dos actividades principales (producir y emitir) que dan lugar a dos agentes diferenciados: las **productoras**, y las **emisoras/operadores** (comúnmente denominadas **canales** de televisión). Las primeras realizan un programa que finalmente se emite a través de un canal que compra los derechos de emisión. Sin embargo no son independientes entre sí puesto que en la gran mayoría de los casos productoras y emisoras colaboran, prestando

éstas últimas, medios técnicos y materiales para la producción. Existe por tanto una relación de contraprestación teniendo ambas intereses comunes.

Se trata de un sector regulado, complejo y muy concentrado en el que las **alianzas** entre grupos están muy presentes por cuestiones de pura supervivencia. Además, no es una actividad de libre acceso. Por el contrario, existen fuertes **barreras de entrada** ya que a parte de la fuertísima competencia que ejercen los grandes grupos, solo se puede acceder a ella a través de la concesión de licencias, las cuales no son precisamente abundantes ya que las que se conceden se otorgan por un periodo de tiempo bastante largo (suficiente como para posibilitar la recuperación de la inversión realizada).

1.2.2. DESARROLLO HISTÓRICO

Respecto a la **evolución** del sistema televisivo español, este es en síntesis el proceso por el cual pasamos de tener un monopolio de titularidad pública al actual **sistema mixto** en el cual conviven operadores públicos y privados que emiten en abierto¹ –sin subscriptores- y aquellas de pago que cobran cuotas por consumir sus contenidos.

1. **MONOPOLIO ESTATAL** → Desde la aparición de la tv pública española en 1956 hasta los años 80, RTVE gozó de monopolio sustentando su financiación en los presupuestos generales del Estado y mediante una gestión centralizada desde el gobierno.
2. **OLIGOPOLIO (ESTATAL Y AUTONÓMICO)** → En la década de los 80 comienza una profunda transformación con la desaparición del monopolio estatal mediante la introducción de **emisoras autonómicas** (*EITB, TV3, TVG Canal Sur, Tele Madrid, Canal 9...*), debido a motivaciones políticas y sociales como el deseo de descentralización que supuso la democracia o la demanda de un modelo de tv pública más cercana a la realidad social de cada CCAA. El proceso de expansión de dichos canales se consolida mediante su asociación en la **“FORTA”** (*Federación de Organismos de Radio y Televisión Autonómicos*), con el objetivo de crear sinergias compartiendo gastos de producción, derechos de antena, etc.
3. **LIBERALIZACIÓN DEL SECTOR** → En **1988** se impulsa la **Ley de la Televisión Privada** mediante la cual se posibilita la gestión indirecta del servicio público de televisión por empresas **concesionarias**². Así, un año más tarde, comienzan a emitir **operadores privados**

¹ En la televisión en abierto se producen contenidos para emitirlos hacia audiencias masivas que no pagan coste alguno por ello. Las productoras y emisoras se benefician primero de la cuota o “share” de pantalla, la cual traducen después en ganancias económicas a través de la venta de espacios publicitarios a anunciantes, **clave de su negocio**. La televisión de pago por el contrario, exige el abono de una cuota al usuario para poder consumir sus contenidos, ingresos a los que se suman los obtenidos por publicidad.

² SERVICIO PÚBLICO DE TELEVISIÓN ≠ TELEVISIÓN PÚBLICA

Siguiendo el modelo europeo, en teoría en España toda actividad televisiva es un **servicio público gestionado por el Estado**, dueño del espectro de las radiofrecuencias por el que circulan las señales de televisión, siendo **quien concede dichas frecuencias traducidas en licencias de emisión** a los distintos operadores. Por tanto debemos distinguir los operadores de titularidad privada (sin olvidarnos de que gestionan un bien público) y las de titularidad pública (financiadas por los contribuyentes), las cuales tienen un supuesto compromiso adicional con la sociedad que está en parte reflejado en su programación (espacios informativos, culturales, educativos, de concienciación etc.); y son controladas por los parlamentos autonómicos u otros órganos de representación política.

introduciendo por tanto un fin lucrativo en el sector, provocando su rápida evolución y aumentando progresivamente la oferta televisiva.

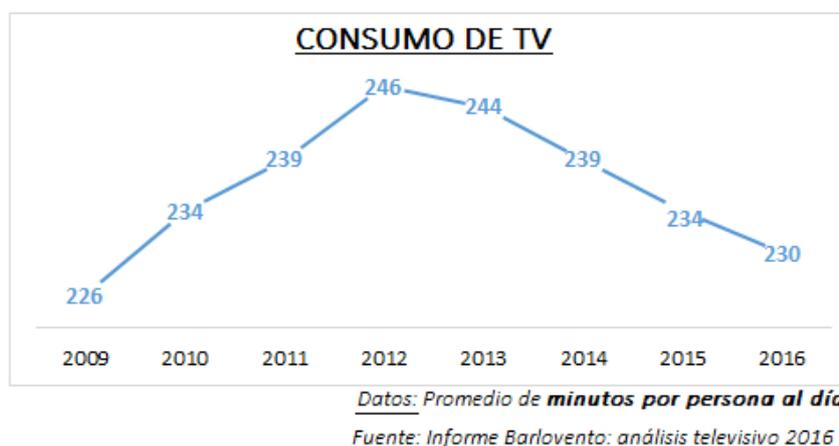
4. **CAMBIOS A NIVEL ESTRATÉGICO Y COMPETITIVO** → Como última etapa característica cabe mencionar los cambios que se introducen en **2009** (como la autorización de **fusión**³ entre cadenas consolidando la concentración del sector o la **Ley de Financiación de RTVE**⁴ que elimina la publicidad de sus canales y establece un canon o tasa a los operadores privados); y el **apagón analógico** que se dio en **2010** mediante el cual cesaron las emisiones analógicas y se pasó a la exclusiva transmisión digital de la señal audiovisual con su consiguiente mejora en la calidad de imagen y aumento de la oferta para el receptor. A partir de entonces se conceden nuevas licencias, dando lugar a la aparición de nuevos canales que avivan la competencia y **fragmentan la audiencia**.

En definitiva, dos son los puntos de inflexión que supusieron un antes y un después en el sistema televisivo español: Por un lado la **emergencia de las cadenas autonómicas y privadas** en los años 80-90 pues aparece la **competencia**, que hasta entonces era nula; y por otro la **supresión de publicidad en RTVE**, el **apagón analógico** y las **fusiones** de principios del siglo XXI. Todo ello trajo consigo nuevas necesidades y formas de financiación, inversión, ofertas televisivas, etc.

1.2.3. OTROS DATOS RELEVANTES

1.2.3.1. CONSUMO TELEVISIVO:

El consumo televisivo en España tuvo el año pasado un promedio de 230 minutos por persona al día. Aunque es uno de los más altos de Europa, se encuentra en un **continuo descenso** desde 2012 (donde alcanzó su máximo) debido a su sustitución por otros dispositivos electrónicos.



³ Los acuerdos de fusión más relevantes fueron *Telecinco-Cuatro* en 2010 y *Antena3-LaSexta* en 2012, motivados más bien por una **necesidad** de supervivencia que supuso tanto el contexto de crisis económica como la aparición de nuevos canales, que por una estrategia de expansión.

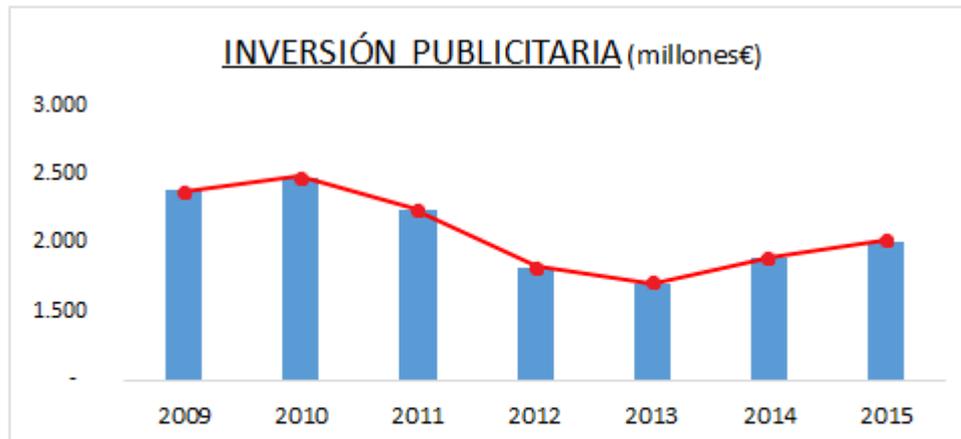
⁴ Tras eliminar la publicidad, estas son las **cuotas** (impuestos directos) al sector privado que establece dicha Ley para contribuir a la financiación de la televisión pública estatal:

- ✓ 3% de los ingresos brutos de explotación de los operadores en abierto y 1,5% para los de pago.
- ✓ 0,9% de los ingresos brutos de explotación de las empresas de telecomunicaciones.
- ✓ 80% del rendimiento de la tasa por el uso del espacio radioeléctrico.
- ✓ A esta financiación habría que sumarle 500 millones de € asignados a los Presupuestos Generales.

Debido a esta manera exclusiva de financiación RTVE queda **excluida del presente análisis**.

1.2.3.2. INVERSIÓN REAL ESTIMADA DEL MERCADO PUBLICITARIO:

Desde el 2010, debido a la recesión económica, los ingresos por ventas de espacios publicitarios de las televisiones caían en picado; y a pesar de que no se han podido recuperar los valores anteriores a dicha crisis publicitaria, se observa una **tendencia creciente a partir del 2013**.



Datos: *Inversión real estimada*

Fuente: *Estudio INFOADEX de la Inversión Publicitaria en España*

2. METODOLOGÍA

2.1. OBTENCIÓN DE LOS DATOS

Para la obtención de los datos numéricos de las empresas seleccionadas se ha utilizado la herramienta **SABI**, una base de datos que contiene información acerca de numerosas empresas españolas y portuguesas. De dicha herramienta se han extraído los **datos agregados** del sector, y dentro de él de diferentes colectivos (pequeñas empresas, medianas, grandes, autonómicas y nacionales); obteniendo así 6 informes que analizar y comparar en las 3 grandes áreas: rentabilidad, liquidez y riesgo.

2.2. ELABORACIÓN DE LOS DATOS

De la información proporcionada por las CCAA, se han elaborado una serie de herramientas (ratios, gráficos...) sobre los datos más significativos para favorecer una mejor comprensión de los mismos.

2.3. CRITERIO DE SELECCIÓN DE LAS MUESTRAS: TAMAÑO Y ALCANCE

Los criterios introducidos para seleccionar las empresas que componen el sector son los siguientes:

- **Actividad:** 602. Actividades de programación y emisión de televisión
- **Empleados:**
 - Máximo 49 → Pequeñas
 - Mínimo 50, máximo 250 → Medianas
 - Mínimo 251 → Grandes
- **Tipos de cuentas:** Normal PGC 2007 (ES)
- **Último año de cuentas:** 2015
- **Región:** España

Por otro lado, más allá del criterio de tamaño también hemos segregado el sector en 2 grupos: autonómicas o nacionales, comprobando uno por uno su alcance. La razón de la división en base a estos criterios se halla en el objetivo de comprobar hasta qué punto el **tamaño** y el **alcance** (y por tanto todo lo que ello conlleva) de una empresa en dicho sector de nuestro país condiciona su salud económico-financiera.

2.4. COMPOSICIÓN DEL SECTOR⁵

Tras introducir dichos criterios se han obtenido 22 muestras, de las que 4 han sido excluidas por no contener datos en todo el periodo a analizar (2009-2015). Cabe destacar que de las **18 empresas** que componen el sector, 7 son grandes, 5 medianas y 6 pequeñas en términos de empleados.

⁵ La clasificación de las empresas que conforman el presente sector puede consultarse en el apartado "ANEXOS" del presente informe, donde se detalla el tamaño, alcance y tipo de emisión de cada una. Hemos excluido a TVE del análisis puesto que presenta unas características tanto de financiación como generales distintas al resto.

2.5. INTERPRETACIÓN DE LOS DATOS

Al no predominar una categoría sobre otra, el análisis de las tres grandes áreas se basará principalmente en los datos del **sector** en conjunto, el cual tendrá una tendencia muy similar al de las empresas denominadas “**grandes**” y “**nacionales**” ya que únicamente 3 sociedades (DTS, ATRESMEDIA y MEDIASET); todas ellas de tamaño grande y ámbito nacional, abarcan el 92% de la facturación del sector según los últimos datos del 2015. Se trata por tanto de un sector muy concentrado. A su vez se hará especial hincapié en la comparación entre el sector y las **PYMES** al presentar éstas datos dispares y por tanto evolucionar de distinta manera. Por último, con el objetivo de enriquecer el análisis, también se van a contrastar los datos de las emisoras de ámbito **nacional** y **autonómico** para comprobar en qué aspectos difieren, considerando que las segundas tienen un alcance mucho menor pero están respaldadas por el sector público.

Dentro de cada área (rentabilidad, liquidez y riesgo) se incidirá en diferentes aspectos, ordenados en su correspondiente apartado. Cada área y sub-áreas estarán condicionadas por factores del entorno y las políticas de gestión aplicadas por las empresas.

2.6. VENTAJAS E INCONVENIENTES PRESENTADOS Y RESUELTOS

- I. **IMPOSIBILIDAD DE SEGREGACIÓN ABSOLUTA** → Debido a la limitación de la herramienta SABI, no se han podido segregar las actividades de radio y televisión de ciertas empresas a la hora de sacar sus datos numéricos (sobre todo las pertenecientes a grandes grupos), por lo que aunque en su mayoría nos refiramos al sector de la televisión, deberemos tener presente que determinados datos llevan implícitas otras actividades audiovisuales.
- II. **DATOS AGREGAGOS** → La ventaja principal que conlleva obtener los datos de forma agregada es la **facilidad y rapidez** con la que pueden analizarse varias empresas al mismo tiempo y la posibilidad de observar la tendencia que presentan en conjunto. Sin embargo, en este caso también se presentan ciertos inconvenientes:
 - Los datos agregados crean cierta **distorsión** en la interpretación de la información en las diferentes partidas debido a que no todas las empresas realizan una clasificación exhaustiva de éstas.
 - Los **criterios de valoración** (siempre de acuerdo al PGC) de las partidas que forman las cuentas anuales pueden diferir de una empresa a otra, lo que de nuevo vuelve a distorsionar la interpretación de los datos.
 - Las empresas que han sido extinguidas, aquellas cuyas CCAA no se encontraban en la base de datos (SABI) en ejercicios concretos pertenecientes al periodo analizado, o aquellas cuya fecha de creación fue posterior al 2009 (principio del periodo analizado); no han podido ser incluidas en el análisis aunque en realidad fuesen parte del sector en ejercicios concretos.
- III. **UTILIZACIÓN DE RATIOS** → Permiten analizar variables a lo largo del tiempo y por tanto presentar su evolución de forma clara, además de su comparación entre varias empresas. En cambio, también hay que tener en cuenta que proporcionan información a fecha fija (31/12) y por lo tanto es muy estática.

- IV. **EXCLUSIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL** → En el presente informe partiremos del **Resultado Antes de Impuestos** a la hora de analizar diferentes variables por no ser objetivo del trabajo estudiar cómo incide la fiscalidad en el resultado final del ejercicio, el cual varía de forma considerable durante el periodo debido a la importante presencia de impuestos diferidos. El estudio de éstos solamente nos complicaría el análisis puesto que habría que evaluar el impacto de la política fiscal de cada una de las empresas.
- V. **PECULIARIDADES DEL SECTOR**⁶ → Tal y como repetiremos durante el informe cuando sea conveniente, ni las ventas ni las existencias tienen el significado habitual y no están directa y proporcionalmente ligadas con los costes de aprovisionamiento o variables del circulante ligados a la explotación (clientes y proveedores). Por ello, **soslayaremos el análisis profundo de las variaciones del circulante** en las respectivas áreas.

⁶ En el apartado de Anexos llamado “Nota aclaratoria (Ventas –Existencias –Aprovisionamientos)” puede consultarse el significado que adquieren dichas variables en el presente sector así como su tratamiento contable, lo que ayudará a la posterior comprensión del análisis.

3. DESARROLLO

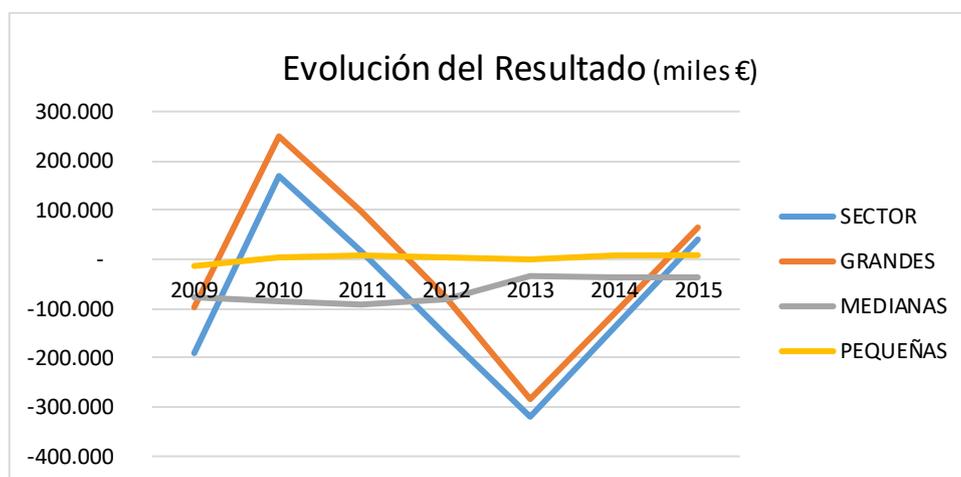
3.1. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD → ¿GANA O PIERDE DINERO?

3.1.1. RESULTADO

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES RESULTADO

La cuenta de resultados refleja la información acerca de la **actividad** que realizan las empresas, y por tanto de las operaciones que llevan a cabo y determinan su resultado del ejercicio. En la siguiente tabla encontraremos el valor (en miles de €) de la variable *R^{do}. Antes de Impuestos* para cada grupo de empresas y año, así como el aumento o disminución en términos porcentuales con respecto al ejercicio anterior.

<i>Tabla A.1.1.</i>	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R^{do}. SECTOR	39.779	-136.933	-319.666	-152.506	14.101	169.098	-189.981
	Δ129%	Δ57%	∇110%	∇1180%	∇92%	Δ189%	
R^{do}. GRANDES	66.233	-108.445	-283.827	-75.313	97.861	249.623	-98.647
	Δ161%	Δ62%	∇277%	∇177%	∇155%	Δ353%	
R^{do}. MEDIANAS	-34.808	-35.457	-34.044	-79.561	-91.880	-83.655	-77.700
	Δ2%	∇4%	Δ57%	Δ15%	∇10%	∇8%	
R^{do}. PEQUEÑAS	8.354	6.969	-1.795	2.369	8.120	3.131	-13.634
	Δ20%	Δ488%	∇176%	∇71%	Δ159%	Δ123%	



- Si observamos dicha variable en los datos agregados del **sector**, podemos apreciar que su comportamiento (Δ/∇) concuerda con el de las empresas **grandes**, ya que como hemos apuntado anteriormente, éstas abarcan la mayor parte de la facturación del sector (un 94% aprox.) Se aprecia una **evolución negativa del 2010 al 2013**, alcanzando el sector **pérdidas** de hasta 320 millones de €. A partir de entonces sin embargo, la situación mejora (llegando a reducir las pérdidas un 57% en 2014) y llega a revertirse al obtener un **resultado positivo** de 40 millones de € en 2015. Cabe destacar que aunque el comportamiento del sector y de las grandes empresas sea la misma, **en términos absolutos las grandes empresas gozan de una mejor situación**, con lo que se deduce son las PYMES (en concreto las medianas) las que influyen negativamente en la media del sector.

- Tal y como se observa en el gráfico, tanto las empresas medianas como las pequeñas difieren del sector. La situación de las **medianas** es la peor ya que obtienen un resultado **negativo** en todo el periodo analizado, lo cual indica una **disminución de la riqueza o patrimonio** y la imposibilidad de distribuir dividendos sin empobrecerse. En cuanto a su evolución, se puede apreciar una **mejora** a partir de 2012 ya que las pérdidas se mantienen por debajo de la mitad en comparación con años anteriores.
- Respecto a las **pequeñas** pese a que en términos absolutos no cabe comparación respecto al sector, es importante señalar el hecho de que **en términos relativos gozan de una mejor situación**, obteniendo además resultados positivos en 2012 y 2014, ejercicios en los que el sector obtiene pérdidas.

Continuando con el análisis del **sector** en conjunto, cabe estudiar por separado el R^{do.} obtenido por la actividad operativa del día a día y el financiero, así como el EBITDA⁷ tanto en términos absolutos (*tabla A.1.2*) como en relativos al importe neto de cifra de negocios (*tabla A.1.3*):

Tabla A.1.2.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R ^{do.} antes imp.	39.779	-136.933	-319.666	-152.506	14.101	169.098	-189.981
R ^{do.} Explotación	-35.865	-115.133	-287.096	-232.702	-43.224	202.815	-148.592
R ^{do.} Financiero	75.644	-21.800	-32.570	80.196	57.325	-33.717	-41.389
EBITDA	342.474	302.280	165.515	172.621	403.163	672.576	156.276

Tabla A.1.3.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Facturación / Facturación	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Rdo. Explotación / Facturación	-1,2%	-4,1%	-10,7%	-9,0%	-1,6%	7,9%	-10,3%
Rdo. Financiero / Facturación	2,6%	-0,8%	-1,2%	3,1%	2,1%	-1,3%	-2,9%
Rdo. antes imp. / Facturación	1,3%	-4,9%	-12,0%	-5,9%	0,5%	6,6%	-13,2%
EBITDA / Facturación	11,6%	10,8%	6,2%	6,7%	15,1%	26,2%	10,9%

- Atendiendo al resultado de **explotación**, podemos concluir que el sector de programación y emisión de televisión **pierde** dinero en su actividad ordinaria (a excepción del año 2010) con una tendencia **negativa** del 2010 al 2013 pero **positiva** de ahí en adelante. También observamos que en general, la explotación tiene más peso en el R^{do.} antes de impuestos que las operaciones financieras.
- En cuanto al resultado **financiero**, **no hay una tendencia clara** ya que es positivo o negativo (además de que aumenta o disminuye) dependiendo de si en el ejercicio en cuestión hay unos **gastos por deterioro y pérdidas** elevadas; o por el contrario, insignificantes. Sin embargo, si cogemos los ejercicios límite, vemos que se ha pasado de una situación de pérdidas financieras de 41 millones en 2009 a unas ganancias de 75 millones en 2015, lo cual calificaríamos como **positivo**, algo que avalan los datos relativos a la facturación ya que se ha pasado de perder 2,9€ por cada 100€ facturados en 2009 a ganar 2,6€ en 2015.
- Por otro lado, y pese al R^{do.} de Explotación negativo, es importante señalar que el sector genera un **EBITDA** –o lo que es lo mismo, un R^{do.} Bruto de Explotación– **positivo** en todo el periodo, lo cual indica que **genera recursos internos con su explotación**. Esto es importante

⁷ Puede verse el cálculo del EBITDA en el apartado 7.3.4. de Anexos llamado “Conciliación del EBITDA”.

porque aunque en ciertos ejercicios finalmente esté perdiendo dinero, en el núcleo del negocio (antes de pagar a los acreedores y al Estado) lo está ganando. En términos relativos, pese a las fluctuaciones sufridas de año a año, en general la capacidad de generar recursos internos con la explotación ha **aumentado** (10,9€ por cada 100€ facturados en 2009 frente a los 11,6€ de 2015)

COMPARATIVA SECTOR – EMPRESAS PEQUEÑAS & MEDIANAS

Para completar el análisis de las variables resultado compararemos los datos del sector con el de las empresas pequeñas y medianas dando el mismo valor a la facturación de ambos (100).

Tabla A.1.4. Variables resultado (%)	2015			2009		
	SECTOR	MEDIANAS	PEQUEÑAS	SECTOR	MEDIANAS	PEQUEÑAS
Rdo. Explotación / Facturación	-1,2%	-38,3%	84,8%	-10,3%	-106,1%	-37,1%
Rdo. Financiero / Facturación	2,6%	-0,6%	-1,7%	-2,9%	1,0%	-1,5%
Rdo. Antes Imp. / Facturación	1,3%	-38,8%	83,1%	-13,2%	-105,1%	-38,6%

- La principal diferencia se da por el lado de la **explotación** ya que mientras las empresas pequeñas ganan 84,8€ por cada 100 que facturan en 2015, el sector pierde 1,2€. Las medianas son las que se encuentran en peor situación ya que pierden 38,3€ por cada 100 que facturan. En cuanto a la **evolución** de 2009 a 2015 para todos los colectivos es positiva, aunque más para las pequeñas, quienes consiguen revertir la situación de pérdidas del 2009 y mejoran un 122% frente a la mejora del 67% para las medianas y del 9% del sector.
- En cuanto al **R^{do.} financiero** la situación es la **contraria**, siendo las pequeñas las que peor situación atraviesan, seguidas por las medianas. La situación empeora para ambas de 2009 a 2015, mientras que el sector presenta una **evolución positiva** y revierte las pérdidas.

En definitiva, las empresas medianas son las únicas que no han conseguido revertir la situación de pérdidas antes de impuestos. Las empresas pequeñas deberían mejorar por el lado **financiero**, las **medianas** en ambos aspectos; y el **sector** en general (y por tanto, las grandes) debería hacerlo por el lado de la explotación.

Tabla A.1.5. EBITDA/Facturación	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
SECTOR	11,6%	10,8%	6,2%	6,7%	15,1%	26,2%	10,9%
MEDIANAS	-27,2%	-42,4%	-39,7%	-85,0%	-86,4%	-95,1%	-89,6%
PEQUEÑAS	180,2%	171,0%	265,2%	474,1%	172,1%	85,9%	123,5%

Pese a que en valores absolutos el sector produce un **EBITDA** mayor que el de las empresas pequeñas, tal y como se puede apreciar en la *tabla A.1.5 las empresas pequeñas son capaces de generar con su explotación muchos más recursos que el sector en términos relativos* a la facturación. Así, en 2015 por cada 100€ de facturación están generando 180€ de recursos internos/operativos frente a los casi 12€ del sector. La evolución también es más favorable para este colectivo que para el sector. Respecto a las empresas **medianas**, esta variable vuelve a demostrar su peor situación ya que no generan sino que **consumen recursos con su explotación**.

COMPARATIVA EMRESAS NACIONALES – AUTONÓMICAS

Pese a haber comparado diversos datos en función del tamaño de las empresas, compararemos también las empresas de ámbito nacional y autonómico con el objetivo de enriquecer el análisis, ya que como podremos comprobar la situación de ambas es totalmente diferente.

- La **facturación** de las empresas nacionales ronda los 2.500 millones de € en todo el periodo, mientras que las autonómicas no suben de los 100 millones.

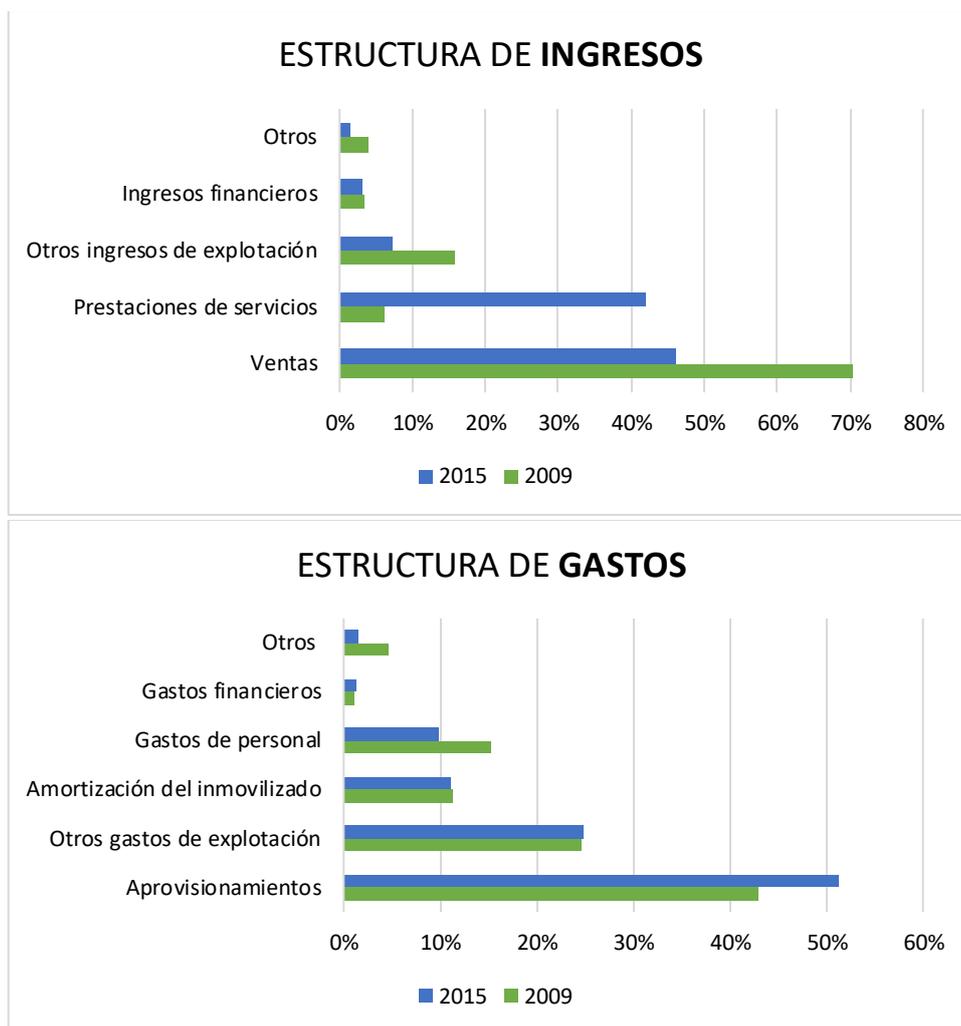
Variables resultado (%)	2015		2009	
	NACIONALES	AUTONÓMICAS	NACIONALES	AUTONÓMICAS
R^{do.} Explotación / Facturación	5,8%	-324,5%	11,3%	-309,4%
R^{do.} Financiero / Facturación	2,7%	-2,9%	-2,2%	-11,9%
R^{do.} Antes Imp. / Facturación	8,5%	-327,4%	9,1%	-321,3%

- Por el lado de la **explotación**, las empresas nacionales consiguen ganancias (a excepción de 2013). Mientras, las autonómicas obtienen continuas pérdidas que rondan los 200-300 millones €. En la *tabla A.1.6* observaremos que en **términos relativos** la evolución ha sido **negativa** para ambos grupos: Si comparamos los años 2009 y 2015, las nacionales han disminuido sus ganancias mientras que las autonómicas han aumentado sus pérdidas.
- En cuanto al **financiero**, las nacionales van alternando resultados negativos y positivos en términos absolutos, mientras que las autonómicas siempre pierden (aunque en menor cuantía). En **términos relativos** la evolución ha sido **positiva** para ambos si comparamos los años límite del periodo.

En definitiva, tras realizar sus respectivas actividades de explotación y financiación, las nacionales gozan de una situación de **beneficios**, mientras que las autonómicas atraviesan una situación de **continuas pérdidas** generadas en su mayoría por el lado de la actividad ordinaria. Es este efecto negativo de las autonómicas el causante de que los resultados del sector en conjunto sean más bajos que los de las nacionales.

EBITDA/Facturación	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
NACIONALES	16,8%	15,8%	12,9%	16,1%	24,4%	35,9%	31,3%
AUTONÓMICAS	-226,7%	-223,8%	-339,8%	-411,9%	-272,2%	-211,0%	-270,1%

En cuanto a la variable **EBITDA**, es una variable muy representativa de la situación dispar en la que se encuentran ambos colectivos. Solamente las nacionales son capaces de general recursos internos con su explotación, lo que indica que **las autonómicas están perdiendo dinero en el núcleo de su negocio**, algo muy preocupante no solo por su signo sino por su relativa cuantía (pierden 227€ por cada 100€ que consiguen facturar).



- La fuente principal de ingresos de explotación son las **ventas** de espacios publicitarios a anunciantes, las cuales evolucionan positivamente (no en el caso de las autonómicas) y suponen alrededor de un 92% de la facturación, a excepción del último ejercicio, donde las **prestaciones de servicios** como la venta de programas, alquileres de equipos, cesión de derechos de imagen, etc. cobran la misma importancia que éstas. Destaca el aumento de las ventas en 1.100 millones de € en 2010 derivadas en su mayoría de la renuncia a la publicidad de TVE⁹, lo cual explica el resultado positivo obtenido en dicho ejercicio y la reversión de la situación de pérdidas del año anterior. Este destacado aumento es consecuencia **Otros ingresos de explotación** (en su mayoría *subvenciones* que se conceden para financiar gastos específicos) suponen la 3ª mayor entrada de ingresos, aunque su peso disminuye considerablemente al pasar de un 16% en 2009 a un 7% en 2015.

⁸ Conviene leerse el apartado 7.2. de los Anexos llamado "Nota aclaratoria → Ventas – Existencias – Aprovisionamiento" ya que con ella se podrá entender qué son para este sector las ventas o los gastos de aprovisionamiento y por qué no tiene sentido analizar la política comercial.

⁹ La eliminación de publicidad en TVE a partir de enero de 2010 redujo la competencia por el mercado de la publicidad, lo cual benefició a nuestro sector traduciéndose en un aumento de ventas para el mismo al no pertenecer TVE a la muestra escogida.

Por otro lado, los gastos más destacados son los **aprovisionamientos** (son básicamente costes incurridos en producir o adquirir programas), que van en aumento en todo el periodo analizado, aunque hay que ponerlo en perspectiva con el aumento de las ventas). A éstos les siguen **otros gastos de explotación** (concretamente la partida “*Servicios exteriores*” compuesta por los costes por trabajos realizados por otras empresas, arrendamientos y cánones¹⁰, derechos de autor...), que suponen aproximadamente la mitad de los gastos de aprovisionamiento y en general aumentan en términos absolutos pero se mantienen en relativos. En tercer y cuarto lugar están los **gastos de personal** y la **amortización del inmovilizado**, ambos de cuantía similar.

- Dentro de los ingresos **financieros** destacan los de **participaciones en instrumento de patrimonio** (siendo la totalidad de ellos los dividendos que cobran por tener acciones de empresas del grupo y asociadas); mientras que en los gastos destacan los derivados de **deudas con terceros**, los cuales han ido en aumento durante el periodo analizado.

CONTROL Y DESVIACIÓN DE GASTOS

Tabla A.1.8.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Aprovisionamientos / Facturación	-57,6%	-60,3%	-62,3%	-57,3%	-49,0%	-46,4%	-61,6%
Otros Gastos Explotación / Facturación	-27,9%	-27,7%	-29,2%	-29,9%	-31,7%	-29,2%	-35,3%
Gastos Personal / Facturación	-11,2%	-11,7%	-14,3%	-14,5%	-15,4%	-14,9%	-21,8%
Amortización / Facturación	-12,4%	-13,2%	-13,8%	-15,8%	-15,7%	-13,9%	-16,2%
Gastos Financieros / Facturación	-1,4%	-1,5%	-1,3%	-1,0%	-0,8%	-0,4%	-1,7%

En la *tabla A.1.8* se observa que en general los diferentes gastos se controlan y se desvían sucesivamente de un ejercicio a otro; sin embargo, si cogemos los dos años límite del periodo, diríamos que los gastos están siendo **controlados** y por tanto una **evolución general positiva**. Por tanto, aunque en términos absolutos los gastos mencionados han aumentado, en términos relativos son menores en 2015 que en 2009.

COMPARATIVA SECTOR – EMPRESAS PEQUEÑAS & MEDIANAS

Respecto a las empresas **pequeñas** sabemos que al contrario que ocurre con el sector, éstas **ganan dinero con la explotación y pierden con la actividad financiera**. Las **medianas** por su parte, **pierden dinero por ambos lados**. Éstas son las diferencias fundamentales en cuanto a las variables que componen el resultado:

- La mayor parte de la facturación proviene de las **prestaciones de servicios** y no de las ventas como ocurre en el sector. Dichas prestaciones de servicios son la fuente de ingresos más importante de las sociedades con menos de 250 trabajadores. La razón principal se halla en que cuando menor sea la empresa, generalmente menor alcance o índice de audiencia tiene, y por tanto menos espacios publicitarios puede vender.

¹⁰ En esta partida destacan como conceptos más significativos los importes que por ley deben pagar por la distribución de la señal audiovisual y la aportación que, como operadores de televisión que son, están obligados a realizar desde 2009 para contribuir a la financiación de RTVE.

- En términos relativos, las **subvenciones de explotación** para compensar pérdidas o gastos tienen mayor relevancia que en el sector en conjunto y son la 2ª fuente de ingresos más importante por encima de las ventas.
- En cuanto a los gastos, el comportamiento de las **medianas** se acerca más al del sector, mientras que en el caso de las **pequeñas** hay diferencias importantes: destacan **otros gastos de explotación** (gastos habituales que no forman parte de la actividad básica, como arrendamientos y cánones, derechos de autor, reparación y conservación, transporte, etc.), los cuales son mayores que los de **aprovisionamiento** y han sido más controlados que en el sector. Además, el **gasto por amortización** triplica al de **personal**, mientras que en el sector son de cuantía similar.

COMPARATIVA EMRESAS NACIONALES – AUTONÓMICAS

La principal diferencia entre ambas es que las **subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio** suponen la mayor fuente de ingresos para las sociedades de ámbito autonómico, mientras que su cuantía es insignificante para las de ámbito nacional, las cuales obtienen sus ingresos principales por el lado de las **ventas**. Los relativos bajos ingresos por ventas (y por tanto, de los gastos de **aprovisionamiento**) de las autonómicas en contraste con las nacionales están motivados por:

1. Su menor alcance unido a la coyuntura económica desfavorable explica el **descenso de la inversión publicitaria** lo cual se traduce en una **disminución de ventas** y política de **reducción de gastos** llevada a cabo durante el periodo (considerando además las deudas que acumulaban, se tuvieron que introducir recortes presupuestarios y limitaciones en programación para ahorrar costes).
2. Las dificultades de comercializar para las autonómicas eran cada vez mayores debido al **duopolio MEDIASET – ATRESMEDIA** (fusión Telecinco–Cuatro en 2009 y *Antena 3–La Sexta* en 2012). Además, se están concediendo nuevas licencias de TDT a dichos grupos nacionales.
3. A esto se le suma la **competencia** actual de las **plataformas de pago** (destacan “Movistar+” tras la fusión de Movistar TV y Canal+ en Junio de 2015 y “NETFLIX”), las cuales están en auge. En ocasiones, y especialmente con las retransmisiones deportivas es imposible competir, ya que estas plataformas poseen la totalidad de licencias.

POLÍTICA DE PERSONAL - PRODUCTIVIDAD

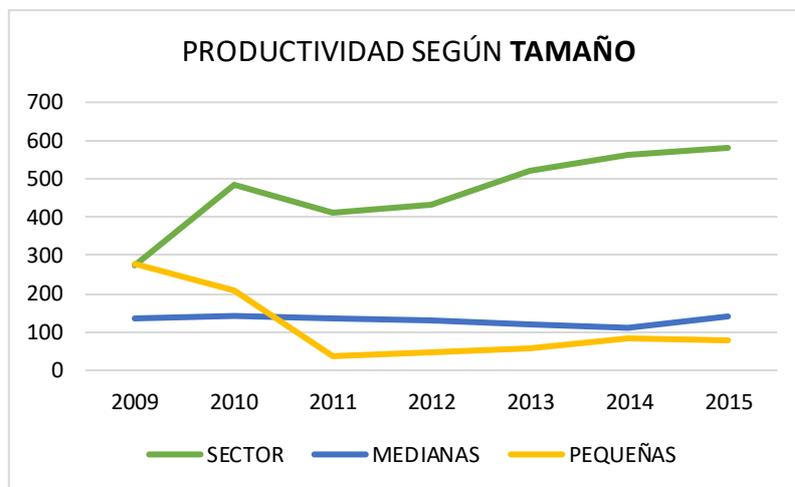
En este caso, puesto que la prestación de servicios juega un papel relevante, entenderemos por productividad el volumen de facturación (y no las ventas) logrado por cada trabajador.

$$Productividad = \frac{\text{Importe neto cifra negocios}}{N^{\circ} \text{ de personal}} \quad (\text{€/persona})$$

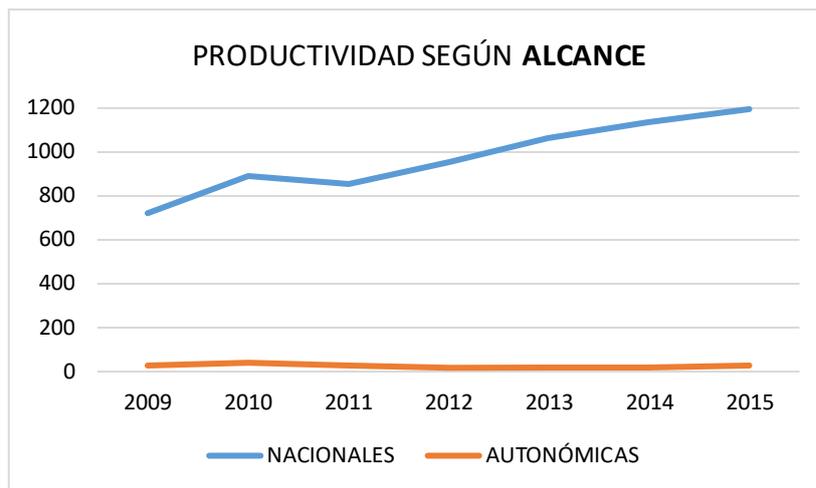
En la *tabla A.1.9* encontramos dicho dato **en miles de €** tanto para el sector–pequeñas como para las nacionales–autonómicas.

Tabla A.1.9 Productividad	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
SECTOR	581	562	520	431	414	482	274
MEDIANAS	140	111	121	129	137	142	133
PEQUEÑAS	77	81	59	46	37	208	278
NACIONALES	1195	1132	1060	953	856	893	721
AUTONÓMICAS	24	23	20	17	25	40	29

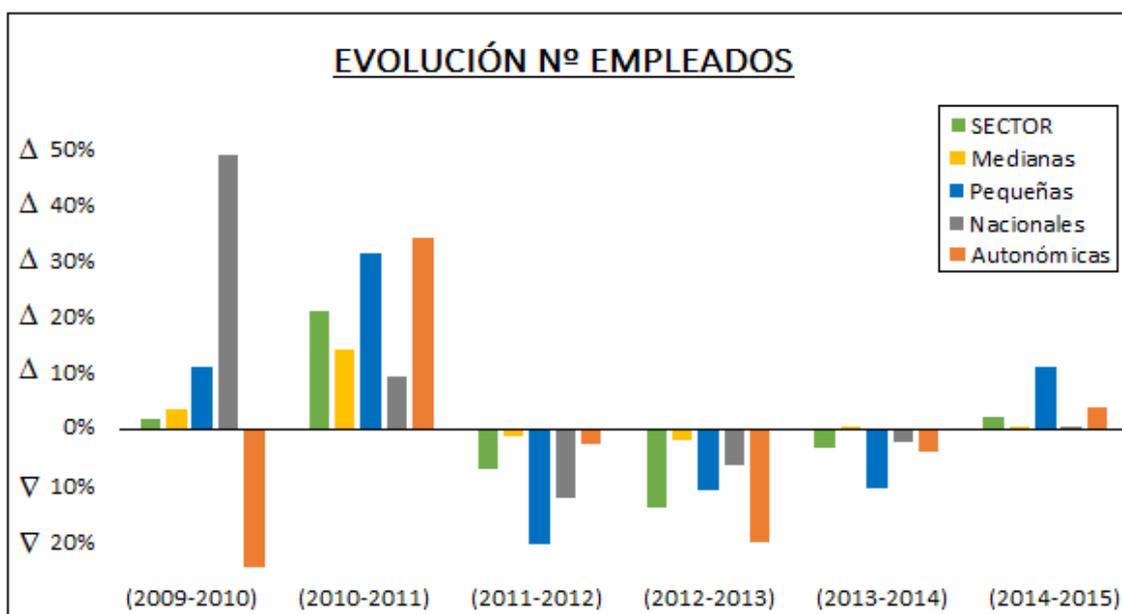
- Se aprecia una **diferencia cuantitativa** entre los grupos en función de su tamaño. Tanto las empresas **medianas** como las **pequeñas son menos productivas que el sector en conjunto**, siendo éstas últimas las que presentan el menor ratio. Mientras en el sector a cada trabajador le corresponden 581.000€ de la facturación en 2015, en las empresas medianas dicha cifra desciende a los 140.000€ y en las pequeñas lo hace a 77.000€/empleado. Estos datos tienen sentido ya que en el sector tienen mucho peso las **empresas grandes**, y son éstas quienes tienen la posibilidad de crear economías de escala a las que empresas menores no pueden acceder. En cuanto a la **evolución**, las pequeñas empresas son las únicas que se encuentran en una peor situación al final del periodo que al principio.



- Si comparamos la productividad en función del alcance, vemos una **diferencia muy significativa y creciente** durante el periodo, siendo las **nacionales** mucho **más productivas** que las autonómicas. Este dato tiene sentido ya que la facturación de éstas supera con creces a la de las autonómicas (las cuales obtienen sus ingresos principales vía subvenciones a la explotación), mientras que en número de empleados no hay gran diferencia.



Por último, cabe señalar que todos los grupos muestrales aplicaron **políticas de reducción de plantilla** a partir de 2011 como parte de su estrategia de reducción de costes durante la crisis, políticas que parecen haber sido revertidas en el último ejercicio 2015. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del número de empleados:



3.1. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD → ¿GANA O PIERDE DINERO?

3.1.2. INVERSIÓN - FINANCIACIÓN

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN

La riqueza de toda empresa (formada por la diferencia entre sus bienes y derechos, y las obligaciones a que debe hacer frente), se encuentra plasmada en el Balance de Situación. Como venimos haciendo hasta ahora, nos referiremos tanto a valores absolutos como relativos y compararemos los datos entre los distintos grupos.

Tabla A.2.1. Inversión (%)	2015		2013		2011		2009	
	INMOV.	AC	INMOV.	AC	INMOV.	AC	INMOV.	AC
SECTOR	54%	46%	67%	33%	63%	37%	68%	32%
MEDIANAS	28%	72%	21%	79%	17%	83%	19%	81%
PEQUEÑAS	35%	65%	45%	55%	54%	46%	52%	48%
NACIONALES	54%	46%	67%	33%	64%	36%	71%	29%
AUTONÓMICAS	56%	44%	63%	37%	56%	44%	45%	55%

Tabla A.2.2. Financiación (%)	2015			2013			2011			2009		
	RRPP	P. L/P	PC									
SECTOR	44%	8%	48%	56%	8%	36%	58%	3%	40%	29%	20%	52%
MEDIANAS	33%	5%	61%	31%	6%	62%	29%	2%	68%	38%	5%	57%
PEQUEÑAS	39%	29%	32%	37%	27%	36%	33%	20%	47%	23%	28%	49%
NACIONALES	45%	7%	47%	58%	8%	34%	62%	2%	36%	31%	21%	48%
AUTONÓMICAS	25%	12%	63%	18%	10%	72%	14%	5%	81%	12%	11%	77%

INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN DEL SECTOR:

I. ACTIVO – INVERSIÓN

El volumen total de inversión ha pasado de los 3.000 millones de € a los 4.500 si observamos los años límite del periodo, aunque dentro del mismo el **crecimiento** tuvo lugar **hasta 2012**, ya que a partir de entonces la **inversión a largo plazo dejó de aumentar y comenzó a caer**, provocando así la disminución del activo total (aunque el sector cada vez invertía más a corto plazo, el activo circulante tenía menos peso que el inmovilizado, por lo que dicho aumento no fue suficiente para contrarrestar lo que disminuía del largo, a excepción del último ejercicio donde parece que la tendencia cambia). Destaca el aumento de la inversión en casi 1.885 millones de € de 2009 a 2010, cantidad que se invirtió en su mayoría en *Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo* (debido a la fusión de las cadenas Telecinco-Cuatro).

Respecto al **inmovilizado** podemos afirmar que la mayor inversión se da por el lado **financiero** (*Activo por impuesto diferido e Inversiones en empresas del grupo* mayoritariamente), aunque su peso ha ido **disminuyendo** durante el periodo pasando de suponer un 53% del activo total a un 29%. El **Inmovilizado inmaterial** (*Patentes, licencias, marcas o similares*; y el *Fondo de Comercio íntegro de MEDIASET*) es la segunda vía de inversión a largo, inversión que a diferencia del financiero ha ido en **aumento** en términos relativos y supone un 19% del AT de 2015. En cuanto al **inmovilizado material**, su evolución ha sido más constante, suponiendo un 5-6% del AT en todo el periodo.

Por el lado del **circulante** destaca el **Realizable cierto** con una inversión de 1.000 millones € (un 22% del AT), y dentro de él la partida de **“Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”** la cual está compuesta a su vez por derechos de cobro de empresas del grupo y asociadas en su mayoría. La segunda vía de inversión es el **Realizable condicionado** formado en su mayoría por *existencias comerciales* (derechos sobre programas pendientes de emitir) a excepción del último ejercicio donde el aumento de la inversión en *MP y otros aprovisionamientos* (material consumible) ha sido de 400 millones y ha hecho que el Realizable condicionado pase a suponer un 19% del AT, un 10% más que el año anterior. En un segundo plano se encuentra el **disponible**, el cual supone un 4% del total de inversión, porcentaje que ha aumentado durante el periodo.

En definitiva, hasta 2012 el sector aumentó continuamente sus inversiones tanto por el largo como por el corto. Sin embargo, a partir de 2012 la tendencia cambia ya que está **desinvertiendo por el ciclo largo** (inmovilizado financiero) e **invertiendo por el corto** con un efecto global de disminución del AT que ha sido revertida en el último ejercicio.

II. PASIVO – FINANCIACIÓN

- El peso de los **recursos propios** sobre la totalidad de la financiación **se duplicó en 2010** con respecto al año anterior pasando a suponer un **60%** (el aumento en valores absolutos fue de más de 2.000 millones € y se debió en su mayoría a la elevada *prima de emisión* que se emitió en las ampliaciones de capital y al aumento de *otras reservas*). A partir de dicho ejercicio su peso fue cayendo hasta situarse en un **44%** del total de financiación en 2015, año en el que dejó de ser la fuente de financiación principal. Prácticamente la totalidad de los recursos no exigibles por terceros corresponden a los **Fondos Propios** ya que los *ajustes por cambios de valor* son insignificantes y las *subvenciones* tienen poco peso corresponden éstas a las empresas autonómicas, las cuales en términos de volumen (€) no pueden compararse con las nacionales del sector. Las partidas más relevantes son: **Otras reservas**, la **Prima de emisión**, **Otras aportaciones de socios** y el capital. Además, destacan los elevados **Resultados negativos de ejercicios anteriores** así como los del año en cuestión.
- El **pasivo exigible a largo plazo** por su parte comenzó siendo una fuente de financiación importante al suponer un 20% del total en 2009. Sin embargo, dicha deuda fue en su mayoría devuelta y pasó a suponer solamente el 2% de la totalidad de financiación en 2010. A partir de entonces su peso ha ido en aumento hasta situarse en un 8% en el último ejercicio 2015; luego la evolución general es de disminución. Como partida destaca **Deudas a l/p** (*Deuda con entidades de crédito y Otros pasivos financieros* en su mayoría).
- Excepto en 2009 y 2015, donde la mayor parte de la financiación proviene del **circulante**, en el resto del periodo los RRPP son proporcionalmente mayores. Si cogemos esos años de excepción, observaremos una evolución general de disminución ya que en 2009 52€ de cada 100 de financiación procedían del corto plazo mientras que en 2015 dicha cifra se sitúa en los 48€. La partida más destacada es **Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar**, la cual ha ido relativamente en aumento durante el periodo. Dentro de ella destacan los *Proveedores* seguido por *Proveedores empresas del grupo*, las cuales son en su mayoría deudas de derechos de producción ajena.

A modo de resumen:

- A partir de 2010 **cada vez se financia menos con RRPP**. Sin embargo, la fuerte subida del 2010 con respecto al año anterior hace que la evolución general sea de aumento.
- A partir de 2010 **cada vez se financia más a largo plazo** (excepto en 2015, donde la tendencia cambia). En cambio, la fuerte bajada del 2010 con respecto al año anterior hace que la evolución general sea de disminución.
- En cuanto a la financiación exigible por el corto plazo **no hay una tendencia clara**, aunque en general disminuye al pasar de un 52% en 2009 a un 48% en 2015.

Fuente de financiación	EVOLUCIÓN GENERAL (2015 frente a 2009)	TENDENCIA
RRPP	Δ	∇
P. L/P	∇	Δ (Cambia en 2015)
PC	∇	Sin determinar

En definitiva, en el año **2010** no solo se produce un aumento tremendo de la inversión y por consiguiente de la financiación en valores absolutos, sino que se produce un **cambio importante en la estructura de financiación** que hace que **la comparación entre los años límite no coincida con la tendencia del resto del periodo**.

Por último, cabe destacar que según datos del 2015, aproximadamente la mitad del pasivo exigible no tiene coste (no va a suponer el pago de intereses) por tratarse de financiación vía proveedores, provisiones o periodificaciones. No suponen por tanto un pasivo problemático.

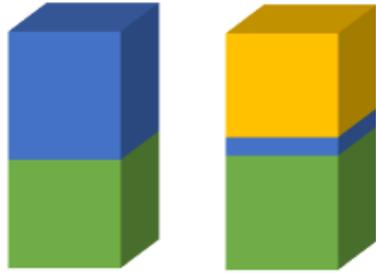
COMPARACIÓN SECTOR – MEDIANAS – PEQUEÑAS:

- Al contrario que el sector, las empresas medias han invertido en inmovilizado un mayor importe año tras año, llegando a doblar el valor de la partida durante el periodo. Por ello, **el inmovilizado ha ganado peso en la estructura económica de las medianas empresas**: En 2009 invirtieron 19 de cada 100€ en el largo plazo mientras que en 2015 invirtieron 28. Destaca también que el activo total aumenta durante el periodo a diferencia del sector, que desinvierte. Su estructura financiera se ha mantenido sin grandes cambios; y en comparación con el sector **el circulante tiene un mayor peso** (también por el activo).
- Respecto a las pequeñas cabe mencionar que por el lado del activo tienen el mismo comportamiento que sector ya que la inversión en inmovilizado pierde peso mientras que el circulante lo gana. Respecto a la estructura financiera, destaca que el **pasivo exigible a largo plazo** tiene un **peso** considerablemente **mayor** en comparación con el sector y está en su mayoría compuesto por *Deudas con empresas del grupo y asociadas*.

Normalmente las PYMES tienden a tener mayores RRPP que las grandes empresas por su acceso más limitado y costoso al endeudamiento, aunque no es este el caso por las condiciones especiales del sector (la relación de las autonómicas con las subvenciones de la administración).

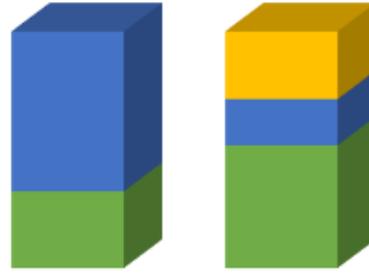
En los siguientes gráficos puede verse la composición del activo y pasivo para estos 3 colectivos en los años límite del periodo y puede por tanto apreciarse su evolución:

SECTOR 2015



■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

SECTOR 2009



■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

MEDIANAS 2015



■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

MEDIANAS 2009



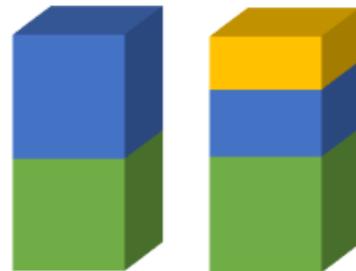
■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

PEQUEÑAS 2015



■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

PEQUEÑAS 2009

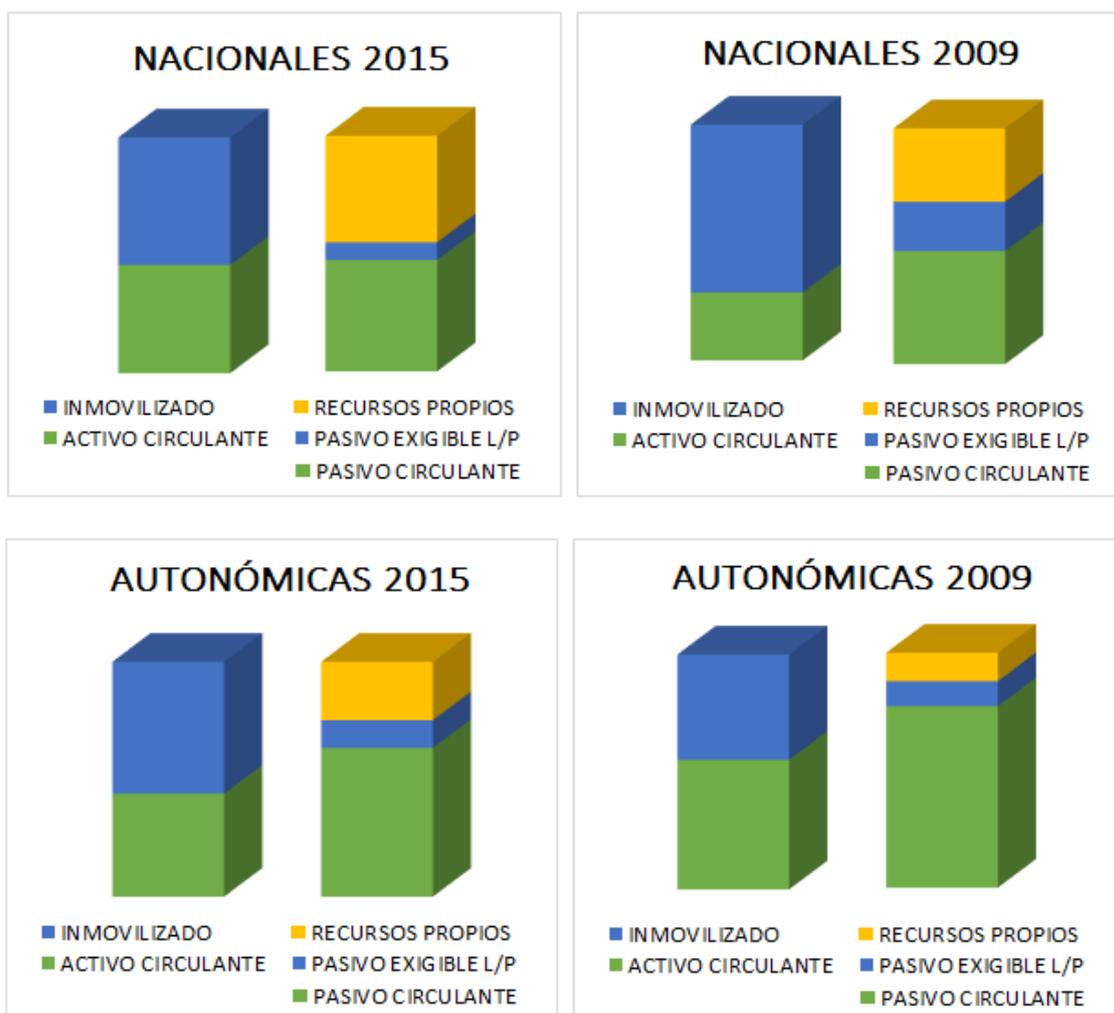


■ INMOVILIZADO ■ RECURSOS PROPIOS
■ ACTIVO CIRCULANTE ■ PASIVO EXIGIBLE L/P
■ PASIVO CIRCULANTE

COMPARACIÓN NACIONALES – AUTONÓMICAS:

Puesto que las 3 mayores empresas del sector son nacionales y éstas suponen más del 90% de su volumen, la estructura económico-financiera de las nacionales y el sector es muy similar y por tanto pueden aplicarse las conclusiones mencionadas anteriormente. Sin embargo, cabe hacer una comparación entre éstas y las cadenas autonómicas, sobre todo por el lado de la financiación.

Hasta 2012, los RRPP de las empresas autonómicas estaban en su mayoría compuestos por las *subvenciones, donaciones y legados recibidos*, lo que demuestra la importancia que tiene esta fuente de financiación para las mismas, algo que no ocurre en el caso de las nacionales ya que su importe es insignificante. Además, el importe de la *Prima de Emisión y Reservas* es mucho menor en relación con el de las nacionales. Pero sin duda lo más inestable son las **enormes pérdidas que arrastran de ejercicios anteriores**, un déficit que es cada vez mayor y llega a alcanzar los 1.000 millones (las nacionales no superan los 85 millones). Dichas pérdidas junto con las generadas en el **resultado del ejercicio** minoran los recursos no exigibles por terceros y son las causantes de que las empresas autonómicas se **financien en su mayoría vía deuda**, deuda que exceptuando a proveedores, es contraída con empresas del grupo y asociadas.



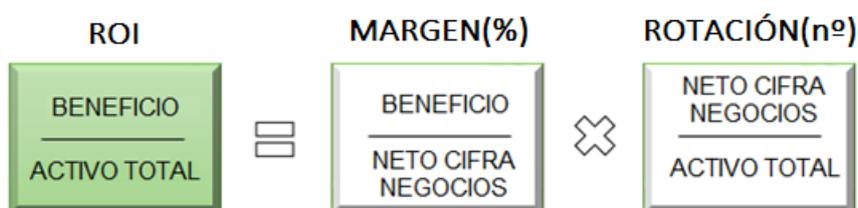
3.1. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD → ¿GANA O PIERDE DINERO?

3.1.3. RENTABILIDAD

En este apartado relacionaremos el Beneficio con la Inversión y Financiación respectivamente. Como ya hemos apuntado, puesto que no es nuestro cometido analizar el efecto de la compleja política fiscal sobre la rentabilidad, utilizaremos la variable *Resultado Antes de Impuestos*.

RENTABILIDAD ECONÓMICA¹¹ – Eficiencia de la Explotación

Esta variable relaciona los beneficios que se obtienen con la totalidad de los recursos en los que se ha invertido para poder alcanzar dicho resultado.



	2015			2012			2009		
	Sector	Medianas	Pequeñas	Sector	Medianas	Pequeñas	Sector	Medianas	Pequeñas
ROI	0,9%	-17,7%	6,3%	-3,0%	-43,8%	1,5%	-6,3%	-53,3%	-9,3%
MARGEN	1,3%	-38,8%	83,1%	-5,9%	-95,1%	35,0%	-13,2%	-105,1%	-38,6%
ROTACIÓN	0,66	0,46	0,08	0,51	0,46	0,04	0,48	0,51	0,24

	2015	2012	2009
Importe neto cifra de negocios (en miles €)	2.953.354	2.581.021	1.436.975
Activo neto total (en miles €)	4.503.386	5.110.841	3.000.451

SECTOR:

Como podemos observar, aunque la rentabilidad económica del sector no es muy alta, podemos observar una **tendencia de crecimiento** durante el periodo consiguiendo revertir la situación de rentabilidad negativa, lo que significa que por cada 100€ de inversión se están obteniendo mejores resultados a partir de la gestión de los activos. Dicho aumento global es consecuencia del **aumento tanto del margen como de la rotación**: En 2009, por cada 100€ que facturaba el sector por vender espacios publicitarios y por prestar diversos servicios (por ejemplo, vender derechos de programas), no solo no obtenía beneficios sino que perdía 13,2€. Las condiciones del mercado están fuertemente ligadas a dicho margen negativo, ya que eran años de crisis en los que el consumo se estancó, las agencias publicitarias se vieron obligadas a disminuir sus inversiones y por tanto el sector vio considerablemente reducidos sus ingresos por ventas y en consecuencia el R^d. Con el paso de los años ambas variables han ido en aumento y han provocado que el margen se sitúe en el 1,3% en 2015. La rotación (nº de veces que se recupera la inversión con un determinado importe de facturación) por su parte aumenta debido al **crecimiento de la facturación** (lo cual es positivo), pero a partir de 2012 también debido a la **disminución del activo** (inmovilizado), un aspecto negativo en el sentido de que disminuyen los recursos con los que poder generar beneficios futuros.

¹¹ Al tratarse del sector servicios utilizamos la variable "Importe neto de la cifra de negocios" en lugar de las ventas para calcular el margen y la rotación ya que los ingresos por prestación de servicios también forman parte de la fuente de ingresos primaria u ordinaria del sector.

COMPARACIÓN SECTOR – MEDIANAS – PEQUEÑAS:

En cuanto a la comparativa en función del tamaño, los datos de la *tabla 3.1* tienen sentido si recordamos lo que concluimos en el apartado A.1. RESULTADO, y es que las empresas medianas deberían mejorar por el lado de la explotación y financiero, las pequeñas por el financiero y el sector en general por la explotación. La rentabilidad económica hace referencia a la **eficiencia de la explotación** y por tanto sabíamos que las **pequeñas** tendrían una rentabilidad económica mayor. Sin embargo, cabe apuntar que el considerable aumento del margen (pasaron de perder 39€ por cada 100 facturados a ganar 83) y parte de la disminución de la rotación se debe a la disminución de la facturación, lo cual es un aspecto negativo. En cuanto a las **medianas** el dato negativo (y el peor en comparación) se debe a que no son capaces de obtener beneficios. Sin embargo, tienen varios aspectos positivos; y es que a diferencia de las pequeñas, han conseguido aumentar el margen aun aumentando la facturación (lo que implica que las pérdidas han disminuido a mayor ritmo) y han disminuido la rotación porque el activo ha aumentado a mayor ritmo que la facturación, lo que les ayudará a generar beneficios futuros.

En definitiva:

- ✓ El **sector** de la programación y emisión de televisión ha **mejorado** sus datos de rentabilidad económica si comparamos el inicio y final del periodo ya que obtiene un **mayor** rendimiento por sus ventas y prestaciones de servicio (**margen**) a la vez que recupera **mayor** inversión con las mismas (**rotación**). Sin embargo tiene el aspecto negativo de que a partir de 2012 **disminuye el activo** por parte del inmovilizado, lo que influirá en la facultad futura de obtener rendimientos.
- ✓ Las empresas **pequeñas** consiguen sacar un **rendimiento mayor** a sus inversiones que la media del sector aunque están **facturando** un importe cada vez **menor**.
- ✓ Las **medianas** son las **menos rentables** económicamente; en cambio presentan una evolución positiva tanto de **disminución de pérdidas** como de **aumento de facturación**, siendo las únicas que **aumentan** el importe de **inversión** total.

COMPARACIÓN NACIONALES – AUTONÓMICAS:

Tabla A.3.3.	2015		2012		2009	
	Nacionales	Autonómicas	Nacionales	Autonómicas	Nacionales	Autonómicas
ROI	5,9%	-67,3%	3,3%	-89,9%	4,7%	-76,3%
MARGEN	8,5%	-327,4%	6,2%	-546,0%	9,1%	-321,3%
ROTACIÓN	0,69	0,21	0,53	0,16	0,52	0,24

Como era de esperar tras haber analizado las respectivas cuentas de resultados y considerando las enormes y continuas pérdidas que arrastran las cadenas autonómicas en contraste con las ganancias que obtienen las nacionales, la rentabilidad económica para ambos grupos difiere considerablemente, siendo **extremadamente negativa** para las autonómicas, quienes han visto reducida su facturación e inversión. Al menos, la evolución general es positiva. Por otro lado, cabe destacar que los datos de las nacionales son mejores que los del sector ya que las autonómicas, pese a tener mucho menos peso dentro del sector, influyen a la baja.

RENTABILIDAD FINANCIERA

Es evidente que la vía de financiación (RRPP o deuda) influye en la rentabilidad obtenida debido a que los costes asociados a dichas fuentes varían. Para analizar la **perspectiva financiera** de la rentabilidad, relacionaremos el excedente generado (remuneración) por el sector y el capital financiero que hace posible su generación, utilizando para ello los siguientes ratios:

R1: Rentabilidad de los RRPP o remuneración al accionista → $\frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos}}{\text{Recursos Propios}}$
R3: Coste efectivo de la deuda o remuneración al prestamista → $\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Pasivo exigible corregido}}$
R2: Rentabilidad financiera global o remuneración de la financiación → $\frac{BAI+GF}{RRPP+Pex^*}$
AF: Efecto de apalancamiento financiero o trasvase de rentabilidad → $(R2 - R3) * \left(\frac{Pex^*}{RRPP}\right)$

En definitiva, se pretende observar el efecto de **apalancamiento financiero** (trasvase de rentabilidad del prestamista al accionista si éste es positivo, o viceversa si es negativo) para concluir si le conviene endeudarse o por el contrario financiarse con recursos propios para conseguir una mayor rentabilidad de los accionistas ($\Delta R1$).

SECTOR:

En todo el periodo excepto en 2010 el sector presenta un apalancamiento financiero **negativo** puesto que **$R1 < R2 < R3$** . Esto implica que le conviene **autofinanciarse** y reducir deuda ya que obtiene una menor rentabilidad de sus fondos (R2) de la que tiene que pagar a los prestamistas (R3); y por tanto, dicho diferencial deben aportarlo los accionistas. Cuanto menor sea la proporción de deuda, menor será el trasvase de rentabilidad que se produce del accionista al prestamista; es decir, menos perderán. Si comparamos el principio y final del periodo (2009-2015) ha seguido la recomendación; sin embargo cabe matizar que se debe al aumento descomunal de los RRPP en 2010, ya que a partir de entonces ha ido reduciendo sus fondos propios y aumentando su deuda con coste, por lo que **a partir de 2010 no está acudiendo a la financiación más barata**. Suponemos que tendrá en cuenta otros factores.

COMPARATIVA SECTOR – MEDIANAS – PEQUEÑAS:

Tabla A.3.4. Rentabilidad financiera	2015			2014			2013			2012			2011			2010			2009		
	S	M	P	S	M	P	S	M	P	S	M	P	S	M	P	S	M	P	S	M	P
R1	2%	-53%	16%	-6%	-50%	12%	-12%	-54%	-4%	-5%	136%	5%	1%	185%	17%	6%	120%	9%	-22%	142%	-41%
R2	2%	-29%	9%	-3%	-28%	8%	-8%	-30%	0%	-3%	-71%	3%	1%	-94%	7%	5%	-79%	3%	-7%	-82%	-9%
R3	3%	2%	2%	4%	2%	3%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	0%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
AF	0%	-25%	7%	-3%	-22%	4%	-4%	-25%	-4%	-2%	-65%	1%	0%	-91%	9%	1%	-42%	6%	-15%	-60%	-32%

- Para las empresas medianas la conclusión sería la misma que para el conjunto del sector (autofinanciarse), pero la recomendación sería más urgente debido a que sus continuas pérdidas provocan una **rentabilidad negativa** para los accionistas en la totalidad del periodo cuyas proporciones son mucho **más críticas**. Sin embargo, es verdad que han tendido a aumentar sus recursos propios y que la subida de la deuda con coste ha sido más moderada.
- Estos datos contrastan con los de las sociedades pequeñas, quienes en general presentan un apalancamiento financiero **positivo (R1>R2>R3)**, lo cual significa que les conviene **endeudarse** ya que consiguen una rentabilidad financiera global (R2) mayor a lo que tienen que pagar a los prestamistas (R3); y por tanto, dicha diferencia multiplicada por la proporción de deuda irá a parar a sus accionistas. A más deuda, mayor será el trasvase de rentabilidad que se produce del prestamista al accionista; es decir, mayor será el efecto multiplicativo en la rentabilidad de los RRPP. Sin embargo, podemos apreciar en sus cuentas que van paulatinamente disminuyendo su deuda con coste (excepto en 2015), lo cual de nuevo indica que tienen en cuenta otros factores más allá de la rentabilidad de los recursos propios.

En resumen, los accionistas de las pequeñas empresas obtienen **mayor remuneración** por los fondos aportados (ya sea vía dividendos o reservas), mientras que los de las medianas empresas se encuentran en la **peor situación**. Mientras a las pequeñas empresas les conviene **aumentar su proporción de deuda** con coste respecto a los RRPP, a las medianas (y al sector en general) les conviene lo **contrario**, para que los respectivos accionistas vean aumentada su remuneración.

COMPARATIVA NACIONALES – AUTONÓMICAS:

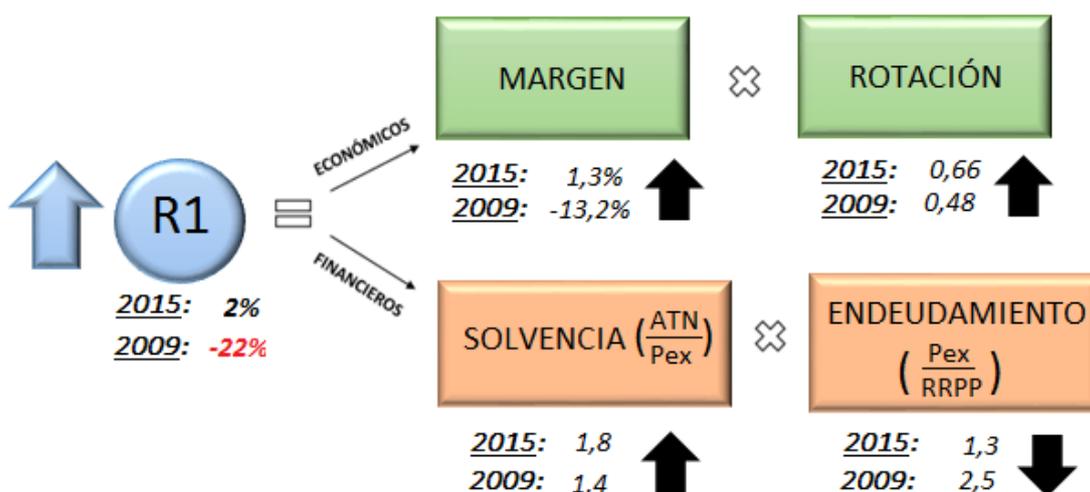
Al igual que ocurría con la rentabilidad económica, esta comparativa es mucho más llamativa:

- Tal y como se podía prever, las enormes pérdidas que arrastran las empresas **autonómicas** y que tienen que ser soportadas por los recursos propios hace que su rentabilidad financiera sea **muy negativa** y que ni por asomolleguen a obtenerse rendimientos globales suficientes como para pagar el coste de la deuda. Con dicho **apalancamiento negativo**, les conviene aumentar los recursos propios.
- Los accionistas de las empresas **nacionales** por el contrario obtienen una remuneración general **positiva** con valores que superan a los del sector (13€ por cada 100€ de fondos que aportan en 2015), remuneración que se ve aumentada a medida que se **endeudan**.

En definitiva, el apalancamiento positivo de las nacionales no es suficiente como para compensar el tan negativo de las autonómicas, haciendo que el sector en conjunto presente también un AF negativo aunque mucho más moderado.

DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS

Como conclusión global para el sector en el periodo 2009-2015 cabe analizar la **rentabilidad integral**, descomponiendo el R1 en diversos factores económicos y financieros.



La rentabilidad de los RRPP ha pasado de negativa a positiva con un **aumento general del 24%**:

- ✓ Como factores económicos destaca el aumento tanto del margen como de la rotación (con el aspecto negativo de que el activo disminuye a partir de 2012).
- ✓ Los factores financieros demuestran que el aumento de la solvencia y la disminución del endeudamiento favorecen el aumento del R1 dado su apalancamiento financiero negativo. El aumento de autofinanciación y disminución de deuda del 2010 es tan grande que el efecto **global** es positivo. A partir de dicho ejercicio en cambio, se observa una tendencia creciente del ratio de endeudamiento, lo que supone que el **efecto multiplicativo del AF juega en contra de los accionistas** y por lo tanto **no están consiguiendo la máxima rentabilidad**.

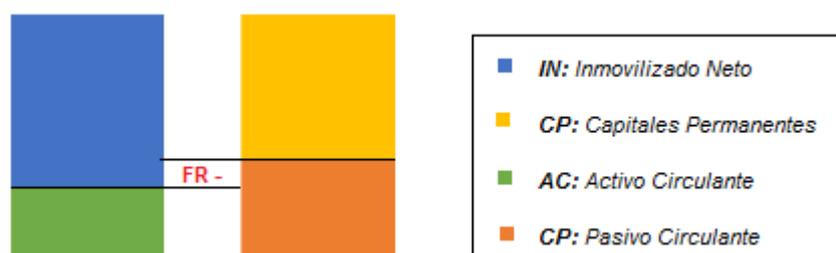
3.2. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ → ¿PUEDE PAGAR LO QUE DEBE?

3.2.1. MARGEN DE SEGURIDAD FINANCIERO

Observando el balance desde una perspectiva horizontal; es decir, desde el ciclo largo y corto, podemos analizar el **fondo de rotación** o margen de seguridad financiero, el cual nos mostrará si las inversiones a largo y a corto plazo son financiadas exclusivamente con capitales de su mismo ciclo empresarial o si por el contrario uno contribuye a la financiación del otro.

Tabla B.1.1 FR (miles€)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
SECTOR	-113.649	107.406	-162.799	-388.249	-147.437	-340.806	-585.773
MEDIANAS	21.070	37.658	33.759	36.554	24.639	44.178	34.716
PEQUEÑAS	43.127	32.444	23.174	23.776	-1.688	-5.996	-2.324
NACIONALES	-54.251	165.323	-54.760	-277.260	30	-230.878	-495.648
AUTONÓMICAS	-59.762	-58.958	-106.294	-114.278	-149.529	-110.425	-90.315

En este caso el sector presenta un **FR negativo** en todo el periodo (excepto en 2014) lo que significa que **parte del inmovilizado está siendo financiado con capitales del circulante** al ser éstos más que suficientes para financiar la inversión en activos corrientes. Dicho de otra manera, el corto plazo del sector presenta un superávit financiero que se ha destinado a financiar el largo plazo, trasvase de fondos que en general disminuye durante el periodo ya que como vimos, la inversión en inmovilizado disminuye a partir del 2012 mientras que el activo circulante va en aumento. Por tanto, debemos tener claro que una cosa es el signo del FR y otra distinta es la variación que experimenta dicho FR ("lo ocurrido durante el ejercicio"). Como podemos comprobar, aunque el signo sea mayoritariamente negativo en todo el periodo, las variaciones que se producen de año a año hacen que no haya una tendencia clara. Esto es así en parte debido a la **naturaleza de la actividad**, ya que el **sector servicios no presenta una posición definida** en relación a si las 3 variables principales del circulante ligadas a la explotación (existencias, clientes y proveedores) generan disponibilidad o necesidad financiera.



Que el fondo de rotación sea negativo; es decir, que **no haya un margen de seguridad financiero**, es una información a fecha fija que no implica necesariamente una mala situación financiera del sector, aunque en principio sabemos que es probable que se produzcan **tensiones en tesorería** ya que para cuando haya que hacer frente al pago de la deuda (c/p) no se habrá recuperado la liquidez de la inversión en inmovilizado que ésta financia. En definitiva, todo depende de la necesidad financiera del sector y del **grado de fluctuación del FR**.

CÁLCULO DEL FONDO DE ROTACIÓN

Tabla B.1.2 FR por el ciclo largo (miles €)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
+ Inmovilizado Material	291.096	228.067	256.545	286.951	320.869	295.561	219.383
+ Inmovilizado Inmaterial	849.006	970.122	1.002.314	1.027.912	1.015.581	414.909	231.055
+ Inmovilizado Financiero	1.298.910	1.437.996	2.040.547	2.167.540	1.804.863	2.676.573	1.576.830
= Necesidad Bruta de Financiación por Inversiones L/P	2.439.012	2.636.185	3.299.406	3.482.403	3.141.313	3.387.043	2.027.268
- Recursos Propios	-1.975.710	-2.303.891	-2.758.751	-2.888.891	-2.868.905	-2.943.320	-855.998
- Pasivo exigible a L/P	-349.653	-439.700	-377.856	-205.263	-124.971	-102.917	-585.497
= Financiación a L/P (Disponibilidad)	-2.325.363	-2.743.591	-3.136.607	-3.094.154	-2.993.876	-3.046.237	-1.441.495
= Necesidad de Fondo de Rotación por el Ciclo Largo	113.649	-107.406	162.799	388.249	147.437	340.806	585.773
= FONDO DE ROTACIÓN POR EL CICLO LARGO	- 113.649	107.406	- 162.799	- 388.249	- 147.437	- 340.806	- 585.773

- En esta tabla puede verse claramente cómo la **necesidad** financiera que genera la inversión en inmovilizado (financiero principalmente) es **mayor que la disponibilidad** otorgada por el pasivo a L/P (recursos propios en su mayoría), con lo cual la *Necesidad de Fondo de Rotación por el ciclo largo* es positiva, la cual es cubierta por el ciclo corto.
- En **2014** se produce la **excepción** puesto que el ciclo largo produce un FR positivo, una disponibilidad financiera que servirá para cubrir las necesidades que se generan en el ciclo corto. La razón del cambio se haya en que en dicho ejercicio, la inversión en inmovilizado financiero (necesidad) disminuye en mayor medida que los recursos propios (disponibilidad).
- Como no es suficiente con evaluar el signo del FR para determinar el equilibrio o desequilibrio financiero del sector, vamos a analizar su variación:

VARIACIÓN DEL FONDO DE ROTACIÓN

En este caso también lo vamos a analizar por el **ciclo largo** debido a que los factores que influyen en el circulante (de explotación) tienen características especiales en este sector:

- ✓ **Naturaleza de la actividad:** como ya se ha dicho, el sector servicios no presenta una tendencia clara.
- ✓ **Volumen de la actividad:** Sabemos que en el caso del sector televisivo las existencias (programas pendientes de emitir) no están directamente ligadas con las ventas (espacios publicitarios), las cuales a su vez tampoco tienen una relación directa con los derechos de cobro. Además, no podemos obtener el dato de las compras y aunque pudiésemos, no tendríamos en cuenta la prestación de servicios por parte del proveedor.
- ✓ **Políticas de gestión del circulante:** No existe política de almacén por no comercializar con stock físico y no estar el coste de ventas directamente relacionado con las ventas. En cuanto a las de cobro y pago tampoco cabe su estudio en profundidad por lo ya comentado (en el apartado A.2 dijimos además que la evolución del pasivo circulante no tiene una tendencia clara).

Tabla B.1.3 VARIACIÓN FR por el ciclo largo (miles €)	2015-2014	2014-2013	2013-2012	2012-2011	2011-2010	2010-2009
Inmovilizado Material	Δ 63.029	∇ 28.478	∇ 30.406	∇ 33.918	Δ 25.308	Δ 76.178
Inmovilizado Inmaterial	∇ 121.116	∇ 32.192	∇ 25.598	Δ 12.331	Δ 600.672	Δ 183.854
Inmovilizado Financiero	∇ 139.086	∇ 602.551	∇ 126.993	Δ 362.677	∇ 871.710	Δ 1.099.743
Necesidad Bruta de Financiación por Inversiones L/P	∇ 197.173	∇ 663.221	∇ 182.997	Δ 341.090	∇ 245.730	Δ 1.359.775
Recursos Propios	Δ 328.181	Δ 454.860	Δ 130.140	∇ 19.986	Δ 74.415	∇ 2.087.322
Pasivo exigible a L/P	Δ 90.047	∇ 61.844	∇ 172.593	∇ 80.292	∇ 22.054	Δ 482.580
Financiación a L/P (Disponibilidad)	Δ 418.228	Δ 393.016	∇ 42.453	∇ 100.278	Δ 52.361	∇ 1.604.742
Necesidad de Fondo de Rotación por el Ciclo Largo	Δ 221.055	∇ 270.205	∇ 225.450	Δ 240.812	∇ 193.369	∇ 244.967
FONDO DE ROTACIÓN POR EL CICLO LARGO	∇ 221.055	Δ 270.205	Δ 225.450	∇ 240.812	Δ 193.369	Δ 244.967

En definitiva, podemos concluir que **el sector en conjunto no tiene un modelo financiero unificado y claro** ya que las variaciones del FR se producen para ambos lados (el ciclo corto ayuda en mayor o menor medida al largo) además de que en 2014 es el ciclo largo el que ayuda al corto. Esto, junto con las **tensiones en tesorería** que pueden producirse por tener que devolver las deudas del circulante antes de recuperar las inversiones, son datos problemáticos.

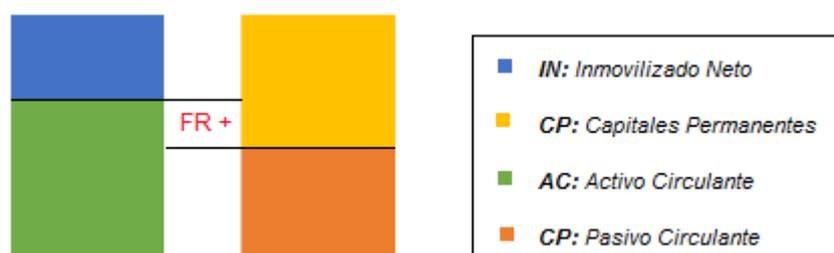
COMPARATIVA

Si observamos el FR para los distintos grupos, podemos destacar las siguientes cuestiones:

- De nuevo, las empresas **medianas** son las que más se desmarcan del sector al contar con un margen de seguridad financiero (**FR positivo**) en la totalidad del periodo, lo que significa que es el ciclo largo el que está ayudando a financiar el corto al tener disponibilidad de fondos. Mediante el *ratio de financiación del circulante* sabemos que en 2009 el 29% de las inversiones a corto plazo estaban financiadas con capitales permanentes, cifra que se reduce hasta la mitad en 2015. Aun así, el no producirse cambio de signo supone la existencia de una **tendencia estable y no problemática** al asegurarse el pago a los prestamistas aun habiendo retrasos en la recuperación de las inversiones (aunque cabe apuntar que no podríamos hablar de una tendencia 100% estable ya que la variación en el FR fluctúa para ambos lados).
- El comportamiento de las **pequeñas** también difiere del sector al presentar un FR **positivo y creciente a partir de 2012** (lo cual supone una **tendencia estable** a partir de dicho ejercicio). Además, la **evolución es positiva** al pasar de un 24% de inversión a corto financiada con capitales a largo en 2012, a un 50% en 2015, lo que supone un mayor margen.

Tabla B.1.4.
Ratio Financiación Circulante (FR/AC)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
MEDIANAS	15%	22%	21%	25%	18%	33%	29%
PEQUEÑAS	50%	52%	34%	24%	-2%	-10%	-3%



En definitiva, más allá del signo del fondo de rotación, es importante ver su evolución. Las empresas medianas durante todo el periodo y las pequeñas a partir de 2012 presentan una **evolución estable**, lo cual supone que tienen claro su modelo financiero (que capitales a largo financien inversiones a corto) y tienen por tanto menos probabilidades de encontrarse en una situación de suspensión de pagos.

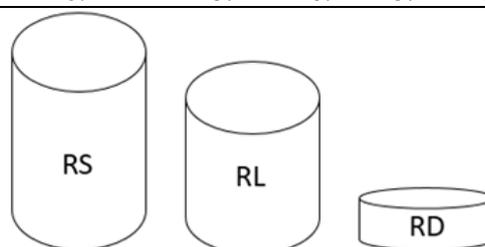
3.2. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ → ¿PUEDE PAGAR LO QUE DEBE?

3.2.2. SOLVENCIA

Este concepto hace referencia a la capacidad del sector para hacer frente al **pago de sus deudas al vencimiento sin alterar su normal funcionamiento**; es decir, si tiene activos suficientes para hacer frente a los pasivos exigibles.

SOLVENCIA A CORTO PLAZO

Tabla B.2.1 Solvencia a C/P SECTOR	V. teórico óptimo	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R. Solvencia = AC/PC	150-200 %	95%	106%	91%	81%	93%	81%	62%
R. Liquidez = R+D/PC	80-100 %	55%	83%	67%	61%	73%	64%	43%
R. Disponibilidad =D/PC	10%	9%	20%	9%	5%	4%	12%	1%



- El **ratio de solvencia** está por debajo del 100% en todo el periodo excepto en 2014, lo cual tiene sentido ya que dicho ejercicio es el único con margen de seguridad financiero. El resto del periodo el sector es **insolvente** a corto plazo ya que no tiene activos circulantes suficientes para hacer frente a la deuda corriente; y por tanto, como ya dijimos, puede sufrir tensiones de tesorería y encontrarse en una situación de suspensión de pagos. En cuanto a la evolución general, diríamos que es positiva.
- El **ratio de liquidez** nos da una imagen más acertada sobre la solvencia a corto plazo del sector ya que no tiene en cuenta las existencias, las cuales en nuestro caso no están directamente relacionadas con las ventas (es verdad que al emitirse los programas pendientes pueden aumentar los ingresos por publicidad; sin embargo no existe una relación directa ya que depende de multitud de factores). De nuevo podemos observar una situación de **insolvencia** al no tener activos materializados en derechos de cobro, inversiones financieras temporales y tesorería suficientes como para saldar las deudas a corto plazo. 2014 sigue siendo la excepción al encontrarse dentro del valor teórico óptimo.
- El **ratio de disponibilidad** o liquidez inmediata, nos muestra el nivel de disponible con el que cuenta el sector para hacer frente a sus deudas más inmediatas, y como podemos comprobar, en general se encuentra por debajo del valor teórico óptimo y no sigue una tendencia sino que fluctúa como las anteriores. Por otro lado, es significativa la diferencia entre este ratio y el resto, lo que nos confirma lo que ya sabíamos: **la mayor parte de las inversiones a corto están materializadas en derechos de cobro y existencias**.

En conclusión, el sector es **insolvente** a corto plazo. Además, teniendo en cuenta que las existencias no están directamente ligadas a las ventas, mantiene un porcentaje relativamente alto de derechos de cobro y **poco disponible**, el activo más líquido y por tanto con más posibilidades de alejar una posible suspensión de pagos.

COMPARATIVA:

- Las sociedades medianas y pequeñas por su parte, como ya supondríamos tras analizar el fondo de rotación, gozan de una situación de **solvencia** a corto plazo.

Tabla B.2.2 <i>Solvencia a C/P MEDIANAS</i>	V. teórico óptimo	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R. Solvencia = AC/PC	150-200 %	118%	128%	127%	133%	121%	150%	142%
R. Liquidez = R+D/PC	80-100 %	107%	104%	100%	102%	96%	121%	115%
R. Disponibilidad =D/PC	10%	11%	4%	4%	9%	10%	35%	15%

Tabla B.2.3 <i>Solvencia a C/P PEQUEÑAS</i>	V. teórico óptimo	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R. Solvencia = AC/PC	150-200 %	201%	206%	152%	132%	98%	91%	97%
R. Liquidez = R+D/PC	80-100 %	200%	205%	151%	132%	97%	90%	96%
R. Disponibilidad =D/PC	10%	3%	13%	1%	1%	1%	1%	1%

- Las sociedades **medianas** son solventes durante todo el periodo al tener activos corrientes más que suficientes como para hacer frente al pasivo circulante, aunque tal y como vimos con la reducción del margen de seguridad financiero, el grado de solvencia **disminuye** durante el periodo. También presentan una liquidez inmediata más aceptable que el resto.
- En las **pequeñas** empresas la **evolución es muy positiva** al pasar de una situación de insolvencia a corto plazo a situarse en valores teóricos ideales (los dos últimos ejercicios han tenido activos que suponían más del doble de las deudas corrientes contraídas). Además, destaca que el ratio de solvencia y liquidez son prácticamente iguales, lo que supone que las existencias no tienen peso en el activo circulante y que casi la totalidad de éste está materializado en derechos de cobro e inversiones financieras temporales, dado el bajo ratio de disponibilidad que supone un factor de riesgo.

En conclusión, las empresas grandes son menos solventes a corto plazo que las pymes, aunque ambas tienen en común la **fuerte dependencia sobre la solvencia de sus respectivos deudores** para conseguir liquidez; y sobre todo en el caso de las pequeñas, el **no poder hacer frente a sus deudas más inmediatas**.

- Por otro, en cuanto a la comparativa en función del alcance, las **autónomas** atraviesan una situación clara de insolvencia en todo el periodo y una menor capacidad de hacer frente a las deudas más inmediatas. En las **nacionales** en cambio, los datos son más positivos ya que pese a la situación de insolvencia general cada vez están más cerca de ser solventes (ya lo fueron en 2011 y 2014).

SOLVENCIA A LARGO PLAZO

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
SECTOR	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4	2,5	1,4
MEDIANAS	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,8	1,6
PEQUEÑAS	1,6	1,9	1,6	1,5	1,5	1,3	1,3
NACIONALES	1,8	2,1	2,4	2,5	2,6	2,8	1,5
AUTONÓMICAS	1,3	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1

- ❖ Desde el punto de vista del largo plazo el **sector** en general es **muy solvente** (lo que supone una **seguridad para los acreedores** y **no limita la capacidad de expansión vía deuda** para el sector) en prácticamente todo el periodo al tener recursos más que suficientes con los que hacer frente a sus deudas. Sin embargo, dicho ratio presenta una **tendencia decreciente**, debido primero al **aumento de deuda** y a partir de 2012, al **recorte de las inversiones**.
- ❖ La solvencia total de las **medianas** y **pequeñas** es más moderada que la del sector pero sigue siendo **alta**, además de que éstas pueden hacer frente a pagos de un horizonte temporal más ajustado.
- ❖ Las empresas **nacionales** presentan datos de solvencia total ligeramente **mejores** que el sector en conjunto, los cuales les **permiten endeudarse**. En este caso, al tener un apalancamiento financiero positivo, **están acudiendo a la financiación más barata** (ya que el aumento de la deuda tiene un efecto multiplicativo en la rentabilidad de los RRPP) sin comprometer por el momento unos buenos datos de solvencia.
- ❖ Las **autonómicas** también presentan una solvencia a largo plazo **positiva**, aunque menor. Hasta 2013 el patrimonio no llegaba a 2/3 del capital social, indicador de que los recursos propios absorben una gran cantidad de pérdidas. Pese a no estar en situación de quiebra, se encuentran en **suspensión de pagos**; es decir, tienen recursos pero éstos no son convertibles en líquido a corto plazo y por tanto se producen **retrasos** en el pago de las deudas. (Al tener alcance autonómico y estar respaldadas por la administración, los procesos concursales a aplicar tendrían características especiales). En 2015 son más solventes que en 2009 porque **reducen deuda**, lo cual aumenta la **rentabilidad** de los RRPP dado el signo negativo del AF.

En definitiva, el sector se encuentra **lejos de la quiebra pero tiene dificultades para atender a los pagos más inmediatos**; es decir, que no es solvente a corto plazo pero sí a largo. Pese a poseer niveles altos de solvencia total, ésta va **decreciendo** a partir de 2010 debido al **aumento de la proporción de deuda** (lo cual influye negativamente en el R1 por su AF negativo) y a la **disminución de inmovilizado** a partir de 2012. Todos los colectivos son solventes a largo plazo, pero solo las pymes se alejan de la situación de cese generalizado de los pagos corrientes.

3.2. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ → ¿PUEDE PAGAR LO QUE DEBE?

3.2.3. LIQUIDEZ

ESTRUCTURA DEL EFE Y RELACIÓN TGO/TGI/TGF DEL SECTOR

El ratio de disponibilidad ya nos adelantaba que los niveles de liquidez del sector son más bien bajos y que por tanto puede tener problemas a la hora de hacer frente a sus obligaciones de pago (deuda e intereses); sin embargo, cabe realizar un análisis más profundo de cara a **concluir si es generador o consumidor de efectivo** y a conocer a través de qué operaciones llega a dicha situación. Para ello evaluaremos como sigue el *Estado de Flujos de Efectivo*:

- 1) **ESTRUCTURA**: signos y relación de TGO/TGI/TGF, etapa y principales partidas.
- 2) **FACTORES LIGADOS A LAS TGO**: Recursos Generados¹² y Diferimientos de tesorería con origen en la actividad. Para ello, responderemos a las siguientes cuestiones:
 - ✓ ¿Tiene **éxito** en la **actividad**? (¿Genera recursos?)
 - ✓ ¿Tiene **éxito** en las **políticas financieras de cobros y pagos**? (¿Convierte dichos recursos en tesorería?)



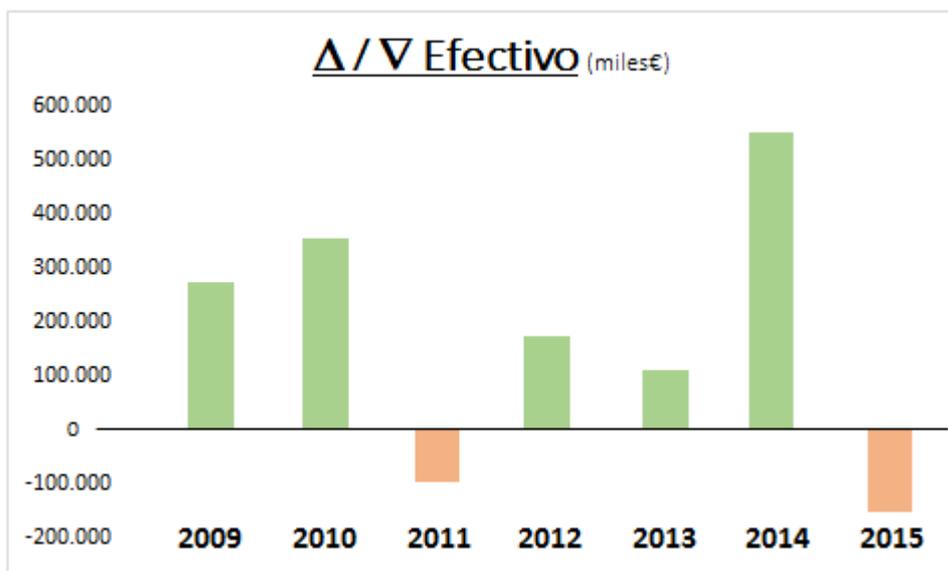
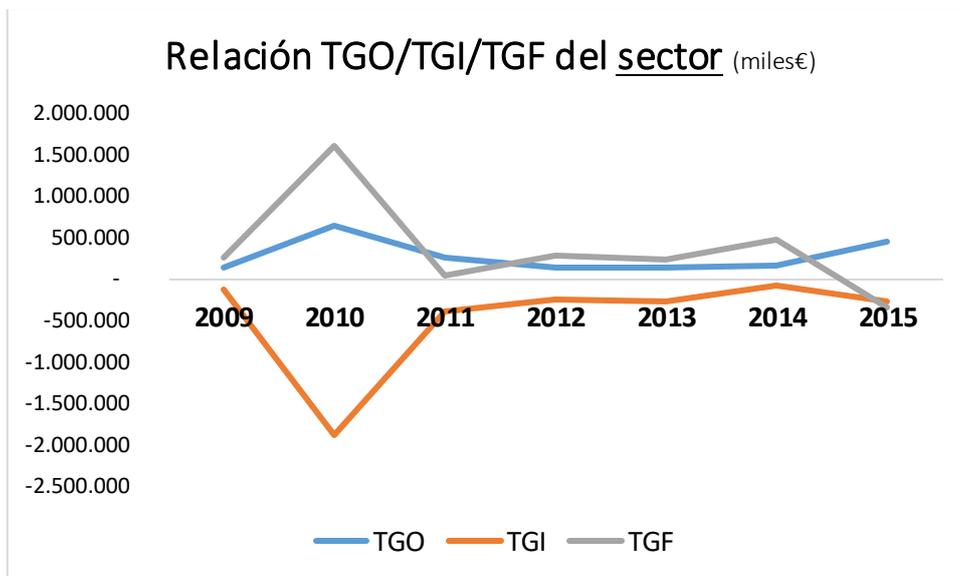
Para generar liquidez es imprescindible generar primero rentabilidad, por lo que podemos anticiparnos al análisis y predecir que las empresas **medianas** (en cuanto al tamaño) y las **autónomas** (en cuanto al alcance) serán consumidoras de efectivo por parte de la actividad; es decir, tendrán unas TGO negativas.

- Comenzando por la ESTRUCTURA del **sector** en conjunto, lo primero a destacar es que **genera tesorería** por operaciones de la **actividad** diaria o recurrente durante todo el periodo, con una evolución general positiva. En ocasiones la explotación proporciona efectivo insuficiente para cubrir las necesidades de pagos netas por **inversiones** (en la totalidad del periodo las TGI son negativas y corresponden mayoritariamente a inversiones en *inmovilizado intangible* o a *inversiones en empresas del grupo* en momentos puntuales), teniendo que recurrir a operaciones de **financiación** (destaca la *emisión de instrumentos de patrimonio* y las *subvenciones* en caso de las autónomas). Se encuentra por tanto en una etapa teórica de **CRECIMIENTO** (especialmente acentuada en 2010) que va evolucionando

¹² Para su cálculo, el cual puede verse en el apartado 7.3.5 de los anexos, se ha partido del *Rdo. Antes de Impuestos* ya que desde el principio hemos excluido la gestión de los impuestos del análisis.

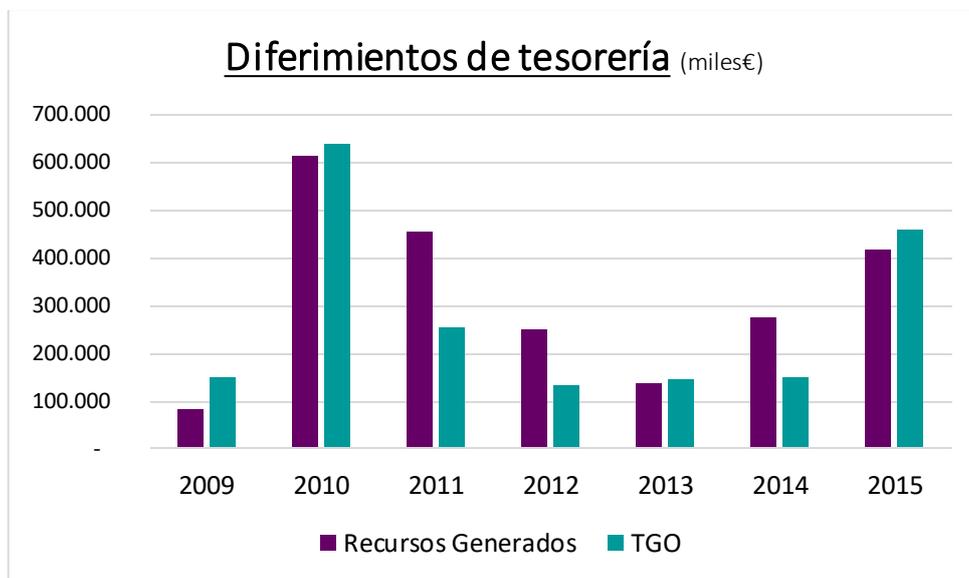
hacia la **MADUREZ** al ser las TGF (variable residual) negativas en 2015, lo que significa que reembolsa deudas y atiende sus obligaciones al generar un mayor efectivo por la explotación del que consume por el lado de las inversiones.

Además, destaca que en la mayoría del periodo las entradas de tesorería (ya sea por el lado de la explotación o de financiación) superan a las salidas de efectivo por operaciones de inversión, dando como resultado un **EXCEDENTE** que de media ronda los 300 millones de € y incrementa el saldo de efectivo del balance. En 2015 sin embargo el sector acude al efectivo del año anterior (es decir, disminuye la inversión en disponible) principalmente para hacer frente al pago de amortización de deuda mientras que en 2011 para el pago de dividendos.



- Por otro lado, analizando los FACTORES ligados a las TGO obtenemos que se encuentra en una situación de **LIQUIDEZ SUFICIENTE** ya que:
 - ✓ **RG > 0** → Tiene **éxito en la actividad** al tener más ingresos monetarios (que va a cobrar) que gastos monetarios (que va a pagar). Cada vez que realiza su actividad genera un excedente.
 - ✓ **TGO > 0** → Tiene **éxito en las políticas financieras** al ser capaz de convertir dicho excedente en tesorería, entrada que utiliza para cubrir parte de las salidas por inversiones (y en el último ejercicio para remunerar a prestamistas/accionistas).

Destaca la forma **convexa** del siguiente gráfico, la cual proyecta una continua disminución del excedente de explotación o RG hasta 2013; y una recuperación desde entonces, plasmando el efecto que la crisis económica ha tenido en el sector.



Por último cabe mencionar que no se da un comportamiento predominante de los diferimientos de tesorería, pero parece que en el último ejercicio se ha revertido la situación de diferimientos negativos (que significaban un aumento de las cuentas a cobrar y/o disminución de las cuentas a pagar); lo cual es positivo porque implica que es capaz de convertir en liquidez una mayor cantidad de recursos de los que genera. De todos modos, no podemos saber si es consecuencia de la disminución/aumento del periodo de cobro/pago (y tampoco tiene mucho sentido analizarlo) debido a la naturaleza y las peculiaridades que presenta el sector en cuanto a la relación ventas/clientes/proveedores.

COMPARATIVA

El comportamiento de las TGO/TGI/TGF de las empresas grandes y pequeñas, así como el de las nacionales va en línea con el sector. Son las medianas y autónomas las que presentan grandes diferencias con respecto a éste:

- 1) **ESTRUCTURA** → Las entradas de tesorería se producen únicamente por el lado financiero (mediante *subvenciones* y *emisión de instrumentos de patrimonio*) para cubrir el consumo de efectivo que se genera por parte de la actividad y operaciones de inversión. En ciertos ejercicios dichas entradas no son suficientes y por ello se acude a efectivo de años

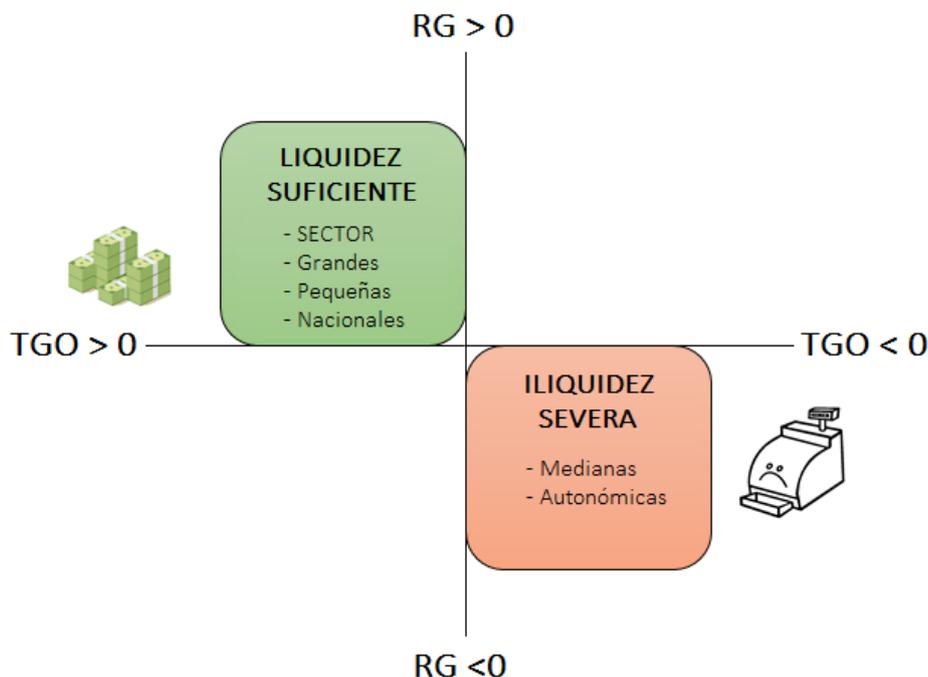
anteriores. Esta etapa teórica de **introducción** es más aplicable a las **autónomas**, debido a que el colectivo de las **medianas** tiende en ciertos ejercicios hacia la **reestructuración** al obtener entradas de efectivo mediante desinversiones.

- 2) Los **FACTORES** ligados a las TGO presentan un comportamiento totalmente opuesto al del sector correspondiente al de **ILIQUIDEZ SEVERA**:
- **RG < 0** → **Fracasan en la actividad de explotación** ya que cuando todo se cobre y se pague tendrán un déficit (no generan recursos sino que los consumen).
 - **TGO < 0** → **Fracasan** en la aplicación de una **política financiera** que retrase pagos y anticipe cobros ya que no son capaces de aplazar dicha situación de déficit. Han pagado más de lo que han cobrado y por ello han consumido tesorería.

El mayor inconveniente de esta situación es que **no es sostenible ni en el corto plazo** y que dependen totalmente de las entradas de tesorería por operaciones de financiación, las cuales aproximadamente la mitad llevan asociadas gastos financieros. Sin embargo, se aprecia que en general, y sobre todo el colectivo de las **autónomas**, han aplicado una **política ofensiva** al continuar invirtiendo para contribuir a un futuro aumento de recursos internos (y no obtener entradas de efectivo mediante desinversiones).

En resumidas cuentas:

- Todos los grupos se encuentran en **situaciones extremas** en cuanto a la liquidez se refiere; es decir, que o bien son capaces de generar recursos (al tener más ingresos que van a cobrar que gastos que van a pagar) y convertirlos en tesorería, o ni generan recursos ni son capaces de transformarlos en efectivo mediante una buena política de cobros y pagos.
- Como bien se preveía dados los datos de rentabilidad, las **medianas** y **autónomas** se encuentran en el **peor extremo** mientras que el resto goza de la mejor situación.
- Como ocurre con otras variables, las empresas nacionales tienen mejores datos que la media del sector ya que éste se ve influido por la falta de liquidez de las autónomas.



3.3. ANÁLISIS DEL RIESGO¹³ → ¿QUÉ POSIBILIDADES TIENE?

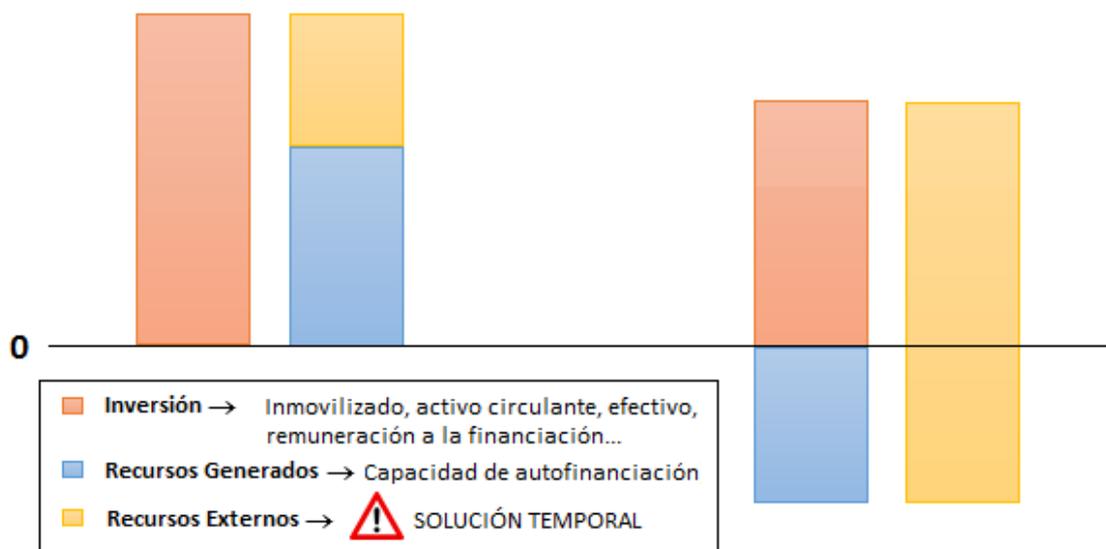
3.3.1. DESARROLLO FINANCIERO EQUILIBRADO (Riesgo Financiero)

RECURSOS GENERADOS

Para obtener el dato de los RG cuya interpretación ya se ha mencionado, hemos ajustado al resultado del ejercicio antes de impuestos los ingresos y gastos **no monetarios** (que no se van a cobrar ni pagar) que no generan por tanto recursos, excepto las partidas e) y f) que, siendo monetarios, se ajustan porque corresponden a **operaciones de inversión y financiación** respectivamente.

Para todo el periodo analizado los RG son positivos y suponen una media de 320 millones de €, lo que significa que tiene más ingresos que va a cobrar que gastos que va a pagar; es decir, genera un **excedente financiero** con su actividad que está disponible o va a estarlo en el corto plazo. Es la variable fundamental indicativa de la **salud** financiera, ya que como el EBITDA, da información acerca del núcleo o corazón del negocio, con lo cual podemos afirmar que se trata de un sector muy potente en nuestro país. En cuanto a su **evolución**, puede observarse el efecto de la crisis hasta 2013 con unos RG positivos pero en descenso, así como una recuperación a partir de entonces.

Sin embargo no es este el caso de las entidades **medianas y autonómicas**, las cuales presentan un **claro problema en la explotación** teniendo una **capacidad de autofinanciación negativa** ya que la explotación no genera recursos con los que poder cubrir operaciones de inversión y financiación. Por el contrario, son dichas operaciones (sobre todo las financieras) las que contribuyen a financiar el déficit generado en la actividad. Teniendo en cuenta que acudir a recursos externos es una **solución temporal** ya que cuando vencen dichos recursos hay que reembolsarlos, el consumo de recursos internos que presentan estas empresas durante todo el periodo es muy preocupante.



¹³ Se ha excluido el análisis del riesgo económico por la peculiaridad del sector en cuanto al circulante que llevamos mencionando hasta ahora. Puesto que las ventas (venta de espacios publicitarios durante las emisiones) no son los únicos ingresos principales de su actividad y además no están proporcional y directamente ligadas a los costes de aprovisionamiento y demás variables implicadas, no cabe evaluar conceptos como el margen bruto económico, punto de equilibrio o apalancamiento operativo.

DISPONIBILIDAD (+) Y NECESIDAD (-) FRA → ORIGEN (+) Y APLICACIÓN (-) DE FONDOS

Mediante la siguiente tabla podremos apreciar la **coherencia financiera** de las decisiones tomadas, la cual entra en juego a medida en que los recursos internos generados no son suficientes para cubrir toda la necesidad financiera que generan sus operaciones; y por tanto se debe acudir a fuentes externas de financiación como desinversiones, deudas o instrumentos de patrimonio (o viceversa como ocurre en el último ejercicio 2015, donde los RG sí son suficientes y por ello se remunera a los prestamistas/accionistas):

Tabla C.1.1 Disponibilidad o Necesidad de fondos del SECTOR (miles€)	2015	2014	2013	2011	2012	2010	2009
CAPACIDAD DE AUTOFINANCIACIÓN (RG)	416.366	276.230	139.013	250.234	454.034	611.792	83.495
± DISP/NEC. FRA GENERADA POR CIRCULANTE ACTIVIDAD Y TESORERÍA	196.988	- 674.871	- 105.299	- 291.865	- 102.377	- 326.044	- 210.732

= (±) DISP/NEC. GENERADA POR LA ACTIVIDAD Y T³	613.354	- 398.641	33.714	- 41.631	351.657	285.748	- 127.237
- NECESIDAD FRA GENERADA POR LAS OPERACIONES DE INVERSION	- 317.790	- 355.877	- 341.241	- 344.620	- 1.130.341	- 2.005.302	- 307.129

= (±) DISP/NEC. GENERADA POR LA ACTIVIDAD, T³ E INVERSIONES	295.564	- 754.518	- 307.527	- 386.251	- 778.684	- 1.719.554	- 434.366
- NECESIDAD FRA GENERADA POR LAS OPERACIONES DE FINANCIACION	- 643.226	- 188.560	- 124.852	- 302.717	- 384.597	- 674.431	- 379.372

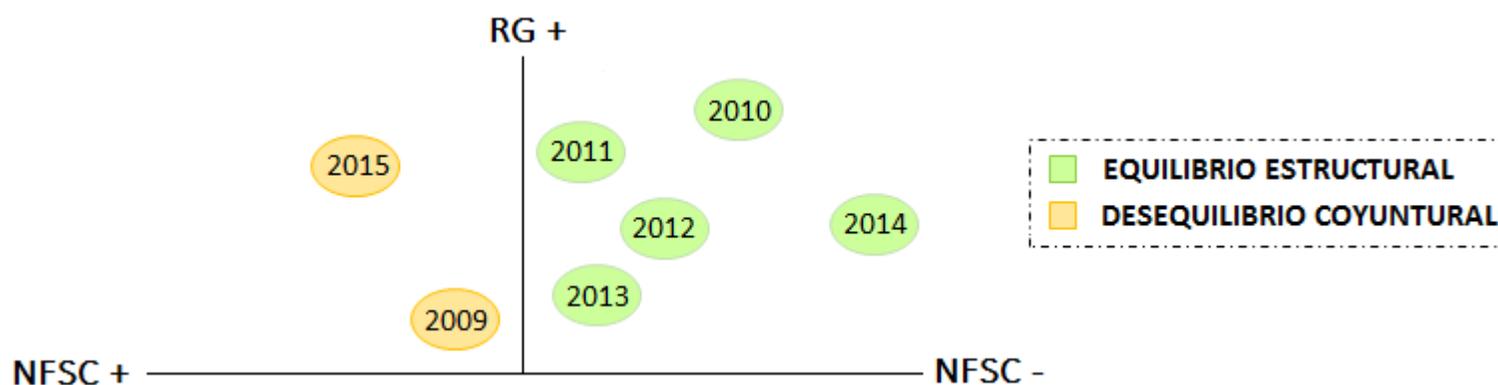
= NECESIDAD FINANCIERA NETA TOTAL <=0	- 347.662	- 943.078	- 432.379	- 688.968	- 1.163.281	- 2.393.985	- 813.738
+ DISPONIBILIDAD FRA GENERADA POR LAS OP. DE INVERSION	51.431	280.656	75.500	108.313	731.404	114.762	186.083
+ DISPONIBILIDAD FRA GENERADA POR LAS OP. DE FINANCIACION:	296.231	662.422	356.879	580.655	431.877	2.279.223	627.655
* RECURSOS PROPIOS	212.560	628.038	275.515	392.633	341.152	2.216.599	386.293
* PASIVO EXIGIBLE	83.671	34.384	81.364	188.022	90.725	62.624	241.362

NOTA: Los importes recuadrados en rojo son los que cambiarían con respecto a un hipotético análisis de la disponibilidad/necesidad de tesorería, en el cual partiríamos de las TGO y no se incluirían las variaciones en el circulante de la actividad. Se considera que el análisis es más global y enriquecedor si se evalúa la totalidad de fondos y no solo los que producen corriente monetaria. Sin embargo, en este caso **no podemos incluir las operaciones de inversión y financiación realizadas a crédito** (más allá de los cobros y pagos) **por no disponer de las memorias** de todas las empresas del sector. Por tanto, la tabla se ha construido utilizando únicamente información del Estado de Flujos de Efectivo.

EQUILIBRIO FINANCIERO

La anterior herramienta nos permitía visualizar la coherencia financiera seguida por el sector; sin embargo, no nos explicitaba el riesgo financiero o **grado de Necesidad Financiera Sin Cubrir**. Por ello vamos a reclasificar la herramienta anterior y proceder a su análisis para comprobar en qué medida le es imposible afrontar las obligaciones con los recursos que genera. A partir de ella, podremos determinar la **posición** de equilibrio financiero.

Tabla C.1.2. Equilibrio financiero del SECTOR (miles €)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
+ NEC. FRA. GENERADA POR OP. DE INVERSION	317.790	355.877	341.241	344.620	1.130.341	2.005.302	307.129
+ NEC. FRA. GENERADA POR OP. DE FINANCIACION	643.226	188.560	124.852	302.717	384.597	674.431	379.372
- DISP. FRA. GENERADA POR OP. DE INVERSION	- 51.431	- 280.656	- 75.500	- 108.313	- 731.404	- 114.762	- 186.083
- DISP. FRA. GENERADA POR OP. DE FINANCIACION: * RECURSOS PROPIOS (<i>sin riesgo financiero</i>)	- 212.560	- 628.038	- 275.515	- 392.633	- 341.152	- 2.216.599	- 386.293
= NEC. FRA. NETA A CUBRIR POR LA CAP. AUTOF.	697.025	- 364.257	115.078	146.391	442.382	348.372	114.125
- CAPACIDAD DE AUTOFINANCIACION (RG)	- 416.366	- 276.230	- 139.013	- 250.234	- 454.034	- 611.792	- 83.495
= NECESIDAD FINANCIERA SIN CUBRIR (NFSC)	280.659	- 640.487	- 23.935	- 103.843	- 11.652	- 263.420	30.630
-/+ DISP. / NEC. FRA. GEN. CIRCULANTE ACT. Y T ^a	- 196.988	674.871	105.299	291.865	102.377	326.044	210.732
- DISP. FRA GENERADA POR OP. DE FINANCIACION: * PASIVO EXIGIBLE (<i>con riesgo financiero</i>)	- 83.671	- 34.384	- 81.364	- 188.022	- 90.725	- 62.624	- 241.362



La necesidad financiera que generan las operaciones de inversión (la mayoría corresponden a adquisición de *inmovilizado intangible* e *inversiones en empresas del grupo*) y financiación (remuneración al capital, adquisición de instrumentos de patrimonio, amortización de deuda, etc.) es **en parte** cubierta por la disponibilidad que otorgan las fuentes de financiación no exigibles; esto es, las desinversiones y los recursos propios, los cuales están exentos de riesgo financiero. En 2014 dicha disponibilidad es mayor a la necesidad por lo que la necesidad financiera neta que deberán cubrir los RG es negativa.

En todo el periodo excepto en 2009 y 2015 genera **recursos internos excedentarios** a la necesidad financiera neta que le generan las operaciones de inversión y financiación, excedente que materializa en el circulante de la actividad y tesorería (aumentando el saldo de este último o financiando a los deudores). Aunque no tiene necesidad de acudir a fuentes de financiación externas por generar recursos suficientes con su actividad, lo hace. Sin embargo, **dicho endeudamiento tiene asegurado su reembolso y no genera por tanto riesgo financiero**.

Respecto a las excepciones, en el ejercicio **2009** sí existe riesgo financiero, al ser los recursos generados menores que la deuda contraída en el ejercicio. En cuanto al ejercicio **2015**, también existe **riesgo financiero** ya que por un lado cubre un 30% del déficit o *Necesidad Financiera Sin Cubrir* con recursos externos cuya remuneración no está garantizada, y por otro cubre el déficit restante por el lado del circulante de la actividad y Tesorería acudiendo al efectivo de años anteriores y aumentando la financiación otorgada por los acreedores, algo que no puede hacer de manera continua, de ahí su riesgo.

En definitiva, en el desarrollo de toda actividad pueden producirse desequilibrios. Lo importante es que dichos desequilibrios no sean estructurales, tal y como ocurre en este caso. Como síntesis, podemos afirmar que la posición de equilibrio financiero del sector es la siguiente:

- **(2010 – 2014) → EQUILIBRIO ESTRUCTURAL**
 - ✓ Posición Económica → Genera recursos.
 - ✓ Posición Financiera → Los RG son más que suficientes para cubrir la necesidad fra., genera un **excedente que es disponible o lo será en el corto plazo**. Al ser los RG mayores que la deuda contraída en el ejercicio, ésta tiene asegurado su reembolso.
- **(2009 y 2015) → DESEQUILIBRIO COYUNTURAL**
 - ✓ Posición Económica → Genera recursos
 - ✗ Posición Financiera → Los RG **NO** son suficientes para cubrir la necesidad financiera por lo que debe utilizar financiación externa que conlleva **riesgo financiero** al no poder asegurar el reembolso de dicha deuda ni acudir a la tesorería de años anteriores o a la financiación de acreedores de manera repetitiva.

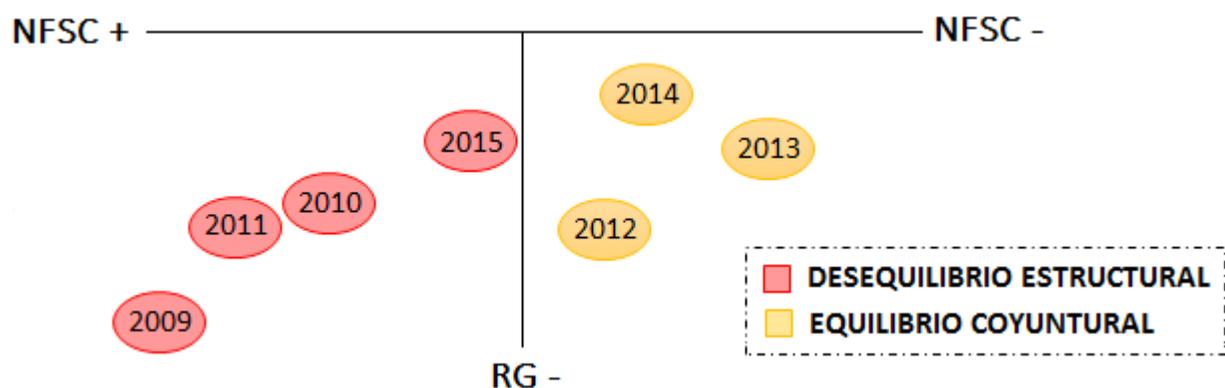
COMPARATIVA SECTOR – AUTONÓMICAS

Puesto que las nacionales presentan unos datos homogéneos al sector en cuanto al equilibrio financiero (datos positivos), vamos a compararlos con las entidades autonómicas, las cuales junto al colectivo de las medianas, se encuentran en una situación bien distinta al resto.

Tabla C.1.3 Equilibrio financiero AUTONÓMICAS (miles €)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
+ NEC. FRA. GENERADA POR OP. DE INVERSION	65.866	62.617	59.620	56.688	112.836	124.722	59.211
+ NEC. FRA. GENERADA POR OP. DE FINANCIACION	8.781	44.150	47.170	24.250	16.971	12.782	8.275
- DISP. FRA. GENERADA POR OP. DE INVERSION	- 14.732	- 7.569	- 16.174	- 15.701	- 35.900	- 2.015	- 233
- DISP. FRA. GENERADA POR OP. DE FINANCIACION:							
* RECURSOS PROPIOS (<i>sin riesgo financiero</i>)	- 207.738	- 246.607	- 267.543	- 309.112	- 309.649	- 339.103	- 323.104

= NEC. FRA. NETA A CUBRIR POR LA CAP. AUTOF.	- 147.823	- 147.409	- 176.927	- 243.875	- 215.742	- 203.614	- 255.851
- CAPACIDAD DE AUTOFINANCIACION (RG)	150.213	137.465	153.758	238.006	234.992	222.640	283.972

= NECESIDAD FINANCIERA SIN CUBRIR (NFSC)	2.390	- 9.944	- 23.169	- 5.869	19.250	19.026	28.121
-/+ DISP. / NEC. FRA. GEN. CIRCULANTE ACT. Y TESORERÍA	34.931	26.443	26.977	27.469	- 14.446	- 9.944	- 16.893
- DISP. FRA GENERADA POR OP. DE FINANCIACION:							
* PASIVO EXIGIBLE (<i>con riesgo financiero</i>)	- 37.321	- 16.499	- 3.808	- 21.600	- 4.804	- 9.082	- 11.228



Como ya hemos comentado, la principal y fundamental diferencia es que **NO GENERAN RECURSOS SINO QUE LOS CONSUMEN**, por ello la posición de equilibrio financiero se sitúa en los cuadrantes opuestos al sector:

- **(2009 – 2011) → DESEQUILIBRIO ESTRUCTURAL**
 - × Posición Económica → Consumen recursos.
 - × Posición Financiera → La NFSC es positiva. Parte de ella la cubren acudiendo al circulante y efectivo de años anteriores; y en el resto se endeudan. Hay **riesgo financiero** en la medida en que no pueden afrontar sus obligaciones al no ser capaz de generar recursos para en un futuro poder salir de dicha situación, depender casi exclusivamente de sus RRPP (*subvenciones y emisión de títulos*) y no poder acudir al circulante y Tesorería de por vida.
- **(2012–2014) → EQUILIBRIO COYUNTURAL**
 - × Posición Económica → Consumen recursos.
 - ✓ Posición Financiera → No hay necesidad financiera a cubrir por recursos externos gracias a la fuerte aportación de **RRPP** (*subvenciones y emisión de instrumentos de patrimonio*); luego financieramente hay un **equilibrio**, que sin embargo es **temporal** y no puede mantenerse debido a la mala situación económica. En efecto, el no generar recursos internos ha ido “comiendo” los RRPP haciendo que éstos no sean suficientes para cubrir el consumo de recursos que se produce en la actividad junto con las demás necesidades de inversión o financiación y ha empeorado la posición financiera provocando que de nuevo se encuentre en **DESEQUILIBRIO ESTRUCTURAL en 2015**.

Resumiendo, la imposibilidad de afrontar las obligaciones con los recursos generados (**riesgo financiero**) es evidente dada su continua **incapacidad de autofinanciación**. Por ello acuden a recursos externos en lo que no es suficiente con los propios para financiar los déficits de explotación e inversiones. Pero esto no es más que una **solución temporal** ya que dichos recursos externos deben ser reembolsados una vez vencidos, reembolso que no está asegurado. En un sector puramente privado esto conduciría a **su no supervivencia**; sin embargo, en este caso no podemos afirmarlo tan rotundamente puesto que las autonómicas son entidades públicas que están por tanto respaldadas por sus respectivos gobiernos.

¿ACCIONES TOMADAS? → Para solucionar su grave problema de explotación podemos observar que han aplicado una estrategia defensiva y ofensiva a la vez, ya que han reducido costes para disminuir su necesidad financiera por un lado, pero han continuado invirtiendo para poder generar recursos futuros.

3.3. ANÁLISIS DEL RIESGO → ¿QUÉ POSIBILIDADES TIENE?

3.3.2. AUTONOMÍA FINANCIERA Y CAPACIDAD DE EXPANSIÓN

En este apartado evaluaremos en qué medida el sector puede **tomar las decisiones** que conciernen a su negocio (gestión, inversión o financiación) de forma autónoma; es decir, **sin ser influido o presionado por terceros** (acreedores), y el grado en el que puede financiar las necesidades que un proceso de expansión requiere.

También comprobaremos mediante diferentes ratios que la AF y la CE de toda entidad están ligadas o más bien **determinadas** por su **solvencia, estructura financiera y fondo de rotación** → La solvencia marca el límite del endeudamiento e influye por tanto en la capacidad de expansión a l/p vía deuda. Por el análisis previo sabemos que el sector tiene capacidad para financiar una expansión estructural por la seguridad que su solvencia total proporciona a los acreedores; sin embargo, la situación es bien distinta en el **C/P**. **NOTA:** En el apartado ANEXOS "Informe Resumen" pueden verse los datos completos a los que haremos referencia.

PERSPECTIVA DEL CORTO PLAZO

AUTONOMÍA FINANCIERA Y CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A C/P (Δ ACTIVIDAD):

Tabla C.2.1. AF y CE a C/P	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Fondo de Rotación	-113.649	107.406	-162.799	-388.249	-147.437	-340.806	-585.773
Cobertura de Exist. (FR/Ex)	-13%	27%	-38%	-95%	-39%	-108%	-190%
Saldo Neto de T ³ (RC+D-PC)	-984.581	-288.233	-587.690	-795.956	-527.741	-655.022	-894.013

Con un fondo de rotación negativo sabemos que los capitales permanentes no son suficientes para financiar el inmovilizado, luego **en ninguna medida financian el saldo en existencias**. Además, el saldo neto de tesorería es negativo en todo el periodo, por lo que el sector se encuentra en una situación **teórica de ahogo financiero** → En teoría **no existe AF ni CE** ya que se encuentra **muy endeudado a corto plazo**, y por tanto los acreedores **influyen en las decisiones a tomar en el circulante** además de que será muy difícil que estén dispuestos a financiar un potencial aumento de actividad por la poca seguridad otorgada. La situación mejora en 2014, aunque dicha **AF restringida y CE limitada** conseguida no se logra sostener.

Acercándonos más a la realidad, un aumento de actividad en este sector **no tiene la concepción clásica de aumento de ventas**, ya que éstas son ingresos publicitarios que pueden aumentar por varias razones y no exclusivamente porque se produzcan o emitan más programas. Además, **no hay una correlación directa** entre dicho aumento de actividad y la necesidad de acudir a endeudamiento para financiarla, sin olvidar de que las existencias no tienen la concepción habitual. Por otro lado, también debemos considerar la **concentración del sector** en torno a 2 grandes grupos empresariales que emiten en abierto + 1 de pago, cuya AF y CE es mayor a la del resto e infinitamente mayor al de las **autónomas**, cuyas decisiones empresariales de gestión, inversión o financiación están condicionadas no solo por sus prestamistas sino también por la Administración.

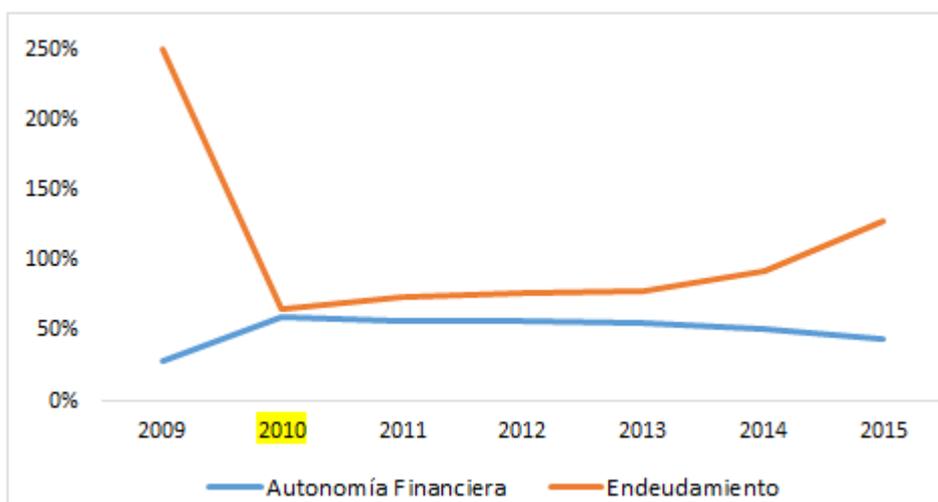
En definitiva, la teoría nos dice que la **estructura financiera del sector anula su capacidad de tomar decisiones de forma autónoma y limita su CE a C/P**, obligándole a acudir a otras vías para financiar la necesidad que genera el Δ de actividad, que efectivamente se ha generado durante el periodo. Sin embargo, en la práctica por las características especiales que presenta el sector, no cabe evaluar en profundidad su AF y CE a corto plazo con respecto a los diferentes grupos ya que **las conclusiones teóricas a las que llegaríamos no se ajustarían del todo a la realidad**.

PERSPECTIVA DEL LARGO PLAZO

AUTONOMÍA FINANCIERA A L/P:

Tabla C.2.2. Autonomía Financiera a L/P	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
R. Autonomía Financiera = RRPP/AT	44%	52%	56%	57%	58%	60%	29%
R. Composición Capitales Permanentes = PELP/CP	15%	16%	12%	7%	4%	3%	41%
R. Endeudamiento = PE/RP	128%	92%	79%	77%	73%	66%	251%

- Tal y como apuntamos a la hora de analizar la estructura de inversión-financiación del sector, el gran aumento que se dio en **2010** de los RRPP por parte de la *prima de emisión y reservas* marcó un **antes y un después en su modelo financiero**, suponiendo una mejora significativa de sus datos de solvencia y autonomía financiera; y una reducción del endeudamiento: mientras que en el 2009 el 29% de la inversión total se financiaba con RRPP, en el ejercicio siguiente el porcentaje se dobló hasta alcanzar el 60%, umentando así la capacidad del sector para tomar sus propias decisiones dada la menor presión que los acreedores o terceros ajenos a la empresa podían ejercer debido al menor ratio de endeudamiento.
- **A partir del 2010** sin embargo, la tendencia es la contraria ya que cada vez se financia menos con recursos no exigibles, tendencia que puede apreciarse en la continua **disminución del ratio de Autonomía Financiera**, **aumento del ratio de composición de los CP**, y **aumento del ratio de endeudamiento**. Por tanto, a mayor endeudamiento, mayor peso tienen los recursos exigibles en la financiación y menor es la autonomía financiera.



CAPACIDAD DE EXPANSIÓN ESTRUCTURAL (Δ INMOVILIZADO):

Todo aumento de inversión puede financiarse mediante recursos ajenos o propios:

- 1) **VÍA DEUDA:** Atendiendo a su *ratio de solvencia total*, el cual analizamos en el apartado B.2, sabemos que el sector se encuentra lejos de la quiebra, por lo que parece **factible** que los bancos y demás acreedores no comerciales le financien una expansión ya que dicho dato les proporciona seguridad. Lo mismo ocurre con el *ratio de cobertura de intereses*, el cual nos informa de que con el EBITDA generado en 2015, cubriría hasta 9 veces sus gastos financieros. Además, si nos fijamos en las *posibilidades de cancelación de deuda* mediante la TGO o los RG, cancelaría toda su deuda en unos 3 años, lo cual teniendo en cuenta que dicha deuda no comercial ha ido en aumento desde 2010, no es un mal dato.
- 2) **VÍA AUTOFINANCIACIÓN:** Por esta vía cabe matizar que no pueden utilizarse el 100% de los RG para financiar una expansión, ya que una vez remunerado al accionista, parte de ellos deben cubrir el mantenimiento de la estructura empresarial; y el resto pueden utilizarse para expandirse. Es decir, la capacidad de autofinanciación no es lo mismo que la autofinanciación.



En este caso **no pueden dedicarse recursos para expandirse** y por ello la **autofinanciación de expansión es inexistente** (a excepción del 2010), ya que los RG no son suficientes para financiar la remuneración al accionista y el mantenimiento estructural, lo cual es prioritario. De hecho, las reservas presentan una disminución continua al absorber pérdidas de años anteriores.

En resumen:

- Posee una **buena autonomía financiera** a L/P desde 2010 ya que puede tomar más de la mitad de sus decisiones empresariales sin ser influida por terceros. Además, como es un sector muy concentrado en el que 3 grandes grupos empresariales abarcan casi el 95% del sector, la influencia que puedan ejercer los acreedores (sobre todo los comerciales) es muy relativa. Sin embargo, a partir de entonces, la tendencia que el modelo financiero muestra hacia el endeudamiento está haciendo que dicha autonomía se vea **reducida año tras año**.
- Respecto a la **capacidad de expansión**, **sí sería factible** mediante **endeudamiento** (ya que su solvencia total y posibilidades de cancelación de deuda dan seguridad a los acreedores) pero **no** mediante **autofinanciación** ya que debe dedicar la totalidad de recursos que genera a remunerar al accionista y mantener la estructura empresarial. De todas formas, tenemos que tener en cuenta que desde el 2012 tiende a desinvertir por el largo plazo, por lo que **está llevando a cabo una estrategia de expansión estructural**.

COMPARATIVA:

- Las empresas **pequeñas** no estuvieron sujetas al destacado incremento de los RRPP en 2010, por lo que su *ratio de Autonomía Financiera* es más moderado que el del sector. Sin embargo, se observa una **tendencia creciente** del mismo hasta 2014 con la consecuente **disminución** del *ratio de Endeudamiento*. Aunque en teoría presentan una **buena AF y CE**, en la realidad la concentración del sector en torno a 2 grandes grupos empresariales que emiten en abierto juega en su contra. Por ello, pese a los datos teóricos favorables, en la práctica no gozan de la misma AF y CE que las grandes empresas ya que de entrada tienen un acceso más restringido y caro al endeudamiento. En cambio, a diferencia del sector, en 2014 y 2015 presentan una **CE vía autofinanciación** positiva.
- Por su parte, las **medianas** han tenido una **evolución negativa** durante el periodo ya que su AF ha disminuido, mientras que el endeudamiento ha aumentado. La razón se haya en que las inversiones han aumentado en mayor medida que los RRPP. Además, teniendo en cuenta que no generan recursos ni tesorería sino que los consumen, la capacidad para financiar una posible expansión estructural vía deuda es muy pequeña (únicamente salvada por la solvencia); mientras que vía RRPP es nula.

En cuanto a las **autonómicas**, presentan la **AF más baja** y el **endeudamiento más alto**, si bien es verdad que han tenido una evolución positiva durante el periodo. En consecuencia, su **CE es nula** tanto vía deuda como vía autofinanciación ya que las variables EBITDA, RG y TGO son negativas. En la práctica, debemos tener en cuenta que la Administración puede financiar mediante subvenciones las necesidades financieras que genere una posible expansión estructural y que pese a no tener autonomía financiera, podría llegar a aumentar las inversiones en inmovilizado sin acudir a prestamistas.

4. CONCLUSIONES

4.1. CONCLUSIONES SINTÉTICAS DE LAS 3 ÁREAS

A. RENTABILIDAD → ¿GANA O PIERDE DINERO?

- ✚ En términos generales, el **sector pierde** dinero en la **explotación** (aunque presenta una tendencia de recuperación a partir de 2013) y **gana** en la actividad **financiera**. Con las empresas **pequeñas** ocurre lo contrario (gozan de una mejor situación relativa a la actividad principal), mientras que las **medianas** pierden en ambos lados.
- ✚ Aunque finalmente en ciertos ejercicios el **sector** pierde dinero, es capaz de generar recursos internos con su explotación (EBITDA) por lo que **en el núcleo del negocio lo gana**. No ocurre lo mismo con el colectivo de las **medianas** y **autónomas**, quienes además obtienen unas pérdidas finales cuantiosas de forma continuada.
- ✚ El **sector** presenta una **evolución creciente de la actividad** motivada por la recuperación del mercado publicitario a partir de 2013. Las ventas (de espacios publicitarios a anunciantes) suponen la fuente principal de ingresos para las **grandes** empresas y **nacionales**, mientras que para las **PYMES** son las prestaciones de servicios (como la venta de programas) las que proporcionan mayores ingresos. Las **autónomas** por su parte sufren un **descenso de la actividad** y su fuente principal de ingresos son las subvenciones de explotación, indicativo de la relación de dependencia con la Administración.
- ✚ El control relativo de gastos se ha llevado a cabo mediante una **estrategia de reducción de costes** (más severa en las **autónomas**) basada en gran parte en una **reducción de plantilla**. Esto conlleva un **aumento de productividad** (en términos de facturación por empleado). Las **grandes** empresas son más productivas que las **PYMES**, y en cuanto al alcance, destaca el bajo índice de las **autónomas** al tener casi el mismo nº de empleados que las **nacionales** pero una diferencia más que evidente en la facturación.
- ✚ En **2015** se consolida la **recuperación** comenzada a partir de 2013 al conseguir revertir la situación de pérdidas y aumentar variables tales como el nº de empleados.
- ✚ **El activo aumenta hasta 2012**, año a partir del cual comienza a caer debido a la **desinversión en inmovilizado** (financiero principalmente al concluir los procesos de fusión). En el circulante por su parte se produce un aumento, en general continuo, durante el periodo. En las **grandes** empresas el circulante tiene menor peso que el inmovilizado, mientras que en las **PYMES** ocurre lo contrario.
- ✚ Respecto a la financiación, aunque cada vez se financia **menos con RRPP** y **más a largo plazo**, el efecto global del periodo no coincide con esta tendencia debido al importante **cambio** en la **estructura financiera** que se dio en **2010**.

- ✚ **Aumenta la rentabilidad económica** o eficiencia de la explotación del **sector**, con un **crecimiento** tanto del **margen** como de la **rotación**, consiguiendo revertir su signo negativo. Las **pequeñas** empresas se sitúan **por encima** del sector en cuanto al rendimiento que obtienen de sus inversiones (aunque cada vez facturan menos), mientras que las **medianas** se sitúan por debajo al no obtener rendimiento alguno (aunque son las únicas que aumentan sus inversiones, lo cual ayudará a generar beneficios futuros). Las **autonómicas** presentan una ROI extremadamente negativa dadas sus continuas pérdidas.
- ✚ Por tamaño, los accionistas de las **pequeñas** empresas son los que obtienen **mayor remuneración** (vía dividendos o reservas) **por los fondos aportados**. Atendiendo al alcance, los de las **autonómicas** no obtienen remuneración alguna, más bien pierden fondos ya que éstos (destacando las subvenciones) **absorben las continuas pérdidas**. De ahí que se financien en su mayoría vía deuda.
- ✚ El apalancamiento financiero positivo de las **nacionales** no es suficiente para contrarrestar el tan negativo de las **autonómicas**, por lo que el **sector** en conjunto también presenta un **AF negativo**, aunque mucho más moderado. Le conviene **autofinanciarse**, con lo cual la evolución de su estructura financiera a partir del 2010 (disminución de los RRPP y aumento de la deuda) **no favorece el aumento del R1**. Por lo tanto, **la evolución positiva** general de la rentabilidad del accionista durante el periodo se debe principalmente al aumento producido en 2010 ya que en ejercicios posteriores disminuye.

En definitiva, el **sector** pierde dinero con su actividad principal debido a la influencia negativa de las autonómicas. No obstante, se aprecia una recuperación general a partir de 2013. En términos generales y porcentuales las **sociedades con menos de 50 trabajadores** son las más rentables.

B. LIQUIDEZ → ¿PUEDE PAGAR LO QUE DEBE?

- ✚ El **sector** presenta un **Fondo de Rotación negativo** por lo que no cuenta con un margen de seguridad financiero al financiar parte del inmovilizado con capitales a C/P (2014 es la excepción). Además, su evolución no presenta una tendencia clara, lo cual hace que las **tensiones en tesorería** que puedan producirse por tener que hacer frente al pago de la deuda antes de recuperar las inversiones sean más problemáticas. Esta variable es indicador de su **insolvencia a C/P** y de la consecuente **incapacidad de hacer frente a los pagos más inmediatos** dado que mantiene una parte muy pequeña de activos como disponible.
- ✚ Las empresas **medianas** (y las **pequeñas** a partir de 2012) por el contrario, presentan un **FR positivo** con una tendencia decreciente para las primeras y creciente para las segundas, lo cual indica que a diferencia de las grandes empresas, son **solventes a C/P**. Como parte de las inversiones en circulante están financiadas con capitales a largo, cuentan con un margen de seguridad financiero que aleja la posibilidad de encontrarse en suspensión de pagos.
- ✚ Desde la perspectiva del **L/P** el **sector** es **muy solvente** y se encuentra por tanto **lejos de la quiebra**, aunque con una tendencia decreciente debido al aumento del endeudamiento; y

a partir del 2012, a las desinversiones en inmovilizado. Todos los **colectivos** son solventes a L/P (las **autonómicas** las que menos), aunque solo las **PYMES** se alejan del cese generalizado de pagos corrientes.

- ✚ La relación de la tesorería generada o consumida por distintas operaciones indica una etapa teórica de **crecimiento** que tiene sentido entre otros factores, por las adquisiciones que se dieron de *La Sexta* y *Cuatro*, y que evoluciona hacia la **madurez** durante el periodo.
- ✚ Al generar un **excedente con la actividad** y ser capaz de **convertirlo en tesorería**, el **sector** se encuentra en una situación de **LIQUIDEZ SUFICIENTE**, situación que comparten tanto las **grandes** empresas como las **pequeñas**, y que ha ido **en descenso hasta 2013** (indicativo del efecto de la crisis) pero se está recuperando a partir de entonces. La conversión de dichos recursos en tesorería no es proporcional ya que se producen diferimientos de tesorería, los cuales no tienen una posición fija durante todo el periodo. A excepción del 2011 y 2015, genera un **excedente de efectivo** que aumenta el saldo del balance.
- ✚ Las **medianas** y **autonómicas** en cambio se encuentran en el otro extremo con una situación de **ILIQUIDEZ SEVERA** y una etapa que tiende hacia la **reestructuración** (no tanto de desinversiones sino de costes). La **situación no es sostenible ni a corto plazo** ya que no solo generan un **déficit** cada vez que realizan su actividad, sino que no consiguen aplazar dicho déficit mediante una política de cobros y pagos favorable.

En definitiva, a la pregunta de si el **sector** puede pagar lo que debe, diríamos que **sí**, aunque tal vez se encontraría con dificultades para atender a los pagos con un horizonte temporal reducido.

C. RIESGO → ¿QUÉ POSIBILIDADES TIENE?

- ✚ El **sector** posee una **buena posición económica** en todo el periodo al tener una capacidad de autofinanciación positiva. En cuanto a la **posición financiera** en cambio, es **óptima** en el periodo **(2010-2014)** al ser los RG mayores que la deuda contraída en el ejercicio lo cual asegura su reembolso, pero es **desfavorable en los años límite** debido a que la necesidad financiera sin cubrir por los RG es positiva. En 2009 y 2015 se encuentra en una posición de **DESEQUILIBRIO COYUNTURAL** asumiendo **riesgo financiero** al tener que acudir a fuentes externas que no tienen asegurado su reembolso, mientras que en el resto del periodo goza de una posición de **EQUILIBRIO ESTRUCTURAL**.
- ✚ De nuevo las **autonómicas** se encuentran en el extremo opuesto al sector debido a que su **capacidad de autofinanciación** es **negativa** al ser consumidoras de recursos. Comienzan el periodo en una posición de **DESEQUILIBRIO ESTRUCTURAL** que consiguen encaminar hacia un **EQUILIBRIO COYUNTURAL** pero que sin embargo no pueden mantener (los socios no pueden realizar aportaciones de por vida si éstas son continuamente absorbidas) y vuelven así a la situación de partida caracterizada por el **elevado riesgo financiero**.
- ✚ El **sector** posee una relativa **alta autonomía financiera a L/P** que sin embargo se encuentra en **descenso continuo a partir del 2010** debido a la tendencia que su modelo financiero

desarrolla hacia el endeudamiento. Por otro lado, es capaz de financiar una **expansión estructural** siempre y cuando lo haga **vía deuda** ya que la autofinanciación es inexistente.

En conclusión, a la pregunta de qué posibilidades tiene el **sector** hemos comprobado que aún tiene potencial para crecer, aunque primero debería centrarse en generar más recursos internos para por un lado eliminar el riesgo financiero que pueda tener el contraer deuda, y por otro para aumentar la autofinanciación. Las posibilidades de las autonómicas por su parte son más bien reducidas ya que dependen totalmente de la Administración.

4.2. CONCLUSIONES GENERALES

- **2010 es el ejercicio de excepción** en todas las áreas ya que presenta un **crecimiento muy destacado** tanto en la Actividad como en la Inversión, RRPP, TGO, RG, Autonomía Financiera, etc. que no consigue mantener. Por ello la mayoría de las conclusiones alcanzadas para 2010 no coinciden con las del resto del periodo. La razón principal del aumento de actividad reside en la **supresión de publicidad por parte de RTVE** ya que gran parte de los anunciantes que antes se publicitaban en la misma (la cual no se incluye en el cómputo de la presente muestra del sector) se vieron obligados a acudir a la televisión privada, viendo su poder negociador reducido frente al de los operadores de televisión quienes aprovechando la disminución de la “tarta publicitaria” incrementaron tarifas y lograron condiciones más favorables. Por otro lado no debemos olvidar la **transformación** que sufrió el sector, siendo el primer año de **televisión digital** y el comienzo de los procesos de **fusión**.
- El sector se encuentra **tremendamente concentrado**¹⁴ en torno a dos grupos privados de emisión en abierto (el llamado “duopolio *MEDIASET-ATRESMEDIA*”) y uno de pago (*DTS*, de Movistar +), los cuales gozan de una situación privilegiada y suponen una dura competencia para el resto, razón por la que **en 2014 se cerraron 9 canales**.
- Dicha concentración y la competencia que conlleva **afecta especialmente al grupo de las autonómicas**, quienes parten además con desventaja por su menor alcance. Éstas sufren una situación crítica, avalada por los datos de cuota de pantalla **mínimos históricos** que tuvo la FORTA en 2015 (7,5%). En la siguiente tabla podemos observar la inversión real estimada del mercado publicitario (*INFOADEX, Estudio de la Inversión publicitaria en España*), comprobando que **los ingresos obtenidos por los canales autonómicos en el mercado son muy inferiores a los obtenidos por las nacionales**, lo cual en parte explica el gran contraste de la situación económico-financiera que ambos grupos viven:

¹⁴Puesto que MEDIASET, ATRESMEDIA y DTS son de tamaño grande y ámbito nacional, el sector presenta la misma tendencia que el grupos de las muestras grandes y nacionales, aunque en términos absolutos el sector tenga peores datos por el efecto que el resto (PYMES y autonómicas) ejercen sobre él.

<i>Inversión en millones €</i>	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
INTERNET	1.250	1.076	896	880	899	799	654
TV	2.011	1.890	1.703	1.815	2.237	2.472	2.378
Canales de pago	72	59	44	43	60	65	50
Autonómicas	132	129	120	127	198	273	238
Nacionales en abierto ¹⁵	1.805	1.701	1.538	1.644	1.977	2.129	2.081

Parece que la tendencia continúa en contra de las autonómicas ya que en el 2016 la inversión publicitaria en éstas disminuyó un 4% respecto al año anterior, mientras que en las nacionales en abierto aumentó un 6% y en las de pago lo hizo en un 13%. (*Datos estimados del informe “Estudio INFOADEX de la inversión publicitaria en España 2017”*)

Por otro lado, destaca que **los publicistas cada vez apuestan más por los medios digitales** (redes sociales, buscadores de internet...) llegando a doblar su inversión durante el periodo, tendencia que a la larga puede ser perjudicial para el sector televisivo debido al factor sustitutivo.

- Cuatro de las cinco entidades que conforman el grupo de las medianas son de alcance autonómico, lo cual dada la situación crítica que viven estas últimas explica que, por el criterio de tamaño, las medianas son las que se encuentran en la peor situación global.

- ANÁLISIS DAFO DEL SECTOR

Como hemos comprobado, existen diferencias significativas entre los grupos pertenecientes al mismo, por lo que el siguiente análisis DAFO corresponde a una síntesis de los rasgos internos y externos que **engloban al sector en términos generales**.

DEBILIDADES:

- **Excesiva dependencia de los anunciantes**
- **Barreras a la introducción.** Los medios **locales privados** lo tienen complicado para obtener licencias y poder introducirse en el sector (los medios públicos pese a “ahogarse” en deudas no van a desaparecer, mientras que los grandes privados tienen un tamaño que imposibilita cualquier tipo de competencia), cuando probablemente la gestión de éstos llevaría a aumentar los ratios económico-financieros del sector.
- ****Déficit en la explotación**
- **Desinversión en inmovilizado.** Condiciona la obtención de beneficios futuros.
- **Tendencia a disminuir la financiación no exigible (*Fondos Propios*).** Pérdida de rentabilidad del accionista dado el apalancamiento negativo.
- **Inexistencia de margen de seguridad financiero.**
- **Dificultad para atender a los pagos más inmediatos** → Insolvencia a c/p, niveles bajos de disponible y fuerte dependencia de la solvencia de sus deudores.
- **Tendencia decreciente de la solvencia estructural y de la autonomía financiera.**
- **Incapacidad de expansión estructural vía autofinanciación.**

¹⁵ La gran mayoría de esta inversión corresponde a MEDIASET y ATRESMEDIA.

FORTALEZAS:

- A día de hoy es el **medio principal de comunicación** (sigue siendo la pantalla principal del usuario).
- **Niveles crecientes** de generación de recursos internos con la explotación (**EBITDA**)
- **Aumento progresivo de la productividad** por el empleado.
- Aproximadamente la **mitad de la financiación exigible no tiene coste**.
- ****Niveles crecientes de rentabilidad económica** (margen y rotación)
- **Lejanía hacia la quiebra** → Alta solvencia estructural.
- Generación de excedente financiero con la actividad (RG) y su conversión en tesorería (TGO). Situación de **LIQUIDEZ SUFICIENTE** que mejora a partir de 2013.
- Situación predominante de EQUILIBRIO FINANCIERO ESTRUCTURAL. **Inexistencia general de riesgo financiero**. Reembolso de deuda asegurado.
- **Niveles altos de autonomía financiera y capacidad de expansión estructural vía deuda**.

A gran escala, podríamos resumir el análisis económico-financiero del sector afirmando que el área de rentabilidad es el más problemático y donde más le conviene incidir; mientras que las áreas de liquidez y riesgo, aunque siempre caben mejoras, están siendo bien gestionadas.

AMENAZAS:

- **Disminución progresiva del consumo televisivo** por persona al día desde el 2012.
- La **recuperación económica** incrementa las posibilidades de ocio de las personas, así como la capacidad de compra de aparatos tecnológicos ligados a la red ******.
- **Fuerte competencia** de los vídeos bajo demanda ofrecidos por diversas plataformas, destacando a **NETFLIX**.
- **Sólido crecimiento de la inversión publicitaria en los medios digitales** (redes sociales, videos digitales, búsquedas en internet...). Así, en 2016, la inversión en medios digitales ha crecido un 23%.

OPORTUNIDADES:

- **Recuperación de la inversión publicitaria**.
- ****La recuperación económica** y su relación con la **digitalización**, más allá de ser una amenaza, puede convertirse en una oportunidad si las emisoras incorporan las innovaciones tecnológicas a la forma tradicional de hacer televisión, pudiendo suponer además un ahorro en costes.

4.3. ¿OBJETIVOS LOGRADOS?

El objetivo principal del informe era estudiar el impacto que la crisis económica y la digitalización han tenido en el sector, así como comprobar las limitaciones que conlleva contar con menos recursos y ser de ámbito público/autonómico para una empresa del mismo. El 2010 fue un ejercicio con cambios estructurales del sector que podríamos obviar para la consecución de dicho objetivo:

- ✓ Tras todo el análisis hemos sacado en claro que la televisión es un **sector con arraigo** en España. Aunque la recesión económica afectó negativamente a variables económicas importantes como el R^{do}. de explotación, y tuvieron que aplicarse políticas de recortes, el impacto ha sido mucho menor que en otros sectores. Además, a partir del 2013 la evolución general tiende a ser positiva, coincidiendo con la recuperación del mercado publicitario.
- ✓ Por otro lado, se evidencia que el proceso de digitalización que se está aplicando a gran escala afecta claramente a este sector; y aunque las emisoras se encuentren en una etapa de transición hacia un sistema mixto/híbrido que incorpore el uso de las nuevas herramientas tecnológicas en el servicio ofrecido al espectador, se podría afirmar que la televisión clásica tal y como la conocemos **no tiene peligro de extinción** ya que internet no ha encontrado todavía un modelo de negocio rentable en nuestro país. Al contrario de lo que pueda pensarse en un principio en cuanto a su obsolescencia, se considera que el sector ha sabido **convertir la amenaza que suponen las TIC en una oportunidad** para mejorar el servicio ofrecido mediante su inclusión en el mismo. Sin embargo, es verdad que la inversión publicitaria cada vez tiende más hacia los medios digitales y eso sí es algo que afectaría negativamente al presente sector.
- ✓ En cuanto a la disposición de recursos y los condicionantes que ello puede suponer para la consecución de unos buenos resultados, hemos desmentido también lo que a priori puede parecer evidente; y es que, cuanto mayor sea el tamaño de la emisora, mejor le van a ir las cosas. Pese a la dura competencia ejercida por los grandes grupos (tales como sinergias creadas o la adjudicación de la práctica totalidad de la inversión publicitaria) a la que deben hacer frente el colectivo de las **sociedades pequeñas**, hemos comprobado que éste presenta una **rentabilidad relativa mayor**.
- ✓ Por último hemos demostrado que las emisoras autonómicas sí, se financian por doble vía, pero los ingresos que les proporciona su actividad comercial no son comparables a los de las privadas. Se encuentran en **una situación muy delicada que solo se sostiene gracias a las aportaciones de las arcas públicas**; es decir, que no son capaces de sostenerse por sí mismas. Además, se financian en su mayoría **vía deuda** ya que los fondos propios son absorbidos por las continuas pérdidas. Respondiendo a la cuestión que planteábamos en la introducción de: **¿DEBEN LOS FONDOS PÚBLICOS SEGUIR SOPORTANDO EL DÉFICIT DE LAS TV AUTONÓMICAS? ¿ES LÍCITO QUE ACUDAN A ENDEUDAMIENTO CUANDO RECIBEN FINANCIACIÓN PÚBLICA?**, teniendo en cuenta el compromiso adicional que éstas tienen con la sociedad (deber de informar, educar, culturizar, ofrecer diversidad de opiniones, etc.) el cual les limita la clase de programación que pueden ofrecer, se considera que su presencia es necesaria dentro del sector para priorizar todo lo que dicho compromiso conlleva y garantizar así una programación de calidad; y que por lo tanto el apoyo institucional es clave porque generalmente dichos programas no atraen público suficiente como para obtener el respaldo económico de los anunciantes. Aun así, no se les excluye de la necesidad y el deber de gestionar las políticas empresariales hacia una mayor recuperación.

5. PLANTEAMIENTO DE UN FUTURO TFG

¿CUMPLEN LAS TELEVISIONES CON EL DEBER DE SERVICIO PÚBLICO?

Como hemos apuntado, el deber como servicio público y lo que realmente “funciona” en televisión no coincide. Los publicistas invierten en aquellas cadenas con mayores índices de audiencia¹⁶ (que en España son el grupo de las nacionales de gran tamaño). El debate gira en torno a cómo consiguen dichos ratios de audiencia y en si todo vale para conseguirlos, o dicho de otro modo, en si dejan de lado el “**servicio público**” que teóricamente están obligados a ofrecer a expensas de conseguir dichos índices.

Pese al incremento de canales que supuso la digitalización del sector (aunque sin olvidar el posterior cierre de otros muchos), hay un consenso general de que el contenido ofrecido por la televisión nacional en abierto es bastante **homogéneo, comercial y de escasa calidad** (programas populares de entretenimiento¹⁷ que aseguran una audiencia suficiente, lo cual conlleva ingresos por publicidad), cada vez más alejado del servicio público, el cual sí está disponible en ciertos canales de pago, restringidos a la parte de la sociedad que no puede permitírselos o que simplemente no está dispuesta a hacerlo.

En definitiva, el objeto del TFG propuesto sería responder a la pregunta de si el sector (y dentro de él los diferentes grupos) cumple con el deber de servicio público, estableciendo para las autonómicas un techo más alto. También se plantearían posibles causas (si las emisoras únicamente responden a la demanda del público o son ellas las creadoras de tendencias); y consecuencias tanto para ellas como para la sociedad en general.

¹⁶ No solo en términos generales sino en según qué franja horaria y según qué público o target comercial.

¹⁷ Destacan las retransmisiones de partidos de fútbol y las series de ficción.

6. BIBLIOGRAFÍA

6.1. ESTUDIOS ESPECIALIZADOS DEL SECTOR

- *Barlovento Comunicación, consultoría audiovisual. “Análisis televisivo 2015”*
- Resumen del Estudio *INFOADDEX 2016. “La inversión publicitaria en España”*
- Francisco Javier Gómez Pérez, José Luis Navarrete Cardero, José Patricio Pérez Ruffí. “La industria televisiva en España: crisis y nuevas oportunidades”
<http://www.raco.cat/index.php/Analisi/article/viewFile/304842/394650>
- Jessica Izquierdo-Castillo. “La evolución del sector televisivo: un oligopolio frente a Internet”.
<http://revistas.ucm.es/index.php/HICS/article/viewFile/44998/42368>
- <http://recursos.cnice.mec.es/media/television/>
- <http://slideplayer.es/slide/5518733/>

6.2. BIBLIOGRAFÍA BÁSICA (HERRAMIENTAS PARA EL ANÁLISIS)

- Bernstein, Leopold A. Análisis de estados financieros. Ed. Irwin
- Caraballo, T., Zubiaur, G. y Amondarain, J. Análisis contable. Open Course Ware 2013 UPV/EHU
- Caraballo, T., Zubiaur, G. y Amondarain, J. Análisis contable avanzado. Open Course Ware 2014 UPV/EHU
- Central de Balances del Banco de España. <http://www.bde.es/bde/es/areas/cenbal/>
- Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (Cepyme) y Business School Barcelona (Eada). VIII diagnóstico financiero de la empresa española. Abril 2017
- González Pascual, J. Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Ed. Pirámide
- Memento práctico contable. Capítulo 22. “Análisis de Estados Contables.” Ediciones Francis Lefebvre

7. ANEXOS

7.1. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR

NOMBRE	TAMAÑO	ÁMBITO	EMISIÓN
DTS DISTRIBUIDORA DE TELEVISIÓN DIGITAL SAU	Grande	Nacional	Pago
ATRESMEDIA CORPORACIÓN DE MEDIOS DE COMUNICACIÓN SA	Grande	Nacional	Abierto
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN SA	Grande	Nacional	Abierto
EUSKAL TELEBISTA-TELEVISIÓN VASCA SOCIEDAD ANÓNIMA	Grande	Autonómico	Abierto
TELEVISIÓN AUTONÓMICA DE CASTILLA – LA MANCHA SA	Grande	Autonómico	Abierto
TELEVISIÓN AUTONOMIA MADRID SA	Grande	Autonómico	Abierto
CORPORACIÓN RADIO E TELEVISIÓN DE GALICIA SA	Grande	Autonómico	Abierto
FOX NETWORKS GROUP ESPAÑA SL.	Mediana	Nacional	Pago
TELEVISION AUTONOMICA DE ARAGON SA	Mediana	Autonómico	Abierto
PROMECAL AUDIOVISUALES SL	Mediana	Autonómico	Abierto
RADIOTELEVISIÓN DEL PRINCIPADO DE ASTURIAS SA	Mediana	Autonómico	Abierto
SOCIEDAD DE RADIODIFUSIÓN Y TELEVISIÓN EXTREMEÑA S.A	Mediana	Autonómico	Abierto
COMPAÑÍA INDEPENDIENTE DE TELEVISIÓN SL	Pequeña	Nacional	Pago
TELECINCO CINEMA SA	Pequeña	Nacional	Abierto
SOCIEDAD GESTORA DE TELEVISIÓN NET TV SA	Pequeña	Nacional	Abierto
INFORMACIO I COMUNICACIO DE BARCELONA SA	Pequeña	Autonómico	Abierto
EMISSIONS DIGITALS DE CATALUNYA SA	Pequeña	Autonómico	Abierto
MEDIACONTI SERVICIOS DE CONTINUIDAD SL	Pequeña	-	-

NOTA: No se ha incluido una columna de "titularidad" debido a que la mayoría de canales autonómicos, pese a estar controladas por el Gobierno en cuestión, son gestionadas por empresas privadas.

7.2. NOTA ACLARATORIA → VENTAS – EXISTENCIAS – APROVISIONAMIENTOS

Tradicionalmente asociamos la palabra “**ventas**” con un intercambio de mercancía por dinero y llamamos “**existencias**” únicamente al stock físico que se almacena para su posterior venta. Este sector es un claro ejemplo de que dichos dos conceptos abarcan una mayor amplitud y de que muchas veces tenemos una idea demasiado simple o clásica de las mismas.

Así, en este sector las existencias se refieren a los **programas de televisión** y los derechos que surgen sobre ellos; mientras que las ventas son en su mayoría ventas de **espacios publicitarios**. La peculiaridad se encuentra en que, aunque en la práctica general del sector las existencias se clasifiquen como activo corriente, los programas se consumen en varios años (aunque ciertas empresas consideran dichos derechos como inmovilizados intangibles en “*Derechos de Propiedad Audiovisual*” y luego establecen en la memoria el % de aquellos que esperan consumirse en un plazo inferior a 12 meses; pero no es lo habitual).

Para comprender mejor qué son las existencias y los gastos de aprovisionamiento en este sector en concreto, cabe explicar el tratamiento contable del que derivan los respectivos epígrafes de las cuentas anuales que estamos analizando, así como el desglose de las partidas.

✚ TRATAMIENTO CONTABLE

Los costes incurridos en producir (internos) o adquirir (externos) un programa se incluyen en las respectivas cuentas de gasto del PYG en función de su naturaleza. Además, se incorporan a la cuenta de “Existencias” del Balance, introduciendo para ello una cuenta de **ingreso** llamada “Incorporación a existencias” dentro del epígrafe “4. Aprovisionamientos” para que anule dichos costes ya que **no pueden tener efecto en la cuenta de resultados hasta que no se devengan; es decir, hasta que no se consume el programa al que van asociados**. En ese momento, se dan de baja las existencias y se reconocen los costes contra la cuenta de gastos “4. Aprovisionamientos – Consumo de programas y otros”.

Pero, ¿a qué le llamamos en este caso consumo y cuándo se produce el mismo? Se considera que un programa ha sido consumido cuando éste se emite. Generalmente la primera emisión supone el 100% del consumo y por tanto el devengo de la totalidad de los costes. Aun así, para las series por capítulos y las películas reemitidas, cada empresa establece los porcentajes que estima mejor reflejarán el consumo (por ejemplo, si una empresa compra un derecho para emitir una película 2 veces, puede dar de baja el 50% del coste en la 1ª emisión y el 50% en la 2ª).

Por otro lado, es importante apuntar que las existencias pueden incorporar un **deterioro**, siendo éste la pérdida estimada o posible pérdida por programas que no van a poder ser emitidos o cuya audiencia se espera que no produzca los suficientes ingresos publicitarios como para recuperar los costes de la producción o adquisición de programas.

En resumen:

- Las existencias se dan de baja a medida que se consumen en función del número de emisiones (pases) realizados y es entonces cuando se reconocen los gastos asociados en la cuenta de pérdidas y ganancias.
- En el balance aparece lo que está pendiente de consumir o emitir; mientras que en la cuenta de resultados aparece lo ya consumido.

✚ CLASIFICACIÓN

➤ **Balance – Existencias** → Derechos comprados y programas producidos pero **NO EMITIDOS**.

1. Derechos de programas:

- *Programas de producción propia*
- *Derechos de producción ajena*
- *Derechos de retransmisiones deportivas*
- *Corrección valorativa o deterioro*

2. **Material consumible y otros:** Formado por los costes de *doblajes*, *bandas sonoras*, *cabeceras* y *sintonías* de los programas que son existencias hasta que se consuman.

3. **Anticipo a proveedores:** Cuando el pago por la compra de un programa se produce antes de que se inicie el período de vigencia del derecho.

➤ **PYG – Aprovisionamientos** → Coste de adquirir o producir los programas **YA EMITIDOS**.

1. Consumo de programas y otros

2. Materias primas y otros materiales consumibles

3. **Incorporación a existencias** → Ingreso para anular los costes incurridos en la producción o adquisición de programas que se encuentran en sus respectivas cuentas de gasto del PYG en función de su naturaleza (son activados como existencias para su posterior consumo).

En definitiva, debido a estas peculiaridades, no tiene sentido analizar la Política Comercial en el presente sector ya que el “coste de ventas” no está relacionado directamente con las “ventas”, las cuales en este caso se producen por vender espacios publicitarios a los anunciantes. Así mismo, se justifica por qué soslayamos el análisis de las variaciones del circulante.

7.3. CUENTAS ANUALES DEL SECTOR

7.3.1. BALANCE

ACTIVO	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
A) ACTIVO NO CORRIENTE	2.439.012	2.636.185	3.299.406	3.482.403	3.141.313	3.387.043	2.027.268
I. Inmovilizado intangible	849.006	970.122	1.002.314	1.027.912	1.015.581	414.909	231.055
1. Desarrollo			27	53	53	50	
2. Concesiones	5.474	85.605	220.766	85.000	85.000		25
3. Patentes, licencias, marcas y similares	302.939	441.969	322.773	462.213	394.863	178.801	38.464
4. Fondo de comercio	287.979	287.979	287.979	287.979	287.979		
5. Aplicaciones informáticas	24.755	24.053	26.233	28.483	29.977	23.745	9.878
6. Otro inmovilizado intangible	227.859	130.516	144.536	164.184	217.709	212.313	182.688
II. Inmovilizado material	291.096	228.067	256.545	286.951	320.869	295.561	219.383
1. Terrenos y construcciones.	121.724	103.128	108.152	112.832	112.820	117.402	120.861
2. Instalaciones técnicas, y otro inmovilizado material	160.580	122.053	146.958	171.689	198.702	171.956	95.258
3. Inmovilizado en curso y anticipos	8.792	2.886	1.435	2.430	9.347	6.203	3.264
III. Inversiones inmobiliarias							
1. Terrenos							
2. Construcciones							
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	441.981	495.594	827.582	913.068	826.239	1.714.495	638.982
1. Instrumentos de patrimonio	291.337	268.103	646.137	730.623	666.972	1.228.048	99.728
2. Créditos a empresas	150.636	227.483	181.437	182.445	159.267	486.447	539.254
3. Valores representativos de deuda							
4. Derivados							
5. Otros activos financieros	8	8	8				
V. Inversiones financieras a largo plazo	42.303	50.544	44.470	37.290	27.481	26.804	46.171
1. Instrumentos de patrimonio	97	365					9.874
2. Créditos a terceros	16.758	25.240	23.301	17.949	18.681	18.411	1.807
3. Valores representativos de deuda							
4. Derivados							
5. Otros activos financieros / inversiones	25.448	24.939	21.169	19.341	8.800	8.393	34.490
VI. Activos por impuesto diferido	790.075	879.869	1.167.416	1.215.735	949.344	932.202	891.677
VII. Deudores comerciales no corrientes	24.551	11.989	1.079	1.447	1.799	3.072	

B) ACTIVO CORRIENTE	2.064.374	1.797.328	1.630.867	1.628.438	1.835.482	1.497.047	973.183
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta		7.933		2.000			
II. Existencias	870.932	395.639	424.891	407.707	380.304	314.216	308.240
1. Comerciales (derechos de programas)	353.286	296.469	293.217	268.724	204.573	252.205	241.467
2. MP y otros aprovisionamientos (material consumible)	492.622	61.882	74.729	100.079	104.389	9.822	9.199
3. Productos en curso							12
4. Productos terminados	17.575	17.893	23.917	7.779	26.515	18.934	24.785
5. Anticipos a proveedores	7.449	19.395	33.028	31.125	44.827	33.255	32.777
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	796.571	713.936	680.636	730.750	623.909	610.311	494.445
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	102.714	114.636	123.966	116.469	117.555	136.034	230.963
2. Clientes, empresas del grupo y asociadas	616.869	546.570	475.056	506.377	419.998	415.454	203.937
3. Deudores varios	25.937	16.760	45.154	61.990	52.228	36.608	27.052
4. Personal	520	350	473	845	444	359	428
5. Activos por impuesto corriente	18.423	18.644	21.965	20.328	18.082	5.132	3.848
6. Otros créditos con las Administraciones públicas	32.108	16.976	14.022	24.741	15.602	16.724	28.217
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos							
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	175.038	104.775	148.967	179.789	477.705	175.646	131.614
1. Instrumentos de patrimonio							
2. Créditos a empresas	160.741	93.216	129.779	126.253	375.704	81.210	88.206
3. Valores representativos de deuda							
4. Derivados							
5. Otros activos financieros / inversiones	14.297	11.559	19.188	53.536	102.001	94.436	43.408
V. Inversiones financieras a corto plazo	23.837	20.703	2.920	22.562	69.544	61.528	3.987
1. Instrumentos de patrimonio							
2. Créditos a empresas			138	14.697			983
3. Valores representativos de deuda							
4. Derivados	14.025	13.122	698	1.245	4.377	1.139	293
5. Otros activos financieros / inversiones	9.812	7.581	2.084	6.620	65.167	60.389	2.711
VI. Periodificaciones a corto plazo	10.809	215.825	207.358	188.063	203.167	117.155	11.598
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	187.187	338.517	166.095	97.567	80.853	218.191	23.299
1. Tesorería	187.112	208.514	166.095	96.904	73.853	218.188	23.299
2. Otros activos líquidos equivalentes	75	130.003		663	7.000	3	
TOTAL ACTIVO	4.503.386	4.433.513	4.930.273	5.110.841	4.976.795	4.884.090	3.000.451

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
A) PATRIMONIO NETO	1.975.710	2.303.891	2.758.751	2.888.891	2.868.905	2.943.320	855.998
A-1) Fondos propios	1.946.203	2.275.467	2.736.087	2.863.382	2.837.500	2.905.367	816.514
I. Capital	592.345	611.838	756.657	755.976	743.251	739.935	646.161
1. Capital escriturado	592.345	611.838	756.657	755.976	743.251	739.935	646.161
2. (Capital no exigido)							
II. Prima de emisión	817.210	1.205.957	1.249.834	1.266.164	1.223.096	1.221.738	186.614
III. Reservas	896.821	1.246.011	1.318.927	1.277.873	1.223.113	1.179.387	436.226
1. Legal y estatutarias	112.556	112.472	112.384	107.313	102.800	70.039	67.568
2. Otras reservas	784.265	1.133.539	1.206.543	1.170.560	1.120.313	1.109.348	368.658
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-223.503	-378.576	-172.898	-184.200	-172.608	-163.397	-138.951
V. Resultados de ejercicios anteriores	-1.077.613	-965.259	-1.068.434	-965.142	-837.313	-719.042	-600.772
1. Remanente	4.052						
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	-1.081.665	-965.259	-1.068.434	-965.142	-837.313	-719.042	-600.772
VI. Otras aportaciones de socios	1.058.611	990.943	898.269	829.653	725.256	609.130	476.957
VII. Resultado del ejercicio	-76.414	-416.194	-284.979	-135.870	-21.504	78.727	-172.976
VIII. (Dividendo a cuenta)	-43.383	-22.341	-3.932	-23.715	-45.791	-41.111	-16.745
IX. Otros instrumentos de patrimonio	2.129	3.088	42.643	42.643			
A-2) Ajustes por cambios de valor	2.685	6.086	842	488	937	894	673
I. Activos financieros disponibles para la venta							
II. Operaciones de cobertura	2.685	2.175	842	488	937	894	673
III. Otros		3.911					
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	26.822	22.338	21.822	25.021	30.468	37.059	38.811
B) PASIVO NO CORRIENTE	349.653	439.700	377.856	205.263	124.971	102.917	585.497
I. Provisiones a largo plazo	20.337	23.314	28.383	43.945	53.307	42.626	30.456
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal				65			
2. Actuaciones medioambientales							
3. Provisiones por reestructuración							
4. Otras provisiones	20.337	23.314	28.383	43.880	53.307	42.626	30.456
II Deudas a largo plazo	246.473	339.340	273.756	29.919	32.151	3.869	50.301
1. Obligaciones y otros valores negociables							
2. Deuda con entidades de crédito	127.437	275.545	202.290	2.240		2.220	42.846
3. Acreedores por arrendamiento financiero	344	9.804	7.446	16.309	31.365	657	2.789
4. Derivados	2.757	7	207	197		116	159
5. Otros pasivos financieros	115.935	53.984	63.813	11.173	786	876	4.507
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	50.139	45.640	38.641	97.135	29.080	48.585	498.569
IV. Pasivos por impuesto diferido	32.627	30.954	35.456	33.279	8.761	5.358	6.171
V. Periodificaciones a largo plazo		158	211	985	1.672	2.479	
VI. Acreedores comerciales no corrientes	77	294	1.409				

C) PASIVO CORRIENTE	2.178.023	1.689.922	1.793.666	2.016.687	1.982.919	1.837.853	1.558.956
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta							
II. Provisiones a corto plazo	32.046	57.243	65.223	44.958	33.197	63.803	118.159
III. Deudas a corto plazo	143.498	180.716	102.655	266.046	274.389	216.637	299.814
1. Obligaciones y otros valores negociables							
2. Deuda con entidades de crédito	36.734	97.308	21.440	168.062	151.366	175.014	243.104
3. Acreedores por arrendamiento financiero	412	7.021	13.649	24.533	21.255	2.129	2.073
4. Derivados	152	24	3.931	1.017	46	328	1.316
5. Otros pasivos financieros	106.200	76.363	63.635	72.434	101.722	39.166	53.321
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	732.687	328.183	395.417	429.957	511.343	522.581	550.856
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.205.296	1.078.035	1.183.666	1.234.775	1.157.464	1.029.493	586.331
1. Proveedores	918.578	814.553	892.624	938.080	940.483	811.316	421.818
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	146.079	146.228	153.259	179.578	75.018	85.534	76.352
3. Acreedores varios	64.220	47.781	51.041	48.695	62.371	72.715	33.672
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	23.661	18.617	21.048	24.931	22.339	14.155	15.343
5. Pasivos por impuesto corriente	356	313	464	304	660	1.535	1.536
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	51.965	49.913	64.310	41.618	55.576	42.988	35.498
7. Anticipos de clientes	437	630	920	1.569	1.017	1.250	2.112
VI. Periodificaciones a corto plazo	64.496	45.745	46.705	40.951	6.526	5.339	3.796
PASIVO EXIGIBLE CORREGIDO	1313513	1011427	949661	940174	988926	924315	1487701
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	4.503.386	4.433.513	4.930.273	5.110.841	4.976.795	4.884.090	3.000.451

7.3.2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
A) OPERACIONES CONTINUADAS							
1. Importe neto de la cifra de negocios:	2.953.354	2.792.845	2.674.544	2.581.021	2.669.245	2.568.080	1.436.975
a) Ventas	1.547.520	2.624.211	2.498.699	2.371.924	2.478.212	2.424.094	1.310.459
b) Prestaciones de servicios	1.405.834	168.634	168.438	208.263	188.398	140.996	115.994
c) Otros			7.407	834	2.635	2.990	10.522
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-28.947	-35.353	-31.555	-25.994	-17.877	-19.671	-13.146
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	6.249	6.941	6.883	16.593	19.013	10.508	10.105
4. Aprovisionamientos	-1.700.489	-1.685.370	-1.667.570	-1.477.830	-1.308.548	-1.192.719	-885.115
a) Consumo de mercaderías (programas y otros)	-656.103	-662.455	-664.344	-703.118	-793.270	-745.510	-592.443
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-947.937	-938.702	-916.563	-666.189	-586.748	-480.486	-148.643
c) Trabajos realizados por otras empresas	-89.775	-84.856	-76.062	-87.603	-108.201	-109.498	-115.591
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-6.674	643	555	-190	204.595	167.060	-6.457
e) Otros			-11.156	-20.730	-24.924	-24.285	-21.981
5. Otros ingresos de explotación	244.695	242.793	226.565	200.752	237.732	247.833	295.362
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	78.429	74.145	57.739	57.857	63.157	62.696	89.539
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	166.266	168.648	168.826	142.895	174.575	185.137	205.823
6. Gastos de personal	-329.901	-326.470	-382.078	-373.826	-411.295	-382.947	-313.876
a) Sueldos, salarios y asimilados	-259.803	-259.751	-306.962	-295.113	-325.693	-296.580	-251.242
b) Cargas sociales	-67.528	-65.262	-61.942	-71.120	-76.834	-73.044	-55.827
c) Provisiones	-2.570	-1.457	-4.358	-2.691	-4.285	-8.986	
d) Otros			-8.816	-4.902	-4.483	-4.337	-6.807
7. Otros gastos de explotación	-825.356	-772.593	-782.133	-772.858	-846.700	-750.587	-506.622
a) Servicios exteriores	-780.540	-737.337	-738.925	-735.528	-803.619	-716.964	-481.690
b) Tributos	-26.310	-26.091	-25.808	-25.580	-31.534	-24.034	-13.317
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-1.722	-4.743	-7.148	-1.364	438	3.421	-11.571
d) Otros gastos de gestión corriente	-16.784	-4.422	-10.252	-10.386	-11.985	-13.010	-44
8. Amortización del inmovilizado	-367.524	-367.931	-368.743	-408.815	-419.824	-357.599	-233.355
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	8.846	12.046	11.954	18.183	14.856	15.394	14.114
10. Excesos de provisiones	13.647	10.516	18.927	5.441	28.230	12.290	37.983

Trabajo Fin de Grado

11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-11.354	1.397	5.979	3.807	-8.041	52.394	8.366
a) Deterioro y pérdidas	-11.694	1.257	5.996	3.279	-8.425	12.186	5.961
b) Resultados por enajenaciones y otras	340	140	-17	528	384	40.208	2.405
XX. Otros resultados	915	6.046	131	824	-15	-161	617
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+/-2+3-4+5-6-7-8+9+/-10+/-11+/-12)	-35.865	-115.133	-287.096	-232.702	-43.224	202.815	-148.592
12. Ingresos financieros	105.743	73.305	80.327	107.593	95.616	93.872	64.152
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	94.117	59.955	67.500	98.320	83.640	84.645	50.473
a 1) En empresas del grupo y asociadas	94.117	59.955	67.500	98.210	83.640	84.645	50.473
a 2) En terceros				110			
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	11.626	13.350	12.827	9.273	11.976	9.227	13.679
b 1) De empresas del grupo y asociadas	8.167	9.364	10.377	6.898	8.460	5.769	7.849
b 2) De terceros	3.459	3.986	2.450	2.375	3.516	3.458	5.830
13. Gastos financieros	-40.313	-40.522	-34.682	-26.992	-21.085	-10.888	-24.109
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas.	-8.087	-3.871	-7.641	-5.527	-4.064	-2.884	-10.448
b) Por deudas con terceros	-32.055	-36.371	-26.755	-21.195	-16.711	-8.004	-13.353
c) Por actualización de provisiones (otros gastos financieros)	-171	-280	-286	-270	-310		-308
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-8.002	14.515	-384	-1.587	-6.236	-8.198	-6.483
a) Cartera de negociación y otros	-8.002	14.515	-384	-1.587	-6.236	-8.198	-1.483
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta							-5.000
15. Diferencias de cambio	-941	-19.498	7.614	829	-3.577	1.628	1.695
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	19.157	-49.600	-85.445	353	-7.393	-110.131	-76.644
a) Deterioros y pérdidas		-49.541	-85.863	-828	-19.655	-122.086	-78.297
b) Resultados por enajenaciones y otras	19.157	-59	418	1.181	12.262	11.955	1.653
A.2) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)	75.644	-21.800	-32.570	80.196	57.325	-33.717	-41.389
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A2)	39.779	-136.933	-319.666	-152.506	14.101	169.098	-189.981
17. Impuestos sobre beneficios	-116.193	-279.261	34.687	16.636	-35.605	-90.371	17.005
A 4) RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+17)	-76.414	-416.194	-284.979	-135.870	-21.504	78.727	-172.976
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS							
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos							
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+18)	-76.414	-416.194	-284.979	-135.870	-21.504	78.727	-172.976

7.3.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION							
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	39.779	-136.933	-319.666	-152.506	14.101	169.098	-189.981
2. Ajustes del resultado	309.419	440.594	412.254	392.392	428.666	429.332	278.822
a) Amortización del inmovilizado (+)	367.524	367.931	368.743	408.815	419.824	357.599	233.355
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	10.815	49.482	83.868	-3.492	26.563	112.162	71.513
c) Variación de provisiones (+/-)	14.425	13.859	23.473	17.432	1.459	-6.438	-18.490
d) Imputación de subvenciones (-)	-8.909	-12.340	-12.049	-18.297	-13.754	-17.979	-26.932
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	821	306	794	884	1.111	-1.091	1.199
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	-15.603						-238
g) Ingresos financieros (-)	-103.573	-10.875	-79.996	-30.365	-23.861	-18.620	-6.386
h) Gastos financieros (+)	36.405	38.306	33.571	20.017	12.594	5.258	11.732
i) Diferencias de cambio (+/-)	-1.057	18.924	-6.510	-2.343	6.240	-1.552	-1.538
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	8.204	-19.021	952	68	-2.428	-6	1.546
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	367	-5.978	-592	-327	918	-1	13.061
3. Cambios en el capital corriente	101.838	-177.990	15.504	-134.030	-78.706	-379	86.028
a) Existencias (+/-)	-55.322	26.005	-16.961	-7.861	-69.091	-73.338	22.866
b) Deudores y otras cuentas a cobrar (+/-)	-114.238	-35.804	30.931	-25.884	-30.726	-124.927	162.411
c) Otros activos corrientes(+/-)	-3.187	-9.520	-14.909	21.407	-98.816	-101.203	-11.915
d) Acreedores y otras cuentas a pagar(+/-)	260.840	-92.847	27.115	-164.217	143.593	297.287	-126.787
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	7.655	-46.053	23.632	4.615	-13.163	-1.350	6.090
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-) (provisiones)	6.090	-19.771	-34.304	37.910	-10.503	3.152	33.363
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	8.401	26.581	36.655	27.297	-109.106	42.350	-25.328
a) Pagos de intereses (-)	-33.951	-40.244	-33.911	-30.566	-113.787	-4.424	-68.707
b) Cobros de dividendos (+)	93.693	3.359	67.499	27.947	20.366	15.596	1.792
c) Cobros de intereses (+)	3.675	81.790	5.346	24.459	651	22.207	13.957
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-43.376	-15.672	631	7.133	-14.945	9.331	27.641

Trabajo Fin de Grado

e) Otros pagos (cobros) (-/+)	-11.640	-2.652	-2.910	-1.676	-1.391	-360	-11
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (+/-1+/-2+/-3+/-4)	459.437	152.252	144.747	133.153	254.955	640.401	149.541
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION							
6. Pagos por inversiones (-)	-317.790	-355.877	-341.241	-344.620	-1.130.341	-2.005.302	-307.129
a) Empresas del grupo y asociadas	-15.469	-25.753	-12.845	-21.551	-24.888	-1.179.851	-91.189
b) Inmovilizado intangible	-231.795	-272.179	-284.537	-272.472	-958.597	-411.026	-183.267
c) Inmovilizado material	-56.355	-33.919	-31.118	-33.142	-93.785	-174.111	-20.811
d) Inversiones inmobiliarias			-50				
e) Otros activos financieros	-14.171	-15.904	-12.691	-16.804	-52.501	-94.652	-11.807
f) Activos no corrientes mantenidos para venta		-7.933				-31.955	
g) Otros activos		-189		-651	-570	-113.707	-55
7. Cobros por desinversiones (+)	51.431	280.656	75.500	108.313	731.404	114.762	186.083
a) Empresas del grupo y asociadas	27.977	271.726	59.374	28.272	697.160	70.393	175.024
b) Inmovilizado intangible	306	6	784		1	1.653	16
c) Inmovilizado material	109	1	93	63	86	42.708	30
d) Inversiones inmobiliarias				5			
e) Otros activos financieros	12.485	8.923	14.889	79.939	34.157	8	11.007
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	7.539						
g) Otros activos	3.015		360	34			6
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (7-6)	-266.359	-75.221	-265.741	-236.307	-398.937	-1.890.540	-121.046
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION							
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-35.101	624.046	275.515	373.320	272.680	2.210.712	374.235
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	95.630	121.632	129.880	217.937	202.205	2.014.596	170.567
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	-1.860	-3.992		-294	-57.639	-5.887	-1.100
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	-245.801			-19.019	-10.833		-10.958
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	7.609	377.608	5.795			24.445	2.488
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	109.321	128.798	139.840	174.696	138.947	177.558	213.238
10 Cobros y pagos por Instrumentos de pasivo financiero	-198.577	-102.849	-34.571	68.839	-13.616	-534.725	-81.334

Trabajo Fin de Grado

a) Emisión:	83.671	34.384	81.364	188.022	90.725	62.624	241.362
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)				1.350			
2. Deudas con entidades de crédito (+)		3.016	73.346	51.013	29.553	30.657	143.995
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	81.763	24.065	6.288	135.120	60.504	31.304	95.557
4. Otras deudas (+)	1.908	7.303	1.730	539	668	663	1.810
b) Devolución y amortización de:	-282.248	-137.233	-115.935	-119.183	-104.341	-597.349	-322.696
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)							
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-8.761	-41.245	-68	-64.807	-52.827	-144.874	-6.463
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	-8.732	-93.212	-115.225	-53.388	-50.480	-19.728	-314.798
4. Otras deudas (-)	-264.755	-2.776	-642	-988	-1.034	-432.747	-1.435
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-113.317	-47.335	-8.917	-164.221	-211.784	-71.195	-44.618
a) Dividendos (-)	-113.089	-47.078	-8.323	-164.221	-211.517	-71.195	-44.618
b) Remuneración a otros instrumentos de patrimonio (-)	-228	-257	-594		-267		
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (+/-9+/-10-11)	-346.995	473.862	232.027	277.938	47.280	1.604.792	248.283
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	294	27	130	-205	-1001	1761	-2618
E) AUMENTO/DISMINUCIONNETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (+/-5+/-8+/-12+/-D)	-153.623	550.920	111.163	174.579	-97.703	356.414	274.160

7.3.4. CONCILIACIÓN DEL EBITDA

OPERACIONES DE LA ACTIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Resultado Explotación	-35.865	-115.133	-287.096	-232.702	-43.224	202.815	-148.592
(+/-) Ajustes:	378.339	417.413	452.611	405.323	446.387	469.761	304.868
(+/-) Amortización del inmovilizado	367.524	367.931	368.743	408.815	419.824	357.599	233.355
(+/-) Correcciones valorativas por deterioro	10.815	49.482	83.868	-3.492	26.563	112.162	71.513
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
= EBITDA (Resultado Bruto de Explotación)	342.474	302.280	165.515	172.621	403.163	672.576	156.276

7.3.5. CONCILIACIÓN DE LOS RECURSOS GENERADOS

OPERACIONES DE LA ACTIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Resultado Antes de Impuestos	39.779	-136.933	-319.666	-152.506	14.101	169.098	-189.981
(+/-) Ajustes:	376.587	413.163	458.679	402.740	439.933	442.694	273.476
<i>(+) Amortización del inmovilizado</i>	367.524	367.931	368.743	408.815	419.824	357.599	233.355
<i>(+/-) Correcciones valorativas por deterioro</i>	10.815	49.482	83.868	-3.492	26.563	112.162	71.513
<i>(+/-) Variación de provisiones</i>	14.425	13.859	23.473	17.432	1.459	-6.438	-18.490
<i>(+) Imputación de subvenciones</i>	-8.909	-12.340	-12.049	-18.297	-13.754	-17.979	-26.932
<i>(+/-) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado</i>	821	306	794	884	1.111	-1.091	1.199
<i>(+/-) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros</i>	-15.603						-238
<i>(+/-) Diferencias de cambio</i>	-1.057	18.924	-6.510	-2.343	6.240	-1.552	-1.538
<i>(+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros</i>	8.204	-19.021	952	68	-2.428	-6	1.546
<i>(-/+) Otros ingresos y gastos</i>	367	-5.978	-592	-327	918	-1	13.061
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
= RECURSOS GENERADOS (RG)	416.366	276.230	139.013	250.234	454.034	611.792	83.495

7.4. Nº DE EMPLEADOS POR EMPRESA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
DTS DISTRIBUIDORA DE TELEVISIÓN DIGITAL SAU	887	886	905	928	1.005	1.155	22
ATRESMEDIA CORPORACIÓN DE MEDIOS DE COMUNICACIÓN SA	427	422	430	537	752	787	1.026
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN SA	1.008	1.018	1.041	1.078	1.111	707	713
EUSKAL TELEBISTA-TELEVISIÓN VASCA SOCIEDAD ANÓNIMA	605	593	595	607	628	656	731
TELEVISIÓN AUTONÓMICA DE CASTILLA – LA MANCHA SA	295	295	287	297	330	301	306
TELEVISIÓN AUTONOMIA MADRID SA	228	177	205	972	980	994	1.047
CORPORACIÓN RADIO E TELEVISIÓN DE GALICIA SA	860	824	916	781	804	12	708
FOX NETWORKS GROUP ESPAÑA SL.	67	70	77	82	84	74	61
TELEVISION AUTONOMICA DE ARAGON SA	66	63	65	63	64	65	67
PROMECAL AUDIOVISUALES SL	175	178	172	186	209	211	191
RADIOTELEVISIÓN DEL PRINCIPADO DE ASTURIAS SA	141	116	112	108	100	99	108
SOCIEDAD DE RADIODIFUSIÓN Y TELEVISIÓN EXTREMEÑA S.A	192	211	210	209	199	126	128
COMPAÑÍA INDEPENDIENTE DE TELEVISIÓN SL	8	8	8	8	41	26	20
TELECINCO CINEMA SA	8	10	10	10	9	8	8
SOCIEDAD GESTORA DE TELEVISIÓN NET TV SA	11	1	1	1	12	1	1
INFORMACIO I COMUNICACIO DE BARCELONA SA	18	20	20	21	21	21	20
EMISSIONS DIGITALS DE CATALUNYA SA	37	39	38	32	28	25	24
MEDIACONTI SERVICIOS DE CONTINUIDAD SL	48	39	54	75	74	60	54

Total SECTOR	5.081	4.970	5.146	5.995	6.451	5.328	5.235
Total GRANDES	4.310	4.215	4.379	5.200	5.610	4.612	4.553
Total MEDIANAS	641	638	636	648	656	575	555
Total PEQUEÑAS	130	117	131	147	185	141	127
Total NACIONALES	2.416	2.415	2.472	2.644	3.014	2.758	1.851
Total AUTONÓMICAS	2.617	2.516	2.620	3.276	3.363	2.510	3.330