

DOBLE GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS Y DERECHO

Curso 2021/2022

ANÁLISIS CONTABLE DEL GRUPO SIEMENS GAMESA

Aspectos económicos y financieros de las Cuentas Anuales consolidadas
relativas a los ejercicios 2020 y 2021

Autora: Cristina Rodríguez Ávila

Director: Felipe Blanco Ibarra

Codirectora: Goizeder Blanco Zaitegi



Bilbao, a 22 de junio de 2022

ÍNDICE

1. RESUMEN	3
2. INTRODUCCIÓN	4
3. PRESENTACIÓN DEL GRUPO SIEMENS GAMESA.....	6
4. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA EN EL ANÁLISIS	8
4.1. ASPECTOS RELEVANTES DIRECTAMENTE RELACIONADOS CON EL GRUPO.....	8
4.2. ASPECTOS RELEVANTES RELATIVOS AL ENTORNO DEL GRUPO	12
5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS RELATIVAS A LOS EJERCICIOS 2020 Y 2021	17
5.1. INFORME DE AUDITORÍA.....	17
5.2. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA Y DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL	17
5.3. ANÁLISIS DEL EQUILIBRIO FINANCIERO DEL GRUPO.....	28
5.4. ANÁLISIS DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA DEL GRUPO	39
5.5. ANÁLISIS DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL DEL GRUPO	45
5.6. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DEL GRUPO	55
5.7. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ DEL GRUPO SOBRE LA BASE DEL ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	65
6. CONCLUSIONES	73
BIBLIOGRAFÍA Y OTRAS FUENTES	82
ANEXOS.....	1

1. Resumen

La crisis económica provocada por la pandemia de la COVID-19 afectó a numerosas empresas de diferentes sectores de actividad, al suponer la paralización de la producción y de la economía en todo el mundo. El Grupo Siemens Gamesa no fue menos, ya que es una entidad con una intensa actividad productiva y comercial, que tiene su presencia en todo el mundo. En consecuencia, y a pesar de su magnitud y éxito en el mercado global, se vio seriamente sacudido por los efectos económicos de esa pandemia, que marcaron un período de ralentización en su actividad económica y expansión. Aunque siguió acometiendo sus inversiones e innovaciones en el sector, recibiendo una vez más el apoyo y la confianza de sus Clientes en sus productos y servicios (a través de numerosos pedidos relevantes, selección como proveedor preferente, posicionamiento como líder en el mercado otros años consecutivos, etc.), sus resultados mostraron ese efecto negativo inevitable que tuvo la pandemia en su negocio esos años, poniendo en riesgo su estabilidad, y estancando su crecimiento puntualmente (aunque con signos de recuperarse con la vuelta a la normalidad, evidenciando lo coyuntural de la situación, y su marcha hacia la prosperidad en el futuro, como líder indiscutible en el mercado).

2. Introducción

El presente trabajo tiene por objeto el estudio y análisis de los aspectos económicos y financieros que presentan las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa (en adelante, el Grupo o SIEMENS GAMESA), relativas a los ejercicios económicos 2020 y 2021. El motivo por el cual se ha escogido analizar las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo, y no las Cuentas Anuales individuales de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (la sociedad dominante), es que se considera que representan mejor el ámbito de actividad de la empresa y recoge todos los detalles del negocio. En la medida en que la sociedad matriz tan solo opera, actualmente, como una entidad de apoyo financiero para el resto de las sociedades dependientes del Grupo, y ello se refleja en sus Cuentas Anuales, ha resultado más conveniente escoger las Cuentas Anuales consolidadas, que sí recogen todos los extremos y detalles del negocio de manera global. Esto es así porque las distintas sociedades dependientes que componen el Grupo desarrollan actividades relacionadas entre sí, pertenecientes al mismo sector de mercado y complementarias unas de otras, de manera que pueden ser consideradas filiales de la sociedad matriz, que hacen la vez de delegaciones en los distintos países en los que están presentes, y se distribuyen las distintas tareas necesarias para sacar adelante el negocio al que se dedican. Por ello, el Grupo se analizará como una única unidad económica, considerando que las distintas actividades que desarrolla cada una de las sociedades son desarrolladas por una única entidad. Así, todas las operaciones y actividades se atribuyen al Grupo, que se considerará el único actor en el mercado, aglutinando a todas las empresas que lo componen.

Por otro lado, el motivo de haber escogido ese período (2019-2021) para el análisis ha sido poder estudiar cómo ha podido afrontar un Grupo de esta magnitud y características la situación económica provocada por la COVID-19, que ha sacudido a empresas de todo el mundo y de diferentes sectores. Así, se ha querido observar la influencia que tienen los factores externos en este tipo de empresas, así como el nivel de afectación en sus resultados económicos y financieros. Igualmente, al poder determinar, a través de este análisis, la realidad económica que subyace a la información contable, se pueden extraer conclusiones sobre el tipo de decisiones que ha tomado la entidad durante los ejercicios, ante las circunstancias que le han rodeado, y plantear líneas de acción que se dirijan a mejorar o maximizar los resultados obtenidos.

Dicho lo anterior, el trabajo se ha estructurado comenzando con una contextualización del Grupo Siemens Gamesa, a fin de entender mejor los datos y resultados obtenidos. Posteriormente, el análisis se ha desglosado atendiendo, de manera escalonada, los diferentes aspectos económicos y financieros más relevantes que se pueden extraer de las Cuentas Anuales de una entidad: en primer lugar, la estructura empresarial, para entender cómo se componen sus inversiones y financiaciones; en segundo lugar, el equilibrio financiero a través del Fondo de Rotación, para entender cómo se originan las necesidades y disponibilidades financieras, y el equilibrio que existe en esa estructura financiera; en tercer lugar, la estabilidad financiera, para completar el estudio de la situación financiera y determinar cómo se encuentra el Grupo, a raíz de esa estructura financiera, para hacer frente a sus obligaciones; en cuarto lugar, el crecimiento empresarial, para determinar la situación en la que se encuentra el Grupo para ampliar sus inversiones con el desarrollo de su actividad; en quinto lugar, la rentabilidad, para determinar la operatividad del negocio y su capacidad para generar rendimientos a raíz de sus inversiones y decisiones de financiación; y, por último,

la liquidez a través del Estado consolidado de Flujos de Efectivo, para determinar la capacidad del Grupo de obtener liquidez a través de su actividad de una manera más concreta.

Para acometer ese estudio se han utilizado las Cuentas Anuales consolidadas publicadas por el propio Grupo (los Estados Financieros consolidados y su correspondiente memoria), así como la información que el mismo publica en su página web (sobre hechos relevantes, noticias, detalles y características de su negocio y sus productos, etc.). Puesto que todo el análisis se ha basado en esos datos, proporcionados por la propia entidad de manera pública, está condicionado a esa información limitada que ha querido compartir, no disponiendo de todos los detalles y matices de su actividad (hay aspectos en los que falta concreción, de manera que el análisis se ha adaptado a la información disponible). Además, se debe señalar que, por motivos prácticos, las cantidades manejadas se han mantenido en miles de euros (salvo que expresamente se haya hecho referencia a su unidad numérica), así como que las tablas completas se encuentran reproducidas en el Anexo, para aligerar el estudio y facilitar el acceso a los datos según se avance en la lectura del trabajo.

3. Presentación del Grupo Siemens Gamesa

Como ya se adelantaba, la entidad objeto de análisis del presente trabajo es el Grupo Siemens Gamesa, grupo de empresas que engloba a Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A., sociedad dominante, y sus filiales, sociedades dependientes. A fin de comprender el análisis que se expondrá a continuación, procede realizar una breve presentación de la misma, indicando las actividades a las que se dedica, englobándolas en un mercado concreto, y disponiendo su organización y los hitos históricos que han dado lugar a la sociedad tal y como se conoce hoy en día¹.

Comenzando así, SIEMENS GAMESA es una multinacional tecnológica española que opera en el sector de la energía eólica a través de dos líneas de negocio principales: aerogeneradores y servicios. En lo que se refiere a los aerogeneradores, abarca tanto el diseño, desarrollo, fabricación e instalación de turbinas eólicas para tecnologías de distinto ángulo de paso y velocidad, como el desarrollo, construcción y venta de parques eólicos, terrestres (Onshore) y marinos (Offshore). Y en lo que se refiere a los servicios, se encarga de gestionar, supervisar y mantener parques eólicos, ofreciendo una atención integral para todos los aerogeneradores (asistencia y mantenimiento). De esta manera, consigue trabajar de manera global y estar presente en las distintas áreas del sector de la energía eólica (terrestre, marina y servicios), con el respaldo de más de 35 años de experiencia y su presencia en 90 países.

En cuanto a su organización, la estructura de gobierno está compuesta por dos órganos principales: el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas. El presidente del Consejo es Miguel Ángel López, y su consejero delegado actual es Andreas Nauen. Asimismo, este órgano está respaldado por una Comisión Ejecutiva Delegada y por dos comisiones especializadas, que son la Comisión de Auditoría, Cumplimiento y Operaciones Vinculadas y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. En lo que respecta a su estructura accionarial, actualmente sus dos accionistas significativos son Siemens Energy AG, con un 67% del capital social, y BlackRock, Inc, con un 3% del capital social.

Ahora bien, la actual SIEMENS GAMESA, tal y como se conoce hoy en día, es muy reciente, ya que, aunque cuenta con un recorrido histórico de más de 40 años, la fusión que dio lugar al Grupo que se conoce hoy en día es de 2017. Así, hasta ese año, las sociedades cuya fusión dio lugar a la creación de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. y, en consecuencia, al Grupo Siemens Gamesa, tuvieron una evolución independiente, con grandes hitos que marcaron su crecimiento exponencial y su consiguiente éxito en el mercado.

Una de las empresas en cuestión fue Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. (en adelante, Gamesa). Con su puesta en marcha hace más de 40 años, la empresa se centró inicialmente en sectores como la robótica, la aeronáutica y los materiales compuestos. Así, no fue hasta 1994 que Gamesa se adentró en el sector de la energía eólica, constituyendo una empresa especializada al respecto. Tras instalar su primer parque eólico en las colinas de El Perdón, España, en 1995, para 2003 ya contaba con una presencia mundial en numerosos países de Europa, América, Asia y África. Tal fue su expansión, que en 2006 decidió centrarse en el sector de las energías renovables y cerrar su parte aeroespacial. De hecho, ese mismo año ocupó el liderazgo en el mercado español, así como el segundo puesto mundial en el suministro de

¹ Toda la información contenida en este apartado ha sido extraída de la página web de SIEMENS GAMESA (<https://www.siemensgamesa.com/es-es>).

aerogeneradores (con una cuota de mercado de 15,6%). Como último hito a destacar, en 2016 instaló su primer prototipo offgrid.

La otra empresa participante de la fusión fue Siemens Wind HoldCo, S.L. (en adelante, Siemens). Su aparición en el sector de la energía eólica data del año 2004, cuando adquirió la empresa eólica Bonus Energy A/S. Esa empresa, fundada en Dinamarca en 1980, había construido en 1991, en Vindeby, el primer parque eólico Offshore del mundo. Ocupando una cuota de mercado mundial del 9% aproximadamente en 2004, fue adquirida por Siemens para adentrarse en el mercado eólico. Tras esa incorporación, logró firmar en 2009 con DONG Energy el contrato de suministro de aerogeneradores Offshore más importante hasta la fecha. Posteriormente, en 2011, construyó su primer centro de energía eólica Offshore en el Báltico. Además, en 2013 MidAmerican Energy le encargó el pedido de aerogeneradores Onshore más grande conocido hasta la fecha.

Tras ese período de expansión y crecimiento, Siemens y Gamesa tomaron la decisión de unirse para impulsar un proyecto económico común, lo que ha determinado la magnitud que tiene la empresa resultante en la actualidad. El acuerdo de fusión de su proyecto de energía eólica se cerró el 3 de abril de 2017, dando lugar a la constitución de una nueva sociedad, Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A., con sede central en el Parque Científico y Tecnológico de Vizcaya, en Zamudio. Actualmente, la empresa cuenta con numerosas filiales y sociedades dependientes distribuidas por todo el mundo, que conforman el gran conglomerado (el Grupo Siemens Gamesa) bajo su dominio. Es por ello que la empresa dominante no se entiende sin el resto de las empresas del grupo y viceversa, y aunque existen escisiones o pequeñas sociedades creadas para encargarse de un determinado segmento, todas ellas conforman la gran unidad económica denominada SIEMENS GAMESA.

4. Aspectos relevantes a tener en cuenta en el análisis

Antes de entrar en el análisis profundo de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo, conviene resaltar una serie de aspectos y hechos relacionados con la entidad. Y es que, para realizar un análisis adecuado, se debe valorar y tener presente también información cualitativa relativa a la actividad, sector, entorno económico, etc., de la empresa. Es por ello que se van a resaltar, por un lado, una serie de decisiones empresariales y acontecimientos ocurridos durante 2020 y 2021, relacionados con la entidad y que han podido influir en su desarrollo y evolución; y, por otro lado, una serie de aspectos relacionados con su entorno, tanto del mercado como de sus componentes, que han podido tener igual influencia. Todo ello ayudará a entender determinados datos y resultados de esos años, ya que son cuestiones que inciden en la marcha de la compañía y tienen su reflejo en los datos que se analizarán a continuación.

4.1. Aspectos relevantes directamente relacionados con el Grupo

Durante los ejercicios económicos de 2020 y 2021, el Grupo ha sido partícipe de una serie de operaciones y circunstancias relevantes que han influido notablemente en sus datos y resultados finales. Algunas de esas cuestiones han sido expresamente comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como información privilegiada y otros datos relevantes, dada su magnitud. Otras son simplemente hechos que ha querido comunicar el Grupo en su sección de noticias, con la intención de dar a conocer el progreso de su negocio y poner de relieve determinados hechos que le benefician (por mejorar su imagen o afianzar su posicionamiento)². En cualquier caso, todos esos aspectos son clave para entender la marcha del negocio durante esos años, ya que explican el motivo de la evolución de algunos de sus datos (ya que han traído consecuencias económicas y financieras).

4.1.1. Ejercicio económico 2020

En primer lugar, a lo largo del ejercicio 2020, el Grupo, a través de varias de sus filiales, obtuvo numerosos pedidos firmes de una gran variedad de empresas, tanto para el suministro de aerogeneradores Onshore y Offshore para varios parques eólicos, como para el servicio de mantenimiento de los mismos (todos ellos previstos para el período 2021-2023). Los pedidos incluyeron aerogeneradores de distinto tipo, desde los menos potentes (SG 2.2-122) hasta los más competitivos de última generación (SG 11.0-200 DD). A su vez, la capacidad total solicitada varió de un contrato a otro, oscilando todas ellas en grandes cantidades (entre los 300 y 500 MW), siendo la que más destaca la solicitada en un pedido por 1,5 GW. Así, se debe remarcar, por su relevancia, el pedido efectuado por Vattenfall para suministrar aerogeneradores al parque eólico Hollandse Kust Zuid (HKZ1&2 y HKZ3&4), situado en la costa de Holanda. El pedido comprende el suministro, entrega e instalación de 140 aerogeneradores Offshore SG 11.0-200 DD para alcanzar la capacidad total de aproximadamente 1,5 GW. También se debe señalar que el volumen de pedidos se intensificó especialmente durante el cuarto trimestre de ese ejercicio, dando lugar a cantidades de notoria relevancia.

En segundo lugar, tras el Acuerdo de Inversión firmado por Senvion GmbH i.L. y Siemens Gamesa Renewable Energy Eólica, S.L.U el 20 de octubre de 2019, para adquirir el negocio en Europa de Operación y Mantenimiento (Senvion Deutschland GmbH) y ciertos activos del

² Toda la información contenida en este subapartado ha sido extraída de la página web de SIEMENS GAMESA, que publica tanto las comunicaciones a la CNMV (<https://www.siemensgamesa.com/es-es/investors-and-shareholders/communications-to-the-cnmv>), como una serie de noticias sobre su negocio (<https://www.siemensgamesa.com/es-es/sala-de-prensa>).

negocio de fabricación de palas de aerogeneradores (Siemens Gamesa Renewable Energy Blades, S.A., anteriormente Ria Blades, S.A.) de Senvion, tales operaciones se consumaron el 9 de enero y el 30 de abril de 2020. Así, el Grupo se hizo propietario del negocio europeo de servicios Onshore de Senvion, así como de su negocio de producción de palas de aerogeneradores en Vagos (Portugal). Aunque el precio total a pagar en efectivo estipulado en el Acuerdo de Inversión, por las acciones de ambas empresas, fuera de 200 millones de euros, tras los ajustes confirmatorios de las cuentas de cierre, el mismo ha resultado ser de 182 millones de euros. Estas adquisiciones están en línea con la estrategia de crecimiento del Grupo, dirigida a aumentar su negocio de servicios multimarca y sus capacidades de producción, así como fortalecer su posición competitiva en Europa.

En tercer lugar, el 5 de febrero de 2020 Iberdrola Participaciones, S.A. vendió la totalidad de participaciones que ostentaba en Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A., representativa de un 8,07 % de su capital social, dejando de ser accionista de la misma. En consecuencia, se resolvió también el pacto parasocial que habían firmado el 17 de junio de 2016, aunque celebraron a su vez un acuerdo separado de colaboración (para un período inicial de 6 meses), para mantener sus relaciones comerciales.

En cuarto lugar, tras la escisión de las operaciones de Gas y Energía del Grupo Siemens (formado por Siemens AG y sus sociedades dependientes), dando lugar a la constitución del Grupo Siemens Energy (formado por Siemens Energy AG y sus sociedades dependientes), Siemens AG decidió transferir las acciones que el Grupo Siemens ostentaba en Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (del 67% aproximadamente) al Grupo Siemens Energy. En este sentido, durante el ejercicio 2020 se produjo un cambio de titularidad de esas acciones.

En quinto lugar, durante el ejercicio 2020, diversas agencias internacionales de calificación crediticia han emitido un informe para otorgar una calificación crediticia, en lo que se refiere al aspecto “emisor a largo plazo”, a Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. Así, Fitch Ratings confirmó la calificación crediticia BBB asignada a la compañía, aunque cambió la perspectiva de “estable” a “negativa”. Meses más tarde, Moody’s Investors Service confirmó la calificación Baa3, cambiando la perspectiva de “en revisión” a “negativa”. Por último, Standard&Poors mejoró la calificación crediticia de BBB- con perspectiva “positiva” a BBB con perspectiva “estable”, para igualarla a la calificación de su accionista de control Siemens Energy AG.

En sexto lugar, en diciembre de 2019 el Grupo cerró el primer pedido histórico para suministrar por primera vez su nueva plataforma Siemens Gamesa 5.X, a través del aerogenerador eólico terrestre más avanzado del mercado (SG 5.8-155). Ello supuso el debut mundial de esa nueva plataforma, prevista para entrar en funcionamiento en 2021.

En séptimo lugar, el 6 de marzo de 2020 el Grupo recibió la calificación crediticia A de MSCI ESG, su mejor calificación en este índice sostenible (que mide el rendimiento de las compañías en las áreas social, medioambiental y de gobierno corporativo). Además, ocupó el primer lugar entre 25 empresas del sector de componentes y equipos eléctricos, en una clasificación de Vigeo-Eiris que medía su desempeño en materia de ESG. También fue incluido en el Índice Bloomberg de Igualdad de Género (GEI) de 2020.

En octavo lugar, en el segundo trimestre del ejercicio 2020, el Grupo aprobó un plan de reestructuración en India para el segmento de Aerogeneradores, en un intento de redimensionar y modificar el negocio y adaptarlo a la estructura existente en el mercado, dadas las reducidas perspectivas que existían. Con el mismo objetivo de mejorar la rentabilidad en ese segmento, el Grupo decidió cerrar la planta de Aoiz (Navarra) en junio de

ese mismo año. Teniendo en cuenta que se iba a centrar en la siguiente generación de aerogeneradores, de mayor tamaño y potencia, para ser más competitivo, esa planta, especializada en modelos de aerogeneradores pequeños, no permitía avanzar en esa estrategia, al no ser competitiva para producir las enormes palas de estos modelos.

Por último, en el ejercicio 2020 SIEMENS GAMESA adoptó y aplicó por primera vez la NIIF 16, 'Arrendamientos', registrando su efecto en ese mismo año y aplicando la norma a los ejercicios posteriores. Ello ha supuesto un cambio en la consideración y reconocimiento de determinados contratos de arrendamiento, con sus respectivas implicaciones económico-financieras.

4.1.2. Ejercicio económico 2021

En primer lugar, y al igual que en el ejercicio 2020, durante el ejercicio 2021 el Grupo, a través de varias de sus filiales, obtuvo varios pedidos firmes de una gran variedad de empresas, tanto para el suministro de aerogeneradores Onshore y Offshore para distintos parques eólicos, como para el servicio de mantenimiento de los mismos (todos ellos previstos para el período 2022-2025). Las capacidades totales solicitadas también oscilaban entre los 300 y 500 MW, destacando en esta ocasión un pedido de 1,4 GW de capacidad total (de RWE para el parque eólico marino Sofia). De todas formas, se debe señalar que el volumen de pedidos firmes no fue tan significativo como en el ejercicio 2020.

En segundo lugar, el 15 de marzo de 2021, la agencia internacional de calificación crediticia Fitch Ratings emitió nuevamente un informe para otorgar una calificación crediticia, en lo que se refiere al aspecto "deuda a largo plazo" (Long-Term Issuer Default Rating), a Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. En esta ocasión, rebajó la calificación que había otorgado de BBB a BBB-, aunque cambió la perspectiva de "negativa" a "estable". De todas formas, meses más tarde emitió un nuevo informe confirmando la calificación BBB-, pero cambiando la perspectiva a "negativa" (nuevamente). Además, Moody's Investors Service también emitió un informe confirmando la calificación Baa3 con perspectiva "negativa".

En tercer lugar, el 5 de mayo de 2021 el cliente Hai Long Offshore Wind anunció que había escogido a SIEMENS GAMESA para ser su proveedor preferente de aerogeneradores y servicios en dos nuevos proyectos eólicos marinos en Taiwán. Habiéndole escogido ya como proveedor preferente en noviembre de 2019 para otro proyecto eólico marino en Taiwán, con este nuevo acuerdo se convierte en proveedor preferente de 3 proyectos de esa compañía ("Hai Long 2A", "Hai Long 2B" y "Hai Long 3"), con una capacidad total global de 1,044 GW.

En cuarto lugar, SIEMENS GAMESA fue incluida un año más en el anuario The Sustainability Yearbook 2021, que identifica a las empresas que más valor generan en las áreas económica, social, medioambiental y de gobierno corporativo (ESG). Tras obtener una puntuación global en materia de ESG de 79/100, situándose en la 4ª posición entre las 409 empresas del sector "Maquinaria y Equipos Eléctricos", ha sido reconocida como una de las compañías más sostenibles del mundo. En junio de 2021, S&P Global Ratings le otorgó también una puntuación de 84/100 en materia de ESG, situándose en el quinto puesto a nivel mundial y en el primer puesto en España. Además, recibió nuevamente una calificación A en la evaluación MSCI ESG en febrero de 2021, incluyéndose así en los índices MSCI ESG con una calificación de grado de inversión. También fue incluida nuevamente en el Índice de Igualdad de Género (Gender-Equality Index, GEI) de Bloomberg. Adicionalmente, en la evaluación de FTSE Russell sobre su posición ESG, obtuvo una puntuación A, siendo el único fabricante de

aerogeneradores que obtuvo esa puntuación (se otorga solo al 30% de las mejores empresas que aplican las mejores prácticas).

En general, teniendo en cuenta los reconocimientos sostenibles del año 2020, así como los obtenidos en 2021, se puede observar cómo el Grupo recibe constantemente evaluaciones muy positivas (con un alto rating y percentil) de reconocidas y prestigiosas agencias de calificación ESG (VigeoEiris, ISS ESG, FTSE Russell, Sustainalytics, MSCI ESG y S&P Global), lo que pone de manifiesto su excelencia en materia sostenible. Además, todo ello también queda constatado con su inclusión en prestigiosos índices internacionales de sostenibilidad, como el Dow Jones Sustainability Index® (World & Europe), FTSE4Good®, Bloomberg Gender-Equality Index®, Euronext® Vigeo, así como el Ethibel Sustainability Index®. Todo ello aporta valor tanto para los clientes como para los inversores, al mostrarse como una empresa que efectúa una gestión responsable y óptima en busca de la sostenibilidad.

En quinto lugar, siguiendo con el objetivo de 2020 de mejorar la rentabilidad en el segmento de Aerogeneradores, en 2021 el Grupo tomó la decisión de cerrar las fábricas de Cuenca y Somozas, al no resultar competitivas a la luz de la estrategia de mercado que estaba siguiendo el Grupo (el mercado demandaba aerogeneradores cada vez mayores y costes más competitivos). Asimismo, SIEMENS GAMESA siguió adelante con el plan de reestructuración iniciado en India en 2020, tomando decisiones y medidas al respecto en 2021 también.

4.1.3. Desarrollo del negocio

Además de los hechos concretos que se acaban de comentar, ocurridos tanto en 2020 como en 2021, se deben señalar una serie de cuestiones que tienen igualmente relevancia para la marcha del negocio.

Así, durante la marcha de los últimos ejercicios, en especial los que se van a analizar en el presente trabajo, el Grupo ha protagonizado una serie de operaciones y eventos que han contribuido a su consolidación y fortalecimiento en determinados países, llegando a afianzar incluso su liderazgo en algunos de ellos. Así, a través de numerosos proyectos, algunos de gran envergadura, ha conseguido estrechar lazos y potenciar su presencia en algunos países, lo que contribuye a su crecimiento y a su posicionamiento como líder en el mercado global. Con una experiencia histórica en el sector, y su presencia en numerosos países que se ha ido extendiendo y consolidando con los años, los nuevos proyectos, cada vez más ambiciosos, y la apuesta por el Grupo para ser el proveedor de confianza en el sector, no hacen sino contribuir a ese afianzamiento y a seguir creciendo en cada país. A modo de ejemplo, en enero de 2021 el Grupo consiguió su primer proyecto en Etiopía, afianzando así su liderazgo en África tras 21 años desarrollando proyectos eólicos en el continente y con 4 GW instalados en diferentes países. Asimismo, Suecia apostó por su nueva plataforma 5.X haciendo el primer pedido histórico de la turbina Onshore más potente de la industria, lo que marcó su debut y consolidó su posicionamiento en el país.

Por otro lado, el Grupo cuenta con numerosos acuerdos de distinto tipo con empresas vinculadas³, que marcan su estrategia comercial y definen parcialmente sus operaciones de venta y adquisición de determinados bienes y servicios. A modo ilustrativo, es posible encontrar acuerdos estratégicos de suministro, en virtud de los cuales una de las partes se convierte en proveedora estratégica de la otra; o acuerdos de servicios, en virtud de los cuales

³ Las empresas o partes vinculadas son empresas con las que el Grupo tiene un vínculo, pero que no se han eliminado en el proceso de consolidación.

las partes se obligan a la prestación de diferentes servicios, como aquellos referidos a temas específicos relacionados con la contabilidad, o al apoyo para la administración de temas relacionados con la Propiedad Intelectual, o al apoyo en mano de obra para algunos proyectos, o incluso al soporte en ventas y asuntos gubernamentales, etc. También existen contratos de arrendamientos de oficinas entre el Grupo y esas empresas, e incluso acuerdos de producción de determinados componentes o de aprovisionamiento para asegurar su suministro. Estos acuerdos son, predominantemente, con el Grupo Siemens y el Grupo Siemens Energy, aunque también existen con otras empresas vinculadas (como Windar Renovables, S.A. y Schaeffler Technologies AG & CO. KG, por ejemplo).

4.2. Aspectos relevantes relativos al entorno del Grupo

4.2.1. Mercado de la energía eólica

Otro de los aspectos a considerar, para realizar un buen análisis de las cuentas consolidadas del Grupo, es la situación del mercado en el que opera, así como su posición en el mismo y la relación con sus principales competidores. Ello ayudará a comprender determinados datos y resultados, ya que según cómo evolucione y se presente su mercado, y el lugar que ocupe en el mismo, la entidad avanzará de una manera u otra.

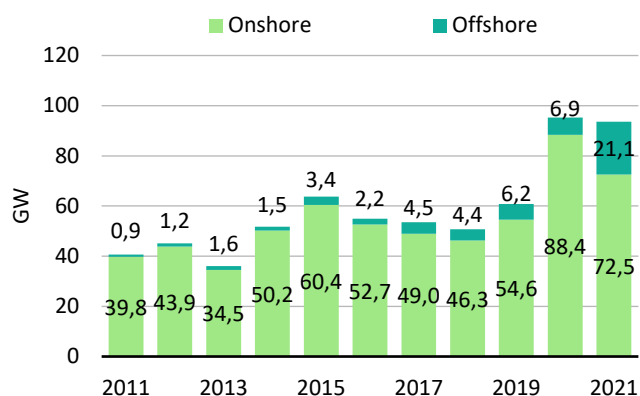
Situación del mercado y previsiones a futuro

Para determinar la situación en la que se encuentra el mercado de la energía eólica, se debe atender a la potencia instalada cada año, así como a la potencia total acumulada al final de cada uno, y compararlo después tanto con los datos históricos, como con las previsiones a corto y largo plazo del sector. Ello determinará si el incremento y el progreso anuales han sido los adecuados para alcanzar los objetivos estipulados, así como si se está siguiendo una trayectoria positiva.

Teniendo en cuenta lo anterior, las ilustraciones 1 y 2 permiten comprobar cómo ha sido la evolución del mercado a lo largo de la última década (la ilustración 1 muestra el incremento anual de nueva potencia instalada, mientras que la ilustración 2 muestra la evolución de la potencia total acumulada), lo que permite interpretar el cambio experimentado en los dos últimos años. Así, los gráficos muestran que la energía eólica instalada en el mundo experimentó un crecimiento sin precedentes en 2020, tras una tendencia expansiva leve los anteriores años. Así, tras incrementos medios de 50/60 GW al año, dando lugar a un crecimiento sostenido de los GW totales instalados en el mundo, en 2020 se batió el récord con 95,3 nuevos GW instalados. En concreto, las nuevas instalaciones terrestres (energía eólica Onshore) fueron responsables de 88,4 GW, mientras que el mercado eólico en alta mar (energía eólica Offshore) contribuyó con 6,9 GW. Lo sorprendente es que este extraordinario desarrollo tuvo lugar, precisamente, durante la época de la pandemia de la COVID-19, que auguraba, sin embargo, una ralentización en la evolución de varios sectores de la economía, siendo este uno más (World Wind Energy Association [WWEA], 2021).

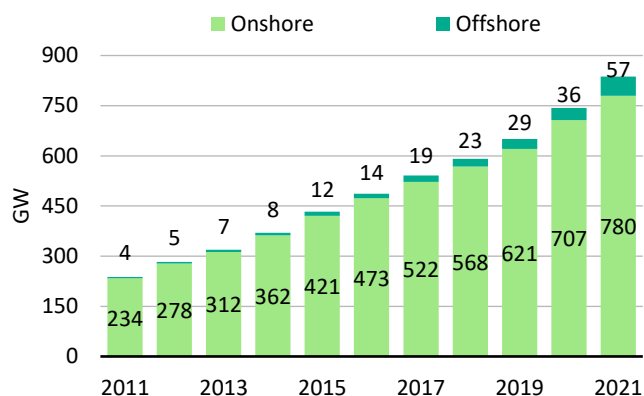
Tras ese extraordinario crecimiento, se instalaron 93,6 nuevos GW en 2021, una cifra por debajo de la experimentada en 2020, pero manteniendo la tendencia de los 90 GW (distinta a la que se observaba los años anteriores). Se debe destacar, además, el crecimiento apreciado en el segmento Offshore, al ser el primer año en el que se superaron los 10 GW de nueva potencia instalada (una cifra nunca vista hasta el momento). De esta manera, el sector recibió un impulso sin precedentes, aumentando su presencia en el mercado.

Ilustración 1. Evolución histórica del incremento de potencia eólica instalada en el mundo (2011-2021).



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de GWEC

Ilustración 2. Evolución histórica del total de potencia eólica instalada en el mundo (2011-2021).

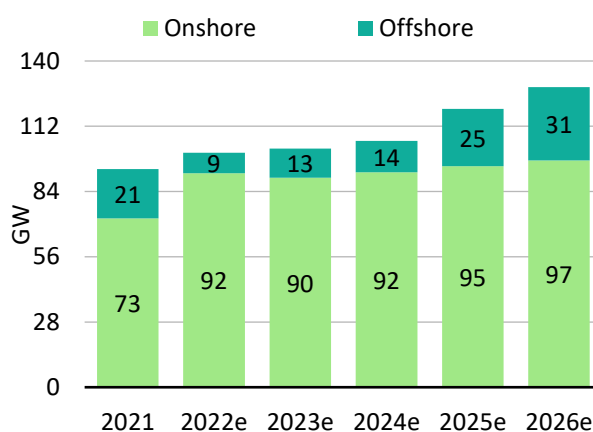


Fuente: elaboración propia a partir de los datos de GWEC

Dicho lo anterior, se puede afirmar que 2020 y 2021 han sido, hasta el momento, los mejores años de la historia para la industria eólica mundial, situándose en 743 GW de potencia eólica acumulada en 2020, y 837 GW en 2021 (acelerando el ritmo de crecimiento del mercado).

Vistos los resultados tan positivos presentados estos dos últimos años, con un crecimiento tan relevante para el mercado de la energía eólica, las perspectivas para su futuro siguen siendo extremadamente optimistas. Así, tal y como muestra la ilustración 3, el Global Wind Energy Council (GWEC, por sus siglas en inglés) prevé más de 556 GW de nueva capacidad eólica en los próximos cinco años, es decir, aproximadamente 112 GW al año entre 2022 y 2026, manteniendo la misma estructura de crecimiento Onshore-Offshore, pero esperando a su vez, nuevamente, un crecimiento extraordinario del segmento Offshore en 2025 y 2026.

Ilustración 3. Las previsiones de nueva potencia eólica instalada en el mundo para el período 2022-2026.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de GWEC

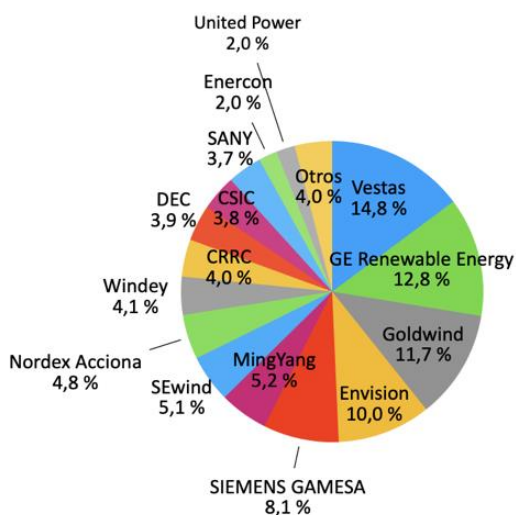
Esto no hace más que evidenciar la tendencia considerablemente expansiva que está experimentando este sector y que se espera que se mantenga en el futuro, como apuesta por los diferentes países para hacer frente al cambio climático. Así, las previsiones son a que esta fuente de energía renovable siga creciendo exponencialmente, hasta convertirse en una de las principales proveedoras de energía mundial que cubra hasta el 35% de las necesidades energéticas del mundo (International Renewable Energy Agency [IRENA], 2019).

SIEMENS GAMESA en el mercado y sus competidores

Una vez presentado el mercado de la energía eólica y habiendo determinado su gran potencial y crecimiento, resulta necesario ubicar al Grupo en el mismo. Así, junto con otras grandes empresas del sector, SIEMENS GAMESA es uno de los principales fabricantes de aerogeneradores que contribuyen al desarrollo y expansión de la energía eólica. Como principales competidores se encuentran Vestas, GE Renewable Energy, Goldwind, Enercon y Nordex Acciona, todas ellas empresas de diferentes nacionalidades que, al igual que SIEMENS GAMESA, operan a nivel mundial de una manera muy competitiva.

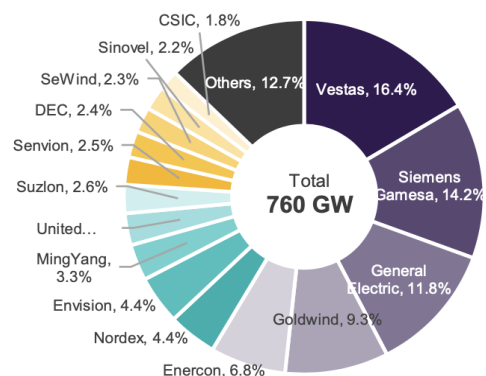
A fin de determinar el lugar que ocupa cada empresa en el mercado, se debe traer a colación la publicación, del 23 de marzo de 2021, en la que GWEC expuso el ranking de los principales proveedores de aerogeneradores que habían destacado en el sector durante el año 2020. Así, teniendo en cuenta la potencia eólica que había instalado cada empresa ese año, estableció un orden que determinaba quiénes habían predominado, siendo los cinco primeros Vestas, GE Renewable Energy, Goldwind, Envision y SIEMENS GAMESA. La ilustración 4 presenta, precisamente, esto que se acaba de exponer, al mostrar cómo se dividió el mercado de los proveedores de aerogeneradores en 2020.

Ilustración 4. División del mercado eólico mundial de los 15 principales fabricantes de aerogeneradores, 2020.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Wood Mackenzie

Ilustración 5. Cuota acumulada mundial de los principales fabricantes de aerogeneradores, 2020.



Fuente: elaboración de SIEMENS GAMESA a partir de los datos de Wood Mackenzie

A pesar de que los datos reflejan que el Grupo ocupó el quinto lugar como proveedor de aerogeneradores a nivel mundial en 2020, los mismos no tienen en cuenta la potencia eólica instalada total acumulada hasta la fecha, de manera que no indican cuál es la cuota de mercado que ocupan realmente atendiendo a la energía total que han instalado y que proveen en el mundo. Para ello se debe atender a la ilustración 5, que presenta la división del mercado eólico mundial entre los principales fabricantes de aerogeneradores, atendiendo a la potencia eólica total que han instalado hasta 2020 (su cuota acumulada mundial).

Así, tal y como se aprecia en el gráfico, en 2020 SIEMENS GAMESA ocupó el segundo puesto a nivel mundial como fabricante de aerogeneradores en el mercado de la energía eólica, habiendo instalado el 14,2% de la potencia eólica total mundial (casi 108 GW). En este sentido, en términos globales, se puede afirmar que es uno de los líderes indiscutibles de su mercado,

ya que es el segundo que más potencia eólica ha instalado hasta 2020, situándose a escasos puntos de su competidora danesa Vestas (que ocupa el 16,4% de la potencia total instalada).

Aunque a la fecha de elaboración del presente trabajo aún no se disponen de datos en la materia para el año 2021 (GWEC y Wood Mackenzie todavía no han publicado los datos relativos a la división del mercado de 2021), algunas compañías consultoras y analistas de datos (como GlobalData y BloombergNEF) sí han publicado su ranking preliminar de los 10 principales fabricantes de aerogeneradores del año 2021. Así, aunque cada una ha obtenido unos datos y resultados diferentes en virtud de sus respectivas investigaciones de mercado, ambas coinciden en situar a Vestas a la cabeza del ranking (presidiendo otro año consecutivo la lista), y a SIEMENS GAMESA en tercer lugar. En este sentido, y puesto que esos datos preliminares varían levemente respecto a los del año anterior, se puede concluir señalando que el posicionamiento se mantiene y que, otro año más, el Grupo se mantiene en el liderazgo del mercado.

4.2.2. Crisis sanitaria de la COVID-19

Otro de los hechos que se debe destacar, relacionado con el entorno de la compañía, es la crisis sanitaria provocada por la COVID-19. Tras ser declarada una pandemia por la Organización Mundial de la Salud el 11 de marzo del 2020, formó parte negativamente del entorno económico de numerosas empresas, al afectar a tantos aspectos de la economía mundial. Para hacer frente a esta emergencia sanitaria, los gobiernos de los países de todo el mundo tomaron medidas drásticas en un intento de frenar los contagios, lo que provocó que el mundo se parara y, en consecuencia, el funcionamiento de la economía (Grupo Banco Mundial [GBM], 2020). Así, para evitar el contacto y controlar los casos de COVID-19, se decretaron confinamientos y cierres temporales de un gran número de empresas (las no consideradas esenciales), así como restricciones en el transporte de los países especialmente afectados, medidas que se repitieron en todos los países. Las consecuencias económicas fueron, entre otras, la interrupción de las cadenas de suministro (nacionales e internacionales), con la consecuente paralización de la producción y la actividad comercial, lo que obstaculizó el funcionamiento de empresas de todo tipo de industrias (que vieron sus proyectos y actividades congeladas inevitablemente) (Deloitte, s.f.).

Dicho lo anterior, esta incidencia supone un hito importante que ha marcado un período complicado para muchas empresas, en especial las dedicadas a la producción y comercialización (ya que las medidas bloquearon especialmente su cadena de valor), lo que incluye al Grupo Siemens Gamesa. Además, y aunque es cierto que esta crisis ha marcado especialmente al año 2020 (ya que es cuando se han adoptado las medidas más restrictivas), durante 2021 también se han seguido adoptando restricciones al respecto, ya que la vuelta a la normalidad está siendo progresiva y siguen existiendo limitaciones que afectan al funcionamiento de las empresas.

4.2.3. Post-Brexit

Teniendo en cuenta que el Grupo opera en el mercado del Reino Unido, donde ha establecido, además, su planta de producción principal de palas de aerogeneradores marinos (para proyectos del país y Europa), se debe hacer mención necesariamente al “Brexit”, proceso a través del cual el Reino Unido acometió su salida de la Unión Europea. Aunque su inicio data del 23 de junio de 2016, día en el que se celebró el referéndum para aprobar esta decisión, la salida no se produjo hasta el 1 de febrero de 2020, cuando por fin se llegó a un acuerdo entre las partes. Bajo el Acuerdo de Retirada, el Reino Unido disfrutó de un período de gracia hasta

el 31 de diciembre de 2020 para acometer su salida ordenada, durante el cual todavía se seguía aplicando el acervo comunitario en sus relaciones. Ahora bien, el acuerdo Post-Brexit sobre comercio y futuras relaciones no llegó hasta finales de 2020, poco antes de finalizar ese período transitorio. En cualquier caso, y a partir del 1 de enero de 2021, la relación entre el Reino Unido y la Unión Europea está basada en el "Acuerdo de Comercio y Cooperación" firmado en esas fechas, que lleva al fin de la libre circulación y a la entrada en vigor de nuevas normas de inmigración (Gobierno de España, 2020). Ello supone un importante cambio en el panorama internacional, ya que hay que tomar nuevas medidas operativas para no infringir esa nueva regulación que rige ahora las relaciones con el Reino Unido.

4.2.4. Cambio climático

Año tras año, las emisiones de gases de efecto invernadero siguen aumentando, dando como resultado un aumento de la temperatura de la Tierra. De hecho, la última década (2011-2020) ha sido la más cálida registrada (Organización de las Naciones Unidas [ONU], s.f.). El problema es que ese aumento del calentamiento global está dando lugar, cada vez más, a variaciones en el clima que de manera natural no se producirían (lo que se conoce como cambio climático). En concreto, está llevando a un clima más cálido y a condiciones meteorológicas más extremas (huracanes, ciclones, tifones, sequías, inundaciones, lluvias o nevadas de mayor grado de violencia) (Acciona, s.f.). Esto último puede provocar daños materiales y la necesidad de evacuar a personas, de manera que se haga imposible trabajar en la zona o se sufran pérdidas de edificios e instalaciones completas.

5. Análisis económico-financiero de las Cuentas Anuales consolidadas relativas a los ejercicios 2020 y 2021

Una vez contextualizada la entidad en su marco económico, subrayando los aspectos más relevantes relativos a la actividad desarrollada en los años 2020 y 2021, se puede proceder al análisis de los aspectos económicos y financieros que reflejan las Cuentas Anuales consolidadas presentadas al cierre de esos ejercicios⁴. Como anotación adicional, se debe apuntar que la sociedad dominante (y, en consecuencia, el Grupo) ha establecido como cierre del ejercicio económico el 30 de septiembre de cada año natural, de manera que la información contable que se va a analizar hace referencia a lo sucedido entre el 30 de septiembre de 2019 y el 30 de septiembre de 2021 (los ejercicios económicos de 2020 y 2021).

5.1. Informe de auditoría

Antes de entrar en el análisis propiamente dicho, se debe atender al Informe de auditoría que acompaña a las Cuentas Anuales consolidadas de cada año, ya que determinará la certeza y el grado de confianza sobre la información financiera que en ellas se haya. Así, la Auditoría expresa una opinión limpia en su informe los dos años, lo que significa que las Cuentas Anuales consolidadas muestran la imagen fiel de la entidad. Ello aporta seguridad y certeza al análisis, ya que se va a fundamentar en unos datos que ofrecen un alto grado de confianza y realidad.

5.2. Análisis de la estructura y del crecimiento empresarial

El análisis va a comenzar determinando la estructura de inversión y financiación del Grupo, representadas por el Activo y el Patrimonio Neto y el Pasivo del Balance consolidado, respectivamente. Asimismo, se estudiará cómo ha evolucionado dicho modelo de inversión y financiación durante el período señalado, destacando las partidas más significativas.

5.2.1. Análisis Patrimonial. Análisis de la Estructura de Inversión

Fase de la inversión durante el período

Tabla 1. Valores relativos y horizontales del Activo del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
A) ACTIVO NO CORRIENTE	9.701.627	58,34	103,09	110,37	9.410.960	57,59	107,06	8.790.039	52,67
B) ACTIVO CORRIENTE	6.928.568	41,66	99,97	87,71	6.930.565	42,41	87,74	7.899.374	47,33
TOTAL ACTIVO	16.630.195	100,00	101,77	99,65	16.341.525	100,00	97,92	16.689.413	100,00

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Considerando el período objeto de análisis (2019-2021), se puede afirmar que SIEMENS GAMESA se encuentra en fase de consolidación o estabilidad de la inversión. Aunque es cierto que, tal y como muestra la tabla 1, durante 2020 experimentó una disminución del 2,08% de su inversión neta (casi 348 millones de euros en valores absolutos), durante 2021 experimentó, sin embargo, un incremento del 1,77% (288 millones de euros en valores absolutos), lo que ha dado lugar a que, durante el período (de 2019 a 2021), haya tenido lugar una irrisoria disminución del 0,35% de la inversión neta (tan solo 59 millones de euros en valores absolutos), apenas significativa. En este sentido, a pesar de que la inversión ha disminuido y aumentado dentro del mismo período, puesto que esa disminución apenas ha sido relevante (tan solo un 2,08%), y la misma se ha visto compensada durante el período (con

⁴ El análisis se va a fundamentar en los datos e información extraídos de las Cuentas Anuales consolidadas presentadas por el Grupo (sus estados financieros consolidados y la memoria consolidada correspondiente), teniendo en cuenta además la información relevante presentada en el apartado 4 del presente trabajo.

un incremento del 1,77%), permitiendo volver a los valores iniciales de 2019, se puede concluir que la inversión se ha mantenido más o menos estable durante esos años (al menos, el Grupo ha tratado de mantenerla en niveles muy cercanos, haciendo un esfuerzo de consolidación frente a un período tendente a la desinversión).

Estructura de la inversión y su evolución durante el período

Para determinar la estructura de la inversión y su evolución, se va a tomar como referencia el año base (2019), que permitirá estudiar cómo es y cómo ha fluctuado esa cuestión. Así, tal y como muestra la tabla 1, al cierre del ejercicio de 2019, por cada 100€ de inversión neta que presenta, 52,67€ están invertidos en Activos a largo plazo, y los restantes 47,33€ están invertidos en Activos a corto plazo. En este sentido, la inversión es fundamentalmente a largo plazo, ocupando el 52,67% del total.

Siendo esa su estructura de inversión, los datos (tabla 1) reflejan que, durante el período, el Grupo no solo la ha mantenido, sino que además la ha potenciado (es decir, la inversión ha seguido predominando a largo plazo, y, además, ha destacado todavía más, ganando mayor peso relativo frente a las inversiones a corto plazo). Esto es así porque, durante esos años, ha aumentado su inversión a largo plazo, y, mientras tanto, ha desinvertido en el corto plazo, de manera que esa diferente tendencia de las inversiones ha dado lugar a una potenciación de la estructura de inversión existente en el Grupo (que es, fundamentalmente a largo plazo).

Dicho lo anterior, la tabla 1 permite observar que, durante 2020, la inversión neta en el Activo No Corriente aumentó un 7,06% (621 millones de euros en valores absolutos), frente a la disminución del 12,26% (969 millones de euros en valores absolutos) de la inversión neta en el Activo Corriente. En la misma línea, durante 2021 la inversión neta en el Activo No Corriente volvió a aumentar en un 3,09% (290 millones de euros en valores absolutos), mientras que la inversión neta en el Activo Corriente disminuyó nuevamente en un 0,03% (2 millones de euros en valores absolutos). Analizando el período en su conjunto, la inversión en el Activo No Corriente aumentó en un total de 10,37%, siendo la disminución total de la inversión en el Activo Corriente del 12,29%. Ello ha determinado que el peso relativo de las inversiones a largo plazo y a corto plazo hayan variado, respectivamente, de 52,67% a 57,59% y de 47,33% a 42,41% durante 2020, resultando en un 58,34% para las inversiones a largo plazo y en un 41,66% para las inversiones a corto plazo al cierre de 2021. En definitiva, el aumento constante de las inversiones no corrientes, frente a la paralela disminución de las inversiones corrientes, ha determinado que se potencie la estructura de inversión, que es fundamentalmente a largo plazo, ya que ha aumentado tanto su volumen como su peso relativo (de 52,67% a 58,34%).

Inversión significativa en el largo plazo

Habiendo señalado recientemente que en la estructura de inversión predominan las inversiones a largo plazo, se van a destacar ahora las inversiones más significativas y su evolución durante el período.

Tomando como referencia el año base de 2019, la tabla 2 muestra que, al cierre de ese ejercicio, de cada 100€ invertidos por el Grupo, destacan 39,9€ invertidos en el Inmovilizado intangible y 8,54€ invertidos en el Inmovilizado material, dentro de las inversiones a largo plazo. En concreto, dentro del Inmovilizado intangible destaca especialmente la inversión neta en el Fondo de comercio, que ocupa el 28,43% de la inversión total frente al 11,48% del resto de Activos intangibles (conjuntamente forman el 39,9% de la inversión total). Asimismo, dentro del Inmovilizado material destacan las inversiones netas en Terrenos y construcciones

e Instalaciones técnicas y maquinaria, que ocupan el 4,07% y el 2,2%, respectivamente, del total de la inversión neta del ejercicio (y del 8,54% de la inversión neta del Inmovilizado material).

Tabla 2. Valores relativos y horizontales del Activo No Corriente del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
A) ACTIVO NO CORRIENTE	9,701,627	58,34	103,09	110,37	9,410,950	57,59	107,06	8,790,039	52,67
I. Inmovilizado intangible	6,285,251	37,79	99,10	94,37	6,342,375	38,81	95,23	6,659,883	39,90
1. Fondo de comercio	4.634.593	27,87	101,58	97,69	4.562.386	27,92	96,17	4.744.153	28,43
2. Otros activos intangibles	1.650.658	9,93	92,73	86,16	1.779.989	10,89	92,91	1.915.730	11,48
II. Inmovilizado material	2,578,543	15,51	115,22	180,84	2,237,891	13,69	156,95	1,425,901	8,54
1. Terrenos y construcciones	674.274	4,05	96,22	99,38	700.738	4,29	103,28	678.511	4,07
2. Terrenos y construcciones bajo arrendamiento financiero	605.914	3,64	110,15	-	550.102	3,37	-	-	-
3. Instalaciones técnicas y maquinaria	371.757	2,24	109,15	101,26	340.579	2,08	92,76	367.149	2,20
4. Instalaciones técnicas y maquinaria bajo arrendamiento financiero	288.861	1,74	236,09	-	122.353	0,75	-	-	-
5. Otro inmovilizado material	269.469	1,62	99,19	119,59	271.657	1,66	120,56	225.323	1,35
6. Otro inmovilizado material bajo arrendamiento financiero	15.708	0,09	120,35	-	13.052	0,08	-	-	-
7. Equipos arrendados a terceros	6.328	0,04	122,09	-	5.183	0,03	-	-	-
8. Inmovilizado material en curso	346.232	2,08	147,82	223,49	234.227	1,43	151,19	154.918	0,93
III. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	78,492	0,47	118,29	110,75	66,353	0,41	93,62	70,876	0,42
IV. Inversiones financieras a largo plazo	212,078	1,28	90,41	147,83	234,573	1,44	163,51	143,462	0,86
V. Activos por impuesto diferido	539,129	3,24	102,57	134,60	525,631	3,22	131,23	400,538	2,40
VI. Otros activos	8.134	0,05	197,09	9,10	4.127	0,03	4,62	89,379	0,54

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Dicho lo anterior, queda claro que el Inmovilizado intangible y el Inmovilizado material son las inversiones más significativas a largo plazo. El resto de los Activos del largo plazo (las Inversiones financieras, los Activos por impuesto diferido y demás), en cambio, ocupan un peso relativo apenas significativo en la estructura de inversión, ya que oscilan entre el 0,42% y el 2,4% del total de la inversión al cierre de 2019. Esta situación es bastante comprensible en un Grupo de empresas de estas características, ya que teniendo en cuenta la actividad económica a la que se dedica (la fabricación de aerogeneradores y diseño de parques eólicos, así como la prestación de servicios de mantenimiento), así como el tamaño del conglomerado empresarial, lo habitual es que una gran parte de la inversión se encuentre en el Inmovilizado material (al requerir de grandes instalaciones), y que el Fondo de comercio ocupe un peso tan relevante.

Centrando ahora la atención en las inversiones más significativas, se debe determinar cuál ha sido su evolución durante el período, que viene expresado igualmente en la tabla 2. Así, en lo que se refiere al Inmovilizado intangible en su conjunto, ha sufrido una disminución progresiva a lo largo del período (4,77% durante 2020 y 0,9% durante 2021; 5,63% en total), disminuyendo su peso relativo a un 37,79%. Ello se debe a que tanto el Fondo de comercio como el resto de los Activos intangibles disminuyeron durante el período. En lo que se refiere al Fondo de comercio, partida más significativa, a pesar de que la adquisición de los dos negocios de Senvion (Onshore y fábrica de palas) en 2020 diera lugar al reconocimiento de 86 millones de euros por Fondo de comercio generado en la transacción (al existir un exceso del coste de adquisición sobre el valor razonable de los Activos y Pasivos), éste se redujo aun así en un 3,83% (182 millones de euros en valores absolutos) durante ese ejercicio, ya que se reconocieron diferencias de conversión negativas por importe de 268 millones de euros (que superaba el reconocimiento positivo). Durante 2021, en cambio, el Fondo de comercio experimentó un ligero crecimiento del 1,58%, debido al reconocimiento de 73 millones de euros por diferencias de conversión positivas. No obstante, a pesar de ese incremento, el

resultado final fue una disminución del 2,31% a lo largo de esos años, por encima de la media del período (0,35%), por lo que disminuyó también su peso relativo a 27,87% (y contribuyó al decrecimiento generalizado del Inmovilizado intangible).

En lo que se refiere al resto de los Activos intangibles, sufrieron igualmente una disminución de un 7,09% durante 2020 (136 millones de euros en valores absolutos) y un 7,27% durante 2021 (129 millones de euros en valores absolutos), dando lugar a una disminución total de un 13,84% durante el período. Ello es así porque, aunque se reconocieron 146 millones de euros en relaciones con clientes y cartera de pedidos por la adquisición de los negocios de Senvion en 2020, y nuevos costes de desarrollo capitalizados por nueva tecnología desarrollada por el propio Grupo (nuevos modelos de aerogeneradores, software, etc.) en ambos años (182 millones de euros y 188 millones de euros, respectivamente), las cuantías reconocidas por Amortización y Deterioro fueron sustancialmente superiores en los dos casos (403 millones de euros y 326 millones de euros, respectivamente, derivado de los planes de reestructuración), lo que resultó en su disminución durante los dos años. Ese decrecimiento constante contribuyó a la desinversión generalizada en el Inmovilizado intangible, además de dar lugar a una disminución de su peso relativo a 9,93%.

En cuanto al Inmovilizado material, la otra inversión significativa a largo plazo, se debe señalar que ha experimentado, en su conjunto, un crecimiento bastante reseñable durante el período, ya que se ha incrementado en un 56,95% (812 millones de euros en valores absolutos) durante 2020, y en un 15,22% (340 millones de euros en valores absolutos) durante 2021, que han dado lugar a un incremento total del 80,84% (1.152 millones de euros en valores absolutos) en los dos años (pasando de un peso relativo de 8,54% a 15,51%). Ello se debe, por un lado, al crecimiento generalizado de los diferentes elementos que lo conforman, y, por otro lado, a los efectos de la aplicación de la NIIF 16 a partir de 2020, que dio lugar a la aparición de nuevas partidas (por reconocer los Arrendamientos financieros como Activos por derecho de uso), que también han ido aumentando. En este sentido, se debe remarcar que el incremento extraordinario experimentado durante 2020 (56,95%) se debe fundamentalmente al efecto de aplicar por primera vez esa norma, ya que supuso el reconocimiento de nuevas partidas que no se reconocían de esa manera hasta ese momento, y, por tanto, incrementaron ese Activo inevitablemente. Por lo demás, se debe destacar el crecimiento de determinados elementos durante 2021, como el de los Terrenos y construcciones bajo arrendamiento financiero (10,15%), el de las Instalaciones técnicas y maquinaria (9,15%) y bajo arrendamiento financiero (136,09%), y el del Inmovilizado material en curso (47,82%), que ya experimentó un crecimiento significativo durante 2020 (51,19%). Todo ello también contribuyó al incremento del Inmovilizado material durante esos años, permitiendo ganar peso relativo e incrementar su significancia como inversión a largo plazo.

En definitiva, siendo el Inmovilizado intangible y el Inmovilizado material las inversiones más significativas a largo plazo, el primero ha evolucionado en sentido negativo durante el período, con una disminución total del 5,63%, y el segundo ha evolucionado muy favorablemente durante esos mismos años, con un incremento total del 80,84%. En este sentido, el Inmovilizado material ha ganado peso relativo durante esos años, consolidando su posición como inversión relevante a largo plazo. Y, visto su crecimiento, se puede afirmar que el aumento experimentado por el Activo No Corriente durante el período, expuesto con anterioridad (10,37%), se debe fundamentalmente al incremento de esta partida.

Inversión significativa en el corto plazo. Especial atención a Existencias, Deudores Comerciales y Tesorería

Partiendo de la base de que las inversiones a corto plazo tienen menos importancia relativa en la estructura de inversión (en comparación con las inversiones a largo plazo, ya que ocupan entre el 40%-47% de las inversiones totales durante el período), y que han ido disminuyendo a lo largo de 2020 y 2021 (un 12,29% en total, como se exponía con anterioridad), procede ahora determinar cuáles son las inversiones que destacan en el circulante, así como cuál ha sido su evolución durante el período (que habrá determinado también la evolución del Activo Corriente total).

Así, tomando como referencia el año base de 2019, la tabla 3 muestra que, al cierre de ese ejercicio, de cada 100€ invertidos por el Grupo, 11,17€ están invertidos en Existencias, 20,16€ están invertidos en lo que se puede denominar, en general, como ‘Deudores Comerciales’ (7,84€ en Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar y 12,32€ en Activos por contrato)⁵, y 10,35€ están invertidos en Efectivo y otros activos líquidos equivalentes (lo que se puede denominar como ‘Tesorería’, por incluir las cantidades relativas al efectivo y los depósitos bancarios a corto plazo del Grupo con vencimiento inicial de tres meses o inferior). En este sentido, esas partidas constituirían las inversiones más significativas a corto plazo, lo que resulta lógico, ya que son las que están estrecha y directamente relacionadas con el desarrollo de la actividad, y, además, el Grupo se caracteriza por ser una entidad con una fuerte actividad productiva y comercial (teniendo en cuenta el sector industrial al que se dedica).

Tabla 3. Valores relativos y horizontales del Activo Corriente del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
B) ACTIVO CORRIENTE	6.928.568	41,66	99,97	87,71	6.930.555	42,41	87,74	7.899.374	47,33
I. Existencias	1.626.846	9,78	89,38	87,28	1.820.137	11,14	97,65	1.863.919	11,17
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.582.786	15,53	89,73	72,31	2.878.440	17,61	80,58	3.571.997	21,40
1. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	906.051	5,45	79,27	69,25	1.142.944	6,99	87,36	1.308.297	7,84
2. Activos por contrato	1.468.240	8,83	95,47	71,40	1.537.953	9,41	74,79	2.056.255	12,32
3. Activos por impuesto corriente	208.495	1,25	105,54	100,51	197.543	1,21	95,23	207.445	1,24
III. Inversiones financieras a corto plazo	238.616	1,43	112,51	86,85	212.077	1,30	77,19	274.736	1,65
IV. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.960.607	11,79	120,89	113,50	1.621.793	9,92	93,88	1.727.457	10,35
V. Otros activos corrientes	519.713	3,13	130,55	112,67	398.108	2,44	86,31	461.265	2,76

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Centrando ahora la atención en su evolución, se puede decir de antemano que han tenido un desarrollo dispar. Comenzando con las Existencias, han experimentado una disminución generalizada a lo largo del período. Así, durante 2020 se redujeron en un 2,35% (44 millones de euros en valores absolutos), debido fundamentalmente a la disminución de los Productos terminados y al aumento considerable de la provisión por Deterioro de existencias. Dichos cargos están directamente relacionados con el plan de reestructuración llevado a cabo en India, con la finalización de contratos en Argentina, y con cambios regulatorios surgidos en México que afectaron al desarrollo de los proyectos en curso en el país. En lo que se refiere a 2021, la disminución fue más significativa, ya que se redujeron en un 10,62% (193 millones de euros en valores absolutos). En esta ocasión, se debió tanto a la reducción en general de los

⁵ A los efectos del análisis del presente trabajo, se van a considerar las partidas relativas a Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar y Activos por contrato como ‘Deudores comerciales’ en general, considerando como si fueran las cantidades relativas a los ‘Clientes’. Ello así porque, dada la escasa información acerca de la composición de la partida de Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (impidiendo discernir, concretamente, la cantidad exacta perteneciente a ‘Clientes’ en su sentido estricto), y a las características de la partida de Activos por contrato (que simplemente difiere de las cuentas a cobrar en un matiz relativo a la condición a la que está sujeto el derecho de cobro), se considera que refleja mejor la realidad y la imagen del Grupo interpretar conjuntamente esas partidas como ‘Clientes’ o ‘Deudores Comerciales’, al recoger todos los derechos de cobro que posee el Grupo.

diferentes componentes que conforman las Existencias (Materias primas, Productos en curso y terminados), como al ligero aumento de la provisión por Deterioro. Esa reducción de los elementos se debió a la mejora en el consumo, producción y ventas de los productos, como consecuencia de la reactivación de la producción y recuperación parcial del ritmo de actividad. Y en lo que se refiere a la dotación del Deterioro, está directamente relacionada con el plan de reestructuración en Cuenca y Somozas, y con la continuación del plan de reestructuración en India. En general, con esa reducción progresiva, la disminución total del período fue de 12,72% (237 millones de euros en valores absolutos), dando lugar a una disminución de su peso relativo (de 11,17% a 9,78%).

En cuanto a los ‘Deudores comerciales’, sufrieron igualmente una disminución constante a lo largo del período (tanto los Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar como los Activos por contrato). Así, durante 2020 se redujeron en un 12,64% (165 millones de euros en valores absolutos) y 25,21% (518 millones de euros en valores absolutos), respectivamente, y durante 2021 en un 20,73% (237 millones de euros en valores absolutos) y 4,53% (70 millones de euros en valores absolutos), dando lugar a una disminución total respectiva del 30,75% (402 millones de euros en valores absolutos) y 28,6% (588 millones de euros en valores absolutos) durante el período. Ello dio lugar, en consecuencia, a una disminución de su peso relativo, situándose en un total del 14,28% al cierre de 2021 sobre el total de las inversiones (frente al 20,16% del cierre de 2019). Esa disminución tan significativa se debió fundamentalmente a la paralización de la producción y de la economía como consecuencia de la crisis económica provocada por la COVID-19. Así, puesto que las restricciones y las medidas impuestas en los diferentes países para hacer frente a la pandemia afectaron gravemente a las cadenas de suministro y, en consecuencia, a la ejecución de los proyectos (puesto que no se disponían de los materiales, ni tampoco se podía llevar a cabo la actividad por los cierres y restricciones temporales), el reconocimiento de esas partidas disminuyó inevitablemente, al afectar fundamentalmente a la actividad productiva y comercial (sin producción no hay ventas).

Ello fue así especialmente en 2020, momento cúspide de la pandemia (de hecho, los datos así lo reflejan), pero también en 2021, ya que las restricciones y limitaciones continuaron (aunque con menor intensidad). De hecho, la partida afectada especialmente durante 2020 fue la de Activos por contrato (con una disminución del 25,21%), por basarse en el reconocimiento de ingresos en función de los costes progresivamente asumidos por la ejecución de los proyectos (en aquellos casos en los que son superiores a los importes facturados de los clientes por esos proyectos). En este sentido, puesto que ese período estuvo caracterizado por una ralentización en la ejecución de los proyectos, se incurrían en menos costes y, por tanto, se reconocían menos Activos por contrato.

Por último, en cuanto al Efectivo y otros activos líquidos equivalentes (la ‘Tesorería’), a diferencia de las otras dos partidas, experimentó un incremento durante el período. Aunque es cierto que sufrió una disminución inicial del 6,12% (105 millones de euros en valores absolutos) durante 2020, la misma se vio compensada con el importante incremento del 20,89% (339 millones de euros en valores absolutos) de 2021, lo que dio lugar a que, finalmente, se incrementara en un 13,50% a lo largo del período (233 millones de euros en valores absolutos), ganando, en este sentido, peso relativo hasta alcanzar el 11,79% al cierre de 2021 (por haber aumentado por encima de la media del período). La disminución experimentada durante 2020 se debió a las grandes necesidades de Tesorería que se generaron durante el ejercicio (fundamentalmente, de la mano del desembolso requerido para la adquisición de los negocios de Senvion y las nuevas inversiones en Inmovilizado), que

no pudieron ser cubiertas por los medios líquidos generados (que también se vieron afectados por los problemas experimentados en la explotación). Y por lo que se refiere al incremento de 2021, se debió a la mejora en las condiciones de generación de Tesorería (gracias al repunte del negocio), que pudo cubrir las necesidades generadas durante el ejercicio (nuevamente, de la mano de las inversiones).

En definitiva, siendo las Existencias, los Deudores Comerciales y la Tesorería las partidas que destacan en las inversiones a corto plazo por antonomasia, destacan también en el caso del Grupo Siemens Gamesa, ya que así ha quedado evidenciado al observar sus valores relativos, que reflejan que ocupan un peso significativo en las inversiones (a corto plazo y sobre las totales también). No obstante, las Existencias y los Deudores Comerciales han sufrido un decrecimiento durante el período, debido a las circunstancias excepcionales de la época que han marcado el desarrollo del negocio, perdiendo importancia relativa en consecuencia. La Tesorería, en cambio, ha aumentado y ganado peso relativo en su lugar, consolidándose como inversión significativa y expandiendo su presencia.

5.2.2. Análisis Patrimonial. Análisis de la Estructura de Financiación

Estructura de la financiación y su evolución durante el período

Tabla 4. Valores relativos y horizontales del Patrimonio Neto y Pasivo del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
A) PATRIMONIO NETO	4.458.468	26,81	90,35	71,08	4.934.862	30,20	78,67	6.272.805	37,59
B) PASIVO	12.171.727	73,19	106,71	116,85	11.406.643	69,80	109,50	10.416.608	62,41
B.1) PASIVO NO CORRIENTE	3.442.334	20,70	111,78	140,59	3.079.583	18,85	125,77	2.448.550	14,67
B.2) PASIVO CORRIENTE	8.729.393	52,49	104,83	109,55	8.327.060	50,96	104,51	7.968.058	47,74
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	16.630.195	100,00	101,77	99,65	16.341.505	100,00	97,92	16.689.413	100,00

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Una vez analizada la estructura de inversión y habiendo determinado las cuestiones más relevantes, procede entrar en el análisis de la estructura de financiación (la otra cara del negocio que sustenta, precisamente, esas inversiones). Así, en este apartado se comenzará exponiendo cómo se distribuye y organiza esa financiación (sobre la base del 2019, año de referencia), y cómo ha evolucionado a lo largo del período.

En este sentido, tomando como referencia el año base de 2019, la tabla 4 muestra que, al cierre de ese ejercicio, de cada 100€ de financiación obtenidos por el Grupo, 62,41€ han sido aportados por la Financiación Ajena (por los Pasivos), y 37,59€ han sido aportados por la Financiación Propia (los Recursos Propios o el Patrimonio Neto). Se puede observar, por tanto, que existe una gran diferencia entre ambas financiaciones, siendo la absoluta predominante la Financiación Ajena. En consecuencia, se puede afirmar que el modelo de financiación se soporta en los Pasivos conseguidos por el Grupo.

Siendo esa su estructura de financiación, los datos (tabla 4) reflejan que, durante el período, el Grupo no solo la ha mantenido, sino que además la ha potenciado (es decir, la financiación predominante ha seguido siendo la ajena y, además, ha ido ganando bastante peso relativo frente a la Financiación Propia). Esto es así porque, durante esos años, el Patrimonio Neto ha ido disminuyendo en gran medida, mientras que los Pasivos (tanto a corto como a largo plazo) han ido aumentando paralelamente en la misma medida. Esa diferente tendencia de las financiaciones ha dado lugar, por tanto, a una potenciación de la estructura de financiación existente en el Grupo (que es, predominantemente ajena).

Dicho lo anterior, la tabla 4 permite observar que, durante 2020, los Pasivos aumentaron en un 9,5% (990 millones de euros en valores absolutos), mientras que el Patrimonio Neto disminuyó en un 21,33% (1.338 millones de euros en valores absolutos). En la misma línea, durante 2021 los Pasivos volvieron a aumentar en un 6,71% (765 millones de euros en valores absolutos), mientras que el Patrimonio Neto volvió a disminuir en un 9,65% (476 millones de euros en valores absolutos). Analizando el período conjuntamente, se observa que los Pasivos aumentaron en un total de 16,85%, mientras que el Patrimonio Neto disminuyó en un total de 28,92%. Como consecuencia de esa diferente tendencia de las financiaciones, que aumentaron y disminuyeron, respectivamente, en proporciones considerables, su peso relativo varió notablemente a lo largo del período, pasando del 62,41% al 73,19% en el caso de los Pasivos, y del 37,59% al 26,81% en el caso del Patrimonio Neto. De esta manera, el Grupo potenció su estructura de financiación, ya que siendo la financiación predominante la Financiación Ajena, con ese aumento de su volumen, y la paralela disminución de la Financiación Propia, provocó que aumentara su importancia relativa en el modelo financiero.

Financiación propia

Habiendo determinado ya cómo es la estructura de financiación del Grupo, procede ahora analizar cómo se componen sus dos fuentes de financiación. Para ello se identificarán las partidas más relevantes (al cierre de 2019), y se observará su evolución durante el período.

Comenzando con la Financiación Propia, formada por el Patrimonio Neto o los Recursos Propios de la entidad, ya se ha determinado que no es la financiación predominante de su modelo financiero (ya que tan solo ocupa el 37,59% del total de la financiación). Ahora bien, en lo que se refiere al origen principal de esos Fondos Propios, tal y como muestra la tabla 5, al cierre del ejercicio de 2019, de cada 100€ de financiación obtenidos por el Grupo, 35,54€ han sido aportados por la Prima de emisión (que constituye parte de la aportación directa de los socios). Puesto que ocupa 35,54% de los 37,59% del Patrimonio Neto, esa partida sería la más significativa de la Financiación Propia. No obstante, se debe hacer mención igualmente a las Reservas de la entidad, que ocupan el 4,24% de la financiación total (incluyen la Reserva de revaluación de activos y pasivos no realizados y Otras reservas, dentro de las cuales se imputa el Resultado del ejercicio). Aunque no es una proporción especialmente significativa, teniendo en cuenta que el resto de las partidas del Patrimonio Neto (salvo el Capital social) minoran, por su naturaleza, su cuantía, las Reservas se erigirían inevitablemente, junto con la Prima de emisión, como el origen principal de los Recursos Propios del Grupo.

Tabla 5. Valores relativos y horizontales del Patrimonio Neto del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
A) PATRIMONIO NETO	4.458.468	26,81	90,35	71,08	4.934.862	30,20	78,67	6.272.805	37,59
I. Capital social	115.794	0,70	100,00	100,00	115.794	0,71	100,00	115.794	0,69
II. Prima de emisión	5.931.874	35,67	100,00	100,00	5.931.874	36,30	100,00	5.931.874	35,54
III. Reservas	(829.616)	-4,99	343,78	-117,13	(241.322)	-1,48	-34,07	708.313	4,24
1. Reserva de revaluación de activos y pasivos no realizados	26.327	0,16	-301,05	-582,46	(8.745)	-0,05	193,47	(4.520)	-0,03
2. Otras reservas	(855.943)	-5,15	368,03	-120,08	(232.577)	-1,42	-32,63	712.833	4,27
IV. Acciones propias en cartera	(15.836)	-0,10	66,18	73,26	(23.929)	-0,15	110,70	(21.616)	-0,13
V. Diferencias de conversión	(745.032)	-4,48	87,82	160,48	(848.323)	-5,19	182,73	(464.261)	-2,78
VI. Participaciones minoritarias	1.284	0,01	167,19	47,54	768	0,005	28,43	2.701	0,016

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Dicho lo anterior, al cierre de 2019, el origen de la Financiación Propia viene dado, en su mayoría, por la aportación directa de los socios (la Prima de emisión, con el 35,54%), y en una menor proporción por el desarrollo de la actividad del negocio, la generación de resultados

positivos, y la retención de una parte significativa de éstos al objeto de financiar la inversión (ya que, dentro de las Reservas, las Otras reservas ocupan el 4,27%, y están formadas principalmente por el Resultado del ejercicio y los resultados de otros ejercicios mantenidos en la entidad). Ahora bien, siendo esa la estructura de la Financiación Propia, ha tenido una evolución negativa a lo largo del período, ya que el resultado ha sido una disminución constante del Patrimonio Neto a lo largo de esos años.

Puntualizando lo anterior, aunque es cierto que la Prima de emisión se ha mantenido constante a lo largo de 2020 y 2021, las Otras reservas (destacando el Resultado del ejercicio) han sufrido una caída considerable durante ese período. Así, durante 2020 disminuyeron en la friolera del 132,63% (945 millones de euros en valores absolutos), y durante 2021 volvieron a disminuir considerablemente en un 268,03% (623 millones de euros en valores absolutos). El resultado final fue una disminución total del 220,08% a lo largo del período, acabando con un importe negativo tremendamente significativo que ha afectado gravemente al total del Patrimonio Neto. De esta manera, han pasado de ser positivas (712.833€) y ocupar el 4,27% del total de la financiación, a ser negativas (-855.943€) y minorar considerablemente los Recursos Propios. El motivo ha sido, principalmente, la obtención de resultados negativos a lo largo de esos dos años, consecuencia de la marcha del negocio en el contexto económico turbulento expuesto a lo largo del trabajo (crisis económica provocada por la COVID-19, ralentización de determinados mercados, paralización de proyectos, etc.)⁶. Así, los resultados negativos obtenidos en el ejercicio 2020 fueron de tal magnitud (-918.959€), que determinaron la caída brusca de las Otras reservas, que pasaron de 712.833€ a -232.577€. Y en 2021, aunque los resultados negativos fueron algo menores (-625.909€), tuvieron igualmente la relevancia suficiente para seguir afectando a esa partida, que continuó cayendo considerablemente (hasta -855.943€).

Dicho lo anterior, la disminución constante y considerable experimentada por el Patrimonio Neto a lo largo del período se explica fundamentalmente por ese último motivo, la obtención de resultados negativos importantes en 2020 y 2021, ya que el resto de las partidas variaron de forma residual (además de apenas tener importancia relativa en la estructura de financiación). En consecuencia, el Patrimonio Neto perdió peso relativo en el total de la financiación (de 37,59% a 26,81%), y pasó a soportarse únicamente en la Prima de emisión (que ocupa en 2021 el 35,67%, por encima del total de la Financiación Propia), ya que ahora las Reservas tienen un efecto negativo en su estructura (ocupan el -4,99%, de manera que actúan minorando su cuantía).

Financiación Ajena

Analizando ahora la estructura de la Financiación Ajena, que se ha determinado que es la financiación predominante del Grupo (ocupando el 62,41% del total de la financiación al cierre de 2019), son dos los aspectos que se van a valorar: por un lado, si la Financiación Ajena es fundamentalmente a corto o largo plazo; y, por otro lado, si es de naturaleza predominantemente comercial o financiera. Todo ello se determinará en un primer lugar sobre la base del año de referencia (2019), y se observará igualmente cuál ha sido su evolución durante el período (así como la variación de determinadas partidas que han destacado).

Comenzando así, tal y como muestra la tabla 6, al cierre del ejercicio 2019, de cada 100€ de financiación obtenidos por el Grupo, 62,41€ han sido aportados por la Financiación Ajena,

⁶ Este aspecto se analizará con mayor detenimiento y grado de detalle en el apartado 5.5 “Análisis del crecimiento empresarial del Grupo”.

destacando 47,74€ correspondientes al corto plazo, frente a los 14,67€ del largo plazo. En este sentido, la Financiación Ajena es fundamentalmente a corto plazo, ya que ocupa el 47,74% de la financiación total (casi la mitad, destacando notoriamente entre todas las financiaciones). Los Pasivos No Corrientes, en cambio, ocupan un peso relativo bastante inferior (14,67%), aunque no se deben desestimar, ya que tienen igualmente importancia relativa a considerar.

En segundo lugar, en lo que se refiere a la naturaleza predominante de esta financiación, se puede afirmar que la Financiación Ajena es fundamentalmente de naturaleza comercial. Así, tal y como muestra la tabla 6, al cierre del ejercicio 2019, de cada 100€ de financiación obtenidos por el Grupo, 35,51€ han sido aportados por los Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, destacando 17,29€ de los Acreedores comerciales propiamente dichos, y 17,01€ de los Pasivos por contrato. En este sentido, destacan tanto dentro de la Financiación Ajena a corto plazo (ocupando 35,51% de los 47,74%), como dentro de la Financiación Ajena total (ocupando 35,51% de los 62,41%), lo cual es lógico, dada su intensa actividad productiva y comercial. En cuanto a la Financiación Ajena de naturaleza financiera, es sustancialmente inferior a la comercial, ya que, considerando los Pasivos financieros a corto y a largo plazo, tan solo ocupan el 6,98% de la financiación total.

Tabla 6. Valores relativos y horizontales del Pasivo del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019	
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR
B) PASIVO	12.171.727	73,19	106,71	116,85	11.406.643	69,80	109,50	10.416.608	62,41
B.1) PASIVO NO CORRIENTE	3.442.334	20,70	111,78	140,59	3.079.583	18,85	125,77	2.448.550	14,67
I. Provisiones a largo plazo	1.345.260	8,09	91,94	95,07	1.463.136	8,95	103,40	1.415.075	8,48
1. Obligaciones por prestaciones al personal	21.409	0,13	107,79	144,43	19.862	0,12	133,99	14.823	0,09
2. Provisiones	1.323.851	7,96	91,73	94,54	1.443.274	8,83	103,07	1.400.252	8,39
2.1. Garantías	1.123.500	6,76	87,76	88,70	1.280.146	7,83	101,06	1.266.681	7,59
2.2. Contratos en pérdidas	177.530	1,07	138,00	156,96	128.641	0,79	113,74	113.102	0,68
2.3. Otros	22.821	0,14	66,17	111,49	34.487	0,21	168,48	20.469	0,12
II. Deudas a largo plazo	1.898.745	11,42	139,37	278,38	1.362.419	8,34	199,75	682.061	4,09
1. Deuda financiera	1.785.662	10,74	144,46	348,61	1.236.095	7,56	241,32	512.226	3,07
1.1. Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones	1.087.790	6,54	146,90	212,37	740.521	4,53	144,57	512.226	3,07
1.2. Pasivo por arrendamiento	697.872	4,20	140,82	-	495.574	3,03	-	-	-
2. Otros pasivos financieros	113.083	0,68	89,52	66,58	126.324	0,77	74,38	169.835	1,02
III. Pasivos por impuesto diferido	171.423	1,03	76,10	53,50	225.253	1,38	70,29	320.446	1,92
IV. Otros pasivos	26.906	0,16	93,50	86,88	28.775	0,18	92,92	30.968	0,19
B.2) PASIVO CORRIENTE	8.729.393	52,49	104,83	109,55	8.327.060	50,96	104,51	7.968.058	47,74
I. Provisiones a corto plazo	949.097	5,71	132,69	124,60	715.269	4,38	93,90	761.730	4,56
1. Garantías	551.172	3,31	95,93	80,37	574.554	3,52	83,78	685.817	4,11
2. Contratos en pérdidas	318.149	1,91	382,67	732,08	83.139	0,51	191,31	43.458	0,26
3. Otros	79.776	0,48	138,56	245,80	57.576	0,35	177,40	32.455	0,19
II. Deudas a corto plazo	562.073	3,38	100,20	116,47	560.979	3,43	116,24	482.605	2,89
1. Deuda financiera	381.721	2,30	87,89	108,38	434.313	2,66	123,31	352.209	2,11
1.1. Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones	250.555	1,51	78,53	71,14	319.050	1,95	90,59	352.209	2,11
1.2. Pasivo por arrendamiento	131.166	0,79	113,80	-	115.263	0,71	-	-	-
2. Otros pasivos financieros corrientes	180.352	1,08	142,38	138,31	126.666	0,78	97,14	130.396	0,78
III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	6.508.936	39,14	103,06	109,83	6.315.613	38,65	106,57	5.926.160	35,51
1. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.921.186	17,57	98,54	101,24	2.964.493	18,14	102,74	2.885.526	17,29
2. Pasivos por contrato	3.386.478	20,36	106,80	119,26	3.170.912	19,40	111,66	2.839.670	17,01
3. Pasivos por impuesto corriente	201.272	1,21	111,69	100,15	180.208	1,10	89,67	200.964	1,20
IV. Otros pasivos corrientes	709.287	4,27	96,48	88,93	735.199	4,50	92,18	797.563	4,78

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

En definitiva, al cierre del ejercicio 2019, la Financiación Ajena es fundamentalmente a corto plazo y de naturaleza comercial. Siendo esa su estructura inicial, se ha mantenido a lo largo del período, ya que han continuado predominando las mismas partidas. De hecho, los Pasivos No Corrientes y los Pasivos Corrientes han ido aumentando gradualmente en aproximadamente la misma cuantía cada año: en torno a 631 y 359 millones de euros, respectivamente, durante 2020; y 363 y 402 millones de euros, respectivamente, durante

2021, aumentando ambos de peso relativo en la misma proporción aproximada por incrementar por encima de la media del período (el incremento ha sido similar, manteniéndose en los mismos niveles correlativos). En lo que se refiere a los Acreedores comerciales y al resto de las partidas, se hará un análisis separado de su evolución.

Así, comenzando con los Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, ya se ha señalado que destacan dentro de la Financiación Ajena, en especial los Acreedores comerciales propiamente dichos (con un 17,29%), y los Pasivos por contrato (con un 17,01%). Aunque ambos han tenido una evolución positiva que ha determinado el aumento global de los Acreedores comerciales, se debe destacar la variación especialmente favorable de los Pasivos por contrato, ya que la evolución de los Acreedores comerciales propiamente dichos apenas ha sido significativa. Así, durante 2020, los Pasivos por contrato se incrementaron en un 11,66% (331 millones de euros en valores absolutos), y en un 6,8% (215 millones de euros en valores absolutos) durante 2021. La variación total a lo largo del período ha sido del 19,26%, dando lugar a un incremento de su peso relativo hasta el 20,36% al cierre de 2021, y originando el aumento global de los Acreedores comerciales (que crecieron en un 9,83% total durante 2020 y 2021, situándose en el 39,14% de la financiación total al cierre de 2021). Este aumento tan considerable de los Pasivos por contrato se debe a cobros significativos de hito inicial de numerosos contratos (por proyectos que se ejecutarán más adelante), en especial en 2020, que entró un gran número de pedidos durante el cuarto trimestre (alcanzó un importe de 2.564 millones de euros). Además, en 2020 ese aumento vino justificado también por los retrasos en la ejecución de los proyectos como consecuencia de la COVID-19, ya que se seguían facturando los hitos de los proyectos, pero no se reconocían ingresos por los mismos, por no ejecutarlos y no incurrir en costes (en consecuencia, la desviación aumentaba, dando lugar al reconocimiento de esta partida). El resultado de todo ello ha sido, por tanto, un aumento de la Financiación Ajena de naturaleza comercial, contribuyendo a su consolidación como financiación predominante por naturaleza.

Entrando ahora en el análisis de la evolución de la Financiación Ajena de naturaleza financiera, se debe atender a las partidas del Balance 'Deudas a largo plazo' y 'Deudas a corto plazo', dentro de las que destaca la Deuda financiera (a corto y a largo plazo). Siendo que esa Financiación Ajena ocupaba un 6,98% total del total de la financiación, apenas significativo en comparación con la comercial, ha experimentado un aumento significativo a lo largo del período, especialmente de la mano de la Deuda financiera a largo plazo. Efectivamente, mientras que el resto de las partidas de las Deudas a corto y a largo plazo se mantuvieron en niveles similares a lo largo del período, la Deuda financiera se incrementó notablemente esos años, en especial a largo plazo. Así, durante 2020, la Deuda financiera a largo plazo creció en un 141,32% (724 millones de euros en valores absolutos), mientras que en 2021 volvió a aumentar en un 44,46% (549 millones de euros en valores absolutos), con un incremento total del 248,61% a lo largo del período (el crecimiento de la Deuda financiera a corto plazo apenas es significativo). Ello se ha debido, por un lado, a la aplicación de la NIIF 16 a partir de 2020, que supuso el reconocimiento de los Pasivos por arrendamiento en contrapartida a los Activos por derecho de uso (se reconocieron partidas que, hasta ese momento, no se reconocían de esa manera). Y, por otro lado, también se ha debido al aumento continuo de las Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones, por la adquisición de nuevos préstamos para la ejecución de determinadas operaciones y la disposición y firma de nuevas líneas de financiación (la calificación crediticia obtenida de las diferentes entidades ayuda en la obtención de esas financiaciones). Como consecuencia de ese incremento de la Deuda

financiera a largo plazo, la Financiación Ajena de naturaleza financiera incrementó globalmente a lo largo del período, pasando a ocupar el 14,8% de la financiación total al cierre de 2021. Aunque todavía se sitúa por debajo de la financiación de naturaleza comercial (que ocupa el 39,14% al cierre de 2021), se debe remarcar aun así ese crecimiento considerable experimentado durante el período, que ha impulsado su peso relativo.

Por último, se debe hacer mención igualmente a las Provisiones, tanto a corto como a largo plazo, ya que ocupan un lugar igualmente relevante en la estructura de financiación, y han experimentado una variación digna de mención. Así, ocupando conjuntamente el 12,95% del total de la financiación al cierre de 2019, sufrieron una evolución dispar durante el período que ha resultado en un aumento final de su peso relativo hasta el 13,67%. Ello es así porque, durante esos años, las Provisiones por contratos en pérdidas han experimentado un aumento significativo, en especial a corto plazo y durante 2021 (en el que se registró un aumento del 282,67%, con un total en el período del 632,08%). Ese aumento tan repentino, en especial a corto plazo, se debió a la previsión de pérdidas por retrasos y extra-costes en la ejecución de determinados proyectos en Suecia y Noruega, tanto por el estado de las carreteras como por condiciones meteorológicas adversas (llegada anticipada del invierno, en un entorno de cambio climático). Asimismo, los retrasos generalizados en la ejecución de los proyectos como consecuencia de la COVID-19 también trajeron consigo el reconocimiento de estas provisiones. Y en lo que se refiere al fenómeno ocurrido durante 2021, ese incremento notorio se debió fundamentalmente a desviaciones en el desarrollo de la plataforma SG 5.X (debutada en 2020 para comenzar en 2021), afectando a proyectos en ejecución. En este sentido, el desarrollo del negocio en esa época marcada por una serie de circunstancias excepcionales provocó que se reconocieran mayores provisiones por pérdidas, ante la incertidumbre.

Dicho lo anterior, se concluye que al final del período sigue predominando la Financiación Ajena de naturaleza comercial. Ahora bien, la financiación de naturaleza financiera ha aumentado de manera remarcable, especialmente de la mano de la Deuda financiera a largo plazo. A su vez, las Provisiones se han visto afectadas por el desarrollo del negocio en ese período tan turbulento y peculiar, puesto que, ante tanta incertidumbre y problemas en ese contexto de crisis económica y ralentización de mercados, se han previsto mayores pérdidas que han sido necesario registrar.

5.3. Análisis del equilibrio financiero del Grupo

Desde el punto de vista financiero, el Grupo, como cualquier otra empresa, para poder desarrollar su actividad, tiene que realizar una serie de inversiones, fundamentalmente en elementos que conforman el Activo Corriente de su estructura patrimonial. La cuestión es que esa necesidad de invertir genera, en términos financieros, un problema, ya que debe buscar y obtener fondos que le permitan acometer y cubrir esas inversiones. En este sentido, se puede decir que el circulante genera un problema de financiación que el Grupo debe tratar de solventar, a través de la búsqueda de fondos que le aporten disponibilidades financieras (Caraballo Esteban et al., 2018a). Es por ello que, en este apartado, se pretende determinar las necesidades de financiación que genera el Grupo con sus inversiones en el circulante, cómo las cubre (el origen de sus disponibilidades de financiación), y si existe equilibrio en ese esquema financiero (entre la recuperación de la liquidez y la exigibilidad de la financiación).

5.3.1. Los ciclos empresariales. El Fondo de Rotación

La herramienta que permite acometer el análisis financiero antes descrito es el Esquema del Fondo de Rotación, ya que ayuda a identificar y clasificar las necesidades de financiación que

genera la inversión en el circulante, y permite localizar las disponibilidades financieras obtenidas por el Grupo para hacer frente a esas necesidades (así como determinar si han sido suficientes y reflexionar sobre su gestión). En este sentido, el análisis comenzará observando y describiendo el Fondo de Rotación que presenta el Grupo al cierre de 2019, 2020 y 2021.

Dicho lo anterior, teniendo en cuenta que, al cierre de los 3 años, el Grupo presenta el mismo signo de Fondo de Rotación (negativo), y que en los 3 años su estructura es similar (los datos varían, pero el análisis y las conclusiones son las mismas), se hará una exposición conjunta de todos ellos, señalando los aspectos más relevantes. Así, y tal y como muestra la tabla 7, al cierre de los 3 ejercicios, el Grupo presenta un Fondo de Rotación negativo por importe de 68.684€, 1.396.505€ y 1.800.825€, respectivamente, lo que quiere decir que, con la disponibilidad financiera generada a través de los Pasivos Corrientes, ha sido capaz de cubrir todas las necesidades de financiación generadas por la inversión en los Activos Corrientes. En este sentido, cada año presenta una Disponibilidad Financiera Neta (un excedente financiero) por esos importes, que habrá ido destinada a cubrir necesidades financieras generadas en el largo plazo (Activos No Corrientes).

Tabla 7. Fondo de Rotación calculado al cierre de 2019, 2020 y 2021.

	2021					2020					2019				
Ciclo Corto															
Activo Corriente - Pasivo Corriente	6.928.568	-	8.729.393	=	-1.800.825	6.930.555	-	8.327.060	=	-1.396.505	7.899.374	-	7.968.058	=	-68.684
Ciclo largo															
Capitales Permanentes (1) - Activo No Corriente	7.900.802	-	9.701.627	=	-1.800.825	8.014.445	-	9.410.950	=	-1.396.505	8.721.355	-	8.790.039	=	-68.684

(1) Capitales Permanentes = Patrimonio Neto + Pasivo No Corriente

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

A fin de determinar los motivos que han conducido a la obtención, cada año, de un Fondo de Rotación negativo, y, en consecuencia, generar una Disponibilidad Financiera Neta, se debe examinar su estructura y composición (Anexo 2 y, en conjunto, tablas 8 y 9).

Así, para empezar, SIEMENS GAMESA se caracteriza por generar, en cada ejercicio económico, unas Necesidades Brutas de Financiación del Circulante (NBFC), derivadas de la inversión en Existencias y Deudores comerciales, que superan en gran medida las disponibilidades de financiación logradas a través de los Acreedores comerciales. De esta manera, el Grupo obtiene, sistemáticamente, Necesidades del Fondo de Rotación de Explotación, ya que no consigue financiar, con los recursos obtenidos a través de los acreedores, toda la inversión en Existencias y Deudores comerciales (una parte se queda sin cubrir). En este sentido, en lo que se refiere a la explotación, presenta un problema financiero cada año, ya que tiene unas necesidades financieras netas no cubiertas por los acreedores (2.342.945€, 1.536.541€ y 1.079.951€, respectivamente).

Siendo esa la situación en el ámbito de la explotación, los resultados mejoran en la otra parte del circulante. Así, teniendo en cuenta el resto de las inversiones en Activos Corrientes (excepto 'Tesorería'), y el resto de la financiación obtenida a través de otros Pasivos Corrientes, el Grupo ya no presenta problemas de financiación a corto plazo, puesto que genera muchas más disponibilidades financieras. Es decir, las necesidades de financiación que genera con esos otros Activos son mucho menores (situándose el grueso en la explotación, sin considerar la 'Tesorería'), y, además, consigue mucha más disponibilidad financiera con esos otros Pasivos, en especial con los Pasivos por contrato. De esta manera, consigue no solo cubrir todas las necesidades de financiación generadas con esos otros Activos, sino que además le permite cubrir la parte de las necesidades de explotación no cubiertas, generando

incluso un excedente financiero para cubrir otras necesidades. Por tanto, considerando todas las inversiones en Activos Corrientes, salvo 'Tesorería', y toda la financiación obtenida a través de las diferentes fuentes que conforman el Pasivo Corriente, el Grupo presenta ahora Disponibilidades del Fondo de Rotación (excedente financiero), que servirán para cubrir otras necesidades (1.796.141€, 3.018.298€ y 3.761.432€, respectivamente).

Atendiendo, por último, a la 'Tesorería', se debe apuntar que absorbe gran parte del excedente financiero que se acaba de detectar, pues es una de las inversiones que más necesidad financiera genera (1.727.457€, 1.621.793€ y 1.960.607€, respectivamente). A pesar de ello, tras destinar gran parte de esas Disponibilidades del Fondo de Rotación a la 'Tesorería', el resultado es un Fondo de Rotación negativo cada año, pues sigue existiendo excedente financiero después de cubrirla. En este sentido, la conclusión es que, con la financiación obtenida a corto plazo a través de los Pasivos Corrientes, el Grupo ha sido capaz de financiar completamente las necesidades de financiación generadas por la inversión en Activos Corrientes, generando incluso una Disponibilidad Financiera Neta que se ha destinado a financiar parte de las necesidades financieras generadas por la inversión en Activos No Corrientes (modelo de financiación que se ha repetido cada año).

Así, y por recapitular todo lo anterior, la reflexión final es que, aunque presenta problemas financieros en la explotación, ello es suplido con el resto del circulante, ya que es capaz de generar disponibilidades financieras suficientes para cubrir, finalmente, toda la inversión (y generar, además, excedente financiero). Ello permite concluir, además, que el grueso de la necesidad financiera se genera en la explotación, aunque en la 'Tesorería' también se genera una gran parte. Y, en lo que respecta a la disponibilidad financiera, ésta se genera principalmente en la otra cara del circulante, en particular con los Pasivos por contrato. De todas formas, se debe apuntar que los Acreedores comerciales también contribuyen generosamente a la financiación, ya que, aunque no son capaces de cubrir todas las inversiones de la explotación, aportan igualmente una cuantía considerable.

5.3.2. Análisis de las variaciones del Fondo de Rotación

Habiendo observado ya el modelo de financiación del Grupo a una fecha dada (al cierre de 2019, 2020 y 2021), se procede ahora a analizar la variación experimentada durante 2020 y 2021, atendiendo a la evolución ocurrida en cada uno de los elementos de inversión y financiación del circulante.

Variación del Fondo de Rotación durante 2020

Partiendo de un Fondo de Rotación negativo por valor de 68.684€ al cierre de 2019, al cierre de 2020 presenta igualmente un Fondo de Rotación negativo por valor de 1.396.505€. En este sentido, puesto que el Fondo de Rotación se ha hecho todavía más negativo (presenta un valor negativo mucho mayor), la variación experimentada durante 2020 ha sido negativa (en 1.327.821€). Esta negativa variación se debe a la siguiente evolución experimentada por las diferentes variables que componen el circulante (Anexo 3).

Comenzando con las *Existencias*, la tabla 8 muestra que experimentaron una variación negativa durante el ejercicio, ya que se disminuyeron en 43.782€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. Ahora bien, a la hora de analizar el motivo, esa disminución no tiene que ver, propiamente, con la inversión en las partidas más significativas de las Existencias. De hecho, tanto la inversión en Materias primas y suministros, como la inversión en Productos en curso, aumentaron durante el

ejercicio (generando una mayor necesidad financiera por valor de 46.218€ y 88.901€, respectivamente), ya que todos los factores implicados en su determinación se incrementaron (así, el consumo de materias primas y el período de aprovisionamiento, si bien no se disponen de los datos relativos a la producción). Ello se debe a la situación productiva que existió durante el ejercicio, paralizada y obstaculizada por las circunstancias del momento (problemas con la cadena de suministros, e imposibilidad de ejecutar los proyectos), que determinó que costara más producir y consumir materias primas.

Dicho lo anterior, la disminución viene, más bien, de la mano de la desinversión ocurrida en Productos terminados (66.035€), pero, sobre todo, del aumento considerable del Deterioro de existencias (155.465€). En lo que se refiere a los Productos terminados, esa disminución está motivada por una reducción de 3,02 días en el período de almacenamiento-venta, ya que el coste de ventas aumentó en 314.252€. Teniendo en cuenta que la reducción del período tiene mayor peso específico (18,27%) que el incremento del coste (3,39%), el resultado final fue una disminución de la inversión. No obstante, a pesar de la mejora en esa política de gestión, no se debe pasar por alto ese aumento del coste de ventas, que se explica por la situación económica que se estaba viviendo, en la que los precios de determinados productos y servicios se encarecieron notablemente, por lo que tiene una connotación negativa. En efecto, esta interpretación negativa se puede hacer igualmente a la luz de las ventas, que se redujeron durante el ejercicio (-743.670€). En este sentido, los costes aumentaron independientemente, al margen de las ventas, lo que quiere decir que se debió a la situación negativa del momento y que, además, no se pudieron trasladar al precio de venta.

Y, en lo que se refiere al Deterioro de existencias, fue el causante principal de esa disminución de la inversión en Existencias, ya que la mayoría de los factores y variables apuntaban a un aumento de esa inversión (consecuencia de la situación económica negativa que se estaba viviendo a raíz de la COVID-19). En este sentido, esa disminución final se debió a esa otra circunstancia negativa que sacudió el ejercicio, como son los planes de reestructuración y demás motivos explicados en el apartado anterior, que provocaron ese Deterioro de las Existencias, y que superara el efecto de la COVID-19 sobre las mismas.

Analizando ahora la evolución de los *Clientes*, la tabla 8 muestra que experimentaron una variación negativa durante el ejercicio, ya que se disminuyeron en 683.655€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. Esa variación está motivada tanto por una reducción importante de 16,67 días en el período de cobro, como por una disminución considerable en las ventas netas del ejercicio de 743.670€. En este sentido, esa disminución significativa se explica porque las dos variables que influyen en su determinación han disminuido en una proporción relevante, destacando especialmente el período de cobro (14,07% frente al 7,27% de las ventas).

Esas disminuciones se explican por las circunstancias del período, marcado por una paralización de la producción y de la actividad comercial. Así, la grave ralentización en la ejecución de los proyectos determinó que se reconocieran menos ingresos, lo que justifica la disminución de las ventas. A su vez, explica esa mejora en las condiciones de cobro, ya que los contratos siguieron hacia delante, y los hitos se fueron cobrando en consonancia (tanto los pendientes como los nuevos). En consecuencia, se produjo un desfase, adelantándose las facturaciones a los reconocimientos de ingresos, y provocando esa mejora en la política de cobros. De esta manera, esa disminución tan significativa de las ventas, y, en consecuencia, de la inversión en Clientes, no fue tan catastróficamente negativa, ya que las condiciones de

cobro mejoraron significativamente, consiguiendo medios líquidos a pesar del estancamiento de la producción (lo que palia su efecto negativo).

Por último dentro de la explotación, la tabla 8 muestra que los *Proveedores* experimentaron una variación positiva durante el ejercicio, ya que aumentaron en 78.967€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una mayor disponibilidad financiera por dicho valor. Esa variación está motivada por un incremento importante de 18,81 días en el período de pago, ya que las compras netas disminuyeron en 873.000€ durante el ejercicio. Así, siendo las evoluciones de las dos variables significativas, el aumento final de la financiación se explica por el mayor peso específico del incremento del período de pago (14,91%, frente a la disminución del 10,6% de las compras).

A pesar de que el resultado final ha sido un aumento de la financiación, no se deben pasar por alto los factores que han influido en su variación. Así, la disminución tan considerable experimentada por las compras (873.000€), unida a la disminución igualmente importante de las ventas (743.670€) y al aumento generalizado de todos los costes de la explotación, dirige a conclusiones negativas desde el punto de vista económico. Y ello es así porque evidencia que la actividad productiva y comercial se vieron ralentizadas durante el ejercicio, fruto de la situación económica provocada por la COVID-19 ese año (así como la ralentización de determinados mercados y proyectos, agravados también por la pandemia). De todas formas, el desenlace no fue tan terrible al final, ya que, al igual que en los casos anteriormente analizados, la variación tan positiva del período de pago consiguió frenar ese efecto negativo. Así, aunque la actividad del negocio apuntaba a resultados muy negativos en el ejercicio, la mejora de las condiciones de pago (y de cobro también) aportaron algo de alivio, ya que ofrecían algo más de flexibilidad para afrontar la marcha del negocio (se recuperaba antes la liquidez y había más margen para pagar). Es por ello que, finalmente, la financiación vía Proveedores aumentó, ya que disponer, de media, de muchos más días para pagar, es una de las formas de obtener financiación por esta vía (aunque no tanto como apuntaba, debido a la disminución de las compras).

Tabla 8. Esquema de variación del Fondo de Rotación relativo a la explotación (2019-2021).

	2021	-	2020	=	VAR 2021	2020	-	2019	=	VAR 2020
(+) Variación de Existencias	1.626.846	-	1.820.137	=	-193.291	1.820.137	-	1.863.919	=	-43.782
Variación de Materias primas y suministros	847.892	-	1.025.966	=	-178.074	1.025.966	-	979.748	=	46.218
Variación de Productos en curso	498.128	-	514.891	=	-16.763	514.891	-	425.990	=	88.901
Variación de Productos terminados	287.648	-	359.826	=	-72.178	359.826	-	425.861	=	-66.035
Variación de Anticipos a proveedores	310.110	-	230.686	=	79.424	230.686	-	188.087	=	42.599
Variación de Deterioro de existencias	-316.932	-	-311.232	=	-5.700	-311.232	-	-155.767	=	-155.465
(+) Variación de Clientes (Deudores Comerciales) (1)	2.374.291	-	2.680.897	=	-306.606	2.680.897	-	3.364.552	=	-683.655
Variación de Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	906.051	-	1.142.944	=	-236.893	1.142.944	-	1.308.297	=	-165.353
Variación de Activos por contrato	1.468.240	-	1.537.953	=	-69.713	1.537.953	-	2.056.255	=	-518.302
VAR. NECESIDADES BRUTAS DE FINANCIACIÓN DEL CIRCULANTE	4.001.137	-	4.501.034	=	-499.897	4.501.034	-	5.228.471	=	-727.437
(-) Variación de Proveedores (Acreedores Comerciales)	-2.921.186	-	-2.964.493	=	43.307	-2.964.493	-	-2.885.526	=	-78.967
Variación de Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (2)	-2.921.186	-	-2.964.493	=	43.307	-2.964.493	-	-2.885.526	=	-78.967
VAR. NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN	1.079.951	-	1.536.541	=	-456.590	1.536.541	-	2.342.945	=	-806.404

(1) Tal y como se indicaba en la nota al pie núm. 5, a los efectos del análisis del presente trabajo, se considerarán como 'Clientes' tanto los Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar en su totalidad, como los Activos por contrato, ya que se considera que refleja mejor la imagen fiel de la entidad (permite recoger, realmente, los derechos de cobro que posee el Grupo por el desarrollo de su actividad principal, sin atender a las condiciones a las que estén sujetos).

(2) Al igual que se exponía en la nota al pie núm. 5 para los Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, no se posee información suficiente para poder discernir, dentro de los Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, los datos relativos a los 'Proveedores' propiamente dichos. Por ello, el análisis está condicionado a esta información limitada, ya que se considerarán a todos los Acreedores comerciales que figuran en esa partida.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Teniendo en cuenta lo anterior, durante 2020, por la gestión de sus inversiones y financiaciones ligadas a la explotación (Existencias, Clientes y Proveedores), el Grupo ha conseguido generar Disponibilidad Financiera Neta por un valor de 806.404€, disminuyendo el problema financiero a corto plazo. Ese excedente financiero se ha podido destinar a financiar otras necesidades del circulante (reducir otros Pasivos o financiar otros Activos), o, incluso, a financiar otras necesidades del largo plazo (si no se han empleado).

Analizando ahora el resto de los elementos del circulante no ligados a la explotación, excluyendo puntualmente la 'Tesorería', se debe comenzar con los *otros Activos Corrientes*. Así, tal y como muestra la tabla 9, experimentaron una variación negativa durante el ejercicio, ya que se disminuyeron en 135.718€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. Esa desinversión se ha debido fundamentalmente a la reducción de las Inversiones Financieras a corto plazo (62.659€) y a la reducción de otros Activos Corrientes (63.157€), probablemente por la aplicación de los mismos durante el ejercicio (dentro de los otros Activos se ha reducido la partida relativa a otros créditos fiscales por impuestos corrientes), y por su reclasificación al largo plazo (las Inversiones Financieras a largo plazo aumentan en los mismos conceptos). En este sentido, la Disponibilidad Financiera Neta generada en la explotación no se ha destinado a financiar otros Activos (exceptuando la 'Tesorería'), sino que de hecho se ha incrementado por su desinversión.

En lo que se refiere a los *otros Pasivos Corrientes*, la tabla 9 muestra que experimentaron una variación positiva durante el ejercicio, ya que se incrementaron en 280.035€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una mayor disponibilidad financiera por dicho valor. Ese aumento de la financiación proviene fundamentalmente de los Pasivos por contrato (331.242€), debido a la gran entrada de pedidos en el cuarto trimestre de 2020 y a los retrasos en la ejecución de los proyectos como consecuencia de la COVID-19 (en este sentido, las facturaciones de los clientes se dispararon, como ya se apuntaba previamente, provocando ese desvío respecto a los reconocimientos de ingresos, y el aumento de esta partida). Asimismo, también se explica por el aumento de la Deuda financiera a corto plazo (82.104€), fruto de la aparición de los Pasivos por arrendamiento a raíz de la aplicación de la NIIF 16. En este sentido, la Disponibilidad Financiera Neta generada en la explotación no se ha destinado a reducir otros Pasivos (devolver deuda), sino que de hecho se ha incrementado porque se ha obtenido más financiación (más disponibilidad).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, durante 2020, por la gestión de sus inversiones y financiaciones del circulante (tanto las ligadas a la explotación como las no ligadas, exceptuando la 'Tesorería'), el Grupo ha conseguido generar Disponibilidad Financiera Neta por valor de 1.222.157€, disminuyendo el problema financiero a corto plazo. En este sentido, no solo no la ha utilizado para financiar otras necesidades del circulante, sino que ha generado más, dando lugar a más excedente financiero. Éste se ha podido destinar a la 'Tesorería', o, incluso, a financiar otras necesidades del largo plazo (si no se han empleado).

Entrando, por último, en el análisis de la 'Tesorería', la tabla 9 muestra que experimentó una variación negativa durante el ejercicio, ya que disminuyó en 105.664€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. En este sentido, la Disponibilidad Financiera Neta a que se acaba de hacer referencia no se ha materializado en la Tesorería, sino que ésta ha generado, de hecho, todavía más disponibilidad financiera.

Para evaluar si esa disminución del saldo de Tesorería está justificada, y no pone en riesgo la capacidad de pago a corto plazo del Grupo, se debe examinar la Ratio de Disponibilidad que

presenta antes y después de la reducción, ya que mide, de cada 100€ de financiación obtenida a corto plazo, cuánto tiene disponible en Tesorería, por término medio, para poder hacer frente al pago de cualquier obligación a su vencimiento. Teniendo en cuenta que se estima que se debe tener en torno al 10% del Pasivo Exigible a corto plazo (Pasivo Corriente) en Tesorería, para poder hacer frente al pago de cualquier deuda y obligación a su vencimiento, la Ratio de Disponibilidad se debe situar en torno al 10% para ser aceptable y suficiente (Ibídem, p. 23).

Dicho lo anterior, al cierre de 2019, antes de la disminución de Tesorería, el Grupo presenta una Ratio de Disponibilidad del 33,68%, que se sitúa en el 31,45% al cierre de 2020, tras su reducción. Teniendo en cuenta que, después de ese movimiento, la Ratio de Disponibilidad aún se sitúa por encima del 10% recomendable, se puede afirmar que la reducción de Tesorería no pone en riesgo la capacidad de pago a corto plazo del Grupo (y, de hecho, todavía se podría reducir más, hasta ajustarla al 10% que se considera suficiente).

Tabla 9. Esquema de variación del Fondo de Rotación relativo a los elementos del circulante no ligados a la explotación (2019-2021).

	2021	-	2020	=	VAR 2021	2020	-	2019	=	VAR 2020
(+) Variación de Otros Activos Corrientes	966.824	-	807.728	=	159.096	807.728	-	943.446	=	-135.718
Variación de Activos por impuesto corriente	208.495	-	197.543	=	10.952	197.543	-	207.445	=	-9.902
Variación de Inversiones financieras a corto plazo	238.616	-	212.077	=	26.539	212.077	-	274.736	=	-62.659
Variación de Otros activos corrientes	519.713	-	398.108	=	121.605	398.108	-	461.265	=	-63.157
(-) Variación de Otros Pasivos Corrientes	-5.808.207	-	-5.362.567	=	-445.640	-5.362.567	-	-5.082.532	=	-280.035
Variación de Provisiones a corto plazo	-949.097	-	-715.269	=	-233.828	-715.269	-	-761.730	=	46.461
Variación de Deuda financiera	-381.721	-	-434.313	=	52.592	-434.313	-	-352.209	=	-82.104
Variación de Otros pasivos financieros corrientes	-180.352	-	-126.666	=	-53.686	-126.666	-	-130.396	=	3.730
Variación de Pasivos por contrato	-3.386.478	-	-3.170.912	=	-215.566	-3.170.912	-	-2.839.670	=	-331.242
Variación de Pasivos por impuesto corriente	-201.272	-	-180.208	=	-21.064	-180.208	-	-200.964	=	20.756
Variación de Otros pasivos corrientes	-709.287	-	-735.199	=	25.912	-735.199	-	-797.563	=	62.364
VARIACIÓN DE LAS NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN	-3.761.432	-	-3.018.298	=	-743.134	-3.018.298	-	-1.796.141	=	-1.222.157
(+) Variación de Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.960.607	-	1.621.793	=	338.814	1.621.793	-	1.727.457	=	-105.664
VARIACIÓN DEL FONDO DE ROTACIÓN	-1.800.825	-	-1.396.505	=	-404.320	-1.396.505	-	-68.684	=	-1.327.821

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

En definitiva, atendiendo a todas las operaciones realizadas durante 2020 con su circulante (tanto los Activos Corrientes como los Pasivos Corrientes), el Grupo ha generado una Disponibilidad Financiera Neta por valor de 1.327.821€, que habrá sido destinada a financiar las necesidades financieras generadas a largo plazo.

Tabla 10. Esquema de variación del Fondo de Rotación, desde la perspectiva del largo plazo (2019-2021).

	2021	-	2020	=	VAR 2021	2020	-	2019	=	VAR 2020
(+) VARIACIÓN DEL PATRIMONIO NETO	4.458.468	-	4.934.862	=	-476.394	4.934.862	-	6.272.805	=	-1.337.943
(+) VARIACIÓN DEL PASIVO NO CORRIENTE	3.442.334	-	3.079.583	=	362.751	3.079.583	-	2.448.550	=	631.033
VAR. DE LAS DISPONIBILIDADES DE FINANCIACIÓN DE LOS CAPITALES PERMANENTES	7.900.802	-	8.014.445	=	-113.643	8.014.445	-	8.721.355	=	-706.910
(-) VARIACIÓN DEL ACTIVO NO CORRIENTE	-9.701.627	-	-9.410.950	=	-290.677	-9.410.950	-	-8.790.039	=	-620.911
VAR. DE LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DEL ACTIVO NO CORRIENTE	-9.701.627	-	-9.410.950	=	-290.677	-9.410.950	-	-8.790.039	=	-620.911
VARIACIÓN DEL FONDO DE ROTACIÓN	-1.800.825	-	-1.396.505	=	-404.320	-1.396.505	-	-68.684	=	-1.327.821

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Puesto que las operaciones del circulante han generado disponibilidad financiera, las operaciones del largo plazo han tenido que generar, necesariamente, necesidad financiera por el mismo importe. Y así lo evidencia la tabla 10, que muestra las variaciones experimentadas por las inversiones y las financiaciones del largo plazo.

Así, desde el punto de vista financiero, durante 2020, los Activos No Corrientes, con su incremento, y el Patrimonio Neto, con su reducción, generaron mayor necesidad financiera por importe de 620.911€ y 1.337.943€, respectivamente. Los Pasivos No Corrientes, en cambio, generaron mayor disponibilidad financiera por valor de 631.033€ con su aumento. En este sentido, se aprecia que, con la financiación obtenida a través de los Pasivos No Corrientes (631.033€), el Grupo no ha sido capaz de financiar completamente las necesidades de financiación generadas por la reducción del Patrimonio Neto y el incremento de la inversión en Activos No Corrientes, que suman un total de 1.958.854€. Ello ha implicado una Necesidad Financiera Neta a largo plazo por valor de 1.327.821€, que ha sido financiada con las disponibilidades financieras generadas a través del circulante.

Concretando lo anterior, las necesidades financieras generadas por las inversiones en Activos No Corrientes (620.911€), han sido cubiertas a través de las disponibilidades financieras generadas por el incremento de los Pasivos No Corrientes (631.033€; fundamentalmente, Deuda financiera a largo plazo). Y, en lo que se refiere a la necesidad financiera generada por la reducción del Patrimonio Neto (1.337.943€, debido fundamentalmente a la obtención de resultados negativos en el ejercicio), ha podido ser cubierta, en parte, por las restantes disponibilidades financieras generadas por el incremento de los Pasivos No Corrientes (10.122€), pero, sobre todo, por las disponibilidades financieras generadas por el circulante (1.327.821€). En este sentido, se observa cómo el corto plazo ha tenido que ayudar, significativamente, al largo plazo, en especial por los resultados negativos obtenidos en el ejercicio, fruto de la situación económica complicada que se atravesó.

Variación del Fondo de Rotación durante 2021

Partiendo de un Fondo de Rotación negativo por valor de 1.396.505€ al cierre de 2020, al cierre de 2021 presenta igualmente un Fondo de Rotación negativo por valor de 1.800.825€. En este sentido, puesto que el Fondo de Rotación se ha hecho todavía más negativo (presenta un valor negativo mucho mayor), la variación experimentada durante 2021 ha sido negativa (en 404.320€). Esta negativa variación se debe a la siguiente evolución experimentada por las diferentes variables que componen el circulante (Anexo 3).

Comenzando con las *Existencias*, la tabla 8 muestra que experimentaron nuevamente una variación negativa durante el ejercicio, ya que se disminuyeron en 193.291€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. En esta ocasión, esa disminución de la inversión está motivada por una disminución generalizada en todas las partidas que la conforman, en especial, por ser la más significativa, la correspondiente a las Materias primas y suministros.

Detallando lo anterior, la inversión en Materias primas y suministros se redujo en 178.074€, lo que determina que fuera la principal causante de la disminución de la inversión global en Existencias. Esa disminución se debió a una reducción considerable de 9,98 días en el período de aprovisionamiento, ya que el consumo de materias primas tan solo aumentó en 128.087€. Teniendo en cuenta que la reducción del período tiene mayor peso específico (18,85%) que el incremento del consumo (1,84%), el resultado final fue una disminución de la inversión. Puesto que la reducción del período de aprovisionamiento es algo positivo para el Grupo, ya que significa que ha tardado menos días en comenzar a producir desde el aprovisionamiento, y ha sido tan significativo en comparación con la variación del consumo de materias primas, se puede afirmar que esta desinversión constituye un hecho positivo, ya que apunta a un

repunte en la marcha del negocio (en efecto, implica que la producción se reactivó, recuperando poco a poco el ritmo perdido).

En lo que se refiere a los Productos en curso y a los Productos terminados, la desinversión fue menos significativa (16.763€ y 72.178€, respectivamente), aunque contribuyeron igualmente a esa menor necesidad financiera. Al igual que en el caso de las Materias primas y suministros, la disminución se debió a una gran reducción del período correspondiente, frente a un ligero aumento de los costes (en el caso de los Productos terminados, ya que se desconoce la información relativa a la producción). Nuevamente, el aumento generalizado de los costes de la explotación encuentra su explicación en la situación económica que se arrastraba del ejercicio anterior, aunque en menor medida. En esta ocasión, las ventas aumentaron significativamente durante el ejercicio (714.609€), signo del comienzo de la recuperación del negocio. En este sentido, el aumento del coste de ventas también se puede justificar en ese aumento de las ventas, que, al ser sustantivamente superior, se puede decir que lo absorbió (se trasladó al precio de venta y se recuperó, de manera que el efecto final no es tan negativo).

Analizando ahora la evolución de los *Clientes*, la tabla 8 muestra que experimentaron igualmente una variación negativa durante el ejercicio, ya que se disminuyeron en 306.606€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor necesidad financiera por dicho valor. Esa variación está motivada por una reducción importante de 17,96 días en el período de cobro, ya que las ventas netas aumentaron en 714.609€ durante el ejercicio. Siendo las evoluciones de las dos variables significativas, la desinversión final se explica por el mayor peso específico de la reducción del período de cobro (17,64%, frente al aumento del 7,54% de las ventas).

La interpretación económica de esta desinversión tiene que ser necesariamente positiva. Por un lado, porque gracias a la recuperación parcial de la producción, que supuso la reactivación de la ejecución de los proyectos y un mayor reconocimiento de ingresos, las ventas aumentaron considerablemente durante el ejercicio. Por otro lado, porque, además, las condiciones de cobro mejoraron significativamente de nuevo, en parte porque se seguía produciendo ese desfase con respecto al reconocimiento de ingresos (al no haberse recuperado del todo el ritmo y existir todavía una diferencia, aunque menor). Siendo los dos unos hechos positivos, y constituyendo una mejora con respecto al ejercicio anterior, tiene un efecto positivo final. Y ello así a pesar del aumento del coste de ventas, ya que, como fue sustancialmente inferior (340.150€), pudo ser absorbido y trasladado al precio de venta.

Por último dentro de la explotación, la tabla 8 muestra que los *Proveedores* experimentaron, a diferencia del año anterior, una variación negativa durante el ejercicio, ya que disminuyeron en 43.307€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una menor disponibilidad financiera (mayor necesidad financiera) por dicho valor. Esa variación está motivada por un descenso importante de 502.000€ en las compras netas del ejercicio, ya que el período de pago volvió a aumentar en 8,33 días durante el ejercicio. Así, siendo la evolución de las dos variables significativa, la disminución final de la financiación se explica por el mayor peso específico de la reducción de las compras (6,82%, frente al aumento del 5,75% del período de pago).

A pesar de que el resultado final ha sido una disminución de la financiación, no se debe hacer una interpretación demasiado negativa al respecto. Y es que, teniendo en cuenta que el período se ha caracterizado por un aumento significativo de las ventas (714.609€), y que las condiciones de pago se han mejorado nuevamente de manera relevante, esa disminución de

las compras y consiguiente reducción de la financiación vía Proveedores no tiene un efecto tan negativo. De hecho, lo sorprendente es que, a pesar de la reducción, las ventas han conseguido aumentar de manera espectacular, consiguiendo absorber el aumento del coste de ventas y obtener un mayor margen. Ello, unido con la mejora de las condiciones de pago (y de cobro también), contrarresta fácilmente el efecto negativo de la reducción de esta financiación, apenas relevante teniendo en cuenta la evolución conjunta del ejercicio. En este sentido, se aprecia un repunte significativo de los resultados del Grupo en lo referente a la explotación, signo del comienzo de la recuperación del negocio.

Teniendo en cuenta lo anterior, durante 2021, por la gestión de sus inversiones y financiaciones ligadas a la explotación (Existencias, Clientes y Proveedores), el Grupo ha conseguido generar Disponibilidad Financiera Neta por un valor de 456.590€, disminuyendo el problema financiero a corto plazo. Ese excedente financiero se ha podido destinar a financiar otras necesidades del circulante (reducir otros Pasivos o financiar otros Activos), o, incluso, a financiar otras necesidades del largo plazo (si no se han empleado).

Analizando ahora el resto de los elementos del circulante no ligados a la explotación, excluyendo puntualmente la 'Tesorería', se debe comenzar con los *otros Activos Corrientes*. Así, tal y como muestra la tabla 9, experimentaron una variación positiva durante el ejercicio, ya que aumentaron en 159.096€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una mayor necesidad financiera por dicho valor. Esa variación se ha debido fundamentalmente al aumento de otros Activos Corrientes (121.605€), por el reconocimiento de otros créditos fiscales por impuestos corrientes, y al aumento de las Inversiones Financieras a corto plazo (26.539€), por la reclasificación a corto plazo de la parte a largo plazo de una indemnización a recibir del anterior accionista de ADWEN, Areva. En este sentido, se ha destinado una parte de la Disponibilidad Financiera Neta generada en la explotación para financiar estos otros Activos.

En lo que se refiere a los *otros Pasivos Corrientes*, la tabla 9 muestra que experimentaron una variación positiva durante el ejercicio, ya que se incrementaron en 445.640€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una mayor disponibilidad financiera por dicho valor. Ese aumento de la financiación proviene fundamentalmente de las Provisiones a corto plazo (233.828€), debido a fuertes desviaciones en el desarrollo de la plataforma SG 5.X, afectando a proyectos en ejecución. Asimismo, también se explica por el aumento de los Pasivos por contrato (215.566€), debido a cobros significativos de hito inicial de numerosos contratos, si bien en esta ocasión el aumento es menor, ya que, al haber repuntado la producción, no se produce tanto desfase a su favor. En este sentido, la Disponibilidad Financiera Neta generada en la explotación no se ha destinado a reducir otros Pasivos (devolver deuda), sino que de hecho se ha incrementado porque se ha obtenido más financiación (más disponibilidad).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, durante 2021, por la gestión de sus inversiones y financiaciones del circulante (tanto las ligadas a la explotación como las no ligadas, exceptuando la 'Tesorería'), el Grupo ha conseguido generar Disponibilidad Financiera Neta por valor de 743.134€, disminuyendo el problema financiero a corto plazo. En este sentido, además de haber utilizado una parte para financiar otras necesidades del circulante (la inversión en otros Activos), ha sido capaz de generar todavía más disponibilidad financiera y dar lugar a un mayor excedente financiero. Éste se ha podido destinar a la 'Tesorería', o, incluso, a financiar otras necesidades del largo plazo (si no se han empleado).

Entrando, por último, en el análisis de la *'Tesorería'*, la tabla 9 muestra que experimentó una variación positiva durante el ejercicio, ya que aumentó en 338.814€, lo que implica, desde el punto de vista financiero, una mayor necesidad financiera por dicho valor. En este sentido, se ha materializado una parte de la Disponibilidad Financiera Neta a que se acaba de hacer referencia en la Tesorería, aunque todavía sigue existiendo excedente financiero.

Para evaluar, nuevamente, la variación del saldo de Tesorería, se debe examinar la Ratio de Disponibilidad al cierre de los dos ejercicios, ya que permitirá analizar la capacidad de pago a corto plazo del Grupo. Así, al cierre de 2020, antes del aumento de Tesorería, el Grupo presentaba una Ratio de Disponibilidad del 31,45%, que se situó en el 36,7% al cierre de 2021, tras su incremento. Teniendo en cuenta que, antes de ese movimiento, ya se encontraba por encima del 10% recomendable, desde el punto de vista de la capacidad de pago, ese aumento de la inversión no era necesario, ya que hace que se sitúe todavía más por encima de ese 10%. En este sentido, no solo no pone en riesgo la capacidad de pago a corto plazo, sino que no resultaba necesario, pudiendo reducirla el resto de los ejercicios (hasta ajustarla al 10%), sin que ello ponga en riesgo la capacidad de pago.

En definitiva, atendiendo a todas las operaciones realizadas durante 2021 con su circulante (tanto los Activos Corrientes como los Pasivos Corrientes), el Grupo ha generado una Disponibilidad Financiera Neta por valor de 404.320€, que habrá sido destinada a financiar las necesidades financieras generadas a largo plazo.

Puesto que las operaciones del circulante han generado disponibilidad financiera, las operaciones del largo plazo han tenido que generar, necesariamente, necesidad financiera por el mismo importe. Y así lo evidencia, nuevamente, la tabla 10, que muestra las variaciones experimentadas por las inversiones y las financiaciones del largo plazo.

Así, desde el punto de vista financiero, durante 2021, los Activos No Corrientes, con su incremento, y el Patrimonio Neto, con su reducción, generaron mayor necesidad financiera por importe de 290.677€ y 476.394€, respectivamente. Los Pasivos No Corrientes, en cambio, generaron mayor disponibilidad financiera por valor de 362.751€ con su aumento. En este sentido, se aprecia que, con la financiación obtenida a través de los Pasivos No Corrientes (362.751€), el Grupo no ha sido capaz de financiar completamente las necesidades de financiación generadas por la reducción del Patrimonio Neto y el incremento de la inversión en Activos No Corrientes, que suman un total de 767.071€. Ello ha implicado una Necesidad Financiera Neta a largo plazo por valor de 404.320€, que ha sido financiada con las disponibilidades financieras generadas a través del circulante.

Concretando lo anterior, las necesidades financieras generadas por las inversiones en Activos No Corrientes (290.677€), han sido cubiertas a través de las disponibilidades financieras generadas por el incremento de los Pasivos No Corrientes (362.751€; fundamentalmente, Deuda financiera a largo plazo). Y, en lo que se refiere a la necesidad financiera generada por la reducción del Patrimonio Neto (476.394€, debido fundamentalmente a la obtención, nuevamente, de resultados negativos en el ejercicio), ha podido ser cubierta, en parte, por las restantes disponibilidades financieras generadas por el incremento de los Pasivos No Corrientes (72.074€), pero, sobre todo, por las disponibilidades financieras generadas por el circulante (404.320€). En este sentido, se observa cómo el corto plazo ha tenido que ayudar, nuevamente, al largo plazo, en especial por los resultados negativos obtenidos de nuevo en el ejercicio, pero en menor medida que el ejercicio anterior. Así, la necesidad financiera generada ha sido sustancialmente inferior, ya que los resultados comenzaron a repuntar en

2021, reflejándose en las diferentes partidas analizadas, y, en particular, en el Resultado del ejercicio.

5.3.3. Equilibrio de la estructura financiera

El problema de todo lo anterior es ese importe negativo del Fondo de Rotación, que se ha incrementado exponencialmente. Aunque es cierto que el signo negativo, por sí mismo, no es indicativo de una situación financiera negativa para el Grupo (Duarte Monedero, 1999), no se debe pasar por alto y se debe tener en mente en el análisis. Así, permite conocer su modelo de financiación, ya que, al mantenerse negativo los 3 años, permite entender que el Grupo es una entidad que apuesta (cada vez más) por la financiación a corto plazo (así ha predominado hasta ahora, y se está potenciando mucho más, lo que tiene su reflejo en un Fondo de Rotación más negativo). De todas formas, se encuentra inmerso en un modelo en el que la financiación a corto plazo es mayor que la inversión a corto plazo, lo que conlleva el riesgo de que deba reembolsar esas financiaciones antes de haber recuperado la liquidez de las inversiones. En este sentido, plantea, al menos a priori, un posible riesgo financiero de impago por iliquidez, por existir esa diferencia tan significativa (y ascendente) entre la exigibilidad y la recuperación de la liquidez. Ahora bien, para determinar mejor la situación en la que se encuentra, habrá que atender y poner en relación variables como el Período Medio de Maduración y su relación con el Período de Pago, así como la Ratio de Disponibilidad y otras ratios similares, que permiten examinar con mayor exactitud la situación de liquidez de la entidad.

5.4. Análisis de la estabilidad financiera del Grupo

En un paso más hacia la concreción de este aspecto financiero del Grupo Siemens Gamesa, se va a examinar y determinar su situación financiera desde dos perspectivas: por un lado, la Solvencia, para analizar si existe riesgo financiero; por otro lado, la Autonomía Financiera, para calcular el grado de independencia financiera con respecto a terceros ajenos.

5.4.1. Análisis del riesgo financiero a través de la Solvencia

El análisis de la situación financiera del Grupo comenzó en el apartado anterior, determinando, a través del Esquema del Fondo de Rotación (y sus variaciones), las necesidades de financiación que genera, cómo las cubre, y el equilibrio que existe en esa estructura. Siguiendo con ese análisis, en este apartado se pretende examinar la capacidad que tiene SIEMENS GAMESA para hacer frente a sus deudas y obligaciones con la liquidez de sus Activos. Esto no es otra cosa que analizar su Solvencia empresarial (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria [BBVA], s.f.), que se abordará tanto desde la perspectiva a corto plazo, como desde la perspectiva global (integrando el largo y el corto plazo). De esta manera, se obtendrá más conocimiento sobre el equilibrio financiero que presenta, así como su modelo de inversión y financiación. Por tanto, se podrá concretar aún más este aspecto que se estaba analizando (complementando, así, los resultados del Fondo de Rotación), y obtener conclusiones más completas y lo más exactas posibles al respecto (en particular, si existe o no riesgo financiero, tal y como indicaba el Fondo de Rotación).

Análisis de la Solvencia y Liquidez a corto plazo

Desde la perspectiva del corto plazo, la Solvencia mide la capacidad del Grupo para, con la liquidez de sus Activos Corrientes, hacer frente al pago de sus deudas y obligaciones a corto plazo (Pasivos Corrientes) a su vencimiento. A estos efectos, para poder determinar si es solvente a corto plazo, se debe atender a una herramienta de análisis compuesta por tres ratios: Ratio de Solvencia a corto plazo (o de Circulante); Ratio de Liquidez (o Prueba Ácida); y

Ratio de Disponibilidad (o de Liquidez Inmediata). Su interpretación se hará en base a unos valores óptimos teóricos (según Caraballo Esteban et al., 2018b; Lizcano Álvarez & Castelló Taliani, 2004), que se consideran válidos como referencia en diversas situaciones (son valores establecidos con carácter general, que se aplicarán en este caso a falta de unos valores más concretos y adecuados al sector).

Tabla 11. Ratios de Solvencia, de Liquidez y de Disponibilidad a corto plazo (al cierre de 2019, 2020 y 2021).

	2021			2020			2019			Valores óptimos
SOLVENCIA			Sin ajuste			Sin ajuste			Sin ajuste	
Activo Corriente - Pasivos por contrato	3.542.090	= 66,30 %	79,37 %	3.759.643	= 72,92 %	83,23 %	5.059.704	= 98,66 %	99,14 %	[150,200]
Pasivo Corriente - Pasivos por contrato	5.342.915			5.156.148			5.128.388			
LIQUIDEZ			Sin ajuste			Sin ajuste			Sin ajuste	
Activo Corriente - Existencias	5.301.722	= 99,23 %	60,73 %	5.110.418	= 99,11 %	61,37 %	6.035.455	= 117,69 %	75,75 %	[80,100]
Pasivo Corriente - Pasivos por contrato	5.342.915			5.156.148			5.128.388			
DISPONIBILIDAD			Sin ajuste			Sin ajuste			Sin ajuste	
Disponible	1.960.607	= 36,70 %	22,46 %	1.621.793	= 31,45 %	19,48 %	1.727.457	= 33,68 %	21,68 %	10
Pasivo Corriente - Pasivos por contrato	5.342.915			5.156.148			5.128.388			

Las ratios se han calculado ajustándolas con los Pasivos por contrato, al considerar que refleja mejor la imagen fiel del Grupo, y que aporta resultados más reales en lo relativo a su Solvencia y Liquidez. Interpretando esa partida como si fueran 'Anticipos de Clientes', por las características que presenta (facturaciones por contratos superiores a ingresos reconocidos, implicando una obligación de continuar con la ejecución del proyecto y transmitirlo al cliente), se debe deducir de esa manera para evitar duplicidades y reflejar mejor la situación del Grupo, ya que no son obligaciones que se deban satisfacer con medios líquidos (sino que con la entrega a los clientes de los proyectos acordados, mediante la producción y el reconocimiento de ingresos), y lo que interesa saber es si el Grupo puede hacer frente a sus obligaciones de pago líquidas. Además, el ajuste es necesario por tener un valor significativo, ya que las ratios varían notablemente tras su eliminación (en la tabla se incluyen también los resultados sin el ajuste, para observar la diferencia significativa que existe y que justifica su adaptación). El análisis se hará respecto a los resultados ajustados, sirviendo los otros, simplemente, a efectos comparativos para motivar esta elección.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Comenzando con la *Ratio de Solvencia*, la tabla 11 muestra que el Grupo no ha sido solvente a corto plazo ninguno de los tres ejercicios. Así, al cierre de 2019, presenta una ratio del 98,66%, lo que quiere decir que, de cada 100€ de deuda y obligaciones a corto plazo, dispone de 98,66€ invertidos en Activos Corrientes para, con la liquidez de los mismos, poder hacer frente a la exigibilidad de dichos Pasivos. Teniendo en cuenta que, desde un punto de vista teórico, se debe encontrar en el intervalo [150,200] para considerar que está en términos de solvencia, no se puede decir que presente un resultado bueno o aceptable. En su lugar, se puede afirmar que presenta una situación de insolvencia a corto plazo al cierre de 2019, o, si se prefiere, de casi estricto equilibrio financiero, ya que el valor es muy cercano al 100 (apenas hay diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente). La situación, lejos de mejorar, ha ido empeorando durante el período, ya que la insolvencia ha ido aumentando cada año: al cierre de 2020, presentaba una ratio de 72,92%; y, al cierre de 2021, de 66,30%. Ello se debe a que, tanto en 2020, como en 2021, los Activos Corrientes han ido disminuyendo, mientras que los Pasivos Corrientes han ido aumentando (aunque en menor proporción), lo que ha determinado, inevitablemente, la reducción de la ratio (debido a su composición). Estos datos están intrínsecamente relacionados con los resultados observados en el análisis del Fondo de Rotación, que mostraba esa diferencia ascendente entre los Activos y los Pasivos del circulante, fruto de las circunstancias del período.

El problema es que, tras ese empeoramiento de la insolvencia, el Grupo presenta, desde un punto de vista teórico, una situación de suspensión de pagos técnica. Es decir, a priori, con la liquidez esperada de sus Activos Corrientes, no puede hacer frente a la exigibilidad de las deudas y obligaciones que tiene que atender a corto plazo (Pasivos Corrientes). En este

sentido, y tal y como auguraba también el análisis del Fondo de Rotación, indica una posible situación de desequilibrio financiero; de riesgo financiero de impago por iliquidez. Ahora bien, estos resultados tan solo son indicios, indicativos que alertan de un posible riesgo, que habrá que examinar y concretar para determinar si es cierto y real.

Analizando ahora la *Ratio de Liquidez*, la tabla 11 muestra que el Grupo presenta una posición de liquidez buena al cierre de cada ejercicio. Así, al cierre de 2019, presenta una ratio del 117,69%, lo que quiere decir que, de cada 100€ de deuda y obligaciones a corto plazo, dispone de 117,69€ invertidos en Activos Corrientes, sin contar las Existencias, para, con la liquidez de los mismos, poder hacer frente a la exigibilidad de dichos Pasivos. Teniendo en cuenta que, desde un punto de vista teórico, se debe encontrar en el intervalo [80,100] para considerar que es bueno o aceptable, se puede afirmar que presenta una posición de liquidez muy buena al cierre de 2019 (ya que está por encima de los valores óptimos). Esa diferencia tan significativa con respecto a los resultados de la Ratio de Solvencia evidencia el gran volumen que ocupan los Pasivos por contrato en la estructura de financiación del circulante, que al constituir obligaciones que no deben ser satisfechas con medios tan líquidos, quedan fuera del análisis de la liquidez y se obtienen mejores resultados (ya que, en realidad, son menores las obligaciones que requieren de recursos líquidos para ser satisfechas, siendo la verdadera posición de liquidez del Grupo favorable).

Aunque esa liquidez disminuye considerablemente durante 2020, situándose en una ratio del 99,11%, mejora sutilmente durante 2021, alcanzando un valor de 99,23%. En cualquier caso, la posición de liquidez se mantiene buena o adecuada esos dos ejercicios, ya que se sigue encontrando dentro del intervalo óptimo. El motivo se debe a un aumento constante de los Pasivos Corrientes durante el período, mientras que esos elementos del Activo Corriente disminuyeron durante 2020, pero aumentaron durante 2021 (en mayor proporción que los Pasivos), lo que ha determinado esa evolución irregular.

Analizando, por último, la *Ratio de Disponibilidad*, la tabla 11 muestra que el Grupo presenta una posición de liquidez inmediata o disponibilidad buena al cierre de cada ejercicio. Así, al cierre de 2019, presenta una ratio del 33,68%, lo que quiere decir que, de cada 100€ de deuda y obligaciones a corto plazo, tiene 33,68€ materializados en Tesorería, para, con su liquidez, poder hacer frente a la exigibilidad de dichos Pasivos. Teniendo en cuenta que, desde un punto de vista teórico, esta ratio debe ser del 10% para considerar que es buena o aceptable (como ya se apuntaba previamente, cuando se analizaba la variación de la Tesorería), se puede afirmar que presenta una disponibilidad muy buena al cierre de 2019 (ya que está por encima del 10% recomendable). Aunque la disponibilidad disminuye sensiblemente durante 2020, situándose en una ratio del 31,45%, mejora considerablemente durante 2021, alcanzando un valor de 36,7% (por encima del 33,68% de 2019). En cualquier caso, presenta un exceso de disponibilidad cada año, posiblemente porque lo necesite para hacer pagos importantes con carácter inmediato. El motivo de esta evolución irregular es la variación divergente de la Tesorería durante el período, que disminuyó levemente durante 2020, y aumentó bastante durante 2021, situándose en un importe superior al presentado en 2019.

Considerando las evoluciones experimentadas por cada uno de los conceptos, se puede observar que, mientras que la solvencia disminuyó cada año (en especial, durante 2020), la variación de la liquidez y de la disponibilidad fue diferente, ya que ambas disminuyeron considerablemente durante 2020, pero aumentaron durante 2021 (la liquidez se mantuvo más o menos similar, y la disponibilidad aumentó bastante). El análisis de las evoluciones de las diferentes ratios permite detectar posibles problemas con la venta de Existencias y el cobro

a los Clientes, en aquellos casos en los que son divergentes. En esta ocasión, aunque es cierto que, en el caso de la solvencia y la liquidez, la evolución es algo diferente (ya que la liquidez y la disponibilidad tienen una tendencia similar), no parece indicar que exista un problema con la venta de las Existencias, ya que la diferencia no es a peor, sino que la liquidez mejora. Además, ya se ha analizado que los subperíodos del Período Medio de Maduración experimentaron una evolución positiva (Anexo 3), lo que descarta, en principio, cualquier problema con las Existencias (y también con el cobro a los Clientes).

En definitiva, teniendo en cuenta todo lo anterior, se puede afirmar que, durante el período, la situación de insolvencia del Grupo ha empeorado como consecuencia de las circunstancias que se vienen relatando, pero manteniendo una posición de liquidez buena o adecuada todos los años, así como una disponibilidad más que suficiente (por encima de la recomendable). Además, no presenta, a priori, problemas con las Existencias ni con el cobro a los Clientes.

Rescatando una idea anterior, cuando se analizaba la Ratio de Solvencia, se ponía de manifiesto la posibilidad de que el Grupo presentara una situación de desequilibrio financiero, de riesgo financiero de impago por iliquidez. Los resultados del análisis del Fondo de Rotación también presentaban la misma sospecha, al observar que existía una diferencia tan significativa (y creciente) entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes, que podía desencadenar en una insuficiencia a la hora de hacer frente a la exigibilidad de los pagos a corto plazo. No obstante, esos datos tan solo son indicios; para poder llegar a esa conclusión, es necesario considerar otros aspectos, como el resto de ratios calculados, y las políticas de gestión del circulante (Duarte Monedero, op. cit., p. 213).

Tabla 12. Períodos Medios de Maduración y Período medio de Pago (2019-2021).

	2021	2020	2019
Subperíodo de Aprovisionamiento	42,97	52,95	51,70
Subperíodo de Producción (1)	-	-	-
Subperíodo de Almacenamiento-Venta	10,43	13,50	16,52
Subperíodo de Cobro	83,82	101,77	118,44
PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN (1)	137,21	168,22	186,66
Subperíodo de Pago	153,23	144,90	126,10
DIFERENCIAL	16,02	-23,32	-60,57
	39,34	37,25	

(1) Puesto que no se dispone del dato relativo a los Costes de producción, por pertenecer a la contabilidad analítica del Grupo, no se puede calcular el subperíodo de Producción. En consecuencia, el cálculo del PMM queda incompleto, condicionando el análisis de este aspecto del trabajo. No obstante, atendiendo a los resultados obtenidos con esa información parcial (PMM>PMP, salvo 2021), la interpretación no diferirá mucho de la que se haría si se tuviera la información completa, ya que tan solo aumentaría el diferencial negativo de esos años (añadiría días al PMM, por lo que la diferencia con respecto al PMP sería mayor). La interpretación sí podría ser diferente, sin embargo, para 2021, pero tampoco demasiado significativa (el diferencial positivo sería menor, pero la interpretación sería igualmente positiva).

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens

La tabla 12 muestra, al cierre de cada ejercicio, la relación que existe entre el Período Medio de Maduración (PMM) y el Período medio de Pago (PMP). Así, en lo que al PMM se refiere, el Grupo tarda, por término medio, 186,66, 168,22 y 137,21 días, respectivamente, en recuperar la liquidez desde que invierte una unidad monetaria en la adquisición de materia prima, hasta que vende el producto y cobra la venta (Lizcano Álvarez & Castelló Taliani, op. cit., pp. 64-65). Por contra, tarda, por término medio, 126,10, 144,9 y 153,23 días, respectivamente, en pagar a los Proveedores. Puesto que el tiempo que tarda en recuperar la liquidez (PMM) es superior al tiempo que tiene para pagar (PMP), se genera un diferencial negativo cada año (-60,57 en 2019 y -23,32 en 2020), salvo en 2021, que el diferencial es positivo (16,02). En este sentido, la situación al cierre de 2019 y 2020 es que tiene que pagar a los proveedores antes de haber

recuperado la liquidez, por lo que presenta una necesidad de Tesorería. En 2021, en cambio, consigue recuperar la liquidez antes de tener que pagar a los proveedores, por lo que genera un excedente de Tesorería a su favor que puede destinar a sus intereses (y ajustar su situación financiera).

Teniendo en cuenta lo anterior, es cierto que el diferencial negativo que existía en 2019 y 2020, unido a la situación de insolvencia y al Fondo de Rotación negativo de esos años, potenciaba todavía más un escenario de riesgo en la liquidez, ya que además de contar con menos elementos en el circulante para generar liquidez (Activos Corrientes), se daba la situación de tener que pagar incluso antes de recuperarla. De todas formas, las ratios de Liquidez y de Disponibilidad aportaban, en cierta manera, calma a esa situación, ya que demostraban que el Grupo tenía disponible en Tesorería más de lo que se considera suficiente y necesario (un exceso a su favor), así como una posición de Liquidez muy buena, indicando que, los medios más líquidos de los que dispone, que son los realmente importantes por su facilidad para convertirlos en liquidez, eran más que suficientes para sostener la situación.

Además de lo anterior, la situación mejora sustancialmente en 2021, ya que el diferencial pasa a ser positivo. En este sentido, al recuperar la liquidez antes de tener que pagar a los proveedores, maneja un excedente de Tesorería a su favor, lo que le permite ajustar su situación financiera y reducir el riesgo de iliquidez que auguraban la Ratio de Solvencia y el Fondo de Rotación tan negativo. Además, esta situación estaba apoyada, igualmente, por las ratios de Liquidez y de Disponibilidad, que, al igual que en los ejercicios anteriores, aportaban resultados muy buenos al Grupo (una posición de liquidez muy buena, así como una Disponibilidad más que suficiente en Tesorería).

En definitiva, se puede decir que, a pesar de las circunstancias turbulentas del período, no hubo problemas reales de liquidez ningún año, porque incluso en 2019 y 2020, con el diferencial negativo, la situación estaba más o menos controlada (las ratios de Liquidez y de Disponibilidad ofrecían buenos resultados, por lo que la situación no era tan alarmante). Además, la situación fue mejorando, ya que las ratios comenzaron a estabilizarse, y la diferencia entre el PMM y el PMP se fue acortando (gracias a la mejora y reducción del PMM y al aumento del PMP), pasando de un diferencial negativo de 60,57 a un diferencial positivo de 16,02. Por tanto, aunque la situación no es la más deseable de todas (insolvencia y un Fondo de Rotación negativo todos los años, de una magnitud considerable), es coyuntural y, además, está más o menos controlada desde el punto de vista de la liquidez, ya que no existen riesgos consistentes de suspensión de pagos (hay exceso de Disponibilidad, una buena posición de liquidez, y un diferencial que está mejorando). Además, en caso de necesitar liquidez inmediata, dispone de Inversiones financieras a corto plazo que, en un momento dado, puede recuperar de manera rápida y cubrir sus necesidades (es un exceso de Tesorería que se generó en su día y se invirtió en un Activo Corriente, y que se puede recuperar con facilidad). Y, como el propio Grupo ha hecho constar en la memoria, tiene líneas de crédito que garantizan en todo momento sus necesidades de liquidez, de manera que toma precauciones y efectúa gestiones para reducir el riesgo de liquidez.

Análisis de la Solvencia total (o a largo plazo)

Desde la perspectiva global, es decir, considerando tanto el largo como el corto plazo, la Solvencia mide la capacidad del Grupo para, con la liquidez de sus Activos, hacer frente a la exigibilidad de sus deudas y obligaciones a su vencimiento (Caraballo Esteban et al., op. cit., p. 7). Para calcular la Solvencia así considerada, se utilizará la ratio de Solvencia global (o de

Garantía), que se interpretará, nuevamente, a la luz de los valores óptimos establecidos teóricamente.

Tabla 13. Ratio de Solvencia global calculada al cierre de 2019-2021.

SOLVENCIA GLOBAL	2021			2020			2019			Valores óptimos
Activo Total	16,630,195	=	136,63 %	16,341,505	=	143,26 %	16,689,413	=	160,22 %	[150,200]
Pasivo (1)	12,171.727			11,406,643			10,416,608			

(1) Pasivo = Pasivo No Corriente + Pasivo Corriente

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Entrando en el análisis, tal y como muestra la tabla 13, desde una perspectiva global, el Grupo ha sido solvente los tres ejercicios. Así, al cierre de 2019, presenta una ratio del 160,22%, lo que quiere decir que, de cada 100€ de deuda y obligaciones que presenta, dispone de 160,22€ invertidos en Activos para, con la liquidez de los mismos, poder hacer frente a la exigibilidad de dichos Pasivos. Teniendo en cuenta que, desde un punto de vista teórico, se debe encontrar en el intervalo [150,200] para considerar que está en términos de solvencia, se puede afirmar que presenta una situación de solvencia al cierre de 2019. Aunque la situación empeora durante el período, reduciendo la solvencia hasta situarse en una ratio del 143,26% en 2020, y de 136,63% en 2021, se puede seguir considerando que es solvente esos ejercicios, ya que aún se sitúa por encima de 100. No obstante, es un aspecto negativo que considerar, ya que ha implicado una reducción de la solvencia, y, además, ya no se encuentra dentro del intervalo óptimo. Y es que, teniendo en cuenta que es un indicador sobre la capacidad de expansión del Grupo, y que representa un índice de seguridad para los acreedores, esa disminución es bastante negativa, en especial al salirse de los valores óptimos. De todas formas, era normal que esa reducción se produjese, dadas las circunstancias del período, en el que la inversión se intentaba mantener estable, mientras que los Pasivos no hacían más que aumentar.

5.4.2. Análisis de la Autonomía Financiera

Una vez analizada la Solvencia, y para finalizar con el análisis de la estabilidad financiera, se va a determinar otro aspecto que también define la situación financiera del Grupo: la Autonomía Financiera. Con este concepto, se pretende evaluar la capacidad del Grupo para tomar decisiones de gestión, inversión y financiación, con independencia de terceros ajenos que ejercen su influencia en la entidad (Ibídem, p. 9). En este sentido, se pretende calcular el grado de independencia del Grupo con respecto a esos sujetos externos, y determinar, a su vez, la influencia que ejercen éstos desde el punto de vista financiero. Para ello, se atenderá al resultado aportado por tres ratios: Ratio de Autonomía Financiera; Ratio de Endeudamiento; y Ratio de Composición de los Capitales Permanentes.

Analizando las tres ratios conjuntamente, la tabla 14 muestra que, si bien al cierre de 2019 el Grupo comienza teniendo un aceptable grado de Autonomía Financiera (con valores bastante decentes en cada uno de los marcadores), esa situación empeora gravemente durante el período, ya que, como consecuencia de la acentuada disminución del Patrimonio Neto, su grado de independencia financiera cayó estrepitosamente. Así, en lo que a la ratio de Autonomía Financiera se refiere, disminuyó hasta el 26,81% en 2021, implicando un menor porcentaje de participación de los Recursos Propios en la financiación de la inversión total del Grupo. En cuanto a la ratio de Endeudamiento, aumentó exponencialmente durante el período, pasando de un 166,06% al cierre de 2019, a un 273% al cierre de 2021. Ello significa que aumentó la proporción de Financiación Ajena con respecto a la Financiación Propia, indicando la apertura de una brecha significativa entre los dos tipos de financiaciones (siendo

la Financiación Ajena significativamente superior). Y, por último, la ratio de Composición de los Capitales Permanentes también aumentó durante el período, pasando de un 28,08% al cierre de 2019, a un 43,57% al cierre de 2021. Ello significa que, dentro de la financiación a largo plazo del Grupo, la Financiación Ajena aumentó su grado de participación, ganando terreno a la Financiación Propia. En este sentido, llegó a ocupar casi el 50% de la financiación a largo plazo, considerado el máximo deseable, si bien se mantuvo por debajo.

En definitiva, durante el período, se redujo la cantidad de la inversión total financiada por los Recursos Propios; el endeudamiento aumentó exponencialmente en relación con la Financiación Propia; y la Financiación Ajena ganó terreno también en el ámbito de la financiación a largo plazo. En este sentido, la conclusión es que, en general, la Financiación Ajena ganó peso relativo en la estructura de financiación, y que, en consecuencia, la Financiación Propia lo perdió, dando lugar a una reducción de la Autonomía Financiera y a un aumento de la influencia de los terceros ajenos. Y ese resultado es bastante normal e inevitable ante la mala marcha del negocio durante esos años, que provocó la generación de pérdidas significativas y la necesidad de recurrir al endeudamiento. En consecuencia, ante la falta de sustento en su negocio, se volvió más dependiente a la Financiación Ajena, provocando que sus decisiones estén más condicionadas por esa presión e influencia ajena, y tener menos independencia financiera.

Tabla 14. Ratios de Autonomía Financiera, de Endeudamiento y de Composición de los Capitales Permanentes, calculados al cierre de 2019-2021.

AUTONOMÍA FINANCIERA		2021		2020		2019		Valores óptimos
Patrimonio Neto		4.458.468		4.934.862		6.272.805		-
	=	26,81 %			=	30,20 %		
Activo Total		16.630.195		16.341.505		16.689.413		
	=				=		=	37,59 %
ENDEUDAMIENTO								
Pasivo (1)		12.171.727		11.406.643		10.416.608		-
	=	273,00 %			=	231,14 %		
Patrimonio Neto		4.458.468		4.934.862		6.272.805		
	=				=		=	166,06 %
COMP. CAPITALES PERMANENTES								
Pasivo No Corriente		3.442.334		3.079.583		2.448.550		
	=	43,57 %			=	38,43 %		
Capitales Permanentes (2)		7.900.802		8.014.445		8.721.355		≤ 50
	=				=		=	28,08 %

(1) Pasivo = Pasivo No Corriente + Pasivo Corriente

(2) Capitales Permanentes = Patrimonio Neto + Pasivo No Corriente

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens

5.5. Análisis del crecimiento empresarial del Grupo

Una vez analizada la situación financiera del Grupo, resulta interesante examinar su crecimiento empresarial desde la perspectiva del resultado económico de su actividad. Así, en condiciones normales, una vez construida la estructura básica de financiación que dará soporte a la estructura de inversión, lo habitual es que el crecimiento de la entidad se sustente en la obtención de resultados positivos en el ejercicio, y en su mantenimiento en forma de reservas para financiar esas nuevas inversiones (Caraballo Esteban et al., 2018c). De esta manera, el Resultado del ejercicio (y, por ende, las reservas) se convertiría en el pilar básico de la financiación de la entidad, que cubriría las nuevas inversiones y sustentaría el crecimiento empresarial. Es por ello que, en el presente apartado, se pretende examinar ese aspecto de SIEMENS GAMESA (tanto su estructura y evolución, como las políticas que influyen en su configuración), a fin de determinar en qué situación se encuentra su crecimiento empresarial.

5.5.1. Análisis de las operaciones de la actividad

El análisis comienza determinando la estructura y la tendencia de las variables que contribuyen a generar el Resultado del ejercicio. Ello se hará sobre la base de la Cuenta de Resultados reclasificada, que permitirá conocer el modelo del resultado del Grupo y su evolución a lo largo del período objeto de estudio.

Comenzando el análisis, la tabla 15 muestra que el Grupo empezó teniendo resultados positivos al cierre de 2019 por valor de 140.938€, lo que significa que, de cada 100€ obtenidos por las ventas, obtuvo, después de tener en cuenta todos los ingresos y gastos del ejercicio, un beneficio neto de 1,38€. No obstante, ese resultado empeoró gravemente durante 2020, ya que ese año generó pérdidas de una cuantía considerable (-918.959€). En este sentido, el Resultado del ejercicio no solo disminuyó (un 752,03%), sino que se convirtió en negativo, lo que significa que, de cada 100€ obtenidos por las ventas, perdió 9,69€ (no obtuvo ganancia alguna, sino que más bien unas pérdidas que debía cubrir). La situación se repitió parcialmente durante 2021, ya que volvió a obtener resultados negativos por valor de 625.909€, si bien el Resultado mejoró con respecto al año anterior (un 31,89%). En este sentido, las pérdidas fueron menores, aunque la lectura sigue siendo igualmente negativa (de cada 100€ vendidos, no obtuvo ganancia alguna, sino que unas pérdidas de 6,14€ que tuvo que cubrir).

Para entender la evolución dispar que experimentó el Resultado del ejercicio a lo largo del período, se van a examinar las diferentes variables que lo componen, y determinar cuál fue su contribución a la generación de ese resultado cada año.

Evolución durante 2020

Tabla 15. Valores relativos y horizontales de la Cuenta de Resultados consolidada (2019-2021).

	2021				2020			2019		
	VA	VR	VH año ant.	VH año base	VA	VR	VH año ant.	VA	VR	VH año base
Importe neto de la cifra de negocios (ventas netas)	10.197.818	100,00	107,54	99,72	9.483.209	100,00	92,73	10.226.879	100,00	100,00
Coste de las ventas	-9.933.049	-97,40	103,55	107,05	-9.592.899	-101,16	103,39	-9.278.847	-90,73	100,00
MARGEN BRUTO COMERCIAL	264.769	2,60	-241,38	27,92	-109.690	-1,16	-11,57	948.232	9,27	100,00
Gastos de investigación y desarrollo	-292.391	-2,87	126,36	140,62	-231.403	-2,44	111,29	-207.936	-2,03	100,00
Gastos de ventas y gastos generales de administración	-492.200	-4,83	78,83	99,18	-624.374	-6,58	125,82	-496.249	-4,85	100,00
Otros ingresos de explotación	19.119	0,19	135,89	52,61	14.069	0,15	38,71	36.342	0,36	100,00
Otros gastos de explotación	-21.625	-0,21	350,03	77,99	-6.178	-0,07	22,28	-27.727	-0,27	100,00
RESULTADO DE LA EXPLOTACIÓN	-522.328	-5,12	54,55	-206,73	-957.576	-10,10	-378,99	252.662	2,47	100,00
Ingresos financieros	12.251	0,12	121,19	88,71	10.109	0,11	73,20	13.810	0,14	100,00
Gastos financieros	-50.854	-0,50	76,55	96,06	-66.430	-0,70	125,48	-52.940	-0,52	100,00
Otros ingresos (gastos) financieros, neto	-2.389	-0,02	103,55	11,05	-2.307	-0,02	10,67	-21.625	-0,21	100,00
Ingresos (pérdidas) de inversiones contabilizadas según el método de la participación, neto	9.867	0,10	-393,26	-667,14	-2.509	-0,03	169,64	-1.479	-0,01	100,00
RESULTADO FINANCIERO	-31.125	-0,31	50,91	50,01	-61.137	-0,64	98,24	-62.234	-0,61	100,00
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	-553.453	-5,43	54,33	-290,64	-1.018.713	-10,74	-534,96	190.428	1,86	100,00
Impuesto sobre beneficios	-72.456	-0,71	-72,63	146,41	99.754	1,05	-201,56	-49.490	-0,48	100,00
RESULTADO DEL EJERCICIO	-625.909	-6,14	68,11	-444,10	-918.959	-9,69	-652,03	140.938	1,38	100,00

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens

Como ya se ha señalado, en 2020 el Grupo generó resultados negativos por importe de 918.959€, lo que supuso un empeoramiento grave con respecto al ejercicio anterior, en el que obtuvo un resultado positivo. Así, durante 2020 disminuyó en un 752,03%, que son 1.059.897€ en valores absolutos. Esa caída considerable se explica por los siguientes motivos (tabla 15).

La primera variable a examinar son las *Ventas* (el Importe neto de la cifra de negocios), ya que constituyen la variable de ingreso más importante para cualquier entidad, al ser sobre la que

se sustenta, en gran medida, todo resultado (de ahí surgen los ingresos principales para generar el resultado, después de haberlos destinado a cubrir los gastos del ejercicio). En este sentido, las ventas fueron de 9.483.209€ en 2020, un 7,27% inferiores a las obtenidas en 2019. Esa disminución en el volumen de las ventas es la que marca, principalmente, la marcha del Resultado del ejercicio ese año, ya que la evolución del resto de las variables se analiza e interpreta a la luz y en comparación a esa variación. Así, esa reducción afectó negativamente a la generación del resultado de ese año, ya que se dispuso de menos unidades monetarias para cubrir los gastos del ejercicio, y poder generar, con el restante, ganancias. Siendo ese el punto de partida, habrá que examinar cómo ha gestionado el Grupo el resto de ingresos y gastos del ejercicio (en relación con las ventas), ya que ello determinará el impacto final en la generación del resultado.

Comenzando con el *Coste de las ventas*, aumentó un 3,39% durante el ejercicio. Teniendo en cuenta que las ventas disminuyeron en un 7,27%, ese aumento tuvo un efecto negativo en el Resultado, ya que implicó que se tuvieran que destinar todavía más unidades monetarias a la cobertura de ese gasto. En efecto, como consecuencia de esa evolución dispar, esa variable de gasto aumentó su peso relativo en la estructura de resultado, implicando que se tuvieran que destinar más recursos para cubrirla (90,73€ de cada 100€ de venta al cierre de 2019; y 101,16€ de cada 100€ de venta al cierre de 2020, más incluso de lo que se conseguía a través de las ventas). Por lo tanto, además de disponer, en general en el ejercicio, de menos unidades monetarias a través de las ventas para cubrir los gastos, el Coste de las ventas aumentó requiriendo todavía más, incluso por encima de lo que se había conseguido con las ventas (ya que no solo aumentó, sino que sobrepasó la totalidad de las ventas, implicando que ni siquiera fueran suficientes para cubrirlo).

Ese efecto negativo se refleja inevitablemente en el *Margen Bruto Comercial*, que pasó a ser negativo en 2020. Así, mientras que, en 2019, de cada 100€ obtenidos por las ventas, le quedaban 9,27€, después de cubrir el Coste de las ventas, para cubrir el resto de los gastos y, en su caso, generar un resultado positivo, en 2020 partía de un resultado negativo tras cubrir el Coste de las ventas, que le impedía, a priori, cubrir más gastos (y, mucho menos, generar un resultado positivo). Así, puesto que las ventas se redujeron y su Coste aumentó, llegando incluso a sobrepasarlas, ya no es solo que se dispusiera, en general, de todavía menos unidades monetarias para cubrir el resto de los gastos y generar un beneficio (por requerir más que el año anterior y partir con menos desde un principio), sino que ni siquiera se disponía de suficientes unidades monetarias de las ventas para cubrir su coste, partiendo de pérdidas desde el comienzo (un Margen Bruto Comercial negativo), y complicando la cobertura del resto de los gastos y la obtención de ganancias.

Siendo el resultado ya negativo, la situación descrita con el Coste de las ventas se repitió en el *resto de las variables de gasto* vinculadas a la explotación (Gastos de investigación y desarrollo y Gastos de ventas y gastos generales de administración), a excepción de los Otros gastos de explotación. Así, ambas variables aumentaron durante el ejercicio (11,29% y 25,82%, respectivamente), teniendo otro efecto negativo más para la generación del Resultado, al ganar peso relativo y requerir todavía más recursos para su cobertura (2,44€ y 6,58€, respectivamente). Los Otros gastos de explotación, en cambio, se redujeron considerablemente durante 2020 (77,72%, más que la reducción de las ventas), lo que tuvo un efecto positivo para el Resultado, al disminuir las necesidades de recursos para su cobertura (tan solo 0,03€ de cada 100€ de venta).

Ante esa situación en la explotación, la variación de la otra variable de ingreso (*Otros ingresos de explotación*) no contribuyó positivamente a la generación del Resultado, ya que disminuyó durante el ejercicio. Así, se redujo en un 61,29% durante 2020, más que el volumen de las ventas, perdiendo peso relativo y disminuyendo, en consecuencia, su contribución a la generación del Resultado (al cierre de 2020, por cada 100€ de ventas, tan solo se obtienen 0,15€ de forma adicional con estos ingresos, siendo 0,36€ al cierre de 2019).

Como consecuencia de todo lo anterior, el Grupo obtuvo un *Resultado de explotación* negativo por valor de 957.576€ al cierre de 2020, frente al resultado positivo de 252.662€ que obtuvo al cierre de 2019. En este sentido, no solo se redujo gravemente en un 478,99%, sino que pasó a reflejar pérdidas en la explotación del ejercicio (de cada 100€ obtenidos por las ventas, perdió 10,1€ en la explotación). Ello se debe al descontrol que existió en la gestión de los gastos de la explotación (salvo Otros gastos de la explotación), que tuvo un efecto negativo en la generación del Resultado. Así, frente a una disminución de las ventas, los gastos se dispararon, provocando mayores necesidades de recursos para su cobertura, que no se disponían. Por tanto, además de disponer, per sé, de menos unidades monetarias en el ejercicio para cubrir los gastos, éstos se dispararon, necesitando destinar todavía más ingresos, resultando imposible. En consecuencia, los ingresos por ventas no fueron capaces de absorber todos los gastos de la explotación, que incrementaron sus necesidades, dando lugar a un resultado negativo.

Analizando ahora el *Resultado financiero*, tampoco contribuyó positivamente al Resultado del ejercicio. Aunque es cierto que mejoró con respecto al ejercicio anterior, ya que las pérdidas generadas en 2020 (61.137€) fueron menores a las generadas en 2019 (62.234€), empeoró en términos relativos. Así, debido a la mala gestión del Grupo durante el ejercicio de los ingresos y gastos financieros, pasó a perder 0,64€ por cada 100€ de ventas con la actividad financiera (eran 0,61€ de pérdida al cierre de 2019), necesitando más recursos todavía para cubrir esas pérdidas. Ello se debió, por un lado, al aumento de las variables financieras que generaron gasto en el ejercicio (los Gastos financieros y las Pérdidas por inversiones, que aumentaron un 25,48% y un 69,64%, respectivamente), al suponer que se necesitaran destinar más unidades monetarias a su cobertura; y, por otro lado, a la reducción de los Ingresos financieros por encima de las ventas (26,8%), que provocó que se redujeran las unidades monetarias que aportaban de forma adicional por cada 100€ de ventas (tan solo 0,11€, frente a los 0,14€ de 2019). En consecuencia, esa mala gestión afectó negativamente al Resultado financiero, provocando que se generaran más pérdidas por cada 100€ de venta, y que se necesitaran más ingresos del ejercicio para poder cubrirlos (lo que resultaba imposible, por contar con pérdidas ya desde el Resultado de la explotación, de manera que esas pérdidas simplemente se unieron a las generadas en la explotación).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el Resultado de la explotación y el Resultado financiero dieron lugar, conjuntamente, a un *Resultado antes de impuestos* negativo por valor de 1.018.713€ al cierre de 2020, frente al resultado positivo de 190.428€ obtenido en 2019 (empeoró en un 634,96%, pasando a reflejar pérdidas en el ejercicio). Esa situación era inevitable, ya que se partía de un Resultado de la explotación negativo de 957.576€, que generaba pérdidas y falta de ingresos para cubrirlo en su totalidad. Así, los ingresos obtenidos por las ventas (la variable de ingreso más significativa, de la que se obtienen fundamentalmente las ganancias) ni siquiera fueron suficientes para cubrir los gastos de la explotación, generando pérdidas desde el comienzo y necesitando ingresos adicionales para cubrirlos. Y, el Resultado financiero, lejos de aportar esas ganancias adicionales, generó

pérdidas (-61.137€), requiriendo de ingresos para poder cubrir los excesos de gastos. Pero puesto que no se disponían, ya que los ingresos por ventas no alcanzaron ni siquiera a cubrir sus costes, acabó contribuyendo negativamente al Resultado del ejercicio, sumándose a las pérdidas que se reflejaban desde la explotación (-1.018.713€ en total). Por ello, el resultado de la gestión de la explotación y de la actividad financiera fueron unas pérdidas de 10,74€ de cada 100€ de ventas, muy lejos de obtener ganancias.

Siendo ese el Resultado antes de impuestos, con la aplicación del Impuesto sobre beneficios resultante de ese año (un ingreso de 99.754€), se obtuvo un *Resultado del ejercicio* final de -918.959€ al cierre de 2020 (el Impuesto suavizó las pérdidas obtenidas), frente al resultado positivo de 140.938€ obtenido en 2019. De esta manera, el Grupo obtuvo un resultado final de 9,69€ de pérdidas por cada 100€ obtenidos con las ventas, por lo que no solo no se obtuvieron ganancias, sino que no se llegaron a cubrir todos los gastos del ejercicio, dando lugar a unas pérdidas que había que cubrir. Ese resultado refleja a la perfección la situación económica tan complicada que atravesó el Grupo durante el ejercicio, que afectó gravemente a la marcha del negocio, hasta el punto de obtener ese volumen tan significativo de pérdidas. En efecto, ante esas circunstancias el Grupo poco podía hacer, y se vio enormemente sacudido desde todas las variables del resultado, que no pudo controlar.

Evolución durante 2021

Como ya se ha señalado, en 2021 el Grupo volvió a generar resultados negativos por importe de 625.909€. Ahora bien, teniendo en cuenta que las pérdidas obtenidas en 2020 fueron superiores (918.959€), el Resultado del ejercicio mejoró con respecto al ejercicio anterior (en un 31,89%; 293.050€ en valores absolutos). Esa mejora se explica por los siguientes motivos (tabla 15).

Comenzando con las *Ventas* (el Importe neto de la cifra de negocios), fueron un 7,54% superiores a las obtenidas en 2020, situándose en un volumen de 10.197.818€. Con esa mejora de la variable de ingreso más significativa de la estructura del Resultado, el Grupo contaba con más unidades monetarias en el ejercicio para poder hacer frente a los gastos y generar, en su caso, con el restante, ganancias. Siendo ese el punto de partida (un incremento del 7,54% de las ventas), el análisis de la variación del resto de las variables del ejercicio se hará bajo su comparativa, a fin de determinar el impacto final de su gestión en el Resultado del ejercicio.

En lo que se refiere al *Coste de las ventas*, volvió a aumentar durante 2021, situándose en un valor de 9.933.049€. Ahora bien, puesto que en esta ocasión las ventas también aumentaron, y el incremento del coste (3,55%) fue inferior al incremento de las ventas (7,54%), esa variación no afectó negativamente a la generación del Resultado, sino que todo lo contrario. Así, el Grupo consiguió controlar este gasto durante el ejercicio, bien porque no superó a la totalidad de las ventas, bien porque aumentó en una menor proporción que éstas. En consecuencia, su peso relativo disminuyó, situándose en un 97,4% al cierre de 2021 (frente al 101,16% del cierre de 2020). Ello quiere decir que destinó menos unidades monetarias por cada 100€ de ventas a su cobertura (requirió menos que el ejercicio anterior), lo cual es positivo para el Resultado, ya que eso implica que absorbió menos ingresos y que pudo destinar más a la cobertura del resto de gastos (y a obtener, en su caso, ganancias).

Esa gestión positiva del Coste de las ventas tiene su reflejo en el *Margen Bruto Comercial*, que consiguió ser positivo en 2021 (264.769€, frente a los -109.690€ de 2020). Así, mientras que en 2020 partía ya de un resultado negativo (pérdidas), por ser el Coste de las ventas superior

al volumen de las propias ventas (lo que impedía, a priori, cubrir el resto de los gastos), en 2021 consiguió generar un margen positivo que le permitía cubrir otros gastos tras hacer frente al Coste de las ventas. Así, al cierre de 2021, de cada 100€ obtenidos por las ventas, le quedaban 2,6€, después de cubrir el Coste de las ventas, para cubrir el resto de los gastos y, en su caso, generar un resultado positivo.

En lo que se refiere al *resto de los gastos de la explotación*, tan solo los Gastos de ventas y gastos generales de administración tuvieron una variación tan positiva como el Coste de las ventas. Así, su disminución en un 21,17% durante el ejercicio, frente al aumento de las ventas, afectó positivamente al Resultado del ejercicio, ya que provocó que perdiera peso relativo en el conjunto (de un 6,58% a un 4,83%). En consecuencia, se destinaron menos unidades monetarias de cada 100€ de venta a su cobertura, pudiendo destinar más ingresos a la cobertura del resto de los gastos. Ahora bien, las otras dos variables de gasto (los Gastos de investigación y desarrollo y los Otros gastos de explotación) no variaron positivamente, sino que su evolución afectó negativamente a la generación del Resultado. Así, no solo aumentaron durante el ejercicio (26,36% y 250,03%, respectivamente), sino que lo hicieron en una mayor proporción que las ventas (7,54%), lo que provocó que ganaran peso relativo, y que se destinaran más ingresos a su cobertura (2,87€ y 0,21€, respectivamente, de cada 100€ de ventas). Ello tiene una consecuencia negativa para el resultado, ya que quiere decir que absorbieron más ingresos, y que quedaron menos para cubrir otros gastos y, en su caso, generar resultados positivos.

En cuanto a los *Otros ingresos de explotación*, aumentaron positivamente durante el ejercicio (un 35,89%), superando el incremento de las ventas (7,54%). En consecuencia, aumentaron su peso relativo, y, por ende, la cantidad de unidades monetarias que aportaban de forma adicional por cada 100€ de ventas (0,19€, frente a los 0,15€ adicionales que aportaban al cierre de 2020). Ello supone un efecto positivo para la generación del Resultado, ya que el Grupo contó con más unidades monetarias adicionales para cubrir gastos y generar beneficios.

Dicho todo lo anterior, y a pesar de lo positivo de la gestión de la mayoría de las variables de la explotación, el Grupo generó *Resultados negativos de la explotación* al cierre de 2021 (-522.328€). Ahora bien, esos resultados negativos fueron sustancialmente inferiores a los obtenidos en 2020 (-957.576€), lo que supone una mejora significativa (del 45,45%). Así, aunque siguió siendo negativo, ya que no consiguió cubrir, con los ingresos de las ventas, todos los gastos de la explotación, gracias a la correcta gestión de las variables que se ha expuesto, consiguió generar menos pérdidas por cada 100€ de ventas (5,12€ en 2021, y 10,10€ en 2020), lo que es un gran avance. Por tanto, gracias al aumento de las ventas, al control de los gastos de la explotación que se han resaltado, y a la obtención de mayor ganancia adicional, el Grupo consiguió reducir y controlar las pérdidas obtenidas en la explotación.

En lo que respecta al *Resultado financiero*, tuvo una evolución similar al Resultado de la explotación. Así, aunque volvió a ser negativo (-31.125€), mejoró con respecto al ejercicio anterior, ya que disminuyó tanto en términos relativos como en peso relativo. Así, se redujo en un 49,09%, que, comparándolo con el incremento de las ventas (7,54%), supuso una reducción de su contribución negativa en términos de peso relativo (pasó de generar pérdidas por valor de 0,64€ por cada 100€ de ventas al cierre de 2020, a generar 0,31€ de pérdidas al cierre de 2021). Ello se debió a la correcta gestión de todas las variables vinculadas a la actividad financiera. Así, aquellas que generaron ingreso (los Ingresos financieros y los Ingresos de inversiones) aumentaron durante el ejercicio (21,19% y 493,26%, respectivamente), en mayor proporción incluso que las ventas (7,54%), lo que provocó que

ganaran peso relativo, y que aportaran, por tanto, mayor ganancia adicional por cada 100€ de ventas (0,12€ y 0,1€, respectivamente). Y las variables de gasto (los Gastos financieros y los Otros gastos financieros netos), se redujeron (23,45%) y aumentaron (3,55%), respectivamente, durante el ejercicio, pero en menor proporción esta última que las ventas (7,54%). En consecuencia, perdieron peso relativo, lo que quiere decir que se destinaron menos unidades monetarias por cada 100€ de ventas a su cobertura (0,5€ y 0,02€, respectivamente). Las gestiones antes descritas, tanto de los ingresos como de los gastos financieros, tuvieron un efecto positivo sobre el Resultado financiero (y, en consecuencia, sobre el Resultado del ejercicio), ya que provocaron que se generaran menos pérdidas por cada 100€ de ventas (y, por ende, menos necesidades de ingresos para ser cubiertas). Y, aunque es cierto que no se disponían de ingresos restantes de la explotación para poder ser cubiertas (al haber generado pérdidas), es igualmente positivo, ya que sumó menos pérdidas a esas acumuladas.

En definitiva, teniendo en cuenta todo lo anterior, el Resultado de la explotación y el Resultado financiero dieron lugar, conjuntamente, a un *Resultado antes de impuestos* negativo por valor de 553.453€ al cierre de 2021, sustancialmente inferior al obtenido en 2020 (-1.018.713€). Ello evidencia la mejora experimentada durante el ejercicio, ya que las pérdidas se redujeron en un 45,67%. Y ello se aprecia también en términos de peso relativo, ya que, gracias a la positiva gestión de la mayoría de sus variables, consiguió generar 5,43€ de pérdidas por cada 100€ de ventas, muchas menos que el ejercicio anterior (que generó 10,74€ de pérdidas). Por tanto, aunque es cierto que obtuvo pérdidas tanto en la explotación, como en la actividad financiera, que es negativo en sí mismo, la situación mejoró considerablemente, en los dos aspectos, respecto al ejercicio anterior, ya que se consiguieron reducir y controlar. En este sentido, se aprecia la suavización de las circunstancias económicas del ejercicio y su efecto positivo en la gestión del Grupo, ya que contaba con mayor margen de maniobra para reconducir su actividad y controlar sus variables. Así, partiendo de un Margen Bruto Comercial positivo, al final consiguió controlar la mayoría de los gastos y mejorar los ingresos, enderezando la marcha del negocio.

No obstante, siendo ese el Resultado antes de impuestos, con la aplicación del Impuesto sobre beneficios resultante de ese año (un gasto de 72.456€), se obtuvo un *Resultado del ejercicio* final de -625.909€ al cierre de 2021, frente al resultado negativo de 918.959€ obtenido en 2020. Llama la atención que, habiendo obtenido pérdidas ese año, el Impuesto sobre beneficios actuara como gasto, incrementando esas pérdidas, cuando lo habitual es que, en esos casos, actúe como ingreso, minorando las pérdidas. El motivo se debe a los ajustes efectuados sobre esa variable, que se ve influida por las diferentes consideraciones contables y fiscales de determinadas partidas, así como otras tantas cuestiones que afectan al cálculo del ingreso/gasto por impuesto sobre beneficios final. En cualquier caso, el incremento de las pérdidas del ejercicio no es demasiado significativo, permitiendo una interpretación igualmente positiva: al cierre de 2021, de cada 100€ obtenidos por las ventas, generó 6,14€ de pérdidas, bastante inferiores a las generadas al cierre de 2020 (9,69€).

5.5.2. Efecto de la gestión de las principales políticas empresariales

Una vez conocido el modelo del Resultado del ejercicio, las variables más significativas que lo conforman y la evolución que ha experimentado durante el período, conviene analizar ciertos aspectos de las principales políticas empresariales que gestiona el Grupo, ya que permite comprender y explicar de manera más exhaustiva tanto su estructura como evolución (puesto que la gestión de esas políticas impacta directamente en la generación del resultado).

Política Comercial

Comenzando con la política comercial, se trata de examinar y analizar el Margen Bruto Comercial (la diferencia que existe entre las ventas y su coste, que permite generar, en su caso, el primer beneficio del ejercicio), y la variación que ha experimentado durante el ejercicio. Así, en función de cómo se hayan gestionado las ventas, su coste, y, en consecuencia, el margen bruto unitario de cada venta (en fin, lo que viene siendo la política comercial), el Margen Bruto Comercial será de una determinada manera, y su variación responderá a la gestión de esa política implementada.

Dicho lo anterior, el Margen Bruto Comercial se ve influido por dos factores, las ventas y el margen bruto unitario de cada venta, así que su evolución dependerá de la gestión de esas variables durante el ejercicio (de su variación).

Tabla 16. Variación del Margen Bruto Comercial durante 2020.

Variación en Ventas $[(V_1 - V_0) * M_0]$	9.483.209	-	10.226.879	*	0,0927195873	=	-68.953
Variación en el Margen Unitario $[(M_1 - M_0) * V_1]$	-0,0115667597	-	0,0927195873	*	9.483.209	=	-988.969
MARGEN BRUTO COMERCIAL			-109.690	-	948.232	=	-1.057.922

V₀: importe neto de la cifra de negocios del ejercicio anterior al analizado.

V₁: importe neto de la cifra de negocios del ejercicio analizado.

M₀: margen bruto unitario de venta del ejercicio anterior al analizado.

M₁: margen bruto unitario de venta del ejercicio analizado.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens

En lo que se refiere al ejercicio 2020, la tabla 16 muestra que el Margen Bruto Comercial disminuyó en 1.057.922€ durante el mismo, lo que supone un empeoramiento significativo con respecto al ejercicio anterior (pasó de ser positivo a ser negativo). Entrando a analizar los motivos, se observa que, durante 2020, las ventas disminuyeron en 743.670€, que, manteniendo el mismo margen unitario por venta del ejercicio anterior (9,27%), implica un efecto negativo de 68.953€ (en valores absolutos) en el Margen Bruto Comercial. Además de ello, el margen unitario por venta también empeoró durante el ejercicio, pasando de ser positivo (9,27%) a ser negativo (-1,16%). Ello quiere decir que, como consecuencia de la disminución de las ventas y el aumento de su coste, incluso por encima de su valor, pasó de ganar 9,27€ por cada 100€ de ventas, tras cubrir el coste de ventas, a perder 1,16€ por cada 100€ de ventas, por no ser capaz de cubrir ese coste. Dicho empeoramiento, atendiendo al volumen de ventas alcanzado en 2020 (9.483.209€), implica otro efecto negativo de 988.969€ (en valores absolutos) en el Margen Bruto Comercial.

En definitiva, el Margen Bruto Comercial disminuyó porque, además de disminuir las ventas, empeoró el margen unitario por venta, ganando menos por cada venta (de hecho, pasó a generar pérdidas). El efecto negativo de la variación de esos dos factores determinó que la disminución final fuera de 1.057.922€ (68.953€ por las ventas y 988.969€ por el margen unitario por venta).

Tabla 17. Variación del Margen Bruto Comercial durante 2021.

Variación en Ventas $[(V_1 - V_0) * M_0]$	10.197.818	-	9.483.209	*	-0,0115667597	=	-8.266
Variación en el Margen Unitario $[(M_1 - M_0) * V_1]$	0,0259632992	-	-0,0115667597	*	10.197.818	=	382.725
MARGEN BRUTO COMERCIAL			264.769	-	-109.690	=	374.459

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens

En cuanto al ejercicio 2021, la tabla 17 muestra que el Margen Bruto Comercial aumentó en 374.459€ durante el mismo, lo que supone una mejora relevante con respecto al ejercicio anterior (pasó de ser negativo a ser positivo). Entrando a analizar los motivos, se observa que,

durante 2021, las ventas aumentaron en 714.609€, que, manteniendo el mismo margen unitario por venta del ejercicio anterior (-1,16%), implica un efecto negativo de 8.266€ (en valores absolutos) en el Margen Bruto Comercial. En este sentido, a pesar de la mejora de las ventas, el efecto final fue negativo debido a la influencia del margen unitario por venta del ejercicio anterior, que fue negativo (el análisis de la variación de las ventas se valora bajo el efecto de esa otra variable). Y, en lo que se refiere al margen unitario por venta, también mejoró durante el ejercicio, pasando de ser negativo (-1,16%) a ser positivo (2,6%). Ello quiere decir que, como consecuencia del aumento de las ventas y el control de su coste, pasó de perder 1,16€ por cada 100€ de ventas, por no ser capaz de cubrir ese coste, a ganar 2,6€ por cada 100€ de ventas, tras poder cubrir el coste. Dicha mejora, atendiendo al volumen de ventas alcanzado en 2021 (10.197.818 €), implica un efecto positivo de 382.725€ (en valores absolutos) en el Margen Bruto Comercial.

En definitiva, el Margen Bruto Comercial aumentó porque, además de aumentar las ventas, el margen unitario por venta mejoró, consiguiendo ese año ganar un margen por cada unidad vendida (el ejercicio anterior generaba pérdidas, por lo que no obtenía margen alguno). El efecto conjunto de la variación de esos dos factores determinó que la variación final fuera un aumento de 374.459€ (-8.266€ por las ventas y 382.725€ por el margen unitario por venta).

Política Financiera

Los modelos de inversión y financiación del Grupo también influyen en el Resultado del ejercicio, y ello se materializa a través del Resultado financiero (vía ingresos y gastos financieros). En este sentido, la gestión que la entidad haga de su política financiera, en sus inversiones y deudas financieras, influirá en esa sección del Resultado del ejercicio, determinando su evolución y contribución. Por tanto, resulta interesante analizar cómo se han gestionado esos aspectos financieros durante el período, ya que ello ayudará a comprender la evolución experimentada en el Resultado financiero.

Tabla 18. Gestión de la política financiera (2019-2021).

	2021			2020			2019		
RENDIMIENTO DE LA INVERSIÓN FINANCIERA									
Ingreso Financiero (1)	12.251	=	2,32 %	10.109	=	1,97 %	13.810	=	2,82 %
Inversión Financiera (2)	529.186			513.003			489.074		
COSTE EFECTIVO DE LA DEUDA									
Gasto Financiero*(1-t) (1)	38.649	=	1,78 %	50.487	=	3,02 %	39.176	=	4,53 %
Deuda Financiera (2)	2.167.383			1.670.408			864.435		

(1) Se atiende a las partidas de 'Ingreso financiero' y 'Gasto financiero' de la Cuenta de resultados consolidada, por ser las que recogen los datos relativos al rendimiento y remuneración financieros, respectivamente. El Gasto financiero se debe ajustar a los efectos de eliminar la parte deducible fiscalmente, y poder reflejar así el coste efectivo y real de la remuneración.

(2) Se incluyen las Inversiones financieras que generan rendimiento en forma de Ingreso financiero, y los Pasivos cuya remuneración se hace en forma de Gasto financiero (en este apartado tan solo se considerarán las Deudas).

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

En lo que se refiere a las *Inversiones financieras*, se pretende analizar cómo ha variado el rendimiento obtenido por el Grupo en forma de Ingresos financieros, ya que ello permitirá determinar cómo ha sido su gestión durante el período. Así, la tabla 18 muestra que la evolución ha sido errática durante esos años, ya que empezando con 2,82€ de rendimiento al cierre de 2019, en forma de Ingresos financieros, por cada 100€ invertidos en Inversiones financieras, disminuyó a 1,97€ al cierre de 2020, y aumentó hasta 2,32€ al cierre de 2021, por debajo de los niveles de 2019. El motivo se ha debido a la variación irregular de los Ingresos

financieros, ya que mientras que las Inversiones financieras aumentaban progresivamente cada año, éstos disminuyeron durante 2020 (en mayor proporción), y aumentaron durante 2021. En definitiva, a pesar de la mayor Inversión financiera, la gestión de su rendimiento no ha sido muy positiva durante el período, lo que ha influido en el Resultado financiero, tal y como se ha podido examinar.

En cuanto a la *Deuda financiera*, se pretende analizar cómo ha variado su coste efectivo para el Grupo en forma de Gastos financieros, ya que ello permitirá determinar cómo ha sido su gestión durante el período. Así, la tabla 18 muestra que su evolución ha sido positiva durante esos años, ya que la tendencia ha sido hacia su disminución progresiva. En efecto, mientras que la remuneración, en forma de Gastos financieros, era de 4,53€ al cierre de 2019 por cada 100€ de financiación obtenida vía Deuda financiera, disminuyó a 3,02€ al cierre de 2020, para volver a disminuir hasta 1,78€ al cierre de 2021. Ello se debió, fundamentalmente, al aumento constante y considerable de la Deuda financiera cada año, ya que los Gastos financieros apenas variaron de forma significativa (aumentaron ligeramente durante 2020 y volvieron a disminuir durante 2021, pero se mantuvieron en niveles similares). Por tanto, la Deuda financiera aumentaba considerablemente, pero su remuneración en forma de Gastos financieros se mantenía en niveles similares cada año, lo que supuso una disminución progresiva de su coste efectivo (conseguía controlarlo, y cada vez le costaba menos). En este sentido, el Grupo efectuó una gestión positiva de ese coste efectivo durante el período, lo que supuso un efecto igualmente positivo en el Resultado financiero, como se ha podido examinar.

Política de Recuperación de las Inversiones

Dentro de la estructura de inversión del Grupo, destacan las inversiones a largo plazo, y, en concreto, las inversiones en Inmovilizado intangible y material. La principal vía por la que se recuperan esas inversiones a largo plazo es el proceso de amortización, a través de dotaciones periódicas que se registran en la Cuenta de resultados consolidada. Teniendo en cuenta la importancia de esas inversiones en el conjunto patrimonial, resulta interesante analizar cómo ha impactado su política de recuperación en su composición durante el período, observando la evolución del grado y ritmo de amortización (que determinará la marcha de las inversiones). Y, dada la diferente tendencia que han seguido las inversiones durante el período, resulta conveniente analizarlas por separado.

Comenzando con el *Inmovilizado material*, la tabla 19 muestra que tiene un grado de amortización descendente, lo que quiere decir que, cada año, se han recuperado menos unidades monetarias de cada 100€ invertidos en Inmovilizado material a través de la amortización, o, dicho de otra manera, que el inmovilizado está “menos” amortizado cada año (desde el punto de vista económico, cada vez es más nuevo). Siendo lo habitual un grado de amortización ascendente (es decir, que cada año la amortización sea mayor, como consecuencia del paso de los años y la obsolescencia de los inmovilizados), esta evolución se explica por el extraordinario ritmo de inversión anual del Grupo, muy superior al ritmo de amortización anual. En este sentido, puesto que las inversiones en Inmovilizado material se dispararon esos años, superando el ritmo de amortización, la consecuencia ha sido una disminución del grado de amortización (la adición de nuevos inmovilizados, pendientes de amortizar, ha hecho que se rebaje el porcentaje de amortización acumulada respecto al total de la inversión).

La situación anterior también se refleja en las ratios que miden el ritmo de amortización. Así, cada año, aumenta el número de años que quedan pendientes para recuperar toda la

inversión en Inmovilizado material (para amortizarlo completamente), manteniendo el ritmo actual de amortización (4,36, 5,42 y 6,2 años, respectivamente). De la misma manera, el porcentaje medio de amortización anual disminuye cada año, indicando una reducción en la cuantía que se amortiza cada año por término medio (12%, 10,72% y 9,39%, respectivamente). Ello resulta lógico atendiendo a la situación existente cada año, ya que, al aumentar las inversiones, incorporando nuevos elementos de inmovilizado, es normal que se incremente el número de años que quedan para recuperar todas las inversiones completamente (porque esos nuevos inmovilizados se tienen que amortizar, y necesitan tiempo para ello), y que se reduzca el porcentaje medio de amortización (ya que los nuevos elementos se acaban de incorporar, y el ritmo es menor).

En cuanto al *Inmovilizado intangible*, la situación es completamente diferente. Así, la tabla 19 muestra un grado de amortización ascendente, lo que quiere decir que, cada año, se han recuperado más unidades monetarias de cada 100€ invertidos en Inmovilizado intangible a través de la amortización, o, dicho de otra manera, que el inmovilizado está “más” amortizado cada año (desde el punto de vista económico, cada vez es más viejo). Ello es consecuencia del proceso ordinario de la amortización, que tiene como efecto el aumento progresivo de la amortización acumulada con el paso de los años, debido a la dotación anual. Así, aunque la inversión haya aumentado ligeramente cada año, la amortización ha seguido su curso y con un ritmo superior (el ritmo de inversión anual no ha sido tan significativo), determinando un aumento del porcentaje de amortización acumulada respecto al total de la inversión.

Lo anterior también se refleja en el ritmo de amortización. Así, cada año, quedan menos años pendientes para recuperar toda la inversión en Inmovilizado intangible (para amortizarlo completamente), manteniendo el ritmo actual de amortización (6,5, 5,54 y 5,17 años, respectivamente). De la misma manera, el porcentaje medio de amortización anual se mantiene en niveles similares cada año (10,13%, 10,3% y 9,73%, respectivamente; aumenta ligeramente durante 2020 y luego disminuye durante 2021, sin variar mucho). Ello es habitual en una situación en la que la inversión no varía mucho cada año, y la amortización sigue su curso, ya que la inversión total se va recuperando progresivamente, hasta su totalidad.

Tabla 19. Grado y ritmo de amortización del Inmovilizado material e intangible (2019-2021).

	2021			2020			2019			2021			2020			2019		
	INMOVILIZADO MATERIAL									INMOVILIZADO INTANGIBLE								
GRADO DE AMORTIZACIÓN																		
Amortización Acumulada (1)	1.851.335	=	41,79 %	1.612.154	=	41,87 %	1.297.076	=	47,63 %	1.627.334	=	49,64 %	1.338.188	=	42,92 %	991.133	=	34,10 %
Inmovilizado Bruto	4.429.878			3.850.045			2.722.977			3.277.992			3.118.177			2.906.863		
RITMO DE AMORTIZACIÓN																		
Inmovilizado Neto	2.578.543			2.237.891			1.425.901			1.650.658			1.779.989			1.915.730		
Gasto por Amortización	416.170	=	6,20	412.568	=	5,42	326.703	=	4,36	319.091	=	5,17	321.062	=	5,54	294.504	=	6,50
Gasto por Amortización	416.170			412.568			326.703			319.091			321.062			294.504		
Inmovilizado Bruto	4.429.878	=	9,39 %	3.850.045	=	10,72 %	2.722.977	=	12,00 %	3.277.992	=	9,73 %	3.118.177	=	10,30 %	2.906.863	=	10,13 %

(1) El dato disponible en la memoria recoge tanto el importe correspondiente a la Amortización Acumulada como al Deterioro, sin discernir entre ambos conceptos. No obstante, puesto que la dotación al Deterioro apenas es significativa, y es infinitamente inferior a la dotación a la Amortización, esa insuficiencia informativa apenas condiciona el análisis, puesto que el resultado real no diferirá mucho del aquí calculado.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

5.6. Análisis de la Rentabilidad del Grupo

Entrando ahora en el análisis de otro aspecto del Grupo, resulta fundamental valorar la rentabilidad que genera el negocio. Así, examinando el Resultado del ejercicio desde otra perspectiva, en términos de rentabilidad, se trata de determinar el rendimiento que obtiene

de los diferentes elementos que conforman su conjunto patrimonial. Esa información es de vital importancia tanto para el Grupo como para terceros interesados, en especial los accionistas, ya que influirá en las decisiones de inversión de éstos, así como en las decisiones sobre el modelo de financiación a adoptar (en función de los resultados y el rendimiento obtenido, interesará actuar de una manera u otra, aumentando o reduciendo la inversión, o cambiando el sistema de financiación).

Dicho lo anterior, en el presente apartado se analizará la rentabilidad desde una doble perspectiva: la de la inversión, a través de la Rentabilidad Económica; y la de la financiación, a través de la Rentabilidad Financiera.

5.6.1. Análisis de la Rentabilidad Económica

Comenzando con la perspectiva de la inversión, a través de la Rentabilidad Económica se pretende evaluar la capacidad del Grupo, de su negocio, para obtener rendimientos a partir de los capitales invertidos y los recursos disponibles, materializados en el Activo del Balance (Caraballo Esteban et al., 2018d). Así, el objetivo es medir la eficacia, pero sobre todo la eficiencia en la gestión de la inversión de los gestores y administradores del Grupo (diferentes a la propiedad de la entidad, que por su magnitud mantiene estos cargos separados), en tanto se pone en sus manos unas inversiones, unos recursos, para que, con su gestión, consigan generar beneficios. De esta manera, al determinar el rendimiento que se ha obtenido de los recursos invertidos, se puede valorar cómo ha sido su gestión.

Como se ha señalado, la herramienta que permite analizar esta cuestión es la ratio de Rentabilidad Económica, también conocida como 'Return on Investment' – ROI – o 'Return on Assets' – ROA –. Esta ratio pone en relación el beneficio (el Resultado del ejercicio) y los recursos patrimoniales de la compañía (el Activo empresarial), destinados precisamente a generar ese beneficio, lo que permite valorar el rendimiento de la inversión (Ídem, p. 2). Para el primer cálculo, que permite efectuar un análisis básico, se ha escogido la variable del Resultado del ejercicio sin efectuar ajuste alguno, tal y como se recoge en la Cuenta de resultados consolidada.

Tabla 20. Rentabilidad económica calculada a partir del Resultado del ejercicio contable (2019-2021).

BENEFICIO CONTABLE	2021			2020			2019		
Resultado del ejercicio	-625.909	=	-3,76 %	-918.959	=	-5,62 %	140.938	=	0,84 %
Activo Total	16.630.195			16.341.505			16.689.413		

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Entrando en el análisis, tal y como muestra la tabla 20, la Rentabilidad Económica del Grupo ha experimentado una evolución errática durante el período. Así, siendo del 0,84% al cierre de 2019, disminuyó considerablemente durante 2020, pasando a ser negativa y del -5,62%. Tras esa caída importante de la rentabilidad, mejoró sensiblemente durante 2021, ofreciendo un resultado menos negativo que el ejercicio anterior (del -3,76%). Lo anterior quiere decir que el Grupo pasó de generar 0,84€ de beneficios al cierre de 2019, por cada 100€ invertidos, a partir de la gestión de los Activos (de la inversión), a generar pérdidas al cierre de 2020 y 2021 por cada 100€ invertidos (5,62€ y 3,76€, respectivamente), lo que supone una situación desfavorable desde el punto de vista de la rentabilidad (no obtiene rendimientos de la inversión, sino que genera pérdidas, aunque la situación mejora durante 2021 con respecto al ejercicio anterior). Esa evolución se explica atendiendo a los dos factores que influyen en su determinación: el Margen y la Rotación del Activo.

Tabla 21. Factores que influyen sobre la Rentabilidad Económica y determinan su evolución (2019-2021).

	2021			2020			2019		
MARGEN									
Resultado del ejercicio	-625.909	=	-6,14 %	-918.959	=	-9,69 %	140.938	=	1,38 %
Ventas Netas	10.197.818			9.483.209			10.226.879		
ROTACIÓN									
Ventas Netas	10.197.818			9.483.209			10.226.879		
Activo Total	16.630.195	=	0,613	16.341.505	=	0,580	16.689.413	=	0,613

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Comenzando con la variación producida *durante 2020*, ya se ha indicado que la Rentabilidad Económica empeoró gravemente durante el ejercicio, ya que sufrió una caída del 6,47% en términos porcentuales, que determinó que pasara de ser positiva al cierre de 2019 (0,84%) a ser negativa al cierre de 2020 (-5,62%). Analizando los dos factores que influyen en su determinación, la tabla 21 muestra que esa evolución negativa se debe a la disminución drástica que sufrió el Margen durante el ejercicio (que se redujo en un 803,16%; en un 11,07% en términos porcentuales), ya que la Rotación apenas varió (disminuyó ligeramente en un 5,3%, manteniéndose en niveles similares). En este sentido, ese empeoramiento en el Margen fue lo que determinó la gran caída de la rentabilidad, ya que pasó de ser positivo al cierre de 2019 (1,38%), a ser negativo al cierre de 2020 (-9,69%).

El motivo del empeoramiento del Margen se debe a la obtención de pérdidas significativas en el Resultado del ejercicio en 2020, acompañado de una disminución de las ventas, que contrasta con los resultados positivos obtenidos en 2019. Así, como ya se examinaba en el apartado anterior, relativo al crecimiento empresarial, como consecuencia de la gestión de las diferentes variables que conforman el resultado del Grupo, pasó de generar 1,38€ de beneficios por cada 100€ de ventas al cierre de 2019, a obtener 9,69€ de pérdidas por cada 100€ de ventas al cierre de 2020, lo que evidencia una caída importante en el resultado de la actividad, y tiene un efecto negativo inevitable también en el ámbito de la rentabilidad, en tanto que ésta se mide atendiendo al resultado obtenido en el ejercicio. En este sentido, la pérdida considerable de Rentabilidad Económica se debe, fundamentalmente, a la generación de resultados negativos de cuantía importante durante 2020, que provocaron que, además de disminuir, fuera negativa, lo que ha significado que, con la gestión de la inversión durante ese ejercicio, no se obtuviera rendimiento alguno, sino que se generaran pérdidas en su lugar.

En cuanto a la variación producida *durante 2021*, ha sido necesariamente positiva. Así, aunque la Rentabilidad Económica volvió a ser negativa al cierre de 2021 (del -3,76%), fue sustancialmente inferior a la rentabilidad negativa obtenida en 2020 (-5,62%), lo que supone una mejora en términos de rentabilidad (del 1,86% en términos porcentuales), ya que eso quiere decir que, por cada 100€ invertidos, pierde menos unidades monetarias a partir de la gestión de los Activos (sigue sin generar rendimientos, pero las pérdidas son menores). Analizando los dos factores que influyen en su determinación, la tabla 21 muestra que esa evolución positiva se debe a la mejora experimentada por el Margen durante el ejercicio (aumentó en un 36,66%; 3,55% en términos porcentuales), ya que la Rotación apenas varió significativamente (aumentó ligeramente en un 5,67%, volviendo al mismo nivel de 2019). En este sentido, esa mejora en el Margen fue lo que determinó la corrección parcial de la rentabilidad, ya que consiguió ser menos negativo que el ejercicio anterior (del -6,14%, frente al -9,69% de 2020).

Dicho lo anterior, la mejora en el Margen se debió a una mejor gestión de las variables que conforman el Resultado del Grupo durante el ejercicio, que permitió reducir y controlar los resultados negativos obtenidos con la actividad. Así, tal y como se exponía en el apartado anterior, aunque el Grupo volvió a obtener pérdidas en 2021, gracias al control de los gastos y a la mejora de la mayoría de las variables, consiguió que fueran sustancialmente inferiores a las obtenidas en 2020, controlando la situación y devolviendo, parcialmente, el rumbo a la compañía. De esta manera, pasó de generar 9,69€ de pérdidas por cada 100€ de ventas al cierre de 2020, a generar 6,14€ de pérdidas al cierre de 2021, lo que evidencia una mejora importante en el resultado de la actividad, y un efecto igualmente positivo en el ámbito de la rentabilidad. En este sentido, la recuperación parcial de la Rentabilidad Económica vino de la mano de la mejora en el Resultado del ejercicio, que consiguió controlar y reducir las pérdidas. De esta manera, aunque es cierto que la situación sigue siendo desfavorable desde el punto de vista de la rentabilidad, ya que sigue sin obtener rendimientos de la inversión, supone una mejora en su gestión con respecto al ejercicio anterior, ya que consigue generar menos pérdidas y corregir parcialmente la situación (hacia una rentabilidad positiva).

Siendo ese el análisis básico de la Rentabilidad Económica, calculada a partir del Resultado del ejercicio que consta en la Cuenta de resultados consolidada (sin ajuste alguno), resulta interesante contemplar y comparar los resultados que se obtienen con versiones diferentes del Resultado del ejercicio, efectuando ajustes sobre el mismo para eliminar la influencia que tienen ciertos aspectos en él.

Tabla 22. Rentabilidad Económica calculada a partir del BAIDI, BAIL y EBITDA (2019-2021).

		2021			2020			2019		
		BENEFICIO ANTES DE INTERESES Y DEPUES DE IMPUESTOS (BAIDI)								
BAIDI (1)	-575.055	=	-3,46 %	-852.529	=	-5,22 %	193.878			
Activo Total	16.630.195			16.341.505			16.689.413	=	1,16 %	
		BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIL)								
BAIL (2)	-502.599	=	-3,02 %	-952.283	=	-5,83 %	243.368			
Activo Total	16.630.195			16.341.505			16.689.413	=	1,46 %	
		BENEFICIO ANTES DE INTERESES, IMPUESTOS, DETERIORO Y AMORTIZACIÓN (EBITDA)								
EBITDA (3)	242.289	=	1,46 %	-118.195	=	-0,72 %	876.349			
Activo Total	16.630.195			16.341.505			16.689.413	=	5,25 %	

(1) BAIDI= Resultado del ejercicio + Gasto Financiero.

(2) BAIL= Resultado del ejercicio + Gasto Financiero ± Impuesto sobre Beneficios.

(3) EBITDA= Resultado del ejercicio + Gasto Financiero - Ingreso Financiero ± Impuesto sobre Beneficios + Deterioro + Amortización. *Los datos relativos al Deterioro y a la Amortización se han obtenido de la Memoria, ya que la Cuenta de resultados consolidada se presenta por función, no por naturaleza. De todas formas, aunque su presentación sea distinta, esos gastos se encuentran igualmente reflejados, por lo que se pueden utilizar para el cálculo de esta versión.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Dicho lo anterior, la tabla 22 muestra los diferentes resultados que se obtienen al realizar el cálculo de la Rentabilidad Económica con versiones diferentes del Resultado del ejercicio (BAIDI, BAIL y EBITDA, exactamente). Así, cuando se eliminan ciertos elementos de la estructura del resultado, se puede ver cómo es la Rentabilidad Económica sin tener en cuenta el efecto de ciertos aspectos que influyen necesariamente en la generación del resultado, lo que permite analizarla desde diferentes perspectivas.

Comparando esos nuevos resultados, se puede observar que ni la estructura de financiación del Grupo (BAIDI), ni su forma jurídica (BAIL), influyen significativamente en la generación del Resultado, ya que al eliminar el impacto que tienen en el mismo (a través del Gasto financiero

y el Impuesto sobre beneficios, respectivamente), los cálculos no difieren mucho entre sí. Es cierto que la Rentabilidad Económica mejora con ambas versiones (a cada cual mejor, ya que se eliminan variables que tienen un impacto negativo en la Cuenta de resultados), pero no supone un cambio significativo con respecto al cálculo inicial (sin realizar ajuste alguno). Por tanto, puesto que la mejora apenas es relevante, se puede afirmar que ni el modelo financiero, ni la forma jurídica del Grupo, influyen significativamente en el Resultado del ejercicio (ni, en consecuencia, en la Rentabilidad Económica que presenta).

En cuanto al cálculo con la versión del EBITDA, se aprecia una notoria mejoría en el ámbito de la rentabilidad, ya que presenta mejores resultados cada año, hasta el punto de ser negativa tan solo al cierre de 2020. Así, la Rentabilidad Económica de 2019 sube hasta el 5,25%, siendo un resultado muy bueno en términos de rendimiento de la inversión (en especial, en comparación con el 0,84% inicial); la Rentabilidad Económica negativa de 2020 se reduce hasta el -0,72%, apenas significativa en comparación con el volumen de inversión (aunque sigue siendo negativa, no es tan repentina como la inicial); y la Rentabilidad Económica de 2021 pasa de ser negativa a ser positiva, con un resultado bastante optimista (del 1,46%, frente al -3,76% inicial). Tras haber ajustado el resultado final con el impacto de la totalidad de la estructura financiera (incluyendo los Ingresos financieros también), el Impuesto sobre beneficios, y el deterioro y la amortización, se obtienen unos resultados mucho mejores, lo que evidencia que el rendimiento que se obtiene con lo que podría ser el 'Resultado operativo' o el 'Resultado bruto de explotación' es bastante positivo. Ello quiere decir, a su vez, que es capaz de generar rendimientos con el desempeño conseguido a través de su actividad principal, lo que es bastante revelador desde el punto de vista de la operatividad del negocio.

5.6.2. Análisis de la Rentabilidad Financiera

Centrando ahora la atención en la perspectiva de la financiación, con el análisis de la Rentabilidad Financiera se pretende medir y evaluar diversos aspectos de las diferentes fuentes de financiación de las que dispone el Grupo (propia y ajena), a fin de obtener información relevante para la toma de decisiones. Así, en virtud de los resultados obtenidos, los accionistas tomarán sus decisiones de inversión en el Grupo (en especial, atendiendo a la Rentabilidad de los Recursos Propios), y la entidad dispondrá de un criterio que le facilitará la toma de decisiones sobre el modelo de financiación a implementar, ya que sabrá cuál es aquel que, atendiendo a los diferentes aspectos, le permita mejorar la Rentabilidad de los Recursos Propios (Cámara de Comercio de Madrid, 2021).

Como se puede observar, en el análisis de la Rentabilidad Financiera todo gira en torno a la Rentabilidad de los Recursos Propios, ya que el objetivo es la búsqueda de su mejora o maximización. Por ello, en la medida en que las decisiones de financiación le afectan, se debe evaluar cuál ha sido su efecto durante el ejercicio y, atendiendo a esos resultados, cuáles son las que le convienen para próximos ejercicios, para poder optar, así, por aquellas que permitan maximizarla o protegerla, según el caso. El objetivo final debe ser su mejora, y el análisis debe ayudar a determinar cómo influye el modelo financiero, para saber si las decisiones de financiación son las adecuadas, y cuáles debería tomar para potenciar esa rentabilidad.

Determinación de la situación financiera y modelo de financiación recomendable

Comenzando con el análisis, en esta primera fase se va a determinar la situación de Apalancamiento Financiero en la que se encuentra el Grupo cada año, y, en función de la situación que presente, se propondrá el modelo de financiación que hubiera sido recomendable implementar durante el ejercicio siguiente para cubrir las nuevas necesidades

de financiación, a fin de preservar y potenciar la Rentabilidad de los Recursos Propios. De esta manera, se establecerá el escenario marco de cada año, lo que permitirá evaluar, a continuación, las decisiones de financiación tomadas durante el ejercicio siguiente, considerando su efecto en la mencionada rentabilidad, y poniéndolo en relación, además, con los resultados y las recomendaciones establecidas en este subapartado.

Dicho lo anterior, la tabla 23 muestra que el Grupo presenta una situación de Apalancamiento Financiero negativo al cierre de los tres ejercicios, ya que en los tres años la Rentabilidad de los Recursos Propios (r_1) es menor que la Rentabilidad Global del Negocio (r_2), que es, a su vez, menor que la Rentabilidad de los Recursos Ajenos (r_3). Lo anterior pone de manifiesto que el Grupo se encuentra en una situación en la que la rentabilidad que genera el negocio es menor que el coste de remunerar a la Financiación Ajena, lo que provoca que se produzca un transvase de rentabilidad desde los Recursos Propios a favor de los Recursos Ajenos. Concretando lo anterior, puesto que la rentabilidad global no es capaz de cubrir la totalidad del coste de la remuneración ajena, los Recursos Propios tienen que ver disminuida su remuneración para poder atender la cantidad restante, dando lugar a ese transvase (Caraballo Esteban et al., op. cit., p. 9).

Siendo esa la situación al cierre de los tres ejercicios, la recomendación hubiera sido, para los dos ejercicios (2020 y 2021), financiar las nuevas necesidades de financiación a través de la Financiación Propia, a fin de proteger, en esa coyuntura, la Rentabilidad de los Recursos Propios (que se estaba viendo afectada negativamente, en tanto que se transvasaba a la rentabilidad de la Financiación Ajena). En este sentido, el objetivo no es tanto maximizar esa rentabilidad o potenciarla, sino que más bien protegerla, en tanto que un aumento de la Financiación Ajena resultaría en un mayor transvase de rentabilidad a su favor, con la consecuente pérdida de rentabilidad sobre los Recursos Propios.

Tabla 23. Rentabilidad de los Recursos Propios (r_1), Global del Negocio (r_2), y de los Recursos Ajenos (r_3) (2019-2021).

	2021			2020			2019		
(r_1) RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS									
Resultado del ejercicio	-625.909	=	-14,04 %	-918.959	=	-18,62 %	140.938	=	2,25 %
Patrimonio Neto	4.458.468			4.934.862			6.272.805		
(r_2) RENTABILIDAD GLOBAL DEL NEGOCIO									
Resultado del ejercicio+Gasto Financiero*(1-t)	-587.260	=	-8,49 %	-868.472	=	-12,66 %	180.114	=	2,42 %
Patrimonio Neto+Pasivo exigible (1)	6.919.286			6.858.260			7.437.471		
(r_3) RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS AJENOS									
Gasto Financiero*(1-t)	38.649	=	1,57 %	50.487	=	2,62 %	39.176	=	3,36 %
Pasivo exigible (1)	2.460.818			1.923.398			1.164.666		

(1) Para el cálculo de esta ratio, se incluyen todos los Pasivos cuya remuneración se hace en forma de Gasto financiero (los Pasivos financieros que generan carga financiera). En el ámbito del análisis de la Rentabilidad Financiera, interesa conocer la rentabilidad (el coste efectivo) de la Financiación Ajena de naturaleza financiera en su totalidad, como una de las fuentes de financiación principales de la entidad (y no solo de la Deuda financiera, que es más específico para un análisis más particular).

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Análisis del efecto de las decisiones de financiación sobre la Rentabilidad de los Recursos Propios

Una vez determinado el escenario en el que se encuentra el Grupo al cierre de cada año, y lo que hubiera sido recomendable hacer en términos de política de financiación, procede analizar las decisiones que efectivamente ha tomado en este ámbito durante el ejercicio, y evaluar su impacto en la Rentabilidad de los Recursos Propios. De esta manera, se podrá valorar si ha implementado o no la política recomendable, y cuál ha sido su efecto final en la

citada rentabilidad (si ha empeorado, mejorado, o mantenido en niveles similares). De todas formas, en tanto que esta variable no se encuentra influida exclusivamente por las decisiones de financiación adoptadas, sino que son factores muy significativos también la propia Rentabilidad Global del Negocio (r_2), así como la gestión sobre la Rentabilidad de los Recursos Ajenos (r_3), se valorará también su gestión durante el ejercicio, así como su efecto sobre la rentabilidad objeto de interés (Rentabilidad de los Recursos Propios, r_1).

Comenzando, así, con el análisis del *ejercicio económico 2020*, la tabla 23 muestra que la Rentabilidad de los Recursos Propios experimentó una disminución considerable durante el ejercicio (del 20,87% en términos porcentuales), ya que pasó de ser positiva al cierre de 2019 (2,25%), a ser negativa al cierre de 2020 (-18,62%). Lo anterior quiere decir que el Grupo pasó de remunerar 2,25€ en forma de beneficio a los accionistas por cada 100€ de financiación aportada en forma de Recursos Propios, a tener que asumir éstos 18,62€ de pérdidas por cada 100€ de financiación aportada. Ese cambio de situación tan drástico, de recibir beneficios en forma de remuneración, a tener que asumir pérdidas en su lugar (de cuantía importante, además), implica una evolución bastante negativa desde el punto de vista de la Rentabilidad Financiera.

Entrando en el análisis de los motivos que justifican ese empeoramiento, la tabla 23 muestra que la Rentabilidad Global del Negocio también cayó drásticamente durante el ejercicio (en 15,08% en términos porcentuales), pasando, igual que la rentabilidad anterior, de ser positiva al cierre de 2019 (2,42%), a ser negativa al cierre de 2020 (-12,66%). En este sentido, el Grupo pasó de generar 2,42€ de beneficios por cada 100€ invertidos al cierre de 2019, a generar 12,66€ de pérdidas por cada 100€ invertidos al cierre de 2020 (en tanto que, conceptualmente, se equipara al rendimiento obtenido de las inversiones, ROI, por calcular el rendimiento que genera el negocio, que será lo que retribuya la totalidad de la financiación). Ese cambio tan significativo, en el que el negocio pasó a dar pérdidas (considerables) en lugar de dar beneficios, impactó notablemente en la Rentabilidad de los Recursos Propios, teniendo un efecto negativo considerable en la misma, y siendo responsable mayoritario de su gran caída.

En cuanto a la Rentabilidad de los Recursos Ajenos, la tabla 23 muestra que disminuyó sensiblemente durante el ejercicio (en 0,74% en términos porcentuales), reduciéndose el coste efectivo de la Financiación Ajena de naturaleza financiera (de 3,36€ al cierre de 2019, a 2,62€ al cierre de 2020). De esta manera, el coste efectivo de los Pasivos financieros disminuyó durante el ejercicio, lo que implica un efecto positivo para la Rentabilidad de los Recursos Propios (al destinar menos de la rentabilidad global a su cobertura), si bien apenas significativo, ya que la reducción fue bastante leve.

Teniendo en cuenta lo anterior, tan solo la gestión de la Rentabilidad Global del Negocio tuvo un efecto negativo sobre la Rentabilidad de los Recursos Propios, ya que la disminución de la Rentabilidad de los Recursos Ajenos como consecuencia de su gestión durante el ejercicio tuvo un efecto positivo sobre la misma. En este sentido, la evolución tan negativa experimentada por la Rentabilidad de los Recursos Propios durante el ejercicio, que ha dado lugar a una caída considerable en términos negativos, se ha debido en su mayor parte a la caída igualmente relevante experimentada por la Rentabilidad Global del Negocio.

Considerando ahora las decisiones de financiación tomadas durante el ejercicio, y su efecto sobre la Rentabilidad de los Recursos Propios, se va a analizar cómo ha sido el efecto Apalancamiento Financiero, y cuál ha sido su evolución. De esta manera, se podrá examinar

la incidencia directa de la política de financiación adoptada, en términos de favorecer o empeorar la situación financiera existente.

Recuperando lo dicho en el subapartado anterior, puesto que el Grupo presentaba una situación de Apalancamiento Financiero negativo al cierre de los dos ejercicios (2019 y 2020), lo recomendable hubiera sido financiar sus nuevas necesidades de financiación de 2020 con Financiación Propia, en la medida en que las circunstancias se han mantenido inalteradas, y es lo idóneo desde el punto de vista de la Rentabilidad de los Recursos Propios. En este sentido, ante esa situación lo deseable hubiera sido potenciar los Recursos Propios en la estructura de financiación, que se consigue aumentando los Recursos Propios, y/o disminuyendo el endeudamiento.

Tabla 24. Rentabilidad de los Recursos Propios calculada considerando el efecto Apalancamiento Financiero (2019-2021).

			r ₁		r ₂		r ₂		r ₃			Pasivo exigible		Patrimonio Neto	
2019	r ₁	=	2,25 %	=	2,42 %	+	(2,42 %	-	3,36 %	)	*	( 1.164.666	/	6.272.805)
			2,25 %	=	2,42 %	+	(	-0,94 %		)	*	(	0,19)
			2,25 %	=	2,42 %	+	(								-0,17 %
2020	r ₁	=	-18,62 %	=	-12,66 %	+	(-12,66 %	-	2,62 %	)	*	( 1.923.398	/	4.934.862)
			-18,62 %	=	-12,66 %	+	(	-15,29 %		)	*	(	0,39)
			-18,62 %	=	-12,66 %	+	(								-5,96 %
2021	r ₁	=	-14,04 %	=	-8,49 %	+	(-8,49 %	-	1,57 %	)	*	( 2.460.818	/	4.458.468)
			-14,04 %	=	-8,49 %	+	(	-10,06 %		)	*	(	0,55)
			-14,04 %	=	-8,49 %	+	(								-5,55 %

(1) (r₂ - r₃): signo del Apalancamiento Financiero.

(2) (Pasivo exigible / Patrimonio neto): ratio de Endeudamiento o Palanca financiera.

(3) (r₂ - r₃)*(Pasivo exigible / Patrimonio neto): efecto Apalancamiento Financiero, que mide el trasvase de rentabilidad que se produce entre las rentabilidades.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Siendo esa la recomendación para el ejercicio 2020, la tabla 24 muestra que el Grupo se apartó totalmente de la misma, lo que era inevitable dadas las circunstancias del ejercicio. Así, en lugar de reducir el endeudamiento, lo tuvo que aumentar durante el ejercicio (en un 65,15%), lo cual tiene un efecto negativo para la rentabilidad que interesa. Y, en cuanto a la Financiación Propia, se redujo inevitablemente en lugar de aumentar (en un 21,33%, debido a la obtención de pérdidas significativas durante el ejercicio), lo que tiene igualmente un efecto negativo. En este sentido, las variaciones experimentadas en ambos sentidos fueron negativas, perjudiciales de cara a la Rentabilidad de los Recursos Propios, pero irremediables teniendo en cuenta la falta de sustento en el negocio por la generación de pérdidas significativas, y la necesidad de recurrir al endeudamiento en consecuencia.

Concretando lo anterior, el efecto final de las decisiones de financiación tomadas durante 2020 ha sido negativo, ya que la ratio de Endeudamiento ha ganado fuerza en lugar de perderla (en 2019, por cada 100€ de Financiación Propia, el Grupo disponía de 18,57€ de Financiación ajena; en 2020, disponía de 38,98€, aumentando su proporción frente a los Recursos Propios). Siendo el signo de Apalancamiento Financiero negativo, y existiendo, en consecuencia, un transvase de rentabilidad negativo de los Recursos Propios a los Recursos Ajenos, lo que interesa es quitarle fuerza a la ratio, que sea lo menor posible, ya que de esa manera se minimizaría ese efecto negativo. Pero con ese aumento de la ratio, en lugar de mejorar la situación y conseguir minimizar ese efecto negativo, se ha aumentado, provocando que el transvase de rentabilidad mencionado sea todavía mayor. Además, fruto de la mala

gestión de la Rentabilidad Global del Negocio durante el ejercicio que se indicaba antes, el signo negativo de Apalancamiento Financiero también fue mucho mayor (del -15,29%, frente al -0,94% de 2019), contribuyendo negativamente también al aumento de ese transvase de rentabilidad. En este sentido, como consecuencia de la mala gestión de todos esos factores (la política de financiación y la Rentabilidad Global del Negocio, que también tiene su incidencia en este aspecto), el efecto negativo del Apalancamiento Financiero aumentó considerablemente durante el ejercicio, provocando que el transvase perjudicial para los Recursos Propios fuera mucho mayor (de 5,96€, frente a los 0,17€ al cierre de 2019), y que ello repercutiera negativamente en la Rentabilidad de los Recursos Propios, contribuyendo a su reducción drástica.

En definitiva, considerando los diferentes aspectos que influyen en la determinación de la Rentabilidad de los Recursos Propios, la evolución tan negativa experimentada durante el ejercicio se debe a la mala gestión de la Rentabilidad Global del Negocio y de la política de financiación, consideradas desde dos perspectivas. Por un lado, la disminución drástica sufrida por la Rentabilidad Global del Negocio, considerada de manera aislada, ya marca una gran caída para la rentabilidad en cuestión, ya que, al generarse pérdidas durante el ejercicio, éstas van a tener que ser asumidas por los accionistas. Por otro lado, porque al considerar la interacción de esas dos variables en el efecto Apalancamiento Financiero, su gestión negativa también ha influido negativamente en el mismo. Además de seguir siendo negativo por otro año consecutivo, ya que el signo sigue siendo negativo, y ello implica que sigue existiendo un transvase de rentabilidad en contra de los Recursos Propios, es más negativo que el ejercicio anterior, por los motivos ya expuestos, lo que quiere decir que ese transvase perjudicial es todavía mayor (y, por tanto, ello perjudica gravemente a su rentabilidad, contribuyendo a su reducción). Es por todo ello que, al cierre de 2020, los accionistas tienen que asumir 18,62€ de pérdidas por cada 100€ de financiación aportada, porque además de haberse generado 12,66€ de pérdidas en el negocio que tienen que asumir, existe un transvase de rentabilidad negativo de 5,96€ a los Recursos Ajenos, incrementando sus resultados negativos. Por tanto, no solo tienen que asumir las pérdidas del negocio, sino que tienen que cubrir también las necesidades de la Financiación Ajena, en tanto que el negocio no ha generado rendimiento alguno para cubrirlas, consecuencia directa de su mala marcha durante ese año.

En cuanto al análisis del *ejercicio económico 2021*, la tabla 23 muestra que la Rentabilidad de los Recursos Propios experimentó una leve mejoría durante el ejercicio (del 4,58% en términos porcentuales), ya que consiguió ser menos negativa que el ejercicio anterior (fue del -14,04%, frente al -18,62% de 2020). En este sentido, los accionistas tuvieron que asumir menos pérdidas por cada 100€ de financiación aportada en forma de Recursos Propios al cierre de 2021, lo que implica una evolución positiva de la rentabilidad (aunque siga siendo negativa y tengan que asumir pérdidas en lugar de recibir beneficios en forma de remuneración).

Entrando en el análisis de los motivos que justifican esa mejora, la tabla 23 muestra que la Rentabilidad Global del Negocio también mejoró durante el ejercicio (en 4,18% en términos porcentuales), consiguiendo ser menos negativa también que el ejercicio anterior (fue del -8,49%, frente al -12,66% de 2020). En este sentido, el negocio generó menos pérdidas por cada 100€ invertidos al cierre de 2021, lo que tiene un efecto positivo para la Rentabilidad de los Recursos Propios, ya que implica menos pérdidas a asumir por los accionistas (de 8,49€ por cada 100€ de inversión, frente a los 12,66€ al cierre de 2020).

En lo que respecta a la Rentabilidad de los Recursos Ajenos, la tabla 23 muestra que disminuyó nuevamente durante el ejercicio (en 1,05% en términos porcentuales), reduciéndose, una vez

más, el coste efectivo de la Financiación Ajena de naturaleza financiera (de 2,62€ al cierre de 2020, a 1,57€ al cierre de 2021). Ello tiene, igualmente, un efecto positivo para la Rentabilidad de los Recursos Propios, al requerir de menos unidades monetarias para su cobertura (en una coyuntura en la que el negocio no genera rendimiento alguno, sino que pérdidas, recayendo todo el peso sobre los accionistas).

Teniendo en cuenta lo anterior, tanto la gestión de la Rentabilidad Global del Negocio, como la gestión de la Rentabilidad de los Recursos Ajenos, tuvieron un efecto positivo sobre la Rentabilidad de los Recursos Propios, contribuyendo a su mejora durante el ejercicio. No obstante, se debe apuntar que, fue especialmente la mejora de la Rentabilidad Global del Negocio, la que ayudó a mejorar la Rentabilidad de los Recursos Propios, ya que experimentó una variación muy positiva durante el ejercicio (más que la de los Recursos Ajenos), que impulsó una mejora en los mismos términos en la mencionada rentabilidad.

Considerando ahora las decisiones de financiación tomadas durante el ejercicio, y su efecto sobre la Rentabilidad de los Recursos Propios a través del efecto Apalancamiento Financiero, se debe traer a colación, nuevamente, la recomendación efectuada en el subapartado anterior. Así, puesto que el Grupo seguía presentando una situación de Apalancamiento Financiero negativo al cierre de los dos ejercicios (2020 y 2021), la recomendación seguía siendo haber financiado sus nuevas necesidades de financiación de 2021 con Financiación Propia, en la medida en que las circunstancias seguían siendo las mismas, y es lo idóneo desde el punto de vista de la Rentabilidad de los Recursos Propios. En este sentido, lo deseable hubiera sido potenciar los Recursos Propios en la estructura de financiación, bien aumentando su volumen, bien disminuyendo el endeudamiento.

Siendo esa la recomendación para el ejercicio 2021, la tabla 24 muestra que el Grupo se volvió a apartar inevitablemente de la misma. En efecto, la Financiación propia se redujo nuevamente (en un 9,65%, por obtener otro año consecutivo pérdidas), y el endeudamiento tuvo que volver a aumentar en consecuencia durante el ejercicio (en un 27,94%, ante la falta de sustento en el propio negocio), teniendo ambos un efecto negativo para la rentabilidad que interesa. Así, la consecuencia de esas decisiones de financiación fue un aumento de la ratio de Endeudamiento (de 0,39 a 0,55 al cierre de 2021, al aumentar la proporción de Financiación Ajena frente a los Recursos Propios), provocando que el factor multiplicador del efecto Apalancamiento Financiero, que era negativo, aumentara. De esta manera, las decisiones se dirigieron a potenciar el efecto negativo existente, tendiendo a un aumento del transvase de rentabilidad en contra de los Recursos Propios.

No obstante lo anterior, aunque la gestión de la política de financiación fue bastante negativa, y dirigía a un aumento del transvase de rentabilidad negativo, el resultado final fue una reducción y minimización de ese efecto negativo. En efecto, la gestión tan positiva de la Rentabilidad Global del Negocio provocó que el signo del Apalancamiento Financiero fuera menos negativo que el ejercicio anterior (del -10,06%, frente al -15,29% de 2020), reduciendo así ese transvase de rentabilidad perjudicial para los Recursos Propios (que pasó de -5,96€ a -5,55€ en 2021). Por tanto, aunque el factor multiplicador aumentó, fruto de las decisiones de financiación, la base sobre la que se aplicaba disminuyó bastante, dando lugar a una minimización final del efecto negativo (es decir, que el transvase de rentabilidad negativo fuera menor que el ejercicio anterior, resultando en una valoración positiva final para la Rentabilidad de los Recursos Propios).

En definitiva, considerando los diferentes aspectos que influyen en la determinación de la Rentabilidad de los Recursos Propios, la evolución positiva experimentada durante el ejercicio se debe, fundamentalmente, a la mejora de la Rentabilidad Global del Negocio, que ha influido positivamente en un doble sentido. Por un lado, al reducir su resultado negativo, ello solo ya ha implicado, considerado de manera aislada, una mejora en la rentabilidad en cuestión, ya que ha significado que, de entrada, haya menos pérdidas a asumir por los accionistas (al generar pérdidas, y no rendimiento, el negocio, deben ser asumidas por los accionistas, por lo que se reduce la carga que tienen que soportar). Y, por otro lado, considerando su influencia en el efecto Apalancamiento Financiero y su interacción con la política de financiación, su mejora ha dado lugar a una minimización del efecto negativo que existía. Así, aunque la gestión de la política de financiación fue negativa, y apuntaba a un aumento de ese efecto negativo, la variación positiva de la Rentabilidad Global del Negocio determinó que el efecto final fuera una minimización del transvase negativo de rentabilidad, siendo la valoración final positiva. De esta manera, el resultado final fue que, al cierre de 2021, los accionistas tuvieran que asumir 14,04€ de pérdidas por cada 100€ de financiación aportada, ya que, de un lado, el negocio generó 8,49€ de pérdidas que debían asumir, y, de otro lado, existía un transvase de rentabilidad negativo de 5,55€ a favor de los Recursos Ajenos. Aunque la situación siguió siendo negativa, ya que el negocio no generaba rendimiento alguno y, además, se debían cubrir las necesidades de la Financiación Ajena (que estaban descubiertas), fue mejor que en el ejercicio anterior, al reducirse las pérdidas y aligerar la carga de los accionistas (gracias a la flexibilización de la situación y signos de mejora en el negocio).

5.7. Análisis de la Liquidez del Grupo sobre la base del Estado consolidado de Flujos de Efectivo

Analizando una última cuestión del Grupo Siemens Gamesa, resulta interesante examinar otro de los documentos que forma parte de sus Estados Financieros consolidados: el Estado consolidado de Flujos de Efectivo (EFE). En efecto, el EFE permite conocer por qué ha variado la ‘Tesorería’ durante el ejercicio, al mostrar los cobros y pagos que se han producido, y agruparlos en tres tipos de operaciones para conocer su origen: la explotación, la inversión y la financiación. De esta manera, se puede valorar la situación financiera del Grupo desde otra perspectiva, al poder estudiar si la Tesorería generada en la actividad principal (explotación) ha sido suficiente para cubrir las necesidades generadas en la misma, así como las necesidades generadas por las operaciones de inversión y financiación (Caraballo Esteban et al., 2018e). En este sentido, este estudio complementa el análisis de la Liquidez y Solvencia del Grupo, permitiendo profundizar en ese aspecto desde otra perspectiva más concreta y precisa: la Tesorería, que es fundamental para financiar la actividad y asegurar su continuidad.

5.7.1. Análisis de los Flujos de Tesorería del ejercicio 2020

Comenzando con el análisis del ejercicio 2020, la tabla 25 muestra que el Grupo redujo su saldo de Tesorería en 105.664€. Si bien su actividad de explotación generó Tesorería por importe de 663.996€ (TGOs positivas), y sus operaciones de financiación generaron igualmente Tesorería por importe de 57.530€ (TGFs positivas), ambas no fueron suficientes para hacer frente o cubrir el desembolso neto que le generó la política de inversiones realizadas (TGI negativas por importe de 749.598€). Además, las variaciones de los tipos de cambio tuvieron un efecto negativo de 77.592€ durante el ejercicio. Con todo, la Tesorería generada no fue suficiente para cubrir todas esas necesidades de Tesorería (por desembolsos

por inversiones y variaciones de tipos de cambios), de manera que el Grupo tuvo que reducir su saldo de Tesorería para poder hacerles frente.

Tabla 25. Flujos de Efectivo de Tesorería (2020-2021).

	2021	2020
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	801.180	663.996
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(635.983)	(749.598)
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	140.801	57.530
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	32.816	(77.592)
AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	338.814	(105.664)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa
Flujos de Efectivo de las Operaciones de la Actividad (TGO)

Partiendo de un Resultado negativo antes de impuestos por importe de 1.018.713€, la tabla 26 muestra que el Grupo logró generar un volumen de TGOs positivas por importe de 663.996€. Ese resultado es bastante sorprendente, ya que, a pesar de haber generado unas pérdidas significativas en el ejercicio, consiguió generar Tesorería con el desarrollo de su actividad. Ello evidencia un éxito en el desarrollo de su política financiera de cobros y pagos, que fue lo que le permitió generar liquidez con su actividad, ya que el desarrollo propio de la actividad fue realmente un fracaso, que se manifiesta en la generación de pérdidas relevantes. Esa diferencia tan grande entre el Resultado antes de impuestos y las TGOs, que han acabado con un volumen positivo de gran importancia, se explica atendiendo a los siguientes factores (tabla 26).

Tabla 26. Flujos de Efectivo de las actividades de explotación (2020-2021).

	2021	2020
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN		
1.- Resultado del ejercicio antes de impuestos	(553.453)	(1.018.713)
2.- Ajustes al resultado	810.430	913.591
Gastos (Ingresos) financieros, netos	40.992	58.628
Amortización, depreciación y deterioro	757.139	844.197
(Ingresos) Pérdidas relacionadas con actividades de inversión	(185)	12.467
Otros gastos (ingresos) no en efectivo	12.484	(1.701)
3.- Cambio en el capital corriente	671.159	934.389
Activos por contrato	74.437	289.791
Existencias	207.545	(48.460)
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	278.578	117.314
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(105.586)	336.143
Pasivos por contrato	187.067	373.018
Cambios en otros activos y pasivos	29.118	(133.417)
4.- Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(126.956)	(165.271)
Impuestos sobre beneficios pagados	(134.138)	(172.103)
Dividendos cobrados	345	780
Intereses percibidos	6.837	6.052
5.- Flujos de efectivo de las actividades de explotación	801.180	663.996

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Por un lado, el fuerte volumen de gasto no monetario, materializado en la Amortización, depreciación y deterioro. Dado el elevado volumen de estas variables (844.197€), el Resultado monetario resultó bastante superior al Resultado antes de impuestos, dando lugar a que el potencial o la capacidad de la actividad desarrollada durante el ejercicio de convertirse en Tesorería fuera significativamente mayor.

Por otro lado, la política de cobros y pagos relacionada con las principales variables del circulante de explotación, que generó 934.389€ a favor del Grupo. Como ya se señaló en el apartado 5.3.2., relativo al análisis de las variaciones del Fondo de Rotación, el Grupo logró mejorar las principales políticas de gestión relacionadas con la explotación (en concreto, almacenamiento, cobro y pago), dando lugar a mejores resultados en determinados ámbitos de su actividad, como es el cobro a Deudores comerciales de importes devengados en años anteriores, y dejar a deber mayores cantidades a los Acreedores comerciales. Pero es que, además, esta mejora también se vio influida por la coyuntura económica existente durante el ejercicio, que provocó que algunos proyectos se paralizaran, y que las partidas de Activos y Pasivos por contrato variaran en consecuencia (como ya se apuntaba cuando se analizaba la estructura empresarial en el apartado 5.2.).

Concretando lo anterior, parte del motivo de que los cobros aumentaran, y de que la política de cobros experimentara esa mejoría, fue que se reconocieran menos ingresos por costes incurridos en la ejecución de proyectos, y que se cobraran hitos significativos de nuevos contratos que se suscribían, así como de contratos que ya existían y que se paralizaron. De esta manera, los Activos por contrato disminuyeron, ya que se facturaron los ingresos que se habían reconocido en ejercicios pasados y no se habían cobrado (eliminando esa desviación), y no se reconocieron muchos más ingresos (debido a la paralización de los proyectos), provocando que no se produjera esa desviación a su favor. Y, por otro lado, los Pasivos por contrato aumentaron, ya que se cobraron hitos iniciales significativos de nuevos contratos que se suscribieron (y que se ejecutarían más adelante), y se siguieron cobrando hitos de contratos paralizados, aumentando la desviación que existía a su favor (a la inversa que con los Activos). Es por ello que los cobros aumentaron y, en consecuencia, la política de cobros mejoró, ya que se estaban cobrando hitos pendientes y nuevos iniciales, sin reconocerse muchos más ingresos, provocando esa diferencia.

Y, por último, esa diferencia también se debió a los otros pagos y cobros relacionados con la explotación. Así, aunque cobró 6.052€ de intereses y 780€ de dividendos, pagó 172.103€ en concepto de Impuesto sobre beneficios, lo que generó un consumo neto de Tesorería por importe de 165.271€ (que minoró esa Tesorería que se estaba generando por los ajustes y las políticas de cobro y de pago).

Habiendo analizado los diferentes factores que han influido en la generación de TGOs positivas durante el ejercicio, ha quedado claro que la consecución de liquidez con el desarrollo de la actividad, a pesar de la generación de pérdidas en el ejercicio, se ha debido a la gestión de las políticas de cobro y pago de la entidad (por los motivos ya expuestos), partiendo de un Resultado monetario bastante superior al Resultado antes de impuestos, que apuntaba a un gran potencial para la generación de Tesorería. En este sentido, a pesar del fracaso propio en el desarrollo de la actividad, se ha conseguido generar Tesorería aun así, pudiendo cubrir las necesidades líquidas de la explotación, y destinar el restante a las otras operaciones del ejercicio.

Haciendo hincapié en esta última idea, dentro del análisis de las TGO, se puede profundizar en esa relación que existe entre la Rentabilidad (el Resultado del ejercicio) y la Liquidez (TGO) generadas con el desarrollo de la actividad, y dar un paso más en el análisis de la liquidez hacia la determinación de su posición. Así, examinando la capacidad que tiene el Grupo para generar recursos internos (partiendo del Resultado antes de impuestos), y la capacidad que tiene para convertir los mismos en liquidez (atendiendo a las TGO que presente), se puede determinar la situación, en términos de liquidez, en la que se encuentra el Grupo, en función de cómo sea capaz de hacer esas dos cuestiones (generar recursos internos y convertirlos en liquidez). En efecto, ello permitirá detectar si existen problemas de liquidez, en función de si se generan o se consumen recursos internos, y de si se convierten o no en liquidez, ya que ello determinará que existan o no medios líquidos para poder hacer frente a las necesidades que genera la actividad, así como las operaciones de inversión y financiación (Ibídem, pp. 24-26).

Tabla 27. Cálculo de los Recursos Generados (2020-2021).

	2021	2020
Resultado del ejercicio	(553.453)	(1.018.713)
Ajustes de Gastos e Ingresos No Monetarios	769.623	842.496
Amortización, depreciación y deterioro	757.139	844.197
Otros gastos (ingresos) no en efectivo	12.484	(1.701)
Ajustes por Operaciones con Inmovilizado e Instrumentos Financieros	(185)	12.467
(Ingresos) Pérdidas relacionadas con actividades de inversión	(185)	12.467
RECURSOS GENERADOS	215.985	(163.750)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Dicho lo anterior, calculando los Recursos Generados (RG) por el Grupo durante 2020, partiendo del Resultado antes de impuestos, la tabla 27 muestra que fueron negativos por importe de 163.750€. En efecto, en lugar de generar recursos internos, la actividad los consumió, generando un desfase que dificultaba poder financiar las operaciones de inversión y de financiación. Esa situación era bastante predecible, teniendo en cuenta las circunstancias del período, que hicieron muy difícil poder generar recursos internos (caída importante de las ventas, aumento considerable de sus costes, desviación de la mayoría de los gastos,... que resultaron en resultados negativos también desde el punto de vista monetario). No obstante, a pesar de no generar recursos internos (RGs negativos), el Grupo consiguió generar liquidez con la actividad (TGOs positivas), lo que demuestra, nuevamente, que aplicó una correcta política de cobros y pagos (gestionó adecuadamente sus períodos de aprovisionamiento, venta, cobro y pago), que fue lo que le permitió generar Tesorería, al no disponer de recursos internos que convertir en liquidez. En este sentido, demostró tener una buena capacidad para generar Tesorería, pero no por la conversión en liquidez de recursos internos (que no generó), sino que por implementar correctas políticas de gestión del circulante.

A pesar de ese resultado positivo final de las TGO, lo anterior evidencia una situación de Liquidez Inestable del Grupo durante el ejercicio, ya que consumió, y no generó, recursos internos, y tuvo que obtener la liquidez de la gestión de esas políticas financieras (lo que implica liquidación de elementos del circulante). En este sentido, aunque finalmente consiguió generar liquidez, no es una situación deseable ni que se deba mantener en el tiempo, sino que debe ser transitoria, en tanto que el Grupo fracasó en la explotación (por no ser capaz de generar recursos internos). Por ello, el objetivo debió ser, para ejercicios siguientes, intentar generar recursos internos con la actividad, para alcanzar una situación de Liquidez más estable, a partir de la obtención de recursos internos que convertir en liquidez (y no basar tanto la obtención de liquidez en la gestión de esas políticas).

Flujos de Efectivo de las Operaciones de Inversión (TGI)

En lo que se refiere a la actividad de inversión, la tabla 28 muestra que, durante 2020, el Grupo consumió Tesorería por importe de 749.598€. Ese consumo se debió a los pagos por inversiones realizados por importe de 778.393€, fundamentalmente de la mano de la incorporación de nuevos Inmovilizados materiales (por los que se pagaron algo menos de 601.285€, ya que también incluye los pagos por adquisición de Inmovilizado intangible, menos significativo). En efecto, como ya se apuntaba en el apartado 5.2., en el que se examinaba la estructura empresarial, el ejercicio se caracterizó por un aumento considerable de la inversión en Inmovilizado material, motivado fundamentalmente por la primera aplicación de la NIFF 16, así como por la adquisición de nuevos elementos. Además, también se materializó la adquisición de los negocios de Senvion, que supuso un desembolso de 177.094€. En consecuencia, el consumo de Tesorería en el ámbito de la inversión fue bastante relevante, ya que los pagos registrados fueron bastante significativos, y los cobros por desinversión apenas fueron notorios 28.795€. Ello refleja, una vez más, el esfuerzo inversor realizado por el Grupo durante el ejercicio, en un intento de sostener la situación de desaceleración que se estaba experimentando por las circunstancias económicas del momento.

Tabla 28. Flujos de Efectivo de las actividades de inversión (2020-2021).

	2021	2020
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
6.- Pagos por inversiones	(678.722)	(778.393)
Adiciones a activos intangibles e inmovilizado material	(676.755)	(601.285)
Adquisiciones de negocios, neto del efectivo adquirido	-	(177.094)
(Compra) Venta de inversiones	(1.967)	(14)
7. Cobros por desinversiones	42.739	28.795
Enajenación de activos intangibles e inmovilizado material	42.739	28.795
8.- Flujos de efectivo de las actividades de inversión	(635.983)	(749.598)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Flujos de Efectivo de las Operaciones de Financiación (TGF)

En cuanto a la actividad de financiación, la tabla 29 muestra que el Grupo generó Tesorería por importe de 57.530€ durante 2020. Esa generación de Tesorería se debió, principalmente, a sus operaciones de endeudamiento, ya que el Grupo adquirió nueva Deuda financiera durante el ejercicio (principalmente, Deuda con entidades de crédito y otras obligaciones, que le reportaron 249.223€ a la Tesorería). El resto de las operaciones se dirigieron a suavizar esa generación de Tesorería, ya que se registraron pagos por cancelar Pasivos por arrendamiento (por 102.343€) y satisfacer Dividendos e Intereses (por 35.675€ y 53.804€, respectivamente).

Tabla 29. Flujos de Efectivo de las actividades de financiación (2020-2021).

	2021	2020
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN		
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-	129
(Compra) Venta de acciones propias	-	129
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	186.818	146.880
Deuda con entidades de crédito y otras obligaciones	275.679	249.223
Pasivos por arrendamiento	(88.861)	(102.343)
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(46.017)	(89.479)
Dividendos pagados	(473)	(35.675)
Intereses pagados	(45.544)	(53.804)
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación	140.801	57.530

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

El resultado final fue una generación de Tesorería por importe de 57.530€, ya que las captaciones por nueva Deuda Financiera fueron mayores que los pagos (aunque, se debe decir, que se adquirió todavía más Deuda Financiera, aunque ésta fue dirigida a financiar las nuevas inversiones en Inmovilizado material señaladas anteriormente, no cubiertas por Tesorería).

5.7.2. Análisis de los Flujos de Tesorería del ejercicio 2021

Finalizando con el análisis del ejercicio 2021, la tabla 25 muestra que el Grupo aumentó su saldo de Tesorería en 338.814€. Gracias a que su actividad de explotación generó Tesorería por importe de 801.180€ (TGOs positivas), y que sus operaciones de financiación generaron igualmente Tesorería por importe de 140.801€ (TGFs positivas), logró hacer frente o cubrir el desembolso neto que le generó la política de inversiones realizadas (TGI negativas por importe de 635.983€), sobrando, incluso, liquidez, que fue destinada a aumentar el saldo de Tesorería (en 305.998€). Además, las variaciones de los tipos de cambio tuvieron un efecto positivo de 32.816€ durante el ejercicio, lo que incrementó todavía más el saldo de Tesorería. Con todo, la Tesorería generada fue más que suficiente para cubrir todas esas necesidades de Tesorería (por desembolsos por inversiones), de manera que el Grupo pudo aumentar su saldo de Tesorería tras hacerles frente.

Flujos de Efectivo de las Operaciones de la Actividad (TGO)

Partiendo de un Resultado negativo antes de impuestos por importe de 553.453€, la tabla 26 muestra que el Grupo logró generar un volumen de TGOs positivas por importe de 801.180€. Nuevamente, a pesar de haber obtenido pérdidas en el ejercicio, consiguió generar Tesorería con el desarrollo de su actividad, lo que se debe nuevamente al éxito en su política financiera de cobros y pagos, ya que el desarrollo de su actividad, propiamente, volvió a fracasar (al haber obtenido pérdidas). La diferencia es que, en esta ocasión, el volumen de pérdidas fue significativamente inferior, lo que permitió obtener un mayor volumen de TGOs positivas. De todas formas, sigue existiendo una diferencia importante entre el Resultado antes de impuestos y las TGOs, que acabaron con un volumen positivo de gran importancia, lo que se explica atendiendo a los siguientes factores (tabla 26).

Por un lado, el fuerte volumen de gasto no monetario, materializado en la Amortización, depreciación y deterioro. Nuevamente, dado el elevado volumen de estas variables (757.139€), el Resultado monetario resultó bastante superior al Resultado antes de impuestos, dando lugar a que el potencial o la capacidad de la actividad desarrollada durante el ejercicio de convertirse en Tesorería fuera significativamente mayor.

Por otro lado, la política de cobros y pagos relacionada con las principales variables del circulante de explotación, que generó 671.159€ a favor del Grupo. Al igual que el ejercicio anterior, el Grupo logró mejorar, una vez más, las principales políticas de gestión relacionadas con la explotación (en concreto, almacenamiento, cobro y pago), dando lugar a mejores resultados en determinados ámbitos de su actividad. La diferencia es que, en esta ocasión, los resultados fueron algo diferentes: en lugar de dejar a deber mayores cantidades a los Acreedores comerciales, se les pagó más que el ejercicio anterior, por conceptos ya devengados; y, como nueva aportación positiva, se consumieron Existencias adquiridas en ejercicios anteriores, fruto de la mejora que también experimentó el período de aprovisionamiento. La variación de los Deudores comerciales fue la misma, de manera que se cobraron, nuevamente, importes devengados en años anteriores.

En lo que se refiere al otro aspecto que también influyó en esa mejora, tuvo un efecto menos intenso que el ejercicio anterior. Así, puesto que las circunstancias de la coyuntura económica se relajaron, la ejecución de los proyectos sufrió menos trabas durante 2021, provocando resultados menos notorios, aunque se vio igualmente afectada, dado que las restricciones y limitaciones continuaron. Es por ello que los Activos por contrato volvieron a disminuir, pero en menor proporción, ya que, si bien los proyectos no recuperaron el 100% del ritmo anterior, el desvío con respecto a las facturaciones de los hitos se acortó (se empezaron a registrar mayores cantidades de ingresos por costes incurridos, de manera que ya no se producía tanta diferencia). En cuanto a los Pasivos por contrato, aumentaron nuevamente, pero en menor proporción, ya que, aunque se seguían suscribiendo nuevos contratos, que daban lugar al cobro significativo de hitos iniciales, ya no se producía tanta desviación con respecto al reconocimiento de ingresos.

Y, por último, esa diferencia también se debió a los otros pagos y cobros relacionados con la explotación. Así, aunque cobró 6.837€ de intereses y 345€ de dividendos, pagó 134.138€ en concepto de Impuesto sobre beneficios, lo que generó un consumo neto de Tesorería por importe de 126.956€ (que minoró esa Tesorería que se estaba generando por los ajustes y las políticas de cobro y de pago).

Habiendo analizado los diferentes factores que han influido en la generación de TGOs positivas durante el ejercicio, ha quedado claro que la consecución de liquidez con el desarrollo de la actividad, a pesar de la generación de pérdidas en el ejercicio, se ha debido, nuevamente, a la gestión de las políticas de cobro y pago de la entidad (por los motivos ya expuestos), partiendo de un Resultado monetario bastante superior al Resultado antes de impuestos, que apuntaba a un gran potencial para la generación de Tesorería. En este sentido, la mecánica ha sido la misma que el ejercicio anterior, si bien con resultados diferentes, ya que la marcha del negocio apuntó hacia una mejoría durante el ejercicio.

De hecho, esa diferencia con respecto al ejercicio anterior se aprecia con mayor grado de detalle en la profundización de la relación que existe entre la Rentabilidad (el Resultado del ejercicio) y la Liquidez (TGO) generadas con el desarrollo de la actividad, en ese paso hacia la concreción en la determinación de la posición de Liquidez del Grupo. En efecto, al calcular los Recursos Generados (RG) por el Grupo durante 2021, partiendo del Resultado antes de impuestos, la tabla 27 muestra que, a diferencia de 2020, fueron positivos por importe de 215.985€. Ello quiere decir que, en esta ocasión, la actividad consiguió generar recursos internos, lo que permitía poder financiar las operaciones de inversión y financiación. Ese cambio positivo se debió a la mejora de las circunstancias del período, que favorecieron la generación de recursos internos (las ventas aumentaron significativamente, y la mayoría de los gastos se controlaron gracias a la suavización de la crisis económica, lo que permitió obtener resultados positivos desde el punto de vista monetario, y generar recursos internos en consecuencia). Pero, además de conseguir generar recursos internos, el Grupo obtuvo TGOs positivas de considerable volumen, lo que significa que consiguió convertir dichos recursos en liquidez, y obtener todavía más, gracias a su correcta política de cobros y pagos.

Dicho lo anterior, el Grupo consiguió mejorar su posición de Liquidez durante 2021, hacia una Liquidez suficiente y una situación equilibrada, ya que contaba tanto con recursos internos, como con liquidez generada con el desarrollo de su actividad (había conseguido convertir en medios líquidos esos recursos, y, además, conseguir todavía más, generando Tesorería suficiente para financiar sus operaciones de inversión y financiación). En este sentido, acometió las acciones que fueron necesarias para mejorar la situación con respecto al ejercicio

anterior (controlar los costes, potenciar la inversión, fomentar las ventas), consiguiendo, así, generar recursos internos con la actividad, y alcanzar, en consecuencia, una posición de liquidez más estable (ante la inestabilidad del ejercicio anterior, por no generar recursos internos que convertir en liquidez).

Flujos de Efectivo de las Operaciones de Inversión (TGI)

En lo que se refiere a la actividad de inversión, la tabla 28 muestra que, durante 2021, el Grupo volvió a consumir Tesorería por importe de 635.983€. Ese consumo se debió, nuevamente, a los pagos por inversiones realizados por importe de 678.722€, fundamentalmente de la mano de la incorporación de nuevos Inmovilizados materiales (por los que se pagaron algo menos de 676.755€, ya que también incluye los pagos por adquisición de Inmovilizado intangible, menos significativo). En efecto, como ya se apuntaba en el apartado 5.2., en el que se examinaba la estructura empresarial, el ejercicio se volvió a caracterizar por un aumento de la inversión en Inmovilizado material, motivado, esta vez, por tan solo la adquisición de nuevos elementos. En consecuencia, el consumo de Tesorería en el ámbito de la inversión volvió a ser bastante relevante, y eso que no hubo adquisición de negocio alguno en el ejercicio, ya que los pagos registrados fueron bastante significativos, y los cobros por desinversión apenas fueron notorios 42.739€. Ello refleja, una vez más, el esfuerzo inversor realizado por el Grupo durante el ejercicio, en un intento de sostener la situación de desaceleración que se estaba experimentando por las circunstancias económicas del momento (tal y como se indicaba en el mismo apartado).

Flujos de Efectivo de las Operaciones de Financiación (TGF)

En cuanto a la actividad de financiación, la tabla 29 muestra que el Grupo volvió a generar Tesorería por importe de 140.801€ durante 2021. Esa generación de Tesorería se debió, otra vez, a sus operaciones de endeudamiento, ya que el Grupo volvió a adquirir nueva Deuda financiera durante el ejercicio (principalmente, Deuda con entidades de crédito y otras obligaciones, que le reportaron 275.679€ a la Tesorería). El resto de las operaciones se dirigieron a suavizar esa generación de Tesorería, ya que se registraron pagos por cancelar Pasivos por arrendamiento (por 88.861€) y satisfacer Dividendos e Intereses (por 473€ y 45.544€, respectivamente). La mecánica fue la misma que el ejercicio anterior, con resultados muy parejos, en la que la captación de nueva Deuda Financiera volvió a superar los pagos realizados. Ello no hace sino reflejar lo que se venía señalando hasta ahora, y es la opción del Grupo por el endeudamiento a lo largo de esos años.

6. Conclusiones

El análisis comenzó *contextualizando al Grupo Siemens Gamesa*, tanto desde el punto empresarial (analizando sus decisiones y actuaciones como entidad económica), como económico (analizando su entorno y los factores que le influyen). En ese estudio se resaltaron los aspectos más relevantes ocurridos durante los ejercicios objeto de análisis, que ayudarían a entender tanto el comportamiento y características del Grupo en general, como los resultados y datos obtenidos en esos ejercicios.

Dicho lo anterior, se determinó que el Grupo estaba inmerso en un mercado muy próspero, en el que se estaban obteniendo resultados muy positivos los últimos años, y en el que SIEMENS GAMESA ocupaba una posición de liderazgo que se consolidaba cada año. Ello se confirmó con las actuaciones que rodearon a la entidad esos años, caracterizados por la recepción de numerosos pedidos significativos, selección como proveedor preferente para varios proyectos, reconocimientos constantes de su labor sostenible y social, y continuos desarrollos y mejoras de su tecnología para ofrecer los mejores productos y servicios. No obstante, a pesar de lo anterior, el período estuvo marcado por las consecuencias económicas derivadas de la pandemia de la COVID-19, que afectó de manera global a todos los mercados, así como por el cambio climático, que sigue avanzando con el paso de los años. Estas circunstancias acompañaron y agravaron la ralentización y los problemas que se estaban experimentando ya en determinados mercados, en los que los resultados no eran tan buenos de por sí, siendo necesario acometer planes de reestructuración para adaptar el negocio a las características y exigencias del sector en esas áreas geográficas (y maximizar la rentabilidad).

Siendo ese el marco económico del Grupo, con el análisis de su *estructura empresarial* se determinó que, en su conjunto patrimonial, predominan las inversiones a largo plazo (en especial, Inmovilizados material e intangible) y la Financiación Ajena (en especial, a corto plazo y de naturaleza comercial). A su vez, dentro del circulante, las partidas de Existencias, 'Deudores Comerciales', y 'Tesorería', estrechamente relacionadas con el desarrollo de la actividad, demostraron tener una gran importancia relativa. Esta estructura es bastante comprensible en un Grupo de empresas de estas características, ya que teniendo en cuenta la actividad económica a la que se dedica (la fabricación de aerogeneradores y diseño de parques eólicos, así como la prestación de servicios de mantenimiento), y el tamaño del conglomerado empresarial, lo coherente es que una gran parte de la inversión se encuentre en el Inmovilizado material (al requerir de grandes instalaciones, fábricas y demás, que aporten la capacidad productiva necesaria para llevar a cabo la actividad), así como que predominen las partidas relacionadas con la actividad productiva y comercial, al ser especialmente intensa dada la complejidad de todo el proceso. Concretando esto último, al ser los proyectos que acomete de gran envergadura, dadas sus dimensiones y el dinero y el tiempo que requieren para su ejecución, es habitual que se dejen a deber grandes cantidades, que existan políticas especiales de cobro a los Clientes, y que se manejen grandes volúmenes de Existencias y de Tesorería en consecuencia (lo que justifica esa preeminencia de lo comercial).

Así las cosas, esa estructura se vio potenciada, en un sentido negativo, por las circunstancias del período, marcado por la crisis económica y productiva provocada por la COVID-19, y la ralentización que ya estaban sufriendo, de manera aislada, algunos mercados (que, de hecho, se agravó por las consecuencias de la pandemia). En efecto, como consecuencia de las restricciones, el confinamiento, y los cierres perimetrales, la cadena de suministro se vio enormemente afectada y, en consecuencia, la ejecución de los proyectos, suponiendo una paralización de la producción (y, posteriormente, una crisis económica, materializada en el

encarecimiento de determinados productos). Y en cuanto a los otros problemas, se acometieron planes de reestructuración para intentar reconducir las líneas del negocio a las características particulares de esos mercados. Esas extraordinarias circunstancias trajeron una serie de consecuencias negativas para el negocio, que se vieron reflejadas tanto en la estructura de inversión como de financiación. En lo que se refiere a la inversión, las partidas pertenecientes al Activo circulante y directamente relacionadas con el desarrollo del negocio (las Existencias y los Deudores comerciales) sufrieron una importante disminución (en especial, durante 2020), reflejo de la mala marcha de la actividad (y de la producción) esos años. Y, en la otra cara de la moneda, la estructura de financiación también reflejó el mismo patrón, ya que el período estuvo marcado por una fuerte disminución del Patrimonio Neto (debido a los resultados negativos de ambos años), y por aumentos de las Provisiones y de los Pasivos por contrato, nuevamente partidas que están estrechamente relacionadas con la marcha de la actividad, y que son especialmente sensibles ante la oscilación del negocio.

Además de todo lo anterior, el período también estuvo caracterizado por un gran esfuerzo inversor del Grupo, que aumentó notablemente sus inversiones a largo plazo (incorporando nuevos elementos al Inmovilizado material, adquiriendo nuevos negocios, y continuando con su labor desarrolladora de nueva tecnología), con el objetivo de mejorar la capacidad productiva, y tratar así de sostener o sacar a flote la situación, y equilibrar esos resultados negativos. En la medida en que esas operaciones estuvieron fundamentalmente financiadas también por la Deuda financiera a largo plazo, el efecto fue una potenciación, por esa parte también, de la estructura patrimonial, caracterizada, como se ha dicho, tanto por las inversiones a largo plazo, como por la Financiación Ajena.

El resultado final de esa potenciación particular fue un estancamiento parcial de la inversión, dando lugar a un período de consolidación o estabilidad desde el punto de vista de la evolución de la inversión. En efecto, en una época en la que la tendencia era hacia el decrecimiento y desinversión (de la mano del Activo Corriente, por la marcha del negocio), el Grupo consiguió, a través de su esfuerzo inversor (de la mano del Activo No Corriente), consolidar o mantener estable la inversión durante esos años, manteniéndola en niveles similares y frenando su caída. Por tanto, se observa y se concluye que el objetivo del Grupo ha sido mantener el equilibrio esos años, controlando la situación y evitando el descenso precipitado de su inversión, haciendo un esfuerzo por evitar que las consecuencias negativas del entorno afectaran gravemente al negocio (y, en consecuencia, la inversión se ha mantenido más o menos estable).

El análisis del *Esquema del Fondo de Rotación* del Grupo reflejó, desde otra perspectiva, los mismos resultados y conclusiones que se habían obtenido (y se acaban de exponer) para la estructura empresarial, permitiendo, además, determinar con mayor grado de concreción el modelo financiero por el que había optado para financiar su actividad (al permitir detectar dónde se generan mayormente las necesidades de financiación, y de qué fuentes obtiene principalmente las disponibilidades de financiación para cubrirlas).

Dicho lo anterior, el análisis evidenció que el grueso de la necesidad financiera se genera en la explotación (de la mano de las Existencias y de los ‘Deudores comerciales’), junto con la ‘Tesorería’, que también genera una gran parte. Ello se debe a la intensa actividad productiva y comercial que tiene el Grupo, dadas las exigencias de su actividad económica, lo que justifica, una vez más, que sean las inversiones más significativas a corto plazo. Por su lado, esas necesidades de financiación se cubren, fundamentalmente, con los ‘Acreedores comerciales’ y los Pasivos por contrato, que son los que generan la mayoría de las

disponibilidades de financiación del circulante (y son Pasivos comerciales, lo que confirma una vez más la predominancia de este tipo de financiación). Además, esa disponibilidad financiera supera, cada año, la necesidad financiera que se genera en el circulante, dando lugar a una Disponibilidad Financiera Neta (un excedente financiero) que se destina a financiar las necesidades financieras del largo plazo. Ello confirma, a su vez, tanto la predominancia de la Financiación Ajena a corto plazo, como el gran volumen de la inversión a largo plazo, que provoca que se produzca, desde el punto de vista de la exigibilidad y la generación de liquidez, esa desviación en la estructura empresarial.

Siendo esa la estructura financiera, las circunstancias del período, antes descritas, hicieron, al igual que con la estructura empresarial, que se potenciara exageradamente. Así, el Fondo de Rotación se hizo todavía más negativo, alcanzando un volumen considerable, lo que quiere decir que cada vez existía más diferencia entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes, y que, por tanto, se generaba mucha más Disponibilidad Financiera Neta en el circulante (para financiar las necesidades financieras del largo plazo, que iban en aumento).

Ese distanciamiento exagerado tuvo lugar, sobre todo, durante 2020, momento cúspide de la pandemia y que más consecuencias negativas provocó. Así, como consecuencia de las circunstancias económicas que rodearon al Grupo ese año, las ventas disminuyeron, los costes de la explotación aumentaron, las compras disminuyeron y se reconocieron más deterioros. A su vez, las políticas de gestión del circulante variaron notablemente, en sintonía con las circunstancias, puesto que el período de aprovisionamiento aumentó (debido a la paralización de la producción), y las políticas de pago y de cobro mejoraron, esta última debido a las condiciones especiales de cobro que existen en los contratos (funcionan por cumplimientos de hitos, de manera que se siguieron produciendo y llegaron a adelantar a la ejecución de los proyectos). Como consecuencia de la interacción de todo lo anterior, las partidas, ya señaladas, del Activo Corriente disminuyeron, generando menor necesidad financiera durante el ejercicio; y las partidas, también señaladas, del Pasivo Corriente aumentaron, generando mayor disponibilidad financiera durante el ejercicio. Ello provocó un aumento sin precedentes de la Disponibilidad Financiera Neta generada en el circulante, así como que el Fondo de Rotación fuera todavía mucho más negativo, evidenciando el gran distanciamiento que se había producido entre las inversiones y las financiaciones corrientes.

Sin embargo, la variación negativa fue bastante menor en 2021, ya que, aunque esa situación económica todavía persistía (los costes volvieron a aumentar y las compras volvieron a disminuir), empezó a mejorar progresivamente con mayores ventas, mejores condiciones, todavía, en las políticas de gestión del circulante (en especial, el período de aprovisionamiento, que disminuyó), mayor generación de 'Tesorería', aumento generalizado del resto de las inversiones, etc. En consecuencia, aunque el resultado final fue un nuevo aumento de la Disponibilidad Financiera Neta generada en el circulante, contribuyendo a que el Fondo de Rotación fuera todavía más negativo, la interpretación final de esa variación negativa ha de ser necesariamente positiva, ya que es mucho menor que la del ejercicio anterior, y los factores que han influido en esa variación son positivos (ya que indican una mejora, un repunte en la marcha del negocio).

Dicho lo anterior, los datos volvieron a reflejar que el período estuvo marcado por unos acontecimientos y circunstancias extraordinarias que determinaron la ralentización del negocio (en especial en 2020), lo que se refleja claramente en el circulante, que se vio seriamente sacudido, con menores inversiones y una predominancia de la financiación. No obstante, el problema de esto último es el importe negativo del Fondo de Rotación, que se vio

incrementado exponencialmente en consecuencia. Indicando ese signo negativo que el Grupo es una entidad que apuesta por la financiación a corto plazo como base de su estructura financiera (ya que quiere decir que tiene un volumen tal que cubre las inversiones a corto plazo, así como parte de las del largo plazo), con ese incremento negativo se manifestó que el Grupo optaba, cada vez más, por los Pasivos Corrientes para cubrir sus necesidades financieras en general. El problema es que eso produce que el volumen de financiación a corto plazo cada vez sea mayor que el volumen de recursos invertidos en el circulante (o, lo que es lo mismo, que cada vez exista más diferencia entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes, como se ha indicado), lo que conlleva el riesgo de que el reembolso deba producirse con mayor antelación a la recuperación de la liquidez de las inversiones. En este sentido, ello planteó, al menos a priori, un posible riesgo financiero de impago por iliquidez, por existir esa diferencia tan significativa, y ascendente, entre la exigibilidad y la recuperación de la liquidez.

El análisis de la *situación financiera* del Grupo permitió despejar esa duda y alarma que activó la estructura y evolución del Fondo de Rotación. Así, el estudio de la Solvencia y Liquidez a corto plazo, junto con las políticas de gestión del circulante, permitieron profundizar en ese aspecto financiero del Grupo, y determinar, con mayor exactitud, si existía ese riesgo real de incapacidad de pago.

Por un lado, el examen de la Solvencia y Liquidez a corto plazo del Grupo permitió determinar su capacidad real de hacer frente al pago de sus deudas y obligaciones a corto plazo, con la liquidez de sus Activos Corrientes. En un primer momento, la ratio de Solvencia a corto plazo mostró una situación de insolvencia a corto plazo que empeoraba cada año, debido a la diferencia, cada vez mayor, que existía entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes (tal y como mostraban el Fondo de Rotación y la estructura empresarial). En consecuencia, esa situación tan negativa, que empeoraba con los años, apuntaba al mismo riesgo financiero de iliquidez que auguraba el análisis del Fondo de Rotación, ya que indicaba que, a priori, con la liquidez esperada de sus Activos Corrientes, no podía hacer frente a la exigibilidad de las deudas y obligaciones que tenía que atender a corto plazo (Pasivos Corrientes).

No obstante, siendo esos resultados también tan solo un indicio, un indicativo de un posible riesgo financiero, fueron desmontados acto seguido con el análisis de las otras dos ratios que componen la herramienta de la Solvencia y Liquidez a corto plazo. En efecto, el análisis de la ratio de Liquidez y la ratio de Disponibilidad mostraban que el Grupo había mantenido unos niveles adecuados de liquidez y disponibilidad inmediata durante los ejercicios, sin reflejar problema alguno de iliquidez. Aunque es cierto que variaron como consecuencia de las circunstancias del período (en especial, la liquidez, que se redujo notablemente), se mantuvieron en niveles muy buenos durante los dos ejercicios (en especial, la disponibilidad inmediata, reflejando un exceso cada año), aportando calma a esa situación de insolvencia, que empeoraba por momentos. Y es que esos resultados eran muy positivos, ya que indicaban que, las partidas más líquidas de las que dispone ('Deudores comerciales' y 'Tesorería'), que son las realmente importantes de cara a hacer frente a los pagos (ya que se pueden convertir fácilmente en medios líquidos), eran más que suficientes, desde un punto de vista teórico, para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Y, por supuesto, ello ofrecía seguridad y control a la situación (sobre todo, ante la insolvencia), ya que aseguraba disponer de suficientes medios para poder convertirlos en liquidez de manera bastante inmediata, ante la necesidad de hacer frente a algún pago. Además, gracias al ajuste de los Pasivos por contrato, se evidenció que, en realidad, las obligaciones que eran necesario satisfacer con los medios más líquidos de la entidad no eran tantas, sino que eran mucho menores (ya que esa partida

ocupaba un gran volumen en la estructura de financiación del circulante), siendo, por tanto, la posición de liquidez del Grupo mucho mejor de lo esperado, ya que la exigencia de liquidez era mucho menor, y ante esa situación los recursos líquidos del Grupo eran más que suficientes.

Por otro lado, el análisis de las políticas de gestión del circulante apoyó estas conclusiones que se acaban de exponer. En efecto, aunque la diferencia entre el PMM y el PMP fue negativa en 2019 y 2020, indicando que tenía que pagar a los proveedores antes de haber recuperado la liquidez, se fue acortando durante los ejercicios, hasta conseguir ser positiva en 2021. Esa mejora en el diferencial se explica por los cambios positivos experimentados por todas las políticas del circulante durante el período, ya reseñado previamente (aprovisionamiento, almacenamiento, cobro y pago), y aportó alivio a la situación del momento, ya que ofrecía algo más de flexibilidad para afrontar la marcha del negocio (cada vez se recuperaba antes la liquidez y había más margen para pagar). En 2021, precisamente, permitió generar excedente de Tesorería a su favor, pudiendo ajustar la situación financiera y reducir aún más el riesgo de iliquidez.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, finalmente se pudo afirmar que, a pesar de lo turbulento del período, no hubo problemas reales de liquidez ningún año, descartando las sospechas que proyectaban los otros análisis (que reflejaban una evolución del negocio que podía poner en riesgo la liquidez). Aunque es cierto que la situación no fue la más deseable de todas, ya que presentaba una situación de insolvencia y un Fondo de Rotación negativo, que empeoraban estrepitosamente, era coyuntural y, además, no supuso problemas reales de liquidez, ya que se demostró que estuvo controlada en todo momento (al menos, las circunstancias del período no afectaron gravemente a este aspecto, que se mantuvo en niveles adecuados a pesar de la tendencia negativa del negocio, que apuntaba a su afectación igual).

El análisis de la situación financiera del Grupo también permitió determinar el estado de su Solvencia total y el grado de Autonomía Financiera, así como la manera en la que se habían visto influidos por las circunstancias del período. Así, como consecuencia de la variación irregular de la inversión durante el período, manteniéndose en niveles similares en ese intento de consolidarse o estabilizarse ante las circunstancias turbulentas del momento, la Solvencia total disminuyó, ya que los Pasivos experimentaron, por el contrario, un aumento sin precedentes. En consecuencia, aunque se seguía manteniendo en niveles de solvencia, se salió de los valores óptimos, lo que tiene una interpretación negativa, ya que indica una disminución de la capacidad de expansión del Grupo. Y, en cuanto a la Autonomía Financiera, si bien comenzó con niveles aceptables de independencia financiera, cayó estrepitosamente durante el período, debido a la acentuada disminución del Patrimonio Neto. Así, la obtención sistemática de pérdidas significativas como consecuencia de la mala marcha del negocio, y el aumento constante del endeudamiento como política de financiación adoptada esos años, provocó que la Financiación Ajena ganara peso relativo en la estructura de financiación, y que, en consecuencia, la Financiación Propia lo perdiera, dando lugar a una reducción de la Autonomía Financiera y a un aumento de la influencia de los terceros ajenos.

La situación anterior era bastante predecible teniendo en cuenta el contexto en el que se encontró el Grupo durante esos años, en el que la marcha del negocio se vio tan afectada por las circunstancias económicas, que era inevitable la obtención de pérdidas significativas, la necesidad de recurrir al endeudamiento, el estancamiento de la inversión, y la consecuente pérdida de capacidad de crecimiento y expansión y de Autonomía Financiera (al menos, hasta recuperarse).

Como ya se adelantaba, la obtención de pérdidas significativas durante los ejercicios afectó al *crecimiento empresarial* del Grupo, al impedir financiar las nuevas inversiones por esa vía. Siendo lo habitual que el crecimiento de la entidad se sustentara, una vez asentada, en la obtención de resultados positivos en el ejercicio, y en su mantenimiento en forma de reservas para financiar esas nuevas inversiones, con la obtención de esas pérdidas en el ejercicio se detuvo el crecimiento empresarial por esta vía. En su lugar, se tuvo que recurrir al endeudamiento para financiar las nuevas necesidades del ejercicio (tanto las habituales como las nuevas que permitían expandir el negocio), al no disponer de otro sustento para el negocio. El problema es que eso también afectó, como ya se apuntaba, a la capacidad de expansión del Grupo, al poner en riesgo la Solvencia. En efecto, el límite al recurso del endeudamiento para financiar las inversiones es la Solvencia, ya que se puede poner en riesgo la capacidad de hacer frente a la exigibilidad de las deudas y obligaciones a su vencimiento. Por ello, con esa política de financiación durante esos años se redujeron las posibilidades de seguir recurriendo al endeudamiento para financiar las inversiones y crecer, al reducir el margen de Solvencia.

Los motivos que justificaron la generación de esas pérdidas tan relevantes son los mismos que se han ido señalando hasta ahora, fruto de las circunstancias extraordinarias del período. Así, el Grupo se vio seriamente afectado en 2020 ante semejantes obstáculos productivos y comerciales, con pocas posibilidades de reaccionar y controlar sus variables. En efecto, ante una disminución inevitable de las ventas, por la paralización abrupta e imprevisible de la producción, y un aumento incontrolable de los costes, por la acelerada crisis económica del ejercicio, el Grupo sufrió un descontrol de todos los gastos, junto con la caída de todos los ingresos del ejercicio. En consecuencia, la gestión de las variables que componen el Resultado del ejercicio fue muy negativa, lo que resulta lógico (e inevitable también), ante la imposibilidad del Grupo de poder corregirlo, por estar influido por factores externos que, además, tienen un efecto significativo en una empresa de estas características (de una intensa y compleja actividad productiva y comercial). Por todo ello, el resultado final fue la obtención de unas pérdidas significativas, procedentes tanto de la explotación como de la actividad financiera, sin ser capaces las ventas del ejercicio de hacer frente a todos los gastos.

El menor volumen de pérdidas generado durante 2021 evidencia lo que se acaba de exponer, que es la gran influencia de las circunstancias económicas externas sobre la actividad del Grupo. En efecto, ante la suavización del contexto económico, y la recuperación parcial del ritmo de la actividad, mostró mejores resultados, al contar con mayor margen de maniobra para gestionar sus variables. Como las restricciones eran más laxas, y la presión externa menor, pudo reactivar la producción (aumentando las ventas) y controlar la mayoría de los gastos. Aunque el resultado final volvió a ser la obtención de pérdidas, ya que la situación no estaba recuperada del todo y aún había mucho volumen de gasto, la consecuencia de esa mejor gestión, gracias a la calma conseguida, fue la reducción y el control de las pérdidas.

La misma obtención de pérdidas significativas en los dos ejercicios afectó igualmente a la *rentabilidad* del Grupo, tanto económica como financiera. En tanto que ambas se miden atendiendo al resultado obtenido en el ejercicio, pasaron a ser negativas en 2020 y 2021, reflejando unos resultados bastante negativos desde el punto de vista del rendimiento del negocio.

En lo que se refiere a la Rentabilidad Económica, reflejaba una ineficiencia en la gestión de la inversión, ya que indicaba que, en lugar de beneficios, se generaban pérdidas a partir de la gestión de los Activos (de los capitales invertidos y los recursos disponibles). En este sentido, el Grupo no obtuvo rendimiento alguno de la inversión, sino que ésta le generaba pérdidas, lo

que evidencia una mala gestión durante esos ejercicios. Estos resultados resultan lógicos y coherentes con el resto de los resultados observados en el análisis, que apuntaban a una mala gestión del negocio durante esos ejercicios. Y es que, teniendo en cuenta las circunstancias del período, que afectaron gravemente a la actividad del Grupo, era inevitable una pérdida de rentabilidad en la inversión, al no ser posible controlar la situación, y sufrir una caída en el Resultado del ejercicio. Por eso mismo mejoró durante 2021, al poder hacerle mejor frente, y conseguir mejorar, así, la gestión de sus recursos.

Lo mismo se puede decir de la Rentabilidad Financiera, dentro de la cual destaca la Rentabilidad de los Recursos Propios. En efecto, esa rentabilidad también pasó a ser negativa los dos ejercicios, lo que indicaba que, en lugar de beneficios, los accionistas tenían que asumir pérdidas por la financiación aportada (en forma de Recursos Propios). Ello se debió, por un lado, a la generación de pérdidas del negocio, que debían ser asumidas por los accionistas. Y, por otro lado, a la existencia de un trasvase de rentabilidad negativo de los Recursos Propios a los Recursos Ajenos, que aumentó durante esos ejercicios. Siendo el Apalancamiento Financiero negativo los tres años, lo ideal hubiera sido, para minimizar ese efecto negativo, financiar las nuevas necesidades de financiación a través de la Financiación Propia. Pero puesto que ello resultaba imposible, como ya se ha indicado, ya que la actividad generaba pérdidas y no aportaba sustento al negocio, se tuvo que recurrir al endeudamiento para financiar las nuevas necesidades de financiación, siendo esa la política de financiación que adoptó inevitablemente el Grupo. En consecuencia, el trasvase de rentabilidad negativo aumentó, ya que se asumían mayores costes del endeudamiento, y éstos tenían que ser asumidos por los accionistas (ante la falta de generación de rendimiento por parte del negocio para cubrirlos).

Como se puede apreciar, con la gestión de esos años no se consiguieron proteger los intereses de los accionistas, sino que más bien se perjudicaron con esos resultados tan negativos, desincentivando su inversión. Pero siendo esa situación tan negativa coyuntural, fruto de las circunstancias económicas del período, e inevitable por lo abrupto de todo ello, no se podía hacer otra cosa para evitar esa pérdida tan significativa de rentabilidad y proteger a los accionistas, que tenían que asumir esos vaivenes del entorno económico. Además, los resultados muestran que la situación comenzaba a repuntar, signo de lo circunstancial de esos datos, de manera que, a priori, era una crisis económica que debían asumir los accionistas, por la posición que ocupan en la entidad.

Por último, el análisis de la *variación de la 'Tesorería'* a lo largo del período, a través del examen del Estado consolidado de Flujos de Efectivo, permitió profundizar y confirmar numerosos aspectos y conclusiones que se habían efectuado a lo largo del trabajo.

Por un lado, se corroboró el gran esfuerzo inversor que estaba llevando a cabo el Grupo durante esos ejercicios, para sostener la situación de desaceleración que se estaba experimentando por las circunstancias económicas del momento. En efecto, presentaba un gran volumen de TGI's negativas en ambos ejercicios, signo del continuo crecimiento del Grupo para soportar el negocio, impulsando su capacidad productiva.

Por otro lado, se comprobó la enorme capacidad que tiene el Grupo para generar liquidez con su actividad. En efecto, gracias a la especial política de cobros que maneja, consecuencia de las características de su actividad, es capaz de obtener numerosos medios líquidos con su actividad. Puesto que los proyectos que acomete son de gran envergadura, tanto en términos de coste como de desarrollo en el tiempo, funciona con unos tipos de contrato basados en el

establecimiento y cumplimiento de hitos (productivos y de cobro), que hacen que surjan las peculiares partidas de Activos y Pasivos por contrato, y que su política y volumen de cobros sea especial (al ser “independiente” de la producción en sí misma). Por este motivo, a pesar del fracaso de la actividad durante esos años, el Grupo consiguió generar, aun así, liquidez con su actividad, ya que los cobros continuaron hacia delante. Ello evidencia y permite afirmar su aparente falta de problemas de liquidez, ya que posee unas políticas especiales que le permiten generarla, y además ser suficiente para hacer frente a las obligaciones de pago.

El problema de lo anterior es que la generación de liquidez solo se base en ese aspecto, y no en la generación de recursos internos a partir del Resultado del ejercicio, y su conversión en liquidez. Ello fue así en 2020, que fue cuando más fuerte golpearon las circunstancias económicas en la actividad, y puso en duda el equilibrio de su posición de liquidez (ya que la liquidez provenía exclusivamente de esos cobros, y no de los recursos internos, que no se generaban). Pero con la mejora de 2021, consiguió generar recursos internos y todavía más liquidez (ya que provenían tanto de esos recursos internos como de sus políticas de cobro), permitiendo alcanzar una posición más estable de liquidez. En cualquier caso, se confirmó, una vez más, la inexistencia de problemas reales de liquidez del Grupo durante esos años, y se determinó la principal fuente de sus medios líquidos.

Dicho todo lo anterior, el análisis de los aspectos económicos y financieros de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa, relativas a los ejercicios 2020 y 2021, ha permitido observar cómo el Grupo es una entidad que se ve enormemente influida por los factores externos y las circunstancias económicas del entorno (tanto por su actividad económica como su presencia global, haciéndole más vulnerable a todos los problemas). Así, las consecuencias derivadas de la pandemia de la COVID-19 tuvieron un impacto significativo en su actividad y resultados, marcando un período complicado para el Grupo. Los datos así lo reflejan, especialmente el Resultado del ejercicio, que es el espejo del desarrollo de la actividad durante el ejercicio. Así, a partir de la generación de esas pérdidas significativas, el resto de los marcadores económicos y financieros del Grupo también mostraron resultados negativos, evidenciando lo ocurrido durante el período (una disminución de la Solvencia y Autonomía Financiera por tener que recurrir al endeudamiento; la caída de la rentabilidad, del crecimiento empresarial y de la capacidad de expansión por ese mismo motivo y las pérdidas; el estancamiento de la inversión como consecuencia de todo lo anterior, etc.). Siendo todo ello coyuntural, se puede confiar en su rápida recuperación con el tiempo. De hecho, el negocio ya muestra signos de irse recuperando, de manera que las perspectivas a futuro son bastante positivas. Teniendo como tiene un fuerte liderazgo en el mercado (bastante próspero), así como una posición muy fuerte en numerosos países, lo más seguro es que consiga recuperarse en seguida con la vuelta a la normalidad de la economía, pudiendo volver a ofrecer resultados positivos, y continuar en expansión.

Siguiendo con la última idea, a pesar de las circunstancias, el Grupo se ha mantenido al pie del cañón durante ambos ejercicios, recibiendo numerosos pedidos de gran magnitud, y continuando con su innovación y desarrollo. Además, sigue destacando en el sector, con numerosos reconocimientos anuales, y una presencia que no merma en el mercado (sigue siendo elegido proveedor preferente, y mantiene su liderazgo en el mercado global). Por este motivo, para conseguir alcanzar nuevamente resultados positivos, resulta fundamental centrar todas las energías en el control de su proceso productivo y comercial, vigilando los costes y los problemas que puedan surgir con los proyectos y las nuevas plataformas. Además, los planes de reestructuración permitirán sacar el máximo rendimiento al negocio en los

mercados problemáticos, adaptándose a las necesidades del sector y mejorando los resultados en esas áreas geográficas. Al final, el mundo seguirá apostando por la energía eólica, ante los buenos resultados y el impulso que está recibiendo, y SIEMENS GAMESA estará presente en ese avance como uno de los proveedores de aerogeneradores de confianza que siempre ha sido y seguirá siendo, dada la confianza y afianzamiento que ha generado en el sector con los años. De esta manera, conseguirá mejorar los resultados de la actividad, generar beneficios, aumentar la rentabilidad del negocio, y restaurar el equilibrio en la estructura de inversión y financiación, al reducir la dependencia de la Financiación Ajena.

Bibliografía y otras fuentes

- Acciona. (s.f.). *¿Qué es el cambio climático y cómo te afecta?* Obtenido de Acciona: https://www.acciona.com/es/cambio-climatico/?_adin=02021864894
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria [BBVA]. (s.f.). *¿Qué es el ratio de solvencia en la empresa?* Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/empresas/que-es-el-ratio-de-solvencia-en-la-empresa.html>
- BloombergNEF [BNEF]. (23 de marzo de 2022). *Vestas Leaves Competitors Trailing as Wind Industry Posts Another Record Year of Almost 100 Gigawatts*. Obtenido de BloombergNEF: <https://about.bnef.com/blog/vestas-leaves-competitors-trailing-as-wind-industry-posts-another-record-year-of-almost-100-gigawatts/>
- Cámara de Comercio de Madrid. (30 de enero de 2021). *La rentabilidad económica. ¿Qué es y para qué sirve?* Obtenido de Cámara de Comercio de Madrid : <https://www.mba-madrid.com/economia/rentabilidad-economica/>
- Caraballo Esteban, T. A., Amondarain Arteché, J., & Zubiaur Etcheverry, G. (2018). Análisis de la estabilidad financiera de la empresa. En T. A. Caraballo Esteban (Coord.), *Análisis contable*. OpenCourseWare. Disponible en: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/51456/mod_resource/content/2/TEMA%204.-%20AN%C3%81LISIS%20DE%20LA%20ESTABILIDAD%20FINANCIERA%20DE%20LA%20EMPRESA.pdf
- Caraballo Esteban, T. A., Amondarain Arteché, J., & Zubiaur Etcheverry, G. (2018). Análisis de la estructura y del crecimiento empresarial. En T. A. Caraballo Esteban (Coord.), *Análisis contable*. OpenCourseWare. Disponible en: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/51454/mod_resource/content/2/TEMA%202.-%20AN%C3%81LISIS%20DE%20LA%20ESTRUCTURA%20Y%20DEL%20CRECIMIENTO%20EMPRESARIAL.pdf
- Caraballo Esteban, T. A., Amondarain Arteché, J., & Zubiaur Etcheverry, G. (2018). Análisis de la liquidez (sobre la base del Estado de Flujos de Efectivo). En T. A. Caraballo Esteban (Coord.), *Análisis contable*. OpenCourseWare. Disponible en: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/51457/mod_resource/content/4/TEMA%205.-%20AN%C3%81LISIS%20DE%20LA%20LIQUIDEZ.pdf
- Caraballo Esteban, T. A., Amondarain Arteché, J., & Zubiaur Etcheverry, G. (2018). Análisis de la rentabilidad. En T. A. Caraballo Esteban (Coord.), *Análisis contable*. OpenCourseWare. Disponible en: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/51458/mod_resource/content/4/TEMA%206.-%20AN%C3%81LISIS%20DE%20LA%20RENTABILIDAD.pdf
- Caraballo Esteban, T. A., Amondarain Arteché, J., & Zubiaur Etcheverry, G. (2018). Análisis del equilibrio financiero de la empresa. En T. A. Caraballo Esteban (Coord.), *Análisis contable*. OpenCourseWare. Disponible en: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/51455/mod_resource/content/2/TEMA%203.-%20AN%C3%81LISIS%20DEL%20EQUILIBRIO%20FINANCIERO%20DE%20LA%20EMPRESA.pdf
- Deloitte. (s.f.). *El impacto económico del COVID-19. Los efectos económicos del COVID-19 y los posibles escenarios globales en función de su desarrollo*. Obtenido de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/about-deloitte/articles/impacto-economico-del-covid19.html>
- Duarte Monedero, B. (1999). *Análisis del Fondo de Maniobra y las limitaciones de su cálculo desde el exterior de la empresa dentro del marco legal actual*. [Tesis doctoral]. Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, España. Disponible en: <https://eprints.ucm.es/id/eprint/3620/1/T23370.pdf>

- Global Wind Energy Council [GWEC]. (2021). *Global Wind Report 2021*. Global Wind Energy Council [GWEC]. Disponible en: <https://gwec.net/wp-content/uploads/2021/03/GWEC-Global-Wind-Report-2021.pdf>
- Global Wind Energy Council [GWEC]. (23 de marzo de 2021). *GWEC releases Global Wind Turbine Supplier Ranking for 2020*. Obtenido de GWEC: <https://gwec.net/gwec-releases-global-wind-turbine-supplier-ranking-for-2020/>
- Global Wind Energy Council [GWEC]. (2022). *Global Wind Report 2022*. Global Wind Energy Council [GWEC]. Disponible en: <https://gwec.net/wp-content/uploads/2022/03/GWEC-GLOBAL-WIND-REPORT-2022.pdf>
- GlobalData. (22 de marzo de 2022). *Vestas establishes itself as leading global wind turbine manufacturer in 2021, says GlobalData*. Obtenido de GlobalData: <https://www.globaldata.com/vestas-establishes-leading-global-wind-turbine-manufacturer-2021-says-globaldata/>
- Gobierno de España. (30 de Diciembre de 2020). *Qué es el Brexit*. Obtenido de La Moncloa: <https://www.lamoncloa.gob.es/brexit/acercadelbrexit2/Paginas/index.aspx>
- Grupo Banco Mundial [GBM]. (8 de junio de 2020). *La COVID-19 (coronavirus) hunde a la economía mundial en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial*. Obtenido de Banco Mundial: <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2020/06/08/covid-19-to-plunge-global-economy-into-worst-recession-since-world-war-ii>
- International Renewable Energy Agency [IRENA]. (2019). *Future of Wind: Deployment, investment, technology, grid integration and socio-economic aspects (A Global Energy Transformation paper)*. International Renewable Energy Agency [IRENA]. Disponible en: https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2019/Oct/IRENA_Future_of_wind_2019.pdf
- Lizcano Álvarez, J., & Castelló Taliani, E. (Col.) (2004). *Rentabilidad empresarial. Propuesta práctica de análisis y evaluación*. Cámaras de Comercio, Servicios de Estudios. Disponible en: https://www.camara.es/sites/default/files/publicaciones/rentab_emp.pdf
- Organización de las Naciones Unidas [ONU]. (s.f.). *¿Qué es el cambio climático?* Obtenido de Naciones Unidas: <https://www.un.org/es/climatechange/what-is-climate-change>
- Siemens Gamesa Renewable Energy [SGRE]. (2020). *Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Siemens Gamesa correspondientes al ejercicio anual terminado el 30 de septiembre de 2020*. Obtenido de <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/cuentas-anuales-auditadas/2020/siemens-gamesa-consolidated-annual-accounts-2020-es.pdf>
- Siemens Gamesa Renewable Energy [SGRE]. (2021). *Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Siemens Gamesa correspondientes al ejercicio anual terminado el 30 de septiembre de 2021*. Obtenido de <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/cuentas-anuales-auditadas/2021/siemens-gamesa-consolidated-annual-accounts-2021-es.pdf>
- Siemens Gamesa Renewable Energy [SGRE]. (s.f.). *Página web*. Obtenido de <https://www.siemensgamesa.com/es-es>
- Wood Mackenzie. (14 de abril de 2021). *Global wind turbine market: state of play*. Obtenido de Wood Mackenzie: <https://www.woodmac.com/news/opinion/global-wind-turbine-market-state-of-play/>
- World Wind Energy Association [WWEA]. (24 de marzo de 2021). *Worldwide Wind Capacity Reaches 744 Gigawatts – An Unprecedented 93 Gigawatts added in 2020*. Obtenido de WWEA: <https://wwindea.org/worldwide-wind-capacity-reaches-744-gigawatts/>

Anexos

Anexo 1. Balance de situación consolidado (2019-2021) y sus valores relativos y horizontales

Anexo 1.1. Balance de situación consolidado del Grupo Siemens Gamesa a 30 de septiembre de 20XX (2019-2021).

	2021	2020	2019		2021	2020	2019
A) ACTIVO NO CORRIENTE	9.701.627	9.410.950	8.790.039	A) PATRIMONIO NETO Y PASIVO NO CORRIENTE	7.900.802	8.014.445	8.721.355
I. Inmovilizado intangible	6.285.251	6.342.375	6.659.883	A.1) PATRIMONIO NETO	4.458.468	4.934.862	6.272.805
1. Fondo de comercio	4.634.593	4.562.386	4.744.153	I. Capital social	115.794	115.794	115.794
2. Otros activos intangibles	1.650.658	1.779.989	1.915.730	II. Prima de emisión	5.931.874	5.931.874	5.931.874
2.1. Tecnología de desarrollo interno	529.457	438.081	313.401	III. Reservas	(829.616)	(241.322)	708.313
2.2. Tecnología adquirida incluidas patentes, licencias y derechos similares	400.598	561.021	728.818	1. Reserva de revaluación de activos y pasivos no realizados	26.327	(8.745)	(4.520)
2.3. Relaciones con clientes y cartera de pedidos	720.603	780.887	873.511	2. Otras reservas	(855.943)	(232.577)	712.833
II. Inmovilizado material	2.578.543	2.237.891	1.425.901	IV. Acciones propias en cartera	(15.836)	(23.929)	(21.616)
1. Terrenos y construcciones	674.274	700.738	678.511	V. Diferencias de conversión	(745.032)	(848.323)	(464.261)
2. Terrenos y construcciones bajo arrendamiento financiero	605.914	550.102	-	VI. Participaciones minoritarias	1.284	768	2.701
3. Instalaciones técnicas y maquinaria	371.757	340.579	367.149	A.2) PASIVO NO CORRIENTE	3.442.334	3.079.583	2.448.550
4. Instalaciones técnicas y maquinaria bajo arrendamiento financiero	288.861	122.353	-	I. Provisiones a largo plazo	1.345.260	1.463.136	1.415.075
5. Otro inmovilizado material	269.469	271.657	225.323	1. Obligaciones por prestaciones al personal	21.409	19.862	14.823
6. Otro inmovilizado material bajo arrendamiento financiero	15.708	13.052	-	2. Provisiones	1.323.851	1.443.274	1.400.252
7. Equipos arrendados a terceros	6.328	5.183	-	2.1. Garantías	1.123.500	1.280.146	1.266.681
8. Inmovilizado material en curso	346.232	234.227	154.918	2.2. Contratos en pérdidas	177.530	128.641	113.102
III. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	78.492	66.353	70.876	2.3. Otros	22.821	34.487	20.469
1. Inversiones contabilizadas según el método de la participación	78.492	66.353	70.876	II. Deudas a largo plazo	1.898.745	1.362.419	682.061
IV. Inversiones financieras a largo plazo	212.078	234.573	143.462	1. Deuda financiera	1.785.662	1.236.095	512.226
1. Otros activos financieros	212.078	234.573	143.462	1.1. Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones	1.087.790	740.521	512.226
1.1. Activos financieros medidos a valor razonable con cambios en Pérdidas y Ganancias	24.167	28.020	28.043	1.2. Pasivo por arrendamiento	697.872	495.574	-
1.2. Activos financieros medidos a coste amortizado	58.850	88.883	39.186	2. Otros pasivos financieros	113.083	126.324	169.835
1.3. Derivados	129.061	117.670	76.233	III. Pasivos por impuesto diferido	171.423	225.253	320.446
V. Activos por impuesto diferido	539.129	525.631	400.538	IV. Otros pasivos	26.906	28.775	30.968
VI. Otros activos	8.134	4.127	89.379	1. Periodificaciones a largo plazo	10.394	11.399	13.859
				2. Ingresos diferidos	9.910	9.366	11.043
				3. Otros pasivos no corrientes	6.602	8.010	6.066
B) ACTIVO CORRIENTE	6.928.568	6.930.555	7.899.374	C) PASIVO CORRIENTE	8.729.393	8.327.060	7.968.058
I. Existencias	1.626.846	1.820.137	1.863.919	I. Provisiones a corto plazo	949.097	715.269	761.730
1. Materias primas y suministros	847.892	1.025.966	979.748	1. Provisiones corrientes	949.097	715.269	761.730
2. Productos en curso	498.128	514.891	425.990	1.1. Garantías	551.172	574.554	685.817
3. Productos terminados	287.648	359.826	425.861	1.2. Contratos en pérdidas	318.149	83.139	43.458
4. Anticipos a proveedores	310.110	230.686	188.087	1.3. Otros	79.776	57.576	32.455
5. Deterioro de existencias	(316.932)	(311.232)	(155.767)	II. Deudas a corto plazo	562.073	560.979	482.605
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.582.786	2.878.440	3.571.997	1. Deuda financiera	381.721	434.313	352.209
1. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	900.612	1.142.313	1.286.781	1.1. Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones	250.555	319.050	352.209
1.1. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar de terceros	951.497	1.171.156	1.317.034	1.2. Pasivo por arrendamiento	131.166	115.263	-
1.2. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar de partes vinculadas	42.223	50.193	27.070	2. Otros pasivos financieros corrientes	180.352	126.666	130.396
1.3. Deterioro de créditos comerciales	(93.108)	(79.036)	(57.323)	III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	6.508.936	6.315.613	5.926.160
2. Cuentas a cobrar del grupo SIEMENS ENERGY	5.439	631	21.516	1. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.899.603	2.956.372	2.599.836
3. Activos por contrato	1.468.240	1.537.953	2.056.255	2. Cuentas a pagar al grupo SIEMENS ENERGY	21.583	8.121	285.690
4. Activos por impuesto corriente	208.495	197.543	207.445	3. Pasivos por contrato	3.386.478	3.170.912	2.839.670
III. Inversiones financieras a corto plazo	238.616	212.077	274.736	4. Pasivos por impuesto corriente	201.272	180.208	200.964
1. Otros activos financieros corrientes	238.616	212.077	274.736	IV. Otros pasivos corrientes	709.287	735.199	797.563
1.1. Activos financieros medidos a coste amortizado	79.405	117.492	135.800				
1.2. Derivados	159.211	94.585	138.936				
IV. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.960.607	1.621.793	1.727.457				
V. Otros activos corrientes	519.713	398.108	461.265				
TOTAL ACTIVO	16.630.195	16.341.505	16.689.413	TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	16.630.195	16.341.505	16.689.413

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 1.2. Valores relativos y horizontales del Activo del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019		
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR	VH año base
A) ACTIVO NO CORRIENTE	9.701.627	58,34	103,09	110,37	9.410.950	57,59	107,06	8.790.039	52,67	100,00
I. Inmovilizado intangible	6.285.251	37,79	99,10	94,37	6.342.375	38,81	95,23	6.659.883	39,90	100,00
1. Fondo de comercio	4.634.593	27,87	101,58	97,69	4.562.386	27,92	96,17	4.744.153	28,43	100,00
2. Otros activos intangibles	1.650.658	9,93	92,73	86,16	1.779.989	10,89	92,91	1.915.730	11,48	100,00
II. Inmovilizado material	2.578.543	15,51	115,22	180,84	2.237.891	13,69	156,95	1.425.901	8,54	100,00
1. Terrenos y construcciones	674.274	4,05	96,22	99,38	700.738	4,29	103,28	678.511	4,07	100,00
2. Terrenos y construcciones bajo arrendamiento financiero	605.914	3,64	110,15	-	550.102	3,37	-	-	-	-
3. Instalaciones técnicas y maquinaria	371.757	2,24	109,15	101,26	340.579	2,08	92,76	367.149	2,20	100,00
4. Instalaciones técnicas y maquinaria bajo arrendamiento financiero	288.861	1,74	236,09	-	122.353	0,75	-	-	-	-
5. Otro inmovilizado material	269.469	1,62	99,19	119,59	271.657	1,66	120,56	225.323	1,35	100,00
6. Otro inmovilizado material bajo arrendamiento financiero	15.708	0,09	120,35	-	13.052	0,08	-	-	-	-
7. Equipos arrendados a terceros	6.328	0,04	122,09	-	5.183	0,03	-	-	-	-
8. Inmovilizado material en curso	346.232	2,08	147,82	223,49	234.227	1,43	151,19	154.918	0,93	100,00
III. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	78.492	0,47	118,29	110,75	66.353	0,41	93,62	70.876	0,42	100,00
1. Inversiones contabilizadas según el método de la participación	78.492	0,47	118,29	110,75	66.353	0,41	93,62	70.876	0,42	100,00
IV. Inversiones financieras a largo plazo	212.078	1,28	90,41	147,83	234.573	1,44	163,51	143.462	0,86	100,00
V. Activos por impuesto diferido	539.129	3,24	102,57	134,60	525.631	3,22	131,23	400.538	2,40	100,00
VI. Otros activos	8.134	0,05	197,09	9,10	4.127	0,03	4,62	89.379	0,54	100,00
B) ACTIVO CORRIENTE	6.928.568	41,66	99,97	87,71	6.930.555	42,41	87,74	7.899.374	47,33	100,00
I. Existencias	1.626.846	9,78	89,38	87,28	1.820.137	11,14	97,65	1.863.919	11,17	100,00
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.582.786	15,53	89,73	72,31	2.878.440	17,61	80,58	3.571.997	21,40	100,00
1. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	906.051	5,45	79,27	69,25	1.142.944	6,99	87,36	1.308.297	7,84	100,00
2. Activos por contrato	1.468.240	8,83	95,47	71,40	1.537.953	9,41	74,79	2.056.255	12,32	100,00
3. Activos por impuesto corriente	208.495	1,25	105,54	100,51	197.543	1,21	95,23	207.445	1,24	100,00
III. Inversiones financieras a corto plazo	238.616	1,43	112,51	86,85	212.077	1,30	77,19	274.736	1,65	100,00
IV. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.960.607	11,79	120,89	113,50	1.621.793	9,92	93,88	1.727.457	10,35	100,00
V. Otros activos corrientes	519.713	3,13	130,55	112,67	398.108	2,44	86,31	461.265	2,76	100,00
TOTAL ACTIVO	16.630.195	100,00	101,77	99,65	16.341.505	100,00	97,92	16.689.413	100,00	100,00

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 1.3. Valores relativos y horizontales del Patrimonio Neto y Pasivo del Balance consolidado (2019-2021).

	2021				2020			2019		
	VA	VR	VH año anterior	VH año base	VA	VR	VH año anterior	VA	VR	VH año base
A) PATRIMONIO NETO	4.458.468	26,81	90,35	71,08	4.934.862	30,20	78,67	6.272.805	37,59	100,00
I. Capital social	115.794	0,70	100,00	100,00	115.794	0,71	100,00	115.794	0,69	100,00
II. Prima de emisión	5.931.874	35,67	100,00	100,00	5.931.874	36,30	100,00	5.931.874	35,54	100,00
III. Reservas	(829.616)	-4,99	343,78	-117,13	(241.322)	-1,48	-34,07	708.313	4,24	100,00
1. Reserva de revaluación de activos y pasivos no realizados	26.327	0,16	-301,05	-582,46	(8.745)	-0,05	193,47	(4.520)	-0,03	100,00
2. Otras reservas	(855.943)	-5,15	368,03	-120,08	(232.577)	-1,42	-32,63	712.833	4,27	100,00
IV. Acciones propias en cartera	(15.836)	-0,10	66,18	73,26	(23.929)	-0,15	110,70	(21.616)	-0,13	100,00
V. Diferencias de conversión	(745.032)	-4,48	87,82	160,48	(848.323)	-5,19	182,73	(464.261)	-2,78	100,00
VI. Participaciones minoritarias	1.284	0,01	167,19	47,54	768	0,005	28,43	2.701	0,016	100,00
B) PASIVO	12.171.727	73,19	106,71	116,85	11.406.643	69,80	109,50	10.416.608	62,41	100,00
B.1) PASIVO NO CORRIENTE	3.442.334	20,70	111,78	140,59	3.079.583	18,85	125,77	2.448.550	14,67	100,00
I. Provisiones a largo plazo	1.345.260	8,09	91,94	95,07	1.463.136	8,95	103,40	1.415.075	8,48	100,00
1. Obligaciones por prestaciones al personal	21.409	0,13	107,79	144,43	19.862	0,12	133,99	14.823	0,09	100,00
2. Provisiones	1.323.851	7,96	91,73	94,54	1.443.274	8,83	103,07	1.400.252	8,39	100,00
2.1. Garantías	1.123.500	6,76	87,76	88,70	1.280.146	7,83	101,06	1.266.681	7,59	100,00
2.2. Contratos en pérdidas	177.530	1,07	138,00	156,96	128.641	0,79	113,74	113.102	0,68	100,00
2.3. Otros	22.821	0,14	66,17	111,49	34.487	0,21	168,48	20.469	0,12	100,00
II. Deudas a largo plazo	1.898.745	11,42	139,37	278,38	1.362.419	8,34	199,75	682.061	4,09	100,00
1. Deuda financiera	1.785.662	10,74	144,46	348,61	1.236.095	7,56	241,32	512.226	3,07	100,00
1.1. Deudas con entidades de crédito y otras obligaciones	1.087.790	6,54	146,90	212,37	740.521	4,53	144,57	512.226	3,07	100,00
1.2. Pasivo por arrendamiento	697.872	4,20	140,82	-	495.574	3,03	-	-	-	-
2. Otros pasivos financieros	113.083	0,68	89,52	66,58	126.324	0,77	74,38	169.835	1,02	100,00
III. Pasivos por impuesto diferido	171.423	1,03	76,10	53,50	225.253	1,38	70,29	320.446	1,92	100,00
IV. Otros pasivos	26.906	0,16	93,50	86,88	28.775	0,18	92,92	30.968	0,19	100,00
B.2) PASIVO CORRIENTE	8.729.393	52,49	104,83	109,55	8.327.060	50,96	104,51	7.968.058	47,74	100,00
I. Provisiones a corto plazo	949.097	5,71	132,69	124,60	715.269	4,38	93,90	761.730	4,56	100,00
1. Garantías	551.172	3,31	95,93	80,37	574.554	3,52	83,78	685.817	4,11	100,00
2. Contratos en pérdidas	318.149	1,91	382,67	732,08	83.139	0,51	191,31	43.458	0,26	100,00
3. Otros	79.776	0,48	138,56	245,80	57.576	0,35	177,40	32.455	0,19	100,00
II. Deudas a corto plazo	562.073	3,38	100,20	116,47	560.979	3,43	116,24	482.605	2,89	100,00
1. Deuda financiera	381.721	2,30	87,89	108,38	434.313	2,66	123,31	352.209	2,11	100,00
2. Otros pasivos financieros corrientes	180.352	1,08	142,38	138,31	126.666	0,78	97,14	130.396	0,78	100,00
III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	6.508.936	39,14	103,06	109,83	6.315.613	38,65	106,57	5.926.160	35,51	100,00
1. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.921.186	17,57	98,54	101,24	2.964.493	18,14	102,74	2.885.526	17,29	100,00
2. Pasivos por contrato	3.386.478	20,36	106,80	119,26	3.170.912	19,40	111,66	2.839.670	17,01	100,00
3. Pasivos por impuesto corriente	201.272	1,21	111,69	100,15	180.208	1,10	89,67	200.964	1,20	100,00
IV. Otros pasivos corrientes	709.287	4,27	96,48	88,93	735.199	4,50	92,18	797.563	4,78	100,00
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	16.630.195	100,00	101,77	99,65	16.341.505	100,00	97,92	16.689.413	100,00	100,00

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 2. Esquemas de variación del Fondo de Rotación (2019-2021)

Anexo 2.1. Esquema de variación del Fondo de Rotación (2019-2021).

	2021	-	2020	=	VAR 2021	2020	-	2019	=	VAR 2020
(+) Variación de Existencias	1,626,846	-	1,820,137	=	-193,291	1,820,137	-	1,863,919	=	-43,782
Variación de Materias primas y suministros	847,892	-	1,025,966	=	-178,074	1,025,966	-	979,748	=	46,218
Variación de Productos en curso	498,128	-	514,891	=	-16,763	514,891	-	425,990	=	88,901
Variación de Productos terminados	287,648	-	359,826	=	-72,178	359,826	-	425,861	=	-66,035
Variación de Anticipos a proveedores	310,110	-	230,686	=	79,424	230,686	-	188,087	=	42,599
Variación de Deterioro de existencias	-316,932	-	-311,232	=	-5,700	-311,232	-	-155,767	=	-155,465
(+) Variación de Clientes (Deudores Comerciales)	2,374,291	-	2,680,897	=	-306,606	2,680,897	-	3,364,552	=	-683,655
Variación de Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	906,051	-	1,142,944	=	-236,893	1,142,944	-	1,308,297	=	-165,353
Variación de Activos por contrato	1,468,240	-	1,537,953	=	-69,713	1,537,953	-	2,056,255	=	-518,302
VAR. NECESIDADES BRUTAS DE FINANCIACIÓN DEL CIRCULANTE	4,001,137	-	4,501,034	=	-499,897	4,501,034	-	5,228,471	=	-727,437
(-) Variación de Proveedores (Acreedores Comerciales)	-2,921,186	-	-2,964,493	=	43,307	-2,964,493	-	-2,885,526	=	-78,967
Variación de Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	-2,921,186	-	-2,964,493	=	43,307	-2,964,493	-	-2,885,526	=	-78,967
VAR. NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN	1,079,951	-	1,536,541	=	-456,590	1,536,541	-	2,342,945	=	-806,404
(+) Variación de Otros Activos Corrientes	966,824	-	807,728	=	159,096	807,728	-	943,446	=	-135,718
Variación de Activos por impuesto corriente	208,495	-	197,543	=	10,952	197,543	-	207,445	=	-9,902
Variación de Inversiones financieras a corto plazo	238,616	-	212,077	=	26,539	212,077	-	274,736	=	-62,659
Variación de Otros activos corrientes	519,713	-	398,108	=	121,605	398,108	-	461,265	=	-63,157
(-) Variación de Otros Pasivos Corrientes	-5,808,207	-	-5,362,567	=	-445,640	-5,362,567	-	-5,082,532	=	-280,035
Variación de Provisiones a corto plazo	-949,097	-	-715,269	=	-233,828	-715,269	-	-761,730	=	46,461
Variación de Deuda financiera	-381,721	-	-434,313	=	52,592	-434,313	-	-352,209	=	-82,104
Variación de Otros pasivos financieros corrientes	-180,352	-	-126,666	=	-53,686	-126,666	-	-130,396	=	3,730
Variación de Pasivos por contrato	-3,386,478	-	-3,170,912	=	-215,566	-3,170,912	-	-2,839,670	=	-331,242
Variación de Pasivos por impuesto corriente	-201,272	-	-180,208	=	-21,064	-180,208	-	-200,964	=	20,756
Variación de Otros pasivos corrientes	-709,287	-	-735,199	=	25,912	-735,199	-	-797,563	=	62,364
VARIACIÓN DE LAS NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN	-3,761,432	-	-3,018,298	=	-743,134	-3,018,298	-	-1,796,141	=	-1,222,157
(+) Variación de Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1,960,607	-	1,621,793	=	338,814	1,621,793	-	1,727,457	=	-105,664
VARIACIÓN DEL FONDO DE ROTACIÓN	-1,800,825	-	-1,396,505	=	-404,320	-1,396,505	-	-68,684	=	-1,327,821

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 2.2. Esquema de variación del Fondo de Rotación, desde la perspectiva del largo plazo (2019-2021).

	2021	-	2020	=	VAR 2021	2020	-	2019	=	VAR 2020
(+) VARIACIÓN DEL PATRIMONIO NETO	4,458,468	-	4,934,862	=	-476,394	4,934,862	-	6,272,805	=	-1,337,943
Variación del Capital social	115,794	-	115,794	=	0	115,794	-	115,794	=	0
Variación de la Prima de emisión	5,931,874	-	5,931,874	=	0	5,931,874	-	5,931,874	=	0
Variación de las Reservas	-829,616	-	-241,322	=	-588,294	-241,322	-	708,313	=	-949,635
Variación de las Acciones propias en cartera	-15,836	-	-23,929	=	8,093	-23,929	-	-21,616	=	-2,313
Variación de las Diferencias de conversión	-745,032	-	-848,323	=	103,291	-848,323	-	-464,261	=	-384,062
Variación de las Participaciones minoritarias	1,284	-	768	=	516	768	-	2,701	=	-1,933
(+) VARIACIÓN DEL PASIVO NO CORRIENTE	3,442,334	-	3,079,583	=	362,751	3,079,583	-	2,448,550	=	631,033
Variación de las Obligaciones por prestaciones al personal	21,409	-	19,862	=	1,547	19,862	-	14,823	=	5,039
Variación de las Provisiones	1,323,851	-	1,443,274	=	-119,423	1,443,274	-	1,400,252	=	43,022
Variación de la Deuda financiera	1,785,662	-	1,236,095	=	549,567	1,236,095	-	512,226	=	723,869
Variación de Otros pasivos financieros	113,083	-	126,324	=	-13,241	126,324	-	169,835	=	-43,511
Variación de los Pasivos por impuesto diferido	171,423	-	225,253	=	-53,830	225,253	-	320,446	=	-95,193
Variación de Otros pasivos no corrientes	26,906	-	28,775	=	-1,869	28,775	-	30,968	=	-2,193
VAR. DE LAS DISPONIBILIDADES DE FINANCIACIÓN DE LOS CAPITALES PERMANENTES	7,900,802	-	8,014,445	=	-113,643	8,014,445	-	8,721,355	=	-706,910
(-) VARIACIÓN DEL ACTIVO NO CORRIENTE	-9,701,627	-	-9,410,950	=	-290,677	-9,410,950	-	-8,790,039	=	-620,911
Variación del Inmovilizado intangible	-6,285,251	-	-6,342,375	=	57,124	-6,342,375	-	-6,659,883	=	317,508
Variación del Inmovilizado material	-2,578,543	-	-2,237,891	=	-340,652	-2,237,891	-	-1,425,901	=	-811,990
Variación de las Inversiones contabilizadas según el método de la participación	-78,492	-	-66,353	=	-12,139	-66,353	-	-70,876	=	4,523
Variación de las Inversiones financieras a largo plazo	-212,078	-	-234,573	=	22,495	-234,573	-	-143,462	=	-91,111
Variación de los Activos por impuesto diferido	-539,129	-	-525,631	=	-13,498	-525,631	-	-400,538	=	-125,093
Variación de Otros activos no corrientes	-8,134	-	-4,127	=	-4,007	-4,127	-	-89,379	=	85,252
VAR. DE LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DEL ACTIVO NO CORRIENTE	-9,701,627	-	-9,410,950	=	-290,677	-9,410,950	-	-8,790,039	=	-620,911
VARIACIÓN DEL FONDO DE ROTACIÓN	-1,800,825	-	-1,396,505	=	-404,320	-1,396,505	-	-68,684	=	-1,327,821

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 3. Períodos Medios de Maduración y Períodos medios de Pago (2019-2021)

Anexo 3.1. Períodos Medios de Maduración (2019-2021).

Elaboración con datos finales			2021			2020			2019		
APROVISIONAMIENTO											
Rotación	μ	Consumo de materias primas (1)	7.104.017	=	8,38	6.975.930	=	6,80	6.821.582	=	6,96
		Exist. de materias primas	847.892			1.025.966			979.748		
Subperíodo	d ₁	360	360	=	42,97	360	=	52,95	360	=	51,70
		μ	8,38			6,80			6,96		
PRODUCCIÓN (2)											
			2021			2020			2019		
ALMACENAMIENTO-VENTA											
Rotación	μ	Coste de Ventas	9.933.049	=	34,53	9.592.899	=	26,66	9.278.647	=	21,79
		Exist. de productos terminados	287.648			359.826			425.861		
Subperíodo	d ₃	360	360	=	10,43	360	=	13,50	360	=	16,52
		μ	34,53			26,66			21,79		
			2021			2020			2019		
COBRO											
Rotación	μ	Ventas Netas	10.197.818	=	4,30	9.483.209	=	3,54	10.226.879	=	3,04
		Clientes (3)	2.374.291			2.680.897			3.364.552		
Subperíodo	d ₄	360	360	=	83,82	360	=	101,77	360	=	118,44
		μ	4,30			3,54			3,04		
PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN			137,21			168,22			186,60		

(1) Se ha utilizado el dato relativo a 'Aprovisionamientos', a falta de mayor concreción en la memoria.

(2) Puesto que no se dispone del dato relativo a los Costes de producción, por pertenecer a la contabilidad analítica del Grupo, no se puede calcular el subperíodo de Producción.

(3) Tal y como se ha hecho a lo largo del trabajo, dentro de los ‘Clientes’ se han considerado las partidas de Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar y Activos por contrato, para recoger todos los derechos de cobro del Grupo.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 3.2. Períodos medios de Pago (2019-2021).

[illegible]

(4) El Grupo ha publicado en la memoria la información relativa al Período medio de Pago a los Proveedores, muy diferente a la resultante de este cálculo (55, 64 y 59 días, respectivamente). No obstante, para el análisis se atenderá a los períodos medios aquí calculados, para poder compararlos correctamente con el resto de subperíodos calculados (al haber seguido el mismo método, y ser objetivamente comparables).

(5) Tal y como se ha hecho a lo largo del trabajo, dentro de los 'Proveedores' se han considerado a todos los Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, por no disponer de información suficiente para discernir, dentro de esa partida, los Proveedores propiamente dichos.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa

Anexo 4. Estado consolidado de Flujos de Efectivo (2020-2021)

Anexo 4.1. Estado consolidado de Flujos de Efectivo (2020-2021).

	2021	2020
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN		
1.- Resultado del ejercicio antes de impuestos	(553.453)	(1.018.713)
2.- Ajustes al resultado	810.430	913.591
Gastos (Ingresos) financieros, netos	40.992	58.628
Amortización, depreciación y deterioro	757.139	844.197
(Ingresos) Pérdidas relacionadas con actividades de inversión	(185)	12.467
Otros gastos (ingresos) no en efectivo	12.484	(1.701)
3.- Cambio en el capital corriente	671.159	934.389
Activos por contrato	74.437	289.791
Existencias	207.545	(48.460)
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	278.578	117.314
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(105.586)	336.143
Pasivos por contrato	187.067	373.018
Cambios en otros activos y pasivos	29.118	(133.417)
4.- Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(126.956)	(165.271)
Impuestos sobre beneficios pagados	(134.138)	(172.103)
Dividendos cobrados	345	780
Intereses percibidos	6.837	6.052
5.- Flujos de efectivo de las actividades de explotación	801.180	663.996
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
6.- Pagos por inversiones	(678.722)	(778.393)
Adiciones a activos intangibles e inmovilizado material	(676.755)	(601.285)
Adquisiciones de negocios, neto del efectivo adquirido	-	(177.094)
(Compra) Venta de inversiones	(1.967)	(14)
7. Cobros por desinversiones	42.739	28.795
Enajenación de activos intangibles e inmovilizado material	42.739	28.795
8.- Flujos de efectivo de las actividades de inversión	(635.983)	(749.598)
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN		
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-	129
(Compra) Venta de acciones propias	-	129
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	186.818	146.880
Deuda con entidades de crédito y otras obligaciones	275.679	249.223
Pasivos por arrendamiento	(88.861)	(102.343)
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(46.017)	(89.479)
Dividendos pagados	(473)	(35.675)
Intereses pagados	(45.544)	(53.804)
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación	140.801	57.530
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	32.816	(77.592)
AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	338.814	(105.664)
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	1.621.793	1.727.457
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	1.960.607	1.621.793

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de las Cuentas Anuales consolidadas del Grupo Siemens Gamesa