

(Julio 2017)

AUTOTRANSPORTE TURÍSTICO ESPAÑOL S.A.: ANÁLISIS CONTABLE (2009 – 2015)

Rubén Lado Sestayo

Universidade da Coruña

Eric Pita Sánchez

Universidade da Coruña

Resumen

En el presente trabajo se realiza un análisis económico y financiero de la empresa Atesa, primera empresa en el sector de alquiler de vehículos a motor en España, así como una valoración de su adquisición por parte de la multinacional americana Enterprise en el año 2012. El objetivo principal es analizar la situación financiera de la empresa y profundizar en el estudio del proceso de adquisición. La información económico-financiera fue obtenida del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos. El período que se analiza, entre 2009 y 2015, coincide con la crisis económica global y los resultados cosechados por Atesa presentan una tendencia a la baja que se ve interrumpida el último año. Es una empresa con un gran nivel de deuda en el corto plazo, mientras que la mayoría de su activo es fijo, por lo que la estructura del balance es la principal causa de sus problemas económicos y financieros. La entrada de Enterprise, una empresa que lleva más de 50 años en el sector, cambia la operativa pero en tan poco tiempo no consigue cambios notables en la estructura de la empresa.

Palabras clave: Alquiler de vehículos, turismo, solvencia, rentabilidad.

1. Introducción

En este trabajo se busca analizar económica y financieramente la estructura de la empresa Autotransporte Turístico Español S.A. (Atesa, en adelante) y Enterprise Holdings Inc. (Enterprise, en adelante), haciendo especial hincapié en la unión de ambas

empresas en el año 2012. Se valorará la empresa Atesa mediante distintos métodos y se profundizará en los distintos motivos que pudo haber tras la adquisición de Atesa por parte de Enterprise así como en qué forma afectó a la estructura y forma de trabajar de la empresa.

Atesa fue adquirida en 2012 por Enterprise como parte del programa de expansión de esta última, siendo este año el mismo en el que adquiere CITER en Francia, extendiéndose en la actualidad por más de 30 países y con más de 7.200 oficinas. Atesa fue creada en 1949 por parte de la Dirección General de Turismo para cubrir así la necesidad que había en ese momento de completar la oferta de transporte con carretera con la creación de circuitos de autobuses y la posibilidad de alquilar vehículos y autocares. Desde entonces la empresa no para de crecer y cambiar de propiedad, hasta hoy en día, ya en manos de Enterprise. Bajo el nombre comercial de esta última realiza sus operaciones que ya solo se limitan al alquiler de vehículos de forma tradicional y en la nueva modalidad de “Flex-E-Rent”. En la actualidad, Enterprise es la empresa de alquiler de vehículos con mayor facturación y número de empleados de España y la más importante a nivel internacional.

Autotransporte Turístico Español S.A. se constituye el 2 de noviembre de 1949 para cubrir la demanda de alquiler de vehículos con y sin chófer y autobuses y de una red de circuitos en autobuses. El capital fue suscrito por el Instituto Nacional de Industria, manteniendo el 84% del accionariado. El resto fue suscrito por la Red Nacional de los Ferrocarriles Españoles en 1951 y parcialmente en 1954 por la Compañía Internacional de Coches Cama.

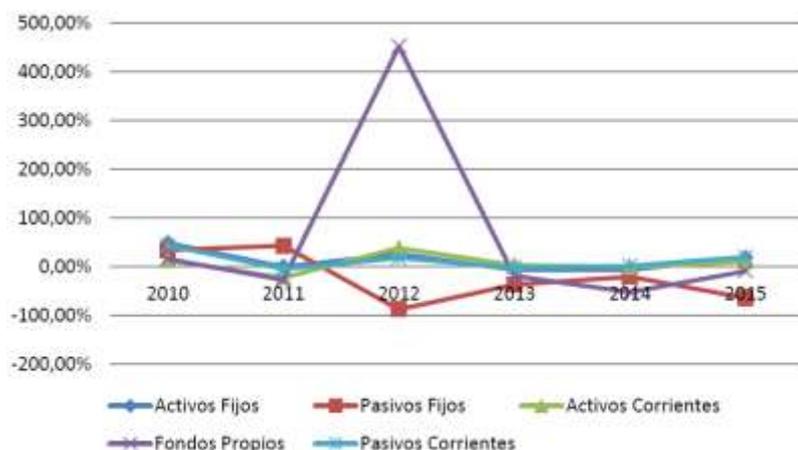
Entre 1952 y 1963, el turismo en España aumenta un 738,4% con lo que Atesa tuvo que crecer también para poder adaptarse a la creciente demanda en el sector. La creación de la Sociedad Española de Automóviles de Turismo en 1950 y el Plan de Modernización de las carreteras en el mismo año contribuyeron al desarrollo de Atesa. Posteriormente, Atesa comenzó a ofertar servicios complementarios como alojamiento, manutención y visitas, lo que no estaba entre sus actividades previstas. Esto desembocó en 1953 en la compra por parte de Atesa de Viajes Hispano Continental S.A. para así poder operar como una agencia de viajes. En marzo de 1964, Viajes Marsans S.A., la primera agencia de viajes de España creada en 1928, adquiere parte de Atesa. Gracias a esto, la empresa pudo dirigir el turismo exterior hacia España y potenciar las actividades existentes de Atesa a través de las filiales Portugal y México.

El INI decidió privatizar Atesa en 1981, siendo adquirida en gran parte por Autos Niza.

Tras esto se mantiene estable en cuanto a propiedad hasta 1988, cuando el grupo Peugeot-Citröen Automóviles comienza a hacerse con el control de la empresa comprando pequeños paquetes de acciones para, en 1992, ser el propietario mayoritario. En el año 1998, un acuerdo entre el grupo PSA y el grupo ANC (Alamo, National y Cartemps) hace que pase a denominarse National-Atesa. Tras la compra por parte de Enterprise Holdings de National y Alamo, estas dos compañías quedarían integradas en la empresa. En 2017 desaparece definitivamente de forma comercial el nombre de Atesa, pero manteniendo el de Alamo y National, siendo Autotransporte Turístico Español S.A. el nombre fiscal de Enterprise para sus operaciones en España. En la actualidad Atesa es una de las principales compañías de alquiler de vehículos, ocupando el 11,77% de los empleados totales del sector, el 6,37% de los activos totales del sector y el obteniendo el 5,39% del total de los ingresos producidos por el sector.

2. Análisis económico-financiero

En este apartado se analizará la información económica-financiera obtenida a través de Sistema de Análisis de Balances Ibéricos de la empresa ATESA que se compara con la de otras empresas similares (Goldcar, Northgate y Hertz) y con la media del sector. Principalmente se analizará la solvencia de la empresa tanto en el largo como en el corto plazo y los riesgos. Destaca el hecho del descenso en el año 2011 de las partidas de balance, salvo el pasivo fijo, que, en el año siguiente, cuando la empresa es adquirida por Enterprise, presentan un ascenso notable mientras que los fondos propios presentan un aumento superior al 400%, producido por el aumento del capital suscrito de más de un 600% y de los otros fondos propios (reservas o resultados de ejercicios anteriores) de un 423%. A partir de este año, tanto los pasivos fijos como los fondos propios seguirían descendiendo para en el año 2015, ser las únicas masas patrimoniales que descienden respecto al año anterior ya que el resto presentan un leve aumento. La variación de las partidas de balance se puede apreciar en el Gráfico 1.

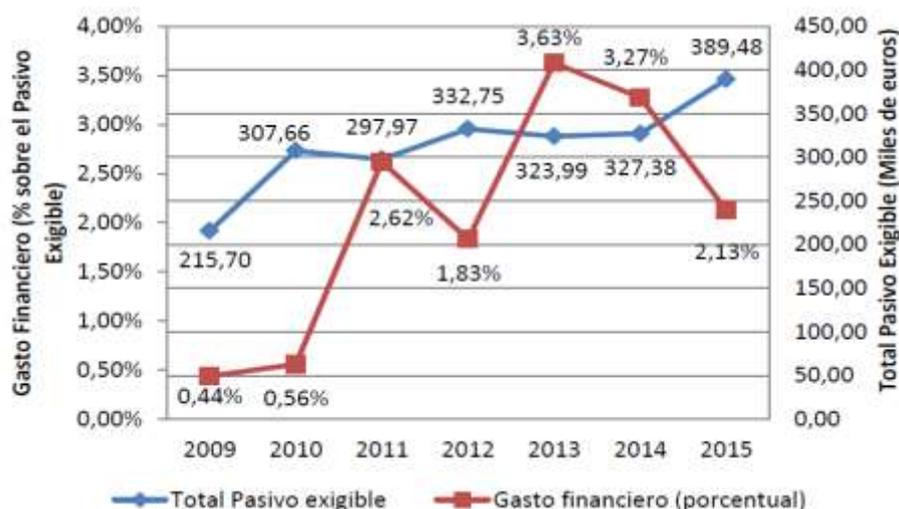
Gráfico 1. Variación porcentual de las partidas de balance

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

2.1. Análisis de riesgos

En este apartado se analizará el impacto de los tipos de interés en la empresa, analizando cual sería la evolución de los resultados en caso de que no hubieran aumentado como consecuencia de la crisis económica y las dificultades de acceso al crédito. De esta forma queda expuesta la dependencia de la empresa respecto a la deuda y a los recursos ajenos y se analiza de una forma más clara lo que ha conseguido la empresa sin depender de estos factores. Se analizará el impacto de la deuda si el coste de esta a parte del real, hubiera sido constante desde 2009, siendo de un 0,4%, o si hubiera sido siempre el mismo que en 2015 donde ya era del 2,1%, existiendo entre ambos años una diferencia del 79,4%. La deuda exigible o pasivo exigible de la empresa ha crecido un total de un 80,56%, pasando de ser de 215,702 millones de euros en 2009 ser de 389,484 millones de euros en 2015, mientras que el gasto ha aumentado un 876% pasando de ser de 945.000 euros a ser de un total de 8,283 millones de euros. En su mayoría está compuesta por pasivos a corto plazo.

Gráfico 2. Evolución del Pasivo Exigible y del Gasto Financiero, representado como porcentaje sobre el Pasivo Exigible



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Los gastos han aumentado en una proporción mucho mayor que el pasivo exigible. Por tanto, se refleja el endurecimiento de las condiciones de crédito experimentado por Atesa. Esto ha propiciado que el resultado sea cada vez menor ya que si el coste medio de la deuda fuera constante a niveles de 2009, la empresa tendría siempre un resultado mayor, incluso aunque este fuera negativo. El control sobre los gastos financieros es de vital importancia en esta empresa, ya que su resultado puede variar en algunos años, como en 2009, tanto que pasen a ser negativos solo por el hecho de tener un coste financiero mayor, ya que el pasivo total representa en ese mismo año el 94,23% del total del pasivo y fondos propios. La financiación ajena es, por tanto, la vía principal de financiación de la empresa por lo que cualquier cambio en la estructura de pasivo, así como del coste de la deuda, afectan a la empresa de una forma muy directa.

En 2011, año anterior a la adquisición por parte de Enterprise presenta un aumento de un 525% en el coste de la deuda a pesar de que el total del pasivo descendió un 3,14%. En este contexto, no cabe duda de la exposición de la empresa a situaciones de crisis económica, lo cual, como posiblemente ha sucedido, han provocado su venta. En 2012, cuando la empresa es adquirida por Enterprise, el gasto desciende a pesar de que el pasivo aumenta, lo que puede ser debido a que la adquisición por parte de una

empresa internacional con un gran peso en el sector de alquiler y una gran capacidad de generar liquidez, así como con una gran cantidad de activos, que le permite renegociar su deuda en unos términos más ventajosos ya que tiene mayor patrimonio con el avalar esos pasivos y esto puede dar más confianza a los acreedores. En este año se produce un descenso de la deuda a largo plazo, que pasa de representar un 5,35% a representar un 0,57% de la deuda total, reestructuración que tendrá sus consecuencias en los años siguientes donde los gastos, y en consecuencia, el coste medio, aumentarán. En el año 2013, un año después de la adquisición, los resultados son negativos, pero esto es debido a que la cifra de ventas se reducen a la mitad aproximadamente, la cifra más baja del período a analizar, lo que puede repercutir seriamente en las finanzas de la empresa obligándole a endeudarse para poder hacer frente a los gastos y aumentar así tanto su deuda como su coste, lo que se vería reflejado en los gastos financieros del años 2013. En este año los gastos financieros aumentan y el coste medio de la deuda lo hace en una cifra similar. En este año también reduce sus activos inmovilizados y sus fondos propios, dos factores que merman la confianza de los acreedores y repercuten de forma directa en el coste de la deuda. En los ejercicios siguientes, el coste medio seguiría descendiendo, ya que aunque la empresa obtiene resultados más negativos en 2014 que en ningún otro año del período, la cifra de ventas aumenta como así lo hacen los activos fijos.

Por lo general, el análisis realizado confirma que es una empresa en la que el coste de la deuda modifica el resultado de una forma notable, haciendo que si este se mantuviera a niveles de 2009 tendría unos resultados mayores y si estuviera a niveles de 2015 tendría unos beneficios menores, llegando incluso a ser negativos en el año 2009. El único año en el que esta premisa no se cumple es en 2014, en el que el coste fue superior al año 2015 que, como se explica anteriormente, se debe a las pérdidas y a las reducciones de fondos propios así como del activo inmovilizado.

Tabla 1. Resultados ordinarios antes de Impuestos con distinto coste medio de la deuda

Resultados ordinarios antes de Impuestos con distintas bases							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Base 2009	-10.351	-16.647	-2.216	7.393	7.675	6.057	2.942
Base 2015	-16.928	-22.175	-7.687	1.775	2.643	862	-700
Real	-16.928	-25.926	-12.556	2.756	1.170	5.685	2.942

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

2.2. Solvencia

En este apartado se analiza la solvencia de la empresa a través de distintos indicadores tanto en el corto como en el largo plazo. En el corto plazo se analizan el coeficiente básico de financiación, el ratio de tesorería de primer grado y la prueba ácida. En el largo se analizan tanto el ratio de garantía como el de endeudamiento.

Solvencia en el corto plazo

La solvencia en el corto plazo indica la medida en la que la empresa es capaz en el corto plazo, a través de su ciclo de explotación, de generar liquidez suficiente para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas.

El coeficiente básico de financiación (CBF) mide la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas a largo plazo a través del valor de sus activos fijos y la capacidad que tiene para generar liquidez. Si es capaz de generarla con sus actividades en el corto plazo y esta liquidez junto con sus activos fijos son equivalentes a sus fondos propios y a sus pasivos a largo plazo, la empresa es solvente, siendo el resultado igual a la unidad. Si el resultado es menor a la unidad, existe riesgo de insolvencia y hay que comprobar si esto es debido a un ciclo lento o porque su deuda en el corto plazo es muy elevada, superior a sus necesidades en el corto plazo, por lo que se está utilizando para cubrir el ciclo e explotación y las inversiones fijas. Si es muy elevado indica la presencia de recursos ociosos, lo que disminuye la rentabilidad de la empresa ya que usa más financiación en el largo plazo de la que necesita para cubrir sus activos fijos, por lo que parte de esta deuda se usa para financiar el corto plazo, lo que le puede generar unos gastos financieros innecesarios. También se puede deber a que la deuda tiene un vencimiento muy inmediato, es decir, el pasivo corriente es muy superior al no corriente, por lo que la empresa es solvente ya que tiene una gran cantidad de activos inmovilizados con los que afrontar dicha deuda, pero no tiene liquidez. (Rodríguez Sandiás, 2014)

En el caso de Atesa, la empresa presenta un CBF inferior a la unidad, lo que indica que necesita más recursos para financiar su corto plazo (Necesidad Operativa de Fondos o NOF) de los que genera en el corto y necesita endeudarse para hacer frente a estos gastos, lo que hace que los recursos permanentes estén financiados con deuda en el corto plazo. La evolución de sus NOF se puede apreciar a continuación, así como diversos datos asociados a su ciclo de explotación.

Tabla 2. Evolución de los Activos y Pasivos en el corto plazo (expresados en miles de euros) clasificados por su función

Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ACEX	50.763	49.647	50.749	50.043	37.461	49.828	44.130
PCEX	2.943	3.928	3.070	4.102	2.562	5.197	2.649
ACAJ	8.906	4.569	4.141	3.430	1.316	548	561
PCAJ	386.268	322.502	319.716	326.727	279.474	291.289	204.696
NOF	47.820	45.719	47.679	45.941	34.899	44.631	41.481
RLN	-377.362	-317.933	-315.575	-323.297	-278.158	-290.741	-204.135
CC	-329.542	-272.214	-267.896	-277.356	-243.259	-246.110	-162.654

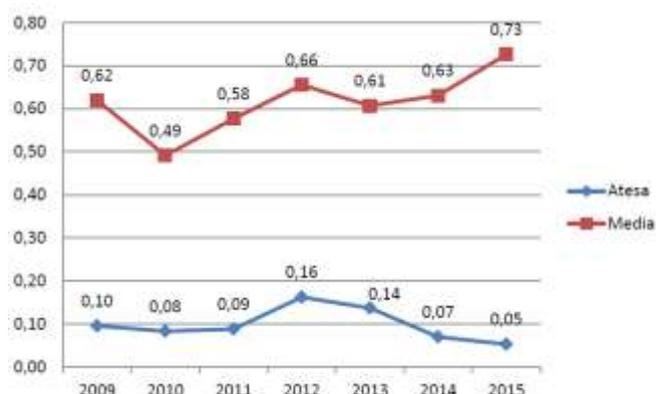
Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

En el ejercicio 2011, el ratio aumenta ligeramente respecto del año anterior, por lo que la empresa necesita un total de 278,158 millones de euros para poder cubrir sus deudas en el corto plazo. En 2012, ejercicio en el que la empresa es absorbida por Enterprise, el ratio asciende notablemente. Esto es debido a que con la entrada de nuevo capital los fondos propios aumentan de forma considerable. Esto compensa el descenso de los pasivos fijos y el aumento de los activos fijos y de las necesidades operativas de fondos. Entre 2013 y 2015 el ratio desciende debido al descenso de los fondos propios y de los pasivos fijos. El CBF se puede ver en comparación con otras empresas del sector y con la media en la Tabla 3 así como la evolución del de Atesa respecto a la media en el Gráfico 3.

Tabla 3. Comparación del CBF entre empresas del sector

Coeficiente Básico de Financiación							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Atesa	0,0530	0,0701	0,1372	0,1623	0,0883	0,0833	0,0955
Northgate	0,8725	0,9071	0,9434	0,9271	0,9534	0,9621	0,9140
Goldcar	1,9289	1,6729	0,8309	0,5982	0,7496	0,8887	0,5623
Hertz	0,8577	0,8753	0,8395	0,9209	0,8614	0,7969	0,2020
Media	0,7266	0,6306	0,6070	0,6553	0,5769	0,4916	0,6195

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 3. Evolución del CBF respecto a la media del sector

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

El ratio de tesorería de primer grado sirve para medir hasta qué punto el efectivo y los otros activos líquidos cubren los pasivos a corto plazo. Un valor muy bajo indica una incapacidad de hacer frente a sus deudas en el corto plazo, mientras que un valor similar a uno indica una correspondencia acertada entre lo que tiene disponible en sus activos líquidos y lo que ha de pagar en el corto plazo. Sin embargo, no es aconsejable que sea superior a la unidad, ya que indica recursos ociosos, que deberían de estar gestionados e invertidos de una forma más eficiente ya que la empresa no obtiene una rentabilidad al poder disponer de ellos libremente. Su valor ideal se sitúa en torno a la unidad. Sin embargo la empresa presenta un ratio muy bajo, estando muy por debajo de la media del sector donde empresas similares como Hertz, Goldcar o Northgate siempre ha sido superior a 0,1 mientras que Atesa nunca supera dicho valor. (Rodríguez Sandiás, 2014)

Los primeros años inferior al 0,03 e incluso al 0,01 antes del año 2012, en el que pasa de ser de 0,0047 a ser de 0,0104, un aumento de un 222%. Esto indica que la empresa con sus activos líquidos no es capaz de hacer frente a su deuda, de hecho nunca podría pagar más de un 3% de esa deuda. Los primeros años, antes de 2012, esto es debido a la baja capacidad de la empresa para generar activos líquidos y tesorería, aunque el pasivo a corto plazo es más bajo. Pero en 2012, año de la adquisición, los activos líquidos aumentan un 260% mientras que los pasivos a corto plazo 17,3%. Esto implica que en posteriores años la empresa mantiene esta estructura y al haber un mayor aumento porcentual de los activos, la empresa pasa a cubrir una mayor parte de los pasivos a corto, pero aun así sigue estando alejada de poder cubrir todas sus deudas en el corto plazo. En 2015 presenta un aumento notable

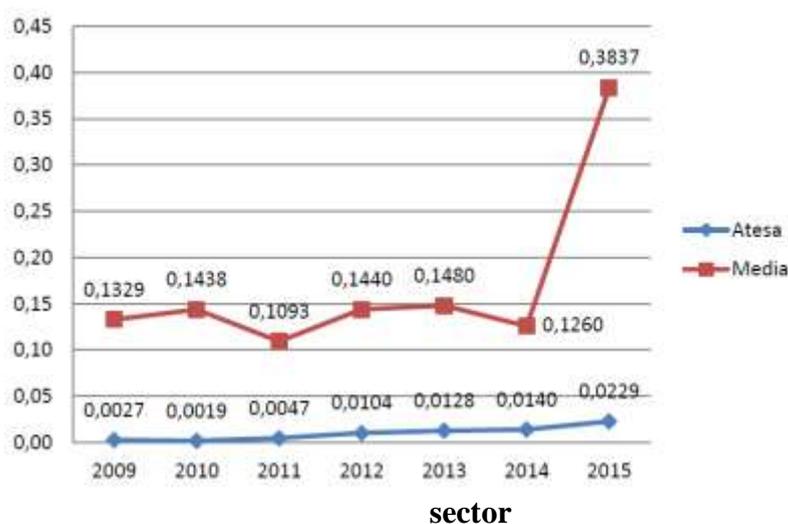
Es una empresa con mucha deuda en el corto plazo, por lo que aunque consiga aumentar sus activos en el corto, tendría que reducir en gran medida su pasivo en el corto, y por el tipo de empresa esto se antoja complicado, ya que muchos de los vehículos son en préstamo del fabricante, que se compromete a recomprarlos si las condiciones determinadas previamente se cumplen (por lo general, límite de kilómetros o un período de tiempo determinado). Como consecuencia, gran parte de los vehículos de la empresa no están más de un año en ella pero sin embargo sea necesario devolverlos a la marca en un período inferior al ciclo de explotación. El ratio de Tesorería de 1° Grado se puede ver en comparación con otras empresas del sector y con la media en la Tabla 4 así como la evolución del de Atesa respecto a la media en el Gráfico 4.

Tabla 4. Comparación del ratio de Tesorería de 1° Grado entre empresas del sector

Tesorería de 1° Grado							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Atesa	0,0229	0,0140	0,0128	0,0104	0,0047	0,0019	0,0027
Northgate	5,7785	6,6571	0,6260	0,3911	0,3317	0,6911	0,4664
Goldcar	0,1675	0,1803	0,1044	0,6362	0,5880	0,2587	0,1607
Hertz	0,0720	0,0552	0,2556	0,2426	0,3408	0,2134	0,1479
Media	0,3837	0,1260	0,1480	0,1440	0,1093	0,1438	0,1329

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 4. Evolución del ratio de Tesorería de 1° Grado respecto a la media del



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

A continuación, se analiza la capacidad que tiene la empresa con el efectivo disponible y sus deudas a cobrar más inmediatas de hacer frente al pago de la deuda en el corto plazo. Es similar al ratio analizado en el apartado anterior, tesorería de primer grado, pero al incluir los deudores de la empresa, se ve de forma más clara si con el líquido y lo que se espera de ingresos en el corto plazo fruto de su ciclo de explotación, puede cubrir las deudas en el corto plazo. (Rodríguez Sandiás, 2014).

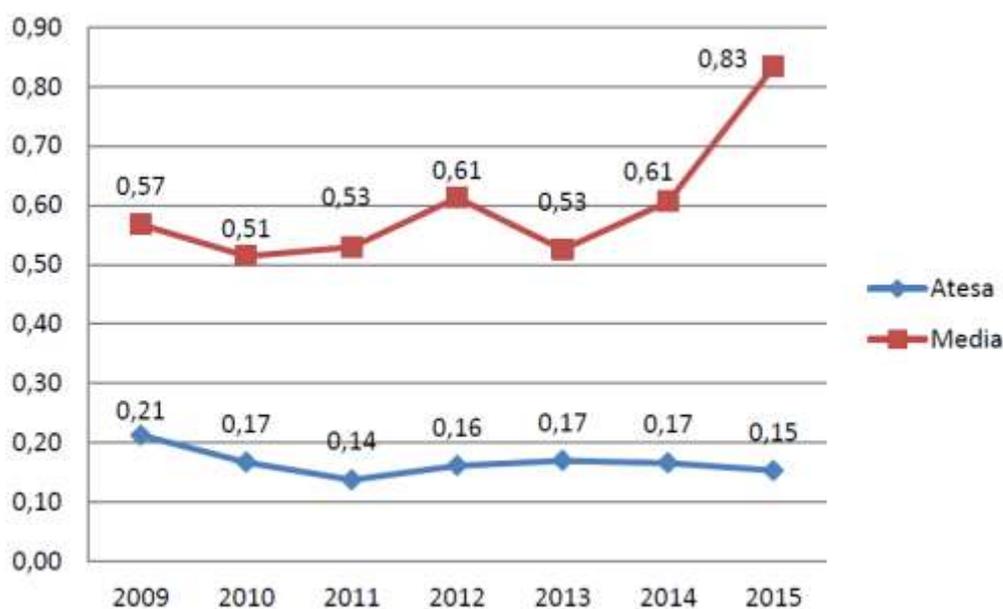
Si tenemos en cuenta los deudores de la empresa, la solvencia aumenta hasta situarse por encima del 10% del valor total de la deuda en el corto plazo. El valor más bajo es de 0,1374 en el año 2011 y el más alto es de 0,2128 en el año 2009. En este caso la empresa puede hacer frente a un mayor volumen de sus obligaciones en el corto plazo, pero nunca más de una cuarta parte de las mismas. En 2011 el ratio es tan bajo debido a que los deudores descienden un 23,61%. Fuera de esos dos años, el ratio se sitúa en torno a 0,15, lo que dista bastante del 0,5 y el 0,6, valores entre los que se sitúa la media, a excepción del 0,83 del año 2015. La Prueba Ácida se puede ver en comparación con otras empresas del sector y con la media en la Tabla 5 así como la evolución del de Atesa respecto a la media en el Gráfico 5.

Tabla 5. Comparación de la Prueba Ácida entre empresas del sector

Prueba Ácida							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Atesa	0,1532	0,1660	0,1699	0,1616	0,1374	0,1672	0,2128
Northgate	2,3086	2,6883	2,4895	2,1666	1,4212	1,1972	0,4048
Goldcar	5,9105	7,9444	1,2833	0,8009	1,1231	1,4483	0,8500
Hertz	0,8536	1,1835	1,5714	1,3973	2,0393	2,3815	1,8049
Media	0,6420	0,6062	0,5259	0,6132	0,5298	0,5147	0,5677

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 5. Evolución de la Prueba Ácida respecto a la media del sector



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

A continuación, nos focalizamos en el estudio de la solvencia de la empresa en el largo plazo, es decir, en un período superior a su ciclo de explotación, siendo en el caso de Atesa de un año fiscal. Este análisis se centra en los ratios de garantía, acompañado del de consistencia, y el de endeudamiento.

Respecto al ratio de garantía, éste permite medir los activos de la empresa respecto a sus pasivos, de forma que se puede comprobar si estos son superiores o por el contrario, son menores, lo cual significaría que la empresa está en quiebra técnica ya que ejecutando todos sus activos no podría hacer frente a sus deudas y tendría que liquidar también sus fondos propios. Mientras sea mayor que a unidad la empresa no tendría problemas de solvencia en el largo plazo y es interesante que su valor sea lo mayor posible, lo que indicaría que la empresa es capaz de financiarse a través de sus capitales propios y si estos tienen un coste menor que la financiación ajena, la empresa estaría en una situación muy beneficiosa para sus intereses. También se cotejan los datos con el ratio de consistencia, en el que se observa la deuda en el largo plazo respecto de los activos en el largo plazo. (Rodríguez Sandiás, 2014)

La empresa siempre ha presentado un valor cercano a la unidad y por encima de ella, lo que indica que no está en quiebra técnica, pero el bajo valor presentado, especialmente los primeros años, indica que la empresa recurre a la deuda como principal fuente de

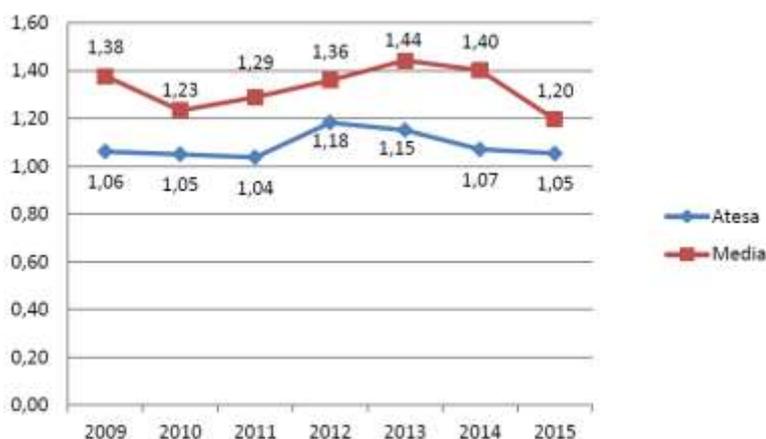
financiación, siendo los recursos ajenos una ínfima parte de las cuentas de la empresa. Desde 2009 hasta 2011 presenta una tendencia decreciente. En el año 2012, cuando es absorbida por Enterprise, el ratio alcanza el valor más alto del período de 1,1825. Esto es debido principalmente a que en ese ejercicio los Fondos Propios crecen un 451,74% mientras que los activos lo hacen en un 27,35% y los pasivos en 11,67%. A partir de ese incremento inicial, en años posteriores la reducción de sus fondos propios en mayor porcentaje que sus activos sus pasivos hacen que vuelva a aumentar el ratio, tendencia que también se observa en el conjunto del sector. La empresa nunca se sitúa por debajo de la unidad, pero su ratio de consistencia es muy elevado y es debido a que se financia con deuda en el corto plazo. En el largo plazo es solvente debido a su gran cantidad de activos fijos con los que garantizar el pago de las deudas, pero prácticamente la totalidad de estas son el corto plazo, siendo las del largo y los fondos propios una forma de residual de financiar sus operaciones. El Ratio de Garantía se puede ver en comparación con otras empresas del sector y con la media en la Tabla 6 así como la evolución del de Atesa respecto a la media en el Gráfico 6.

Tabla 6. Comparación del Ratio de Garantía entre empresas del sector

Ratio de Garantía							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Atesa	1,0534	1,0703	1,1512	1,1825	1,0369	1,0495	1,0612
Northgate	1,9856	1,8525	1,8863	1,9294	1,6985	1,5089	1,3175
Goldcar	1,3410	1,3006	1,9350	1,6231	1,9554	2,2440	1,6066
Hertz	1,1156	1,0364	1,0204	1,0488	1,0314	1,1651	1,1258
Media	1,1954	1,4020	1,4421	1,3589	1,2884	1,2330	1,3768

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 6. Evolución del Ratio de Garantía respecto a la media del sector



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

El ratio de endeudamiento indica la relación entre el pasivo y los fondos propios de la empresa. El resultado indica por cada unidad monetaria dedicada al fondo propio, cuantas hay de pasivos. (Rodríguez Sandiás, 2014). La empresa presenta un ratio de endeudamiento muy elevado ya que los fondos propios representan tan solo el 5,77% en 2009 del total de las cuentas de pasivo y patrimonio neto, disminuyendo en los años posteriores hasta 2012 cuando aumenta notablemente para volver a bajar en los años siguientes. Entre 2009 y 2011 presenta una tendencia creciente, teniendo el máximo del período en 2011 de 27,07. En 2012 el ratio baja notablemente gracias a la entrada de Enterprise, hasta situarse en 5,48 euros de pasivo por cada euro en fondos propios, siendo 5,45 euros de pasivo corriente y 0,03 de fijo. Es el año que más se acerca a la media del sector propiciado por el aumento considerable de los fondos propios que aumentan un 451,74%, representando el 15,44% del total de la financiación de la empresa. Los pasivos corrientes aumentan y los fijos se reducen, por lo que la deuda de la empresa representa menos respecto a sus fondos propios, un 84,56%. El problema vuelve a radicar en el aumento de la deuda en el corto plazo que hace que represente del total de la deuda de un 99,42%. En 2013 el ratio vuelve a crecer hasta situarse en 6,61 euros de pasivo por cada euro de fondos propios, de los que 6,59 son en el corto plazo y tan solo 0,02 son de largo plazo. En este año la empresa ve reducidos sus fondos propios, su deuda fija y corriente. Aunque la empresa logra reducir sus deudas, la reducción de los fondos propios hace que el ratio vuelva a subir. En este ejercicio del total de las deudas que ya son el 86,87% del total de la financiación de la

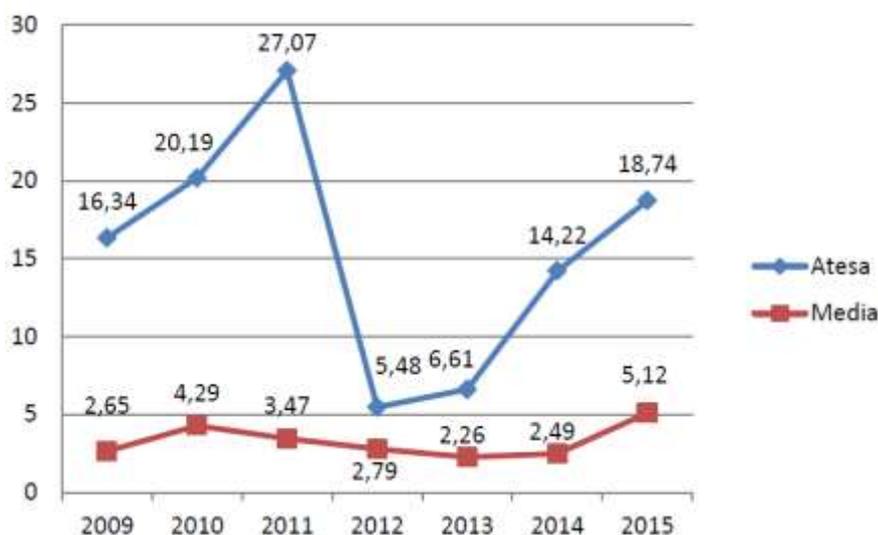
empresa y las corrientes ya representan el 99,63% del total de las deudas. En 2014 y 2015 sigue aumentando de forma notable motivada principalmente por la reducción de los fondos propios y de los pasivos fijos, así como el aumento de los pasivos corrientes. En 2015 ya supera los valores alcanzados en 2009. El Ratio de Endeudamiento se puede ver en comparación con otras empresas del sector y con la media en la Tabla 7 así como la evolución del de Atesa respecto a la media en Gráfico 7.

Tabla 7 Comparación del Ratio de Endeudamiento entre empresas del sector

Ratio de Endeudamiento							
Año	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Atesa	18,7410	14,2180	6,6143	5,4787	27,0686	20,1887	16,3411
Northgate	1,0147	1,1730	1,1283	1,0760	1,4317	1,9651	3,1499
Goldcar	2,9326	3,3269	1,0696	1,6048	1,0467	0,8039	1,6484
Hertz	8,6526	27,5024	49,1281	20,4795	31,8887	6,0555	7,9521
Media	5,1176	2,4875	2,2620	2,7863	3,4668	4,2918	2,6543

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 7. Evolución del Ratio de Endeudamiento respecto a la media del sector



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

2.3. Valoración de la compraventa de ATESA

En este apartado se valora la compra de Atesa por parte de Enterprise. Lo primero es determinar el valor de la empresa, lo que se hará a través de tres vías:

activos, patrimonio neto y flujos libres de caja.

El valor sustancial es la inversión que hay que realizar para crear y poner en funcionamiento una empresa equivalente a Atesa. (Piñeiro Sánchez y de Llano Monelos, 2011)

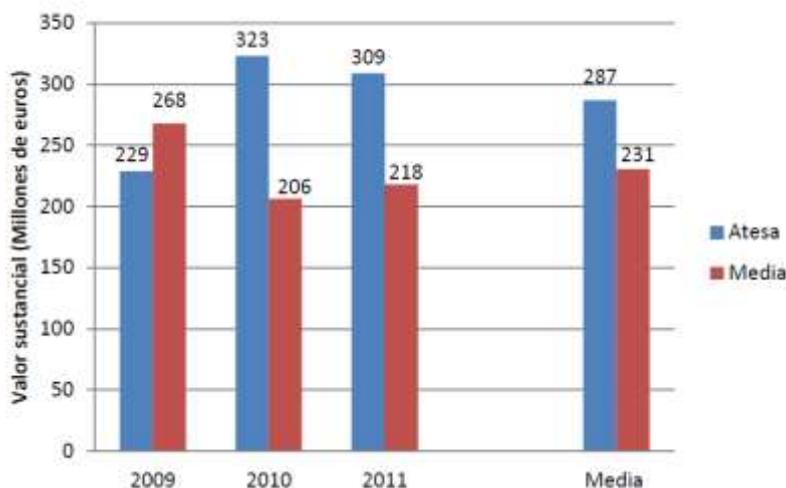
En concreto se analiza el valor sustancial bruto, es decir, el valor de sus activos y se realiza una media de los ejercicios anteriores para poder apreciar cual sería dicho valor. Como se aprecia en las ilustraciones 33 y 34, la empresa presenta en 2009 un valor un 14,54% inferior la media del sector, que aumenta un 41,06% en el ejercicio siguiente, para superar el valor medio de los activos del sector en un 56,46%. Ya en el año anterior a la compra, su valor total desciende un 4,31%, pero aún así sigue siendo un 41,77% superior al valor medio del sector. La media de estos tres años es de 286,925 millones de euros, un 24,36% superior a la media del sector en esos 3 años.

Tabla 8. Valor sustancial de Atesa y de la media del sector (en miles de euros)

Valor sustancial				
Año	2009	2010	2011	Media
Atesa	228.902	322.894	308.978	286.925
Media	267.841	206.373	217.940	230.718

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 8. Comparación del valor sustancial con la media del sector



Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

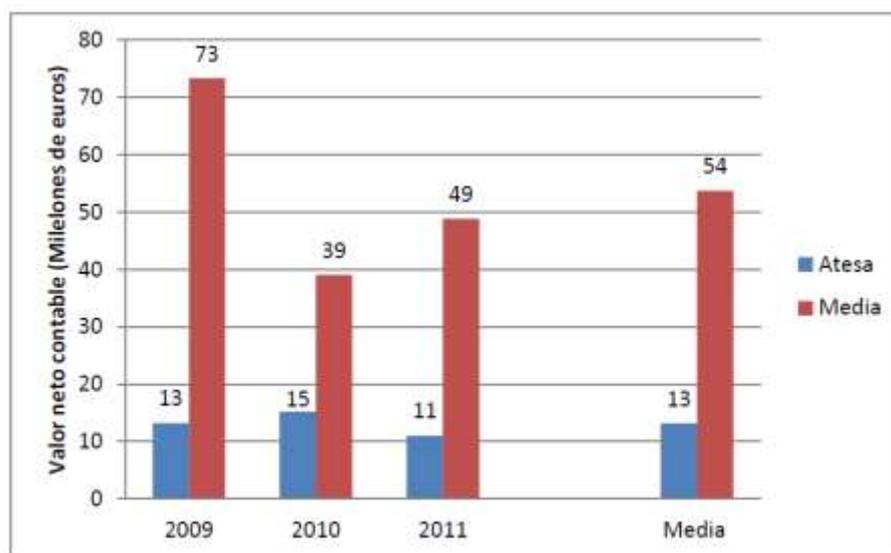
El valor neto contable es la diferencia entre los activos y pasivos. Es una medida de valor parcial ya que es estática y es sensible a criterios de amortización, aprovisionamiento y obsolescencia técnica. También omite otros factores extracontables como los recursos humanos o ciertos activos intangibles y el riesgo al que está sometida la empresa. (Piñeiro Sánchez y de Llano Monelos, 2011)

Atesa presenta en 2009 un valor un 81,99% inferior la media del sector. En 2010, aumenta en un 15,44% y a su vez la media del sector desciende un 46,79%. En 2011, año anterior a la compra, el valor neto contable de Atesa se reduce un 27,76% mientras que el de la media del sector crece un 25,11%. En este año, la empresa tiene un valor un 77,44% inferior a la media del sector. La media de los tres años de la empresa, como se aprecia en las ilustraciones 35 y 36, es un 75,51% menor que la media del valor neto contable medio del sector. Es notable la diferencia respecto a la valoración sustancial, ya que el valor neto contable es 21,82 veces superior. Esto viene producido ya que la empresa tiene una gran cantidad de activos pero en su mayoría están financiados por recursos ajenos, un 84,56%. De toda esta deuda, el 99,42% es deuda en el corto plazo. El bajo nivel de recursos propios comparado con otras empresas del sector hace que por activos sea mayor que el valor de la media pero sin embargo, si se mide su valor por recursos propios, la empresa presenta un valor un 75,71% inferior a la media.

Tabla 9. Valor neto contable de Atesa y de la media del sector (en miles de euros)

Valor neto contable				
Año	2011	2010	2009	Media
Atesa	11.008	15.239	13.200	13.149
Media	48.791	38.999	73.296	53.695

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Gráfico 9. Comparación del valor neto contable con la media del sector

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

La valoración basada en flujos de caja, que son independientes de criterios contables, ofrece una imagen más real que las valoraciones basadas en dividendos o beneficios que sí que están sujetos a criterios contables como las amortizaciones o aprovisionamiento. Se busca así valorar a la empresa por su capacidad de generar liquidez. (Piñeiro Sánchez y de Llano Monelos, 2011).

En este caso se considera que los flujos obtenidos son rentas perpetuas. Se ha calculado la media de los flujos de caja entre 2009 y 2011, siendo estos de 25,01 millones de euros. Se considera esta cantidad como los flujos de caja futuro que recibirá la empresa cada año. Después se ha calculado el coste de los fondos propios, utilizando la beta de Hertz, que es de 2,23. El coste de los recursos ajenos se ha calculado mediante la media del coste del pasivo exigible durante ese mismo período, siendo de 1,21%. La rentabilidad media del mercado, se sitúa entre el 6% y el 7%, por lo que el coste de la financiación propia se considerará entre 5% y 9%. El coste de la financiación libre de riesgo se situará entre el 0% y el 2,4%. La empresa obtiene su financiación a través de recursos ajenos principalmente, siendo la media de estos entre 2009 y 2011 de un 95,32% del total de la financiación, siendo el 4,68% restante de fondos propios. El coste de capital medio ponderado se sitúa entre 2,09% y 1,53%. Por todo lo anterior, el mayor valor de la empresa sería con un coste de los recursos propios del 5% y del 0% en cuanto a la financiación ajena, donde el valor alcanzaría los 1.630,94 millones de

euros. El más bajo por el contrario sería con un coste de los recursos ajenos del 2,4% y de los propios del 9%., siendo de 1.196,98 millones de euros.

Tabla 10. Valoración mediante los flujos de caja con los máximos y mínimos costes de la financiación ajena y propia, considerando una renta perpetua

Valoración basada en flujos de caja (Millones de euros)		RM	
		5%	9%
RF	0%	1.630,94	1.281,79
	2,4%	1.496,08	1.196,98

Fuente: Elaboración propia a través de datos del SABI

Mediante este método, la empresa obtiene el mayor valor pero hay que tener en cuenta que es porque se considera los flujos de caja como estables y perpetuos, por lo que cualquier cambio a la baja en estos aspectos le podría afectar notablemente. Por otra parte, se considera que los costes de la deuda y de capital se mantienen estables entre ciertos valores, pero cualquier cambio en estos, y especialmente en los de la deuda ajena por el gran volumen de los pasivos de la empresa, podría repercutir seriamente en esta valoración.

3. Conclusiones

Atesa es una empresa fuertemente endeudada en el corto plazo, representando estas deudas el 90% aproximadamente de su forma de financiarse. Esto es un riesgo ya que cualquier aumento en el coste de la deuda dispararía sus gastos financieros, influyendo de forma directa en sus resultados que ya de por sí son bajos, siendo a partir de 2013 negativos. La empresa no es solvente en el corto plazo ya que tiene unas deudas muy superiores a sus activos lo que hace que recurra de forma constante a nuevas formas de financiación para poder cubrir todos los gastos asociados a su corto plazo. Los tres ratios analizados demuestran que la empresa no solo no es solvente en el corto plazo en general, si no que dentro del sector siempre se encuentra muy alejada de la media. Destaca el hecho que más del 98% de los pasivos en el corto plazo se califican como otros pasivos líquidos, que por lo general son deudas

asociadas a los vehículos que son activo fijo. Esta empresa obtiene muchos de sus vehículos con compromisos por parte del proveedor de recomprarlo bajo unas condiciones estrictas como pueden ser un kilometraje determinado o un tiempo de permanencia en la empresa, que de incumplirse conllevan un perjuicio económico importante para la empresa. Aquí la empresa tiene un gran riesgo ya que puede liquidar su pasivo con el propio activo que lo ha generado, pero si no cumple las condiciones puede que el valor no sea suficiente para cubrir la deuda o que incluso el proveedor no ejerza el derecho de recompra, por lo que la empresa debería de liquidar por su cuenta el activo para obtener la liquidez para hacer frente a las deudas asociadas al mismo. Los vehículos son activos fijos que financia con deuda en el corto ya que por lo general los vehículos no suelen estar más de un ejercicio en el activo de la empresa ya que la renovación de la flota es algo constante tanto en la empresa como en el sector. En el largo plazo la empresa es solvente ya que el valor de sus activos es suficiente para cubrir las deudas que tiene y el ratio de garantía nunca es inferior a la unidad por lo que la empresa no se encuentra en una situación de quiebra

técnica, pero si tiene un valor inferior a la media. Lo mismo ocurre con su ratio de endeudamiento, que se encuentra muy por encima de la media del sector, pero aún así desde la entrada de Enterprise la empresa lo reduce drásticamente y aunque en años posteriores vuelve a crecer se sitúa en valores próximos a 2009. La rentabilidad de la empresa es muy baja y muy inferior a la media del sector. Esto empeora drásticamente en 2013, donde el margen negativo hace que la empresa incurra en pérdidas. No solo la caída de las ventas, sino que el aumento de la deuda y los gastos asociados a la misma hacen que la empresa este en una situación de resultados negativos que aunque en 2014 se agrava, llegando a duplicar las pérdidas, en 2015 es capaz de reducir estas pérdidas por lo que debe seguir en esta línea y conseguir de nuevo un margen positivo y aumentar su rentabilidad.

La entrada de Enterprise, una empresa que conoce el sector a la perfección, siendo el líder mundial en beneficios, flota y número de empleados, es un factor clave para el futuro de la empresa que antes había sido propiedad de PSA, un grupo cuya principal actividad es la fabricación de vehículos. El motivo principal de la compra de Atesa por parte de Enterprise ha sido adquirir una empresa ya localizada y asentada en el mercado español, realmente ha comprado activos como oficinas, licencias y concesiones como la de los aeropuertos o las de las estaciones de tren. También la adquisición le permite recuperar a la marca National, que en España operaba a través de Atesa ya le

posiciona en el mercado español a través de una empresa con más de 50 años de experiencia en el sector, con trabajadores que conocen el sector y clientes que confían en la empresa. No ha sido una adquisición con una intención de rentabilizarla en el corto plazo, sino que lo que se ha hecho ha sido una inversión para el futuro, para poder asentarse en el mercado español como parte de la política expansiva que ha llevado a cabo la empresa desde los años 90. Es una inversión de futuro y una forma de penetrar en un mercado y sector complejo de entrar por las fuertes barreras de entrada como la inversión inicial o la dificultad de posicionamiento tanto estratégico como geográfico, ya que para acceder a los aeropuertos y estaciones de tren es necesario hacerlo a través de concursos públicos. La delicada situación económica de Atesa, que en caso de tener que liquidar la empresa sería aún más grave por el coste de los despidos y de las sanciones por no cumplir los convenios con aeropuertos y estaciones de trenes, ha hecho que la operación sirva para sanear las cuentas de Atesa y que no tenga que liquidarse en el medio o largo plazo y que Enterprise consiga penetrar en un mercado de difícil acceso a través de la fórmula utilizada en otros países de adquirir empresas ya existentes.

4. Bibliografía

Enterprise Holdings, Inc. (2016). *Acerca de nosotros: Enterprise Holdings, Inc.* Recuperado el 16 de Mayo de 2017, de Sitio Web de Enterprise Holdings, Inc.:

www.enterprise.es

Enterprise Holdings, Inc. (2016). *Acerca de nosotros: Enterprise Holdings, Inc.* Recuperado el 16 de Mayo de 2017, de Sitio Web de Enterprise Holdings, Inc.:

www.enterpriseholdings.com

International Directory of Company Histories. (s.f.). *Enterprise Rent-A-Car Company.*

Recuperado el 15 de Mayo de 2017, de Sitio Web de Encyclopedia:

<http://www.encyclopedia.com/books/politics-and-business-magazines/enterprise-rent-car-company>

Invertia. (s.f.). *Invertia.* Recuperado el 5 de Junio de 2017, de <https://www.invertia.com/es/portada>

Kazanjian, K. (2013). *Driving Loyalty.* Nueva York: Crown Business.

Moreno Barberá von Hartestein, F. (2011). *La empresa pública turística como impulsora de la economía municipal, en el cuarto de de siglo del desarrollo español:*

los casos del Hostal de los Reyes Católicos de Santiago de Compostela y del Hostal de San Marcos de León. Valencia: Universidad Cardenal Herrera - CEU.

Piñeiro Sánchez, C., y de Llano Monelos, P. (2011). *Finanzas empresariales. Teoría y modelos con hoja de cálculo.* Santiago de Compostela: Andavira Editora.

Rodríguez Sandiás, A. (2014). *Estrategias de Planificación financiera aplicada.* Santiago de Compostela: Andavira Editora.

World Bank Group. (s.f.). Recuperado el 3 de Mayo de 2017, de World Bank: <http://www.worldbank.org/>

Yahoo. (s.f.). *Yahoo Finanzas.* Recuperado el 5 de Junio de 2017, de <https://es.finance.yahoo.com/>