



## Trabajo Fin de Grado

Análisis económico-financiero de la panadería líder  
de Zaragoza: NOVAPAN, S.L.

Autora

Anais Gregorio Martí

Directora

Marta Blanco Vázquez de Prada

Facultad de Economía y Empresa, Campus Paraíso  
2015

## RESUMEN

El sector de la panadería y bollería ha experimentado en la última década una fuerte transformación debido a cambios en los procesos productivos y a la creación de nuevos canales de comercialización. La empresa NOVAPAN, S.L., o más conocida como PANISHOP es una PYME aragonesa que tras años de experiencia ha llegado a convertirse en la empresa líder del sector panadero de Zaragoza.

El objetivo de este proyecto es la realización de un estudio económico-financiero de NOVAPAN, S.L. durante el periodo 2008-2013 para conocer como ha afectado la crisis económica a esta empresa.

Para ello, primero estudiaremos el entorno en el que opera a través de un análisis DAFO y de las cinco fuerzas de Porter, y posteriormente la evolución de su situación económica y financiera. Además, para posicionar el comportamiento de la empresa dentro de su sector realizaremos un análisis comparativo con dos de sus principales competidores: las empresas alemanas “Bormut” y “Müller&Egerer”.

Por último analizaremos el riesgo de insolvencia futura de NOVAPAN aplicando el modelo z-score de Altman.

**Palabras clave:** Estados financieros, análisis, ratios, sector panadero.

## ABSTRACT

Bakery and pastry industry has experienced in the last decade a strong transformation due to changes in production processes and the creation of new marketing channels. The company NOVAPAN, SL, or better known as PANISHOP is an Aragonese SME that, after years of experience, has come to become the leading company in the sector of Zaragoza Baker.

The objective of this project is the realization of an economic and financial analysis of NOVAPAN, S.L. during the 2008-2013 period to learn how the economic crisis has affected the company. To do this, we will first study the environment in which it operates through a SWOT analysis and the five forces Porter's, and subsequently the evolution of its economic and financial situation. In addition, to position the behaviour

of the company within its sector will carry out a comparative with two of its main competitors: German companies "Bormut" and "Müller & Egerer".

Finally, we will analyze the risk of insolvency NOVAPAN futura by applying the model of Altman z-score.

**Key words:** analysis, financial statements, bakery industry, ratios.

## INDICE

1.	INTRODUCCION.....	4
1.1.	CONTEXTUALIZACIÓN DEL PROYECTO.....	4
1.2.	OBJETIVOS DEL PROYECTO.....	5
1.3.	DATOS Y METODOLOGÍA .....	6
1.4.	CONTENIDO DEL PROYECTO:.....	8
2.	CONTEXTUALIZACION DE LA EMPRESA.....	9
2.1.	HISTORIA DE NOVAPAN: .....	9
2.2.	ENTORNO EN EL QUE OPERA NOVAPAN:.....	9
2.2.1.	Análisis del sector nacional e internacional:.....	9
2.2.2.	Análisis DAFO: .....	11
2.2.3.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter: .....	13
3.	ANALISIS PATRIMONIAL .....	15
3.1.	ESTRUCTURA ECONÓMICA: .....	15
3.2.	ESTRUCTURA FINANCIERA: .....	19
4.	ANÁLISIS DEL RESULTADO .....	22
4.1.	ANÁLISIS COMPARATIVO DEL RESULTADO:.....	22
4.2.	ANALISIS DE LA SIGNIFICATIVIDAD SOBRE LAS VENTAS.....	25
5.	ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ.....	27
5.1.	FONDO DE MANIOBRA Y NOF .....	27
5.2.	RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO .....	29
6.	ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA.....	32
7.	ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO: .....	34
8.	ANALISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVOS:.....	36
9.	ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD: .....	38
9.1.	RENTABILIDAD ECONÓMICA: .....	38
9.1.1.	Rotación de activos:.....	38
9.1.2.	Margen de ventas:.....	39
9.2.	RENTABILIDAD FINANCIERA .....	40
10.	MODELO Z-SCORE .....	41
11.	CONCLUSIONES:.....	44
12.	BIBLIOGRAFÍA: .....	45
	ANEXOS .....	49

## 1. INTRODUCCION

### 1.1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL PROYECTO

El subsector de la panadería, bollería y pastas alimenticias ha experimentado en los últimos 10 años, según ASEMAC<sup>1</sup> (2013), una fuerte transformación debido a cambios en los procesos productivos y a la aparición de nuevos productos y variedades. Como indica este informe, todo ello ha favorecido la aparición de nuevos canales de comercialización especializados: boutiques del pan, cadenas y franquicias.

A pesar de este contexto de cambio, la crisis económica ha afectado, según FIAB<sup>2</sup> (2014), en mayor medida a este subsector, protagonizando en 2014 tanto una reducción del número de empresas como un menor crecimiento del empleo. Asimismo, la crisis también ha afectado al gasto y consumo de pan en los hogares, todo ello acompañado de un incremento del precio de éste bien de primera necesidad.

Con todo ello se podría posicionar a NOVAPAN, S.L., (en adelante NOVAPAN) en una buena situación competitiva ya que, además de tratarse de una empresa innovadora y con una gran variedad de productos, ha sabido crecer en un contexto de crisis.

Los motivos por los que hemos elegido la empresa zaragozana NOVAPAN son los siguientes:

- El aumento de establecimientos que ha experimentado en estos últimos años con una nueva imagen tan diferente de la panadería tradicional de barrio nos llama la atención de este sector y nos motivo su análisis.
- Asimismo, como uno de los intereses para este proyecto era analizar el tejido empresarial aragonés aplicando los conocimientos adquiridos en el grado a una empresa de éxito, elegimos NOVAPAN ya que se trata de una empresa familiar con denominación social en Zaragoza con más de cien años de experiencia, que desde sus comienzos como una panadería de barrio ha llegado a convertirse en la franquicia panadera líder de Zaragoza.
- En una primera observación comprobamos la actuación de esta empresa durante la crisis y nos sorprendió la fuerte recuperación que había experimentado en los

<sup>1</sup> Asociación española de la industria de panadería, bollería y pastelería.

<sup>2</sup> Federación española de la industria de alimentación y bebidas.

tres últimos años llegando actualmente a contar con 41 establecimientos PANISHOP distribuidos por ocho ciudades españolas por lo que nos ratificamos en el interés de su análisis.

- Además, también nos llama la atención su actividad innovadora a través de colaboraciones externas con organizaciones de investigación como por ejemplo su nueva línea de productos de panadería Slow Baking colaborando con centros de investigación públicos como son: GENUD<sup>3</sup>, CNTA<sup>4</sup>, AIMPLAS<sup>5</sup> y TECNALIA<sup>6</sup>.
- Por último consideramos que actualmente es una empresa que no cotiza en bolsa por lo que no existen trabajos publicados sobre ella y por tanto su estudio sería una aportación al análisis comparativo del impacto de la crisis en las PYMES españolas tal y como recomiendan algunos autores (Pérez Segura, 2015).

Una vez seleccionada la empresa consideramos que era importante contactar con ella y pedir su colaboración para que el trabajo le fuese de utilidad y así adquiriésemos algunas de las competencias específicas que se indican en la guía docente: “Identificar, interpretar y evaluar la información financiera y contable de las empresas para identificar fortalezas y debilidades, así como para asesorar desde un enfoque técnico, financiero y contable en la toma de decisiones. Por ello, tras una carta de la tutora a don Jorge Pastor, director de I+D+i de PANISHOP, solicitándole su ayuda, éste muy amablemente nos proporcionó una entrevista personal, donde nos ofreció toda su ayuda y nos manifestó su interés en conocer el resultado del trabajo.

## 1.2. OBJETIVOS DEL PROYECTO

El objetivo de este proyecto es triple. El primero consiste en un análisis económico-financiero de la empresa panadera líder de Zaragoza, NOVAPAN, así como su evolución durante el periodo de crisis 2008-2013. De esta manera estudiaremos tanto las necesidades o capacidades de liquidez y solvencia de la empresa, el nivel y composición del endeudamiento, la rentabilidad, tanto económica como financiera, como los flujos de efectivo.

---

<sup>3</sup> Growth, exercise, nutrition and development, de la Universidad de Zaragoza.

<sup>4</sup> Centro Nacional de Tecnologías Agroalimentaria, San Adrián (Navarra).

<sup>5</sup> Instituto Tecnológico de Plástico, Valencia.

<sup>6</sup> Corporación TECNALIA, San Sebastián.

El segundo objetivo de este proyecto trata de estudiar el comportamiento de esta entidad dentro del sector en el que opera ya que, según Bernstein (1984), el análisis de los estados financieros de una empresa aisladamente no sirve para alcanzar el propósito del análisis financiero siendo necesario un análisis comparativo de los datos del sector al que pertenece.

Por último se llevará a cabo un estudio sobre la solvencia futura de la entidad aplicando el modelo z-score de Altman.

### **1.3. DATOS Y METODOLOGÍA**

Para llevar a cabo nuestro objetivo es necesario previamente conocer las características del sector en el que opera así como la posición que ocupa dentro de él. Para ello se lleva a cabo un análisis interno de la entidad a través de la técnica DAFO y un análisis del entorno específico a través de la herramienta de las cinco fuerzas de Porter. Estos dos análisis se han llevado a cabo a través de la información recopilada en la página web de la entidad y una entrevista con el director de I+D+i de NOVAPAN, el sr. Pastor quien nos proporcionó datos acerca de los proveedores y los clientes de la empresa

Posteriormente analizaremos las cuentas anuales de NOVAPAN desde 2008 a 2013, extraídas éstas de la base de datos SABI. Se trata de cuentas anuales no consolidadas que, aunque la sociedad pertenezca a un grupo de sociedades, por motivos de tamaño no superan los límites legales dispuestos en el artículo 258 de la Ley de Sociedades de Capital. Además, a través de los informes de auditoría hemos comprobado que dichas cuentas presentan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la empresa.

Para llevar a cabo este análisis hemos utilizado una metodología tradicional la cual emplea, según Bernstein (1984) métodos como la técnica de porcentajes (verticales y horizontales), y la técnica de los ratios financieros. Este método ha sido utilizado y defendido por autores como Cuervo y Rivero (1986) quienes consideran que la complejidad de la gestión empresarial exige el estudio económico-financiero a través de modelos simplificados como son los ratios.

Por ello, los ratios utilizados para el estudio de la liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad han sido los siguientes:

**Tabla 1.1: Indicadores económico-financieros utilizados**

<b>LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>	Ratio de liquidez general	AC/PC	<b>SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>	Ratio de solvencia	AT/PT
	Ratio de prueba ácida	(AC-Existencias)/PC		Ratio de Cobertura	(PN+PNC)/ANC
	Ratio de tesorería	Disponible/PC		Ratio de autofinanciación	PN/AT
	Fondo de maniobra	AC-PC			
	Necesidades operativas de fondos	AC operativo – PC operativo			
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	Ratio de endeudamiento	PT/PN	<b>RENTABILIDAD</b>	Rentabilidad económica (ROA)	EBITDA/AT
	Endeudamiento a c/p	PC/PN		Rotación de activos	Ventas/AT
	Endeudamiento a l/p	PNC/PN		Margen de ventas	EBITDA/Ventas
				Rentabilidad financiera (ROE)	EBT/PN

Fuente: elaboración propia

Para llevar a cabo la comparativa sectorial y por indicación del sr Pastor, descartamos las empresas españolas clasificadas en la misma CNAE que NOVAPAN ya que las panaderías españolas que aunque oferten los mismos productos que ésta, solo se dedican a la comercialización y no a la combinación de venta y fabricación como lo hace NOVAPAN.

Por ello, se van a comparar los ratios de NOVAPAN con dos panaderías alemanas: “Bormuth” y “Müller&Egerer”, que, según el sr Pastor son actualmente sus principales competidoras ya que cuentan con una gama de productos y una estructura de costes razonablemente similar a la de NOVAPAN. Las cuentas anuales de estas panaderías alemanas han sido obtenidas a través de la base de datos AMADEUS.

En línea con lo anterior cabe destacar que la falta de datos de las empresas alemanas en algunos de los años de estudio y la imposibilidad de obtenerlos por otra vía ha hecho imposible comparar algunos aspectos de la rentabilidad económica como la rotación de activos y el margen de ventas, y ha dificultado la comparabilidad de los resultados

reduciendo esta a una sola empresa: Bormuth y a los ejercicios 2010, 2011, 2012 y 2013.

El método tradicional ha sido cuestionado por autores como Galeano (2011) e Ibarra (2006) quienes defendían que la técnica de ratios financieros tiene una capacidad limitada para predecir el éxito o fracaso de una empresa. Asimismo, autores como Goxens y Gay (1999) se plantean la necesidad de dejar paso a un nuevo concepto de análisis prospectivo para así poder estimar y predecir el futuro de una empresa a través de métodos estadísticos. Es por esto por lo que hemos querido completar nuestro estudio con la aplicación de técnicas multivariadas al análisis empresarial a través del modelo z-score de Altman (1968).

#### **1.4. CONTENIDO DEL PROYECTO:**

El contenido de este proyecto está estructurado de la siguiente forma:

- La segunda parte consta de un resumen de la historia de NOVAPAN y un estudio de su sector tanto a nivel nacional como internacional en los últimos años. Además, se lleva a cabo un análisis DAFO y de las cinco fuerzas de Porter.
- La tercera parte se caracteriza por un análisis patrimonial de la entidad para conocer tanto la estructura económica como financiera de la empresa.
- La cuarta parte del proyecto corresponde con un estudio del resultado de la empresa así como un análisis de la significatividad de las principales partidas de gastos sobre el total de ventas.
- En las partes quinta, sexta y séptima se estudia la situación de liquidez, solvencia y endeudamiento respectivamente de la entidad.
- La octava parte del proyecto habla sobre los flujos de efectivos y sus principales movimientos.
- En la novena parte se hace referente a la rentabilidad de la entidad, tanto económica como financiera.

- Por último en la décima parte del proyecto se aplica el modelo z-score de Althman al caso de NOVAPAN.

## 2. CONTEXTUALIZACION DE LA EMPRESA

### 2.1. HISTORIA DE NOVAPAN:

NOVAPAN, según CNAE 2009 pertenece al sector de la fabricación de pan y de productos frescos de panadería y pastelería. Asimismo, la actividad económica que desarrolla según la memoria de esta sociedad se trata de la elaboración y venta de pan y repostería tanto en estado terminado como semi-elaborado o congelado.

Como indica en su memoria de 2013, la sociedad forma parte de un grupo de sociedades, cuya dominante es RENTAGEST, S.L.

NOVAPAN se trata de un negocio perteneciente a la marca comercial PANISHOP. Esta empresa divide sus actividades en dos negocios distintos: la producción y logística está administrada por la sociedad en estudio NOVAPAN, S.L., mientras que la parte de franquicias es gestionada por FRANQUIPAN, S.L.

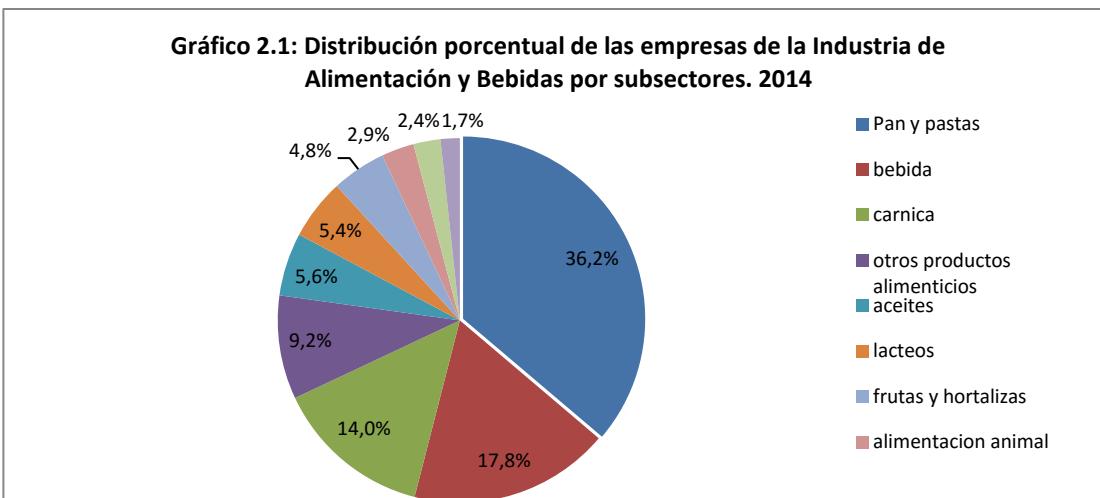
La historia de NOVAPAN comienza en 1991, aunque cabe destacar que existe una trayectoria anterior de este negocio. Es en 1902 cuando, su fundador Antonio Rébola Gracia comienza su negocio familiar consistente en una panadería de barrio. Tras años de experiencia en éste sector y con una constante modernización de su proceso productivo, aun siendo una empresa familiar, ésta se expande a nivel nacional en 1991 a través de un nuevo modelo de negocio, la franquicia, con la creación de NOVAPAN y en 1994 con la primera apertura de PANISHOP como marca comercial en la ciudad de Zaragoza. Llegando en la actualidad a ubicarse en cuatro comunidades autónomas y ocho ciudades españolas como son Huesca, Zaragoza, Barcelona, Reus, Tarragona, Madrid, Alicante y Elche.

### 2.2. ENTORNO EN EL QUE OPERA NOVAPAN:

#### 2.2.1. Análisis del sector nacional e internacional:

Como indica el informe económico presentado por la Federación Española de la Industria de Alimentación y Bebidas (FIAB, 2014), de los diez subsectores que componen el sector de alimentación y bebidas, el de la panadería, bollería y pastas

alimenticias ocupa el sexto lugar en cuanto a nivel de producción, con más de 6 millones de euros en 2013, ocupando una posición muy destacada en la industria alimentaria de nuestro país y un peso muy relevante en la economía nacional ya que se trata del subsector que más número de empresas ocupa dentro del sector de la alimentación y bebidas con un 36,2%. (Ver gráfico 2.1).



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la FIAB (2014)

Sin embargo la crisis ha afectado en mayor medida a este subsector protagonizando en 2014 la segunda caída más importante en cuanto a número de empresas con un 0,8% respecto al año anterior (FIAB, 2013).

Asimismo las empresas de este subsector, según el informe de la FIAB (2014), son en su mayoría PYME'S y representaron en 2014 el 22% del total del empleo del sector, ocupando el segundo puesto en cuanto a mayor empleo ofrecido, detrás de la industria cárnica, aunque sufriendo en 2014 el menor crecimiento de generación de empleo con un 3,9%.

Respecto a los indicadores de consumo, este subsector ocupó el segundo puesto en cuanto a consumo en los hogares en 2014, detrás del consumo de carne, siendo el consumo per cápita de pan en este año de 82€ y de 59,5€ en el caso de la bollería y pastas alimenticias, todo según datos del informe de la FIAB (2014). Sin embargo, el consumo de pan en los hogares se redujo en 2014 en un 4,8% respecto al año anterior, al igual que ocurre con el gasto que los hogares realizan en la compra de pan, con una reducción del 3,2%, todo ello acompañado de un aumento del precio del pan en 2014 en

un 1,7% según datos de MAGRAMA<sup>7</sup> (2014) en su informe sobre el consumo de alimentación en España.

Si hablamos a nivel europeo, según AIBI<sup>8</sup> (2013) España es el séptimo país de la Unión Europea que experimentó en 2013, junto con Italia, Rusia y Francia, el mayor incremento de producción de pan.

En lo referente a número de personas ocupadas, España ocupó el noveno puesto (AIBI, 2013).

Por último, en cuanto a consumo de pan, España se trata del segundo país de la UE que menos pan consumió por persona en 2013, siendo el primero Reino Unido, aun tratándose del quinto país de la UE que más número de panaderías artesanales registró en 2013. (AIBI, 2013).

### **2.2.2. Análisis DAFO:**

A continuación analizaremos la empresa a través de la herramienta DAFO, la cual permite comparar y enfrentar las amenazas y oportunidades externas del entorno con las fortalezas y debilidades de la empresa para conseguir una gestión estratégica adecuada (Koontz y Weihrich, 2004).

Comenzaremos este análisis desglosando las características internas de NOVAPAN en Debilidades y Fortalezas:

➤ Debilidades:

- La preferencia de muchos consumidores por el pan de leña hace que éste tipo de establecimiento sea una fuerte competencia para NOVAPAN.
- No aprovecha todo lo que podría el escaparate ya que apenas muestra productos en el expositor desde la calle.

➤ Fortalezas:

- Gran variedad de productos: oferta variada de pan y repostería que hacen que NOVAPAN se diferencie al resto de competidores.

---

<sup>7</sup> Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente

<sup>8</sup> Asociation Internationale de la Boulangerie Industrielle

- Productos para personas celiacas: este colectivo se ve bien atendido por NOVAPAN, que ha tenido que llevar a cabo una gran inversión de capital para poder realizar esos productos. La mayoría de tiendas no ofrecen dichos productos lo que supone una gran fuerza atractiva hacia el negocio.
- Promoción y ofertas diarias y variadas en sus productos: estos anuncios se refuerzan con las pizarras en la puerta de sus establecimientos.
- Posee una clientela fija. Dicha clientela es fiel y está satisfecha con sus productos por lo que realiza compras periódicas y continuas.
- El horario es flexible, abriendo sus establecimientos los 365 días del año. Es una de sus principales puntos fuertes.
- Buena ubicación. Sus locales están distribuidos por lugares céntricos y por sitios muy transitados.
- Adaptabilidad a las características de la ciudad. Esto se refleja en los productos que ofrece, acorde con fechas especiales para cada lugar.
- Buena imagen de marca, tanto la franquicia como sus establecimientos.
- Tiene una gran trayectoria. Cuenta con 30 años de experiencia, y esto también ha hecho que se convierta en una empresa líder del sector panadero en Zaragoza.
- Personal cualificado, con experiencia y comprometido con la empresa. Realizan exámenes teórico - prácticos antes de formar parte de la plantilla.

Siguiendo con el análisis, ahora analizaremos las características externas a través de las oportunidades y amenazas del sector:

➤ Oportunidades:

- El ritmo de vida actual hace que muchas personas almuercen y merienden fuera de casa.
- La prohibición de la venta ambulante de productos de bollería y panadería hace que no exista la competencia desleal para NOVAPAN.

- Ofrecer productos más atractivos para niños cerca de los puntos de ventas que estén en las proximidades de colegios.
- Mejorar su marketing social, ya que beneficiará tanto a la firma como a la sociedad en conjunto. Mejora de la imagen de la marca.

➤ Amenazas:

- Cambios en la conducta y mentalidad de los consumidores. Cada vez están más concienciados con que la bollería es un producto frutivo y poco saludable.
- En la actualidad existen varios controles sanitarios sobre el envasado, la calidad de los productos y otras restricciones impuestos por el gobierno que tiene que cumplir NOVAPAN.
- Malas cosechas que encarecen las materias primas.

### **2.2.3. Análisis de las cinco fuerzas de Porter:**

Este análisis determina la intensidad de competencia y rivalidad en una industria (Porter, 1979). Estas cinco fuerzas en el caso de NOVAPAN dentro de la industria panadera son las siguientes:

#### **1. Amenaza de entrada de nuevos competidores:**

Como ya hemos visto en el apartado del entorno, el sector de la panadería, bollería y pastas alimenticias en el que opera NOVAPAN ha experimentado el mayor descenso en cuanto a número de empresas en 2014. Así mismo, a este hecho se le suman otros como la necesidad de introducir nuevos procesos productivos y de distribución en el mercado, para así, de esta manera ser capaces de ofrecer nuevos productos y mayores variedades así como la introducción de nuevos métodos de congelación. Este suceso puede entenderse como una barrera de entrada para nuevos competidores ya que supone un desembolso inicial alto. Sin embargo, la amenaza de nuevos competidores está presente siempre, aunque el competidor verdaderamente importante y fuerte sería aquel que fuese capaz de ofrecer una gran variedad de productos así como de buena calidad.

## **2. Poder de negociación de los proveedores**

NOVAPAN, al tratarse de una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de sus productos, lleva a cabo una integración vertical en su proceso productivo. Por tanto, aproximadamente el 80% de sus materiales necesarios para la elaboración de sus productos son fabricados por ellos mismos. Se entiende por tanto que el número de proveedores es mínimo. Así bien, existen proveedores de NOVAPAN ya que las materias primas son adquiridas a terceros.

## **3. Poder de negociación de los compradores**

Los clientes de NOVAPAN en su mayoría son personas que no se fijan en el precio de los productos sino en la calidad de los mismos, y están dispuestos a pagar por la diferenciación que ofrece NOVAPAN. De esta manera, el poder de negociación de los consumidores es mínimo ya que se trata de consumidores fieles que acuden a estos establecimientos por la variedad y calidad del producto y no por el precio.

## **4. Amenaza de productos sustitutivos**

El cambio de mentalidad de la sociedad en la que vivimos por cuidarse más y reducir el consumo de productos fruitivos junto con las campañas implantadas por el gobierno para promover estilos de vida saludables (AIBI, 2013) hace que los consumidores opten por comprar otro tipo de productos que sustituyan a los ofrecidos por NOVAPAN. Sin embargo, la introducción por esta empresa de panes sin aditivos en los últimos años conocida por el nombre de Slow Baking hace que estos productos sustitutivos que busca la sociedad hoy en día también se encuentren en las tiendas PANISHOP.

## **5. La rivalidad entre los competidores**

El cambio, en parte necesario, que está sufriendo el sector de la panadería y la pastelería en cuanto a la introducción de nuevos procesos productivos y de distribución se traducen en nuevos canales de comercialización. Punto débil éste ultimo para NOVAPAN ya que se puede traducir en un aumento de la competencia.

Sin embargo, es importante destacar que NOVAPAN cuenta con una fuerte ventaja en diferenciación ya que se caracteriza por tener una buena imagen de marca, tanto la franquicia como sus establecimientos. Así mismo, se caracteriza por una larga trayectoria ya que cuenta con 30 años de experiencia. Por último destacar que el horario

con el que se publicita NOVAPAN, abriendo sus establecimientos los 365 días del año, es uno de sus principales puntos fuertes.

A modo de conclusión de este estudio de las cinco fuerzas de Porter comentar que la situación estratégica en la que se encuentra NOVAPAN es favorable ya que cuentan con varios puntos fuertes a destacar. En primer lugar, no dependen de sus proveedores para comercializar sus productos ya que los fabrican ellos mismos. Le sigue la existencia de una clientela fija atraída por la calidad y variedad de sus productos y no por el precio. En tercer lugar destacar que ofrece productos sustitutivos orientados a una vida saludable con la introducción de la gama de panes slow baking los cuales se caracterizan por la inexistencia de aditivos. Como cuarto y último punto a destacar es importante mencionar que, aunque la existencia de nuevos competidores siempre este presente, la ya establecida buena marca comercial que tiene PANISHOP hace que sea difícil para estos competir con esta empresa.

### **3. ANALISIS PATRIMONIAL**

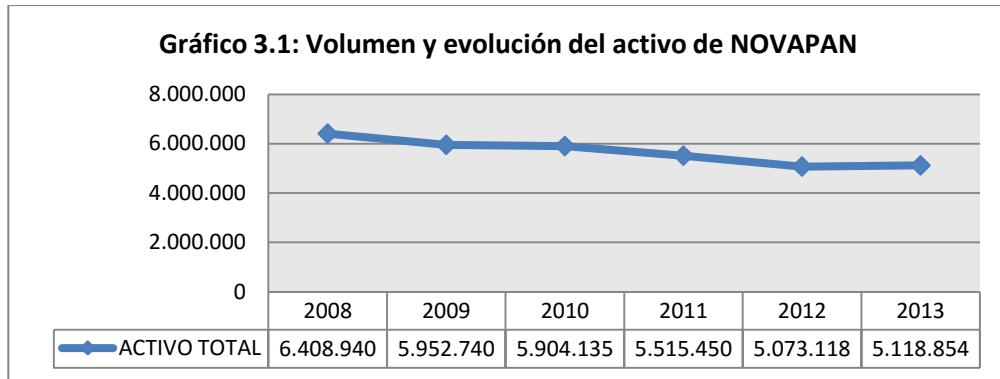
En este apartado llevaremos a cabo un análisis patrimonial de NOVAPAN el cual, según Sanz (2001) debe explicar la composición del patrimonio y estudiar el peso específico de sus elementos dentro del conjunto de sus activos y pasivos.

Este análisis se va a dividir en dos partes, por un lado se analizara la estructura económica, y por otro la estructura financiera de la empresa en estudio.

Además, se estudiará la evolución del patrimonio de la empresa en el periodo 2008-2013, utilizando para ello los estados financieros de NOVAPAN a la vez que se llevará a cabo un análisis comparativo de sus valores con los de sus dos competidoras alemanas.

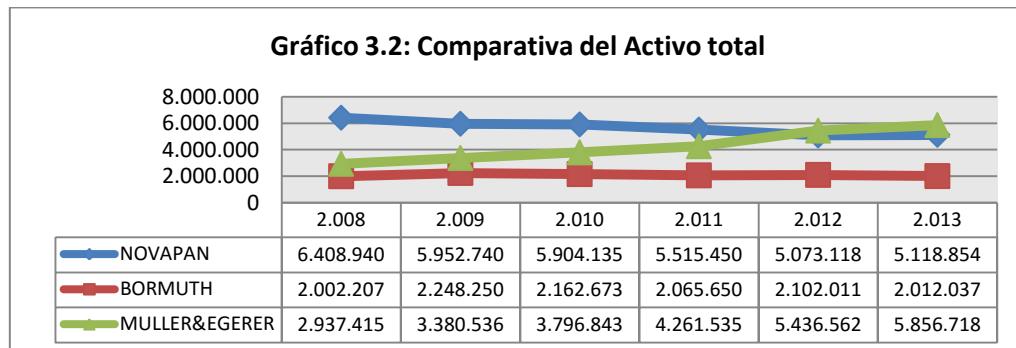
#### **3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA:**

La evolución del activo total de NOVAPAN a lo largo de los seis años de estudio, como podemos observar en el gráfico 3.1 es progresivamente descendente, observando un ligero aumento en el último año 2013 debido a un crecimiento considerable del disponible.



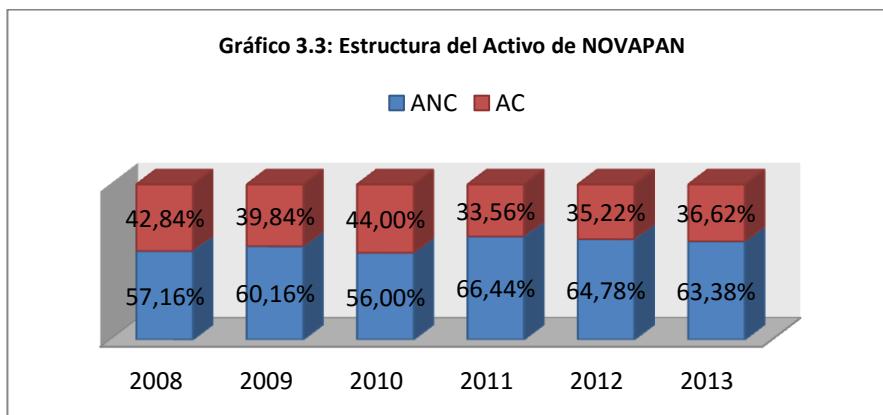
Fuente: elaboración propia

En comparación con sus competidoras Bormuth y Müller&Egerer, observamos en el gráfico 3.2 como NOVAPAN cuenta con un mayor volumen de activos llegando a ser el triple al comienzo de la crisis. Es solo a partir de 2012 cuando este volumen de activos es superado por su competidora Müller&Egerer debido a un fuerte incremento de su disponible, como veremos más adelante.



Fuente: elaboración propia

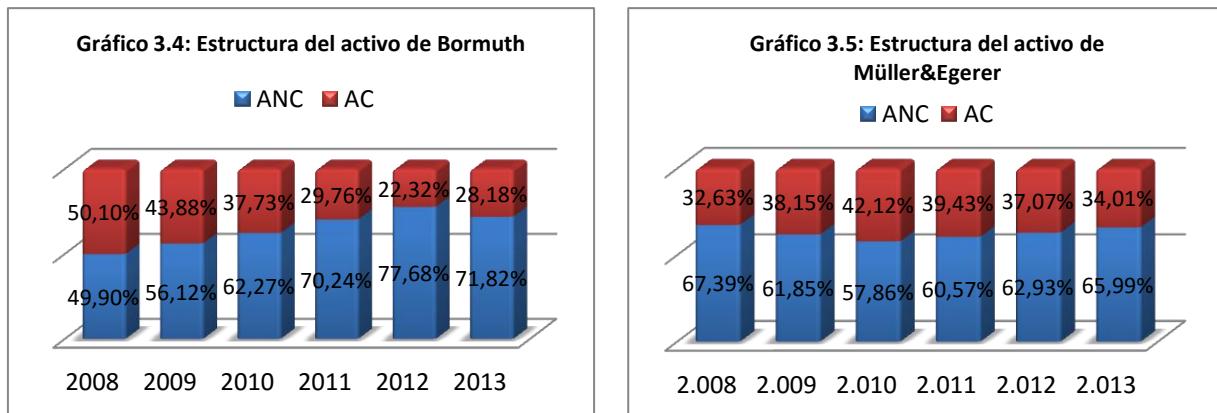
Para profundizar en el análisis del activo de estas compañías en estudio vamos a realizar un análisis vertical de su composición dividiéndolo en activo corriente y no corriente al mismo tiempo que estudiaremos las partidas que componen cada tipo de activo.



Fuente: elaboración propia

El gráfico 3.3 nos muestra la estructura del activo de NOVAPAN. Observamos como el peso del activo no corriente es mayor al del activo corriente en los seis años de estudio. Por lo que se concluye que NOVAPAN cuenta en su mayoría con activos a largo plazo.

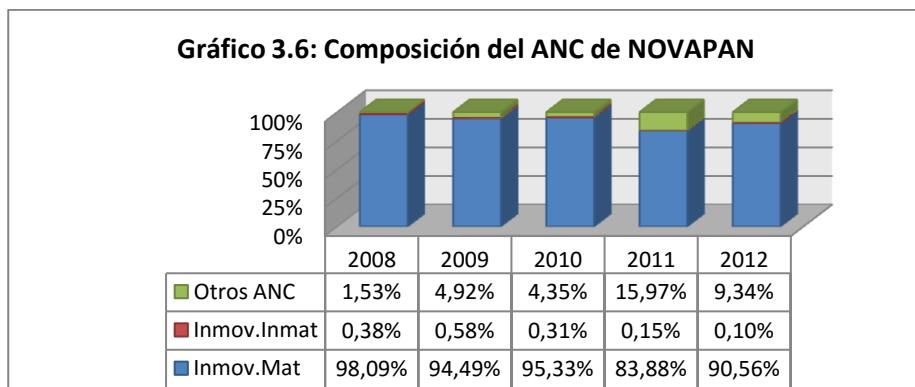
Al comparar la estructura del activo de NOVAPAN con las dos panaderías alemanas, observamos en los gráficos 3.4 y 3.5 como éstas son similares, contando siempre con un volumen de activo no corriente mayor al del activo corriente.



Fuente: elaboración propia

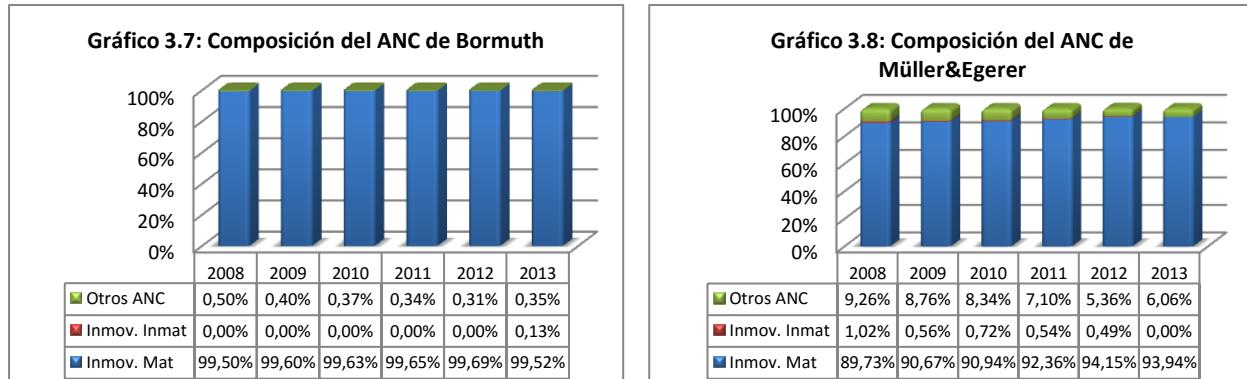
#### ❖ ACTIVO NO CORRIENTE:

Dentro del activo no corriente vemos en el gráfico 3.6 como NOVAPAN cuenta en su mayor parte con inmovilizado material, llegando a representar más del 90% en todos los años de estudio



Fuente: elaboración propia

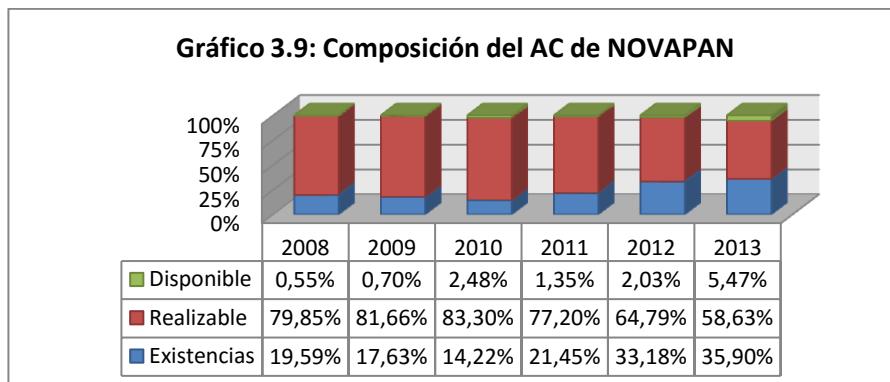
Asimismo, las compañías alemanas cuentan también en su mayor parte con inmovilizado material llegando a valores de más del 99% en el caso Bormuth. (Ver gráficos 3.7 y 3.8).



Fuente: elaboración propia

#### ❖ ACTIVO CORRIENTE:

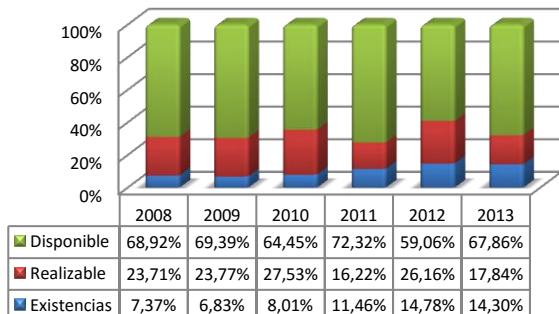
Desglosando el activo corriente observamos en el gráfico 3.9 por un lado que la partida más importante en al activo corriente de NOVAPAN es la de “realizable”, es decir, las deudas de los clientes que aún están por cobrar. Por otro lado, el porcentaje de disponible tan insignificante nos mostrará la mala situación de liquidez inmediata con la que cuenta esta empresa.



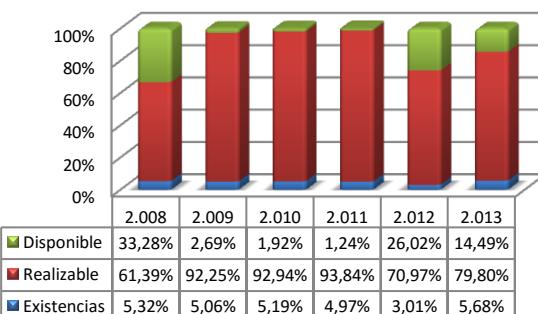
Fuente: elaboración propia

Si nos fijamos en los gráficos 3.10 y 3.11 vemos como la estructura de activo corriente de las dos panaderías alemanas en estudio, sobre todo el caso de Bormuth, es muy diferente a la de NOVAPAN.

**Gráfico 3.10: Composición del AC de Bormuth**



**Gráfico 3.11: Composición del AC de Müller&Egerer**



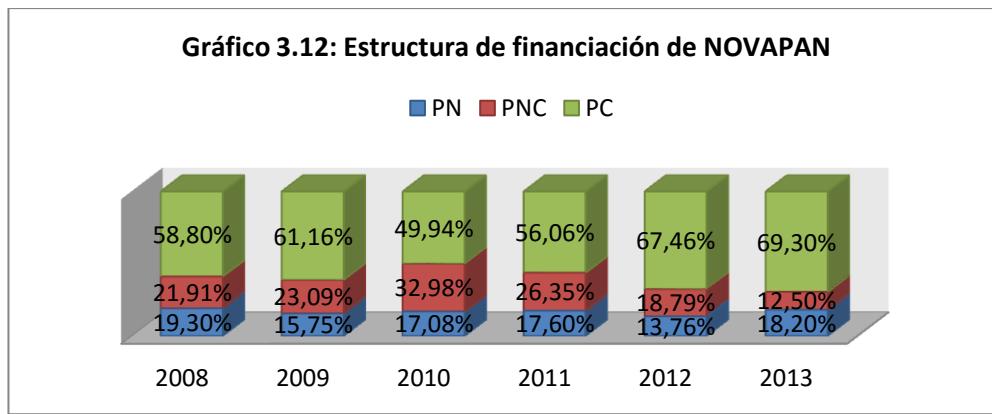
Fuente: elaboración propia

Estas panaderías cuentan con un mayor volumen de disponible, sobre todo en el caso de Bormuth. En el caso de Müller&Egerer, observamos un menor porcentaje de disponible respecto a la anterior. Sin embargo, el destacado aumento de esta partida entre 2011 y 2012 explica, como ya hemos introducido antes, el incremento de volumen de activo total que se ha mostrado anteriormente. Anotar que, este alto porcentaje de disponible nos mostrará más adelante la mejor situación de liquidez inmediata con la que cuentan estas dos compañías alemanas.

Por tanto se puede concluir de este punto que la diferencia de estructura de activo entre NOVAPAN y sus competidoras se debe a la composición del activo corriente, existiendo un volumen muy elevado de realizable y muy reducido de disponible en el caso de NOVAPAN, todo lo contrario a sus competidoras alemanas quienes cuentan con un elevado volumen de disponible.

### **3.2. ESTRUCTURA FINANCIERA:**

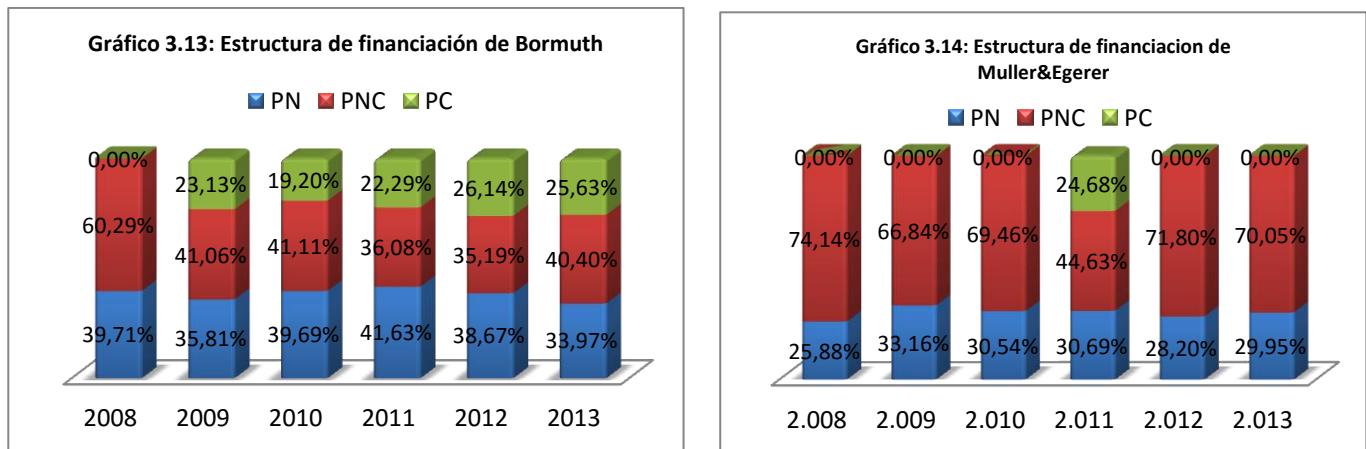
Una vez analizada la estructura económica de la empresa, es importante conocer como se ha financiado ésta para así determinar cuáles han sido los medios necesarios para el funcionamiento de la empresa. (Sanz, 2011). De esta manera conoceremos si la empresa se ha financiado a través de terceros o con recursos propios. Para ello se muestra a continuación la estructura de financiación seguida por NOVAPAN.



Fuente: elaboración propia

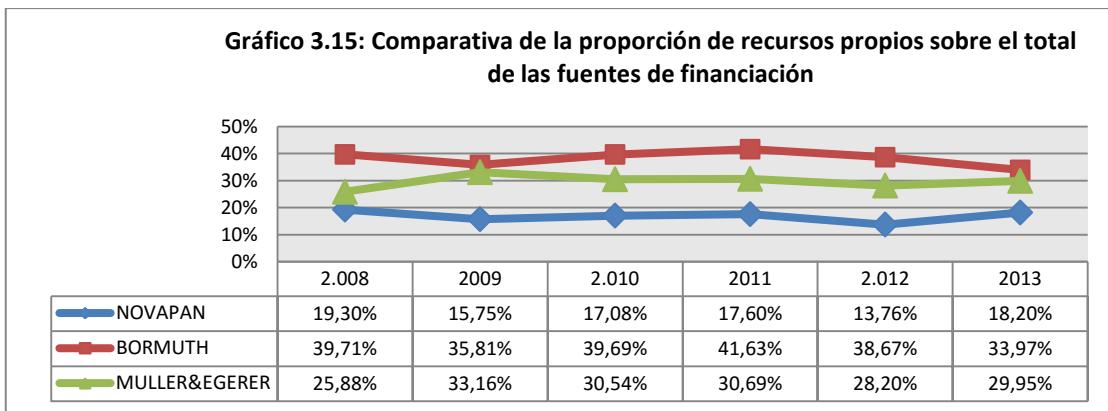
Observamos en el gráfico 3.12 como el mayor porcentaje de las fuentes de financiación recae en recursos ajenos. Por tanto concluimos que NOVAPAN se financia mayoritariamente a través de terceros. Además vemos como estas deudas tienen su mayor peso a corto plazo.

En cuanto a la estructura de financiación seguida por las competidoras Bormuth y Müller&Egerer, observamos en los dos gráficos siguientes como estas dos compañías, a lo largo de los seis años de estudio siguen una estructura similar a la de NOVAPAN, financiando su activo en su mayoría con recursos ajenos. Sin embargo, la mayor parte de las deudas de estos competidores son a largo plazo, a diferencia de NOVAPAN.



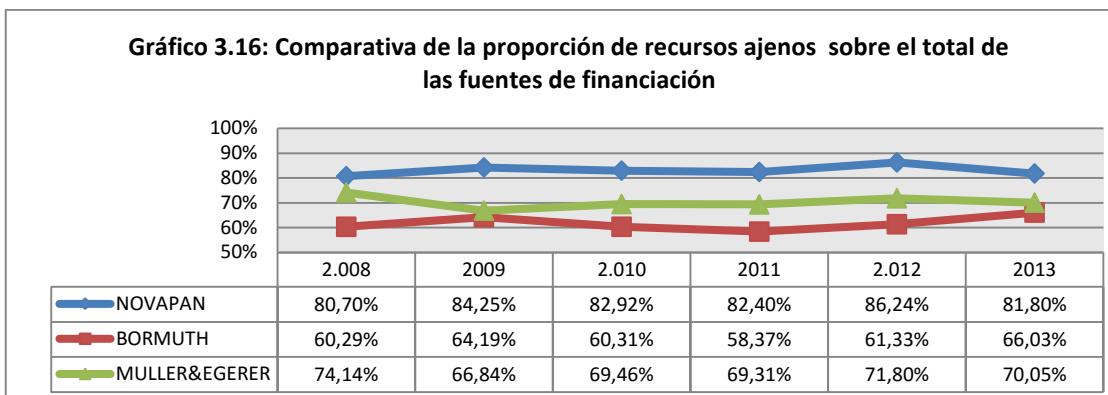
Fuente: elaboración propia

Por último se va a estudiar la proporción de fuentes de financiación de las tres empresas en estudio. Para ello se van a comparar los recursos propios y ajenos de éstas empresas con el total de fuentes de financiación.



Fuente: elaboración propia

Por un lado vemos en el gráfico 3.15 como la proporción de recursos propios sobre el total de las fuentes de financiación es mayor en las dos compañías alemanas que en NOVAPAN. En el caso de la compañía española, esta proporción es cambiante a lo largo de los seis años de estudio aumentando y disminuyendo constantemente, siendo los descensos debidos a minoraciones de las reservas e incrementos de los resultados negativos y los aumento por crecimientos en el resultado del ejercicio, sobre todo en 2013 donde se produce un incremento del resultado de más de 220.000 €.



Fuente: elaboración propia

Por otro lado, el grafico 3.16 nos muestra la proporción de recursos ajenos sobre el total de fuentes de financiación. Esta proporción, por el contrario, es mayor en NOVAPAN y menor en las dos compañías alemanas.

Por tanto se puede concluir que NOVAPAN se financia a través de terceros en mayor medida que las dos compañías alemanas, y que por tanto la situación de endeudamiento será peor en la entidad española.

## 4. ANÁLISIS DEL RESULTADO

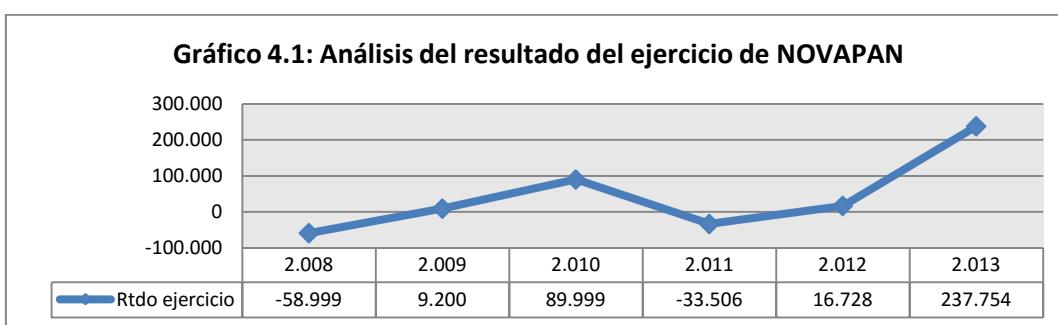
Para conocer la renta generada por NOVAPAN durante el periodo estudiado vamos a analizar la Cuenta de Pérdidas y ganancias, que según González (2010) se trata del documento que recoge los flujos económicos que se han producido en una empresa durante un periodo de tiempo determinado.

Este análisis se va a dividir en dos partes. Por un lado analizaremos los principales resultados de NOVAPAN, comparando estos con los de Bormuth, una de las compañías alemanas en estudio, entre los años 2010 y 2013 debido a la falta de información que nos impide compararlos con la competidora Müller&Egerer. Por otro lado llevaremos a cabo un análisis de la significatividad de las principales partidas de gastos sobre el total de la cifra de ventas de NOVAPAN.

### 4.1. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL RESULTADO:

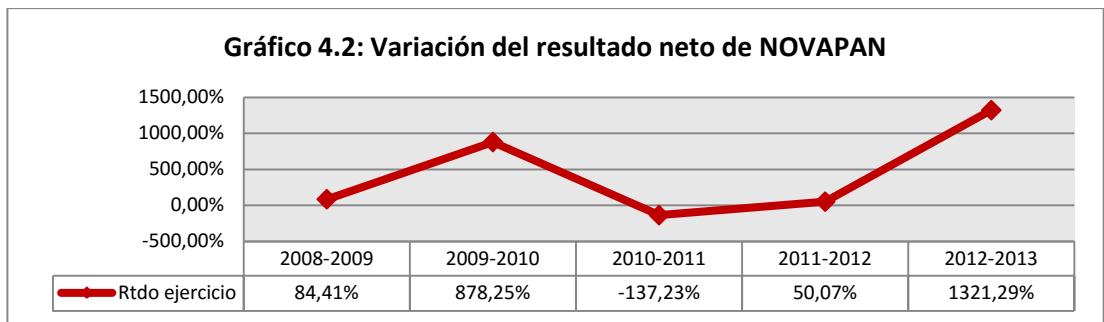
#### ❖ RESULTADO DEL EJERCICIO:

En primer lugar se muestran a continuación los valores del resultado neto de impuestos de NOVAPAN que aparecen en su cuenta de pérdidas y ganancias durante el periodo analizado. De esta manera conoceremos cual ha sido el beneficio final de esta entidad durante este periodo.



Fuente: elaboración propia

El resultado del ejercicio de NOVAPAN, tal y como muestra el gráfico 4.1, es positivo en cuatro de los seis años de estudio, experimentando un fuerte descenso de su valor en el año 2011 de más de 137% (ver gráfico 4.2) debido a una reducción del EBITDA como bien se explica más adelante. A partir de este año, la tendencia de este resultado es ascendente llegando a incrementar su valor en 2013 en más de 1.300% como se puede ver en este último gráfico 4.2.

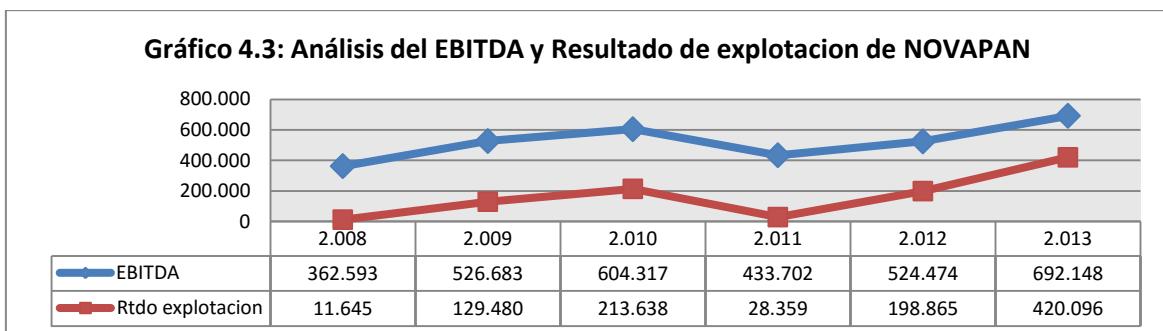


Fuente: elaboración propia

En cuanto a la comparativa de este resultado con el de la competidora Bormuth, al existir una tasa impositiva distinta en España y Alemania, la comparativa carece de significado.

#### ❖ EBITDA Y RESULTADO DE EXPLOTACIÓN:

En segundo lugar estudiaremos el resultado bruto de explotación o EBITDA y el resultado de explotación de NOVAPAN a la vez que se compararán estos valores entre sí.

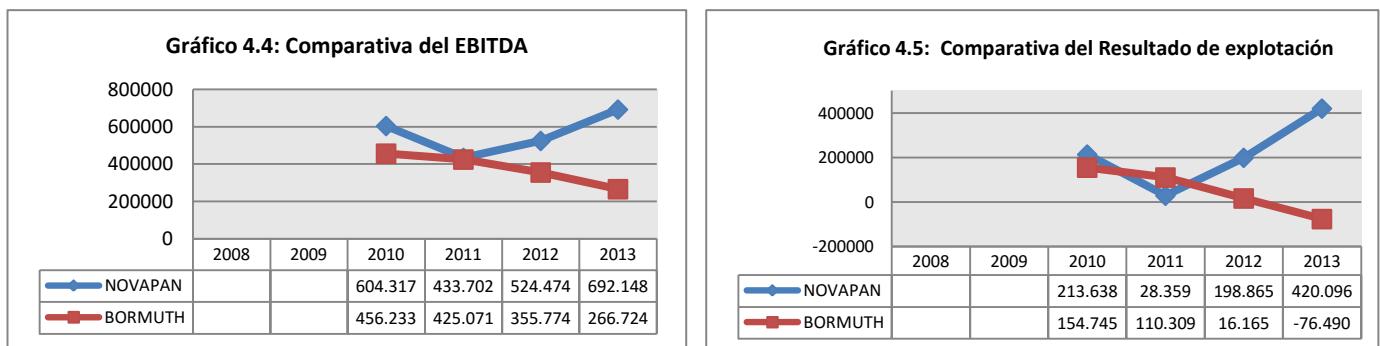


Fuente: elaboración propia

Como podemos ver en el gráfico 4.3, NOVAPAN cuenta con un **EBITDA** positivo en los seis años de estudio lo que significa que la actividad principal de la organización está en buen funcionamiento. Sin embargo los valores de este indicador caen en 2011, aunque la causa de esta caída no está relacionada con las ventas sino que se debe a la disminución de partidas como: “otros ingresos de explotación”, “imputación de subvenciones del inmovilizado no financiero” y “deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado”. A partir de esta fecha los valores de este resultado son progresivamente ascendentes. Además, en este mismo gráfico 4.3 se observa como el **resultado de explotación** sigue una tendencia similar a la del el EBITDA ya que la

política de amortización seguida por NOVAPAN es prácticamente constante a lo largo de los seis años de estudio.

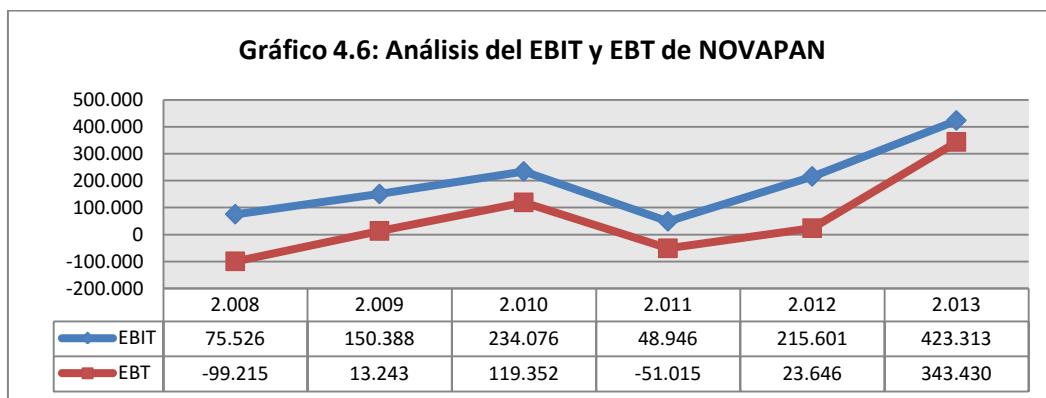
Al comparar estos resultados de NOVAPAN con los de su competidora Bormuth vemos como, tanto el EBITDA como el resultado de explotación es menor en la compañía alemana que en la española. Además, la evolución seguida por estos resultados a partir de 2011 en el caso de Bormuth es progresivamente descendente, a diferencia de la seguida por NOVAPAN. (Ver gráficos 4.4 y 4.5).



Fuente: elaboración propia

#### ❖ EBIT y EBT:

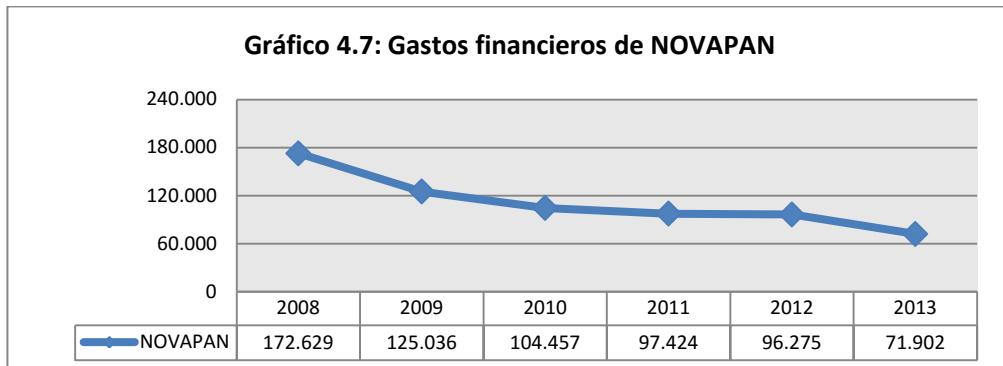
En tercer lugar analizaremos tanto el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT) como el resultado antes de impuestos (EBT) de NOVAPAN.



Fuente: elaboración propia

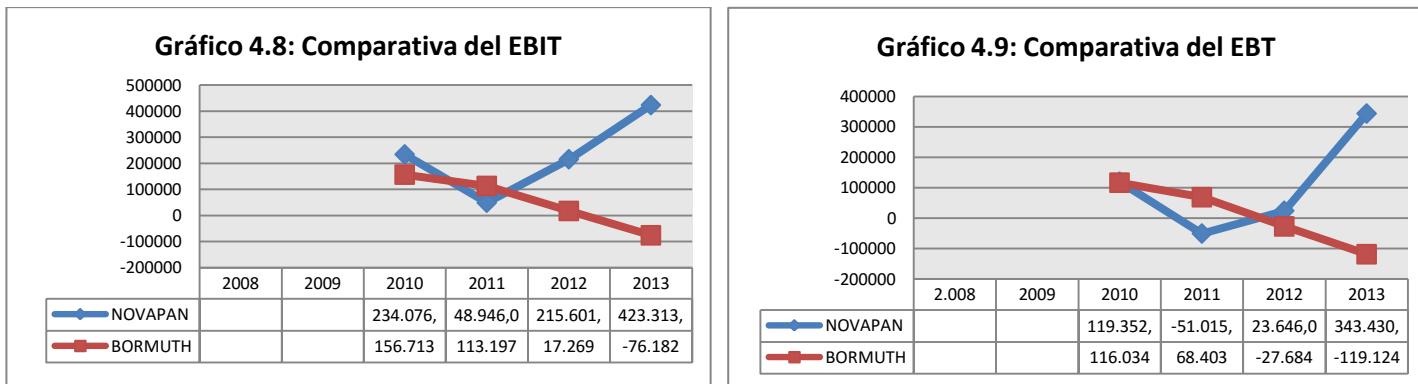
Vemos en el gráfico 4.6 como NOVAPAN cuenta con un EBIT positivo en los seis años de estudio. Sin embargo, el elevado volumen de gastos financieros con el que cuenta la entidad hace que el EBT se reduzca considerablemente en todos los años, llegando a ser negativo en 2008 y 2011.

Asimismo, como se muestra en el gráfico 4.7, la tendencia seguida por los gastos financieros de NOVAPAN es descendente. Esto explica la cada vez menor diferencia de valor entre EBIT y EBT a lo largo del periodo.



Fuente: elaboración propia

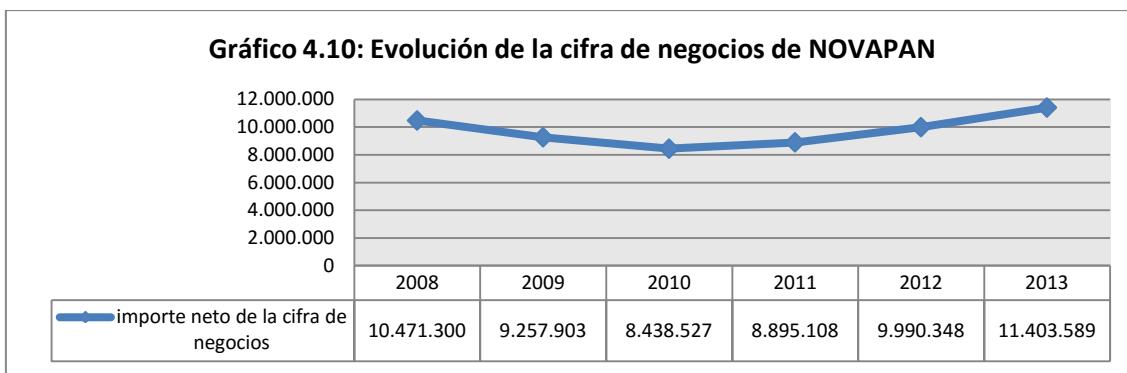
Al comparar tanto del EBIT como del EBT entre NOVAPAN y Bormuth vemos en los gráficos 4.8 y 4.9 como la tendencia seguida por éstos, al igual que ocurre con el EBITDA y el resultado de explotación, es progresivamente descendente a partir del año 2011 en el caso de Bormuth. Todo lo contrario a NOVAPAN quien sigue una tendencia progresivamente ascendente.



Fuente: elaboración propia

## 4.2. ANALISIS DE LA SIGNIFICATIVIDAD SOBRE LA CIFRA DE VENTAS

En este subapartado analizaremos la significatividad de las principales partidas de gastos sobre el total de ventas y su evolución durante los seis años de estudio. Para ello comenzamos analizando la evolución seguida por la cifra de negocios de NOVAPAN.



Fuente: elaboración propia

El gráfico 4.10 nos muestra como NOVAPAN sigue una tendencia de sus ventas progresivamente ascendente a partir del año 2010, observando un crecimiento de su cifra de negocios de 14,15% en el último año 2013 respecto al año anterior.

Siguiendo con el estudio de la significatividad de las principales partidas de gastos sobre el total de la cifra de ventas podemos ver en la tabla 4.1 como la mayor parte de los ingresos que obtiene con sus ventas durante los seis años estudiados van destinados a financiar gastos como son los aprovisionamientos. La segunda partida más importante de gastos son los destinados a personal, seguidos de otros como son los gastos de explotación. Por último, el gasto que menor porcentaje ocupa son las amortizaciones del inmovilizado.

**Tabla 4.1: Principales partidas de gastos de NOVAPAN y su significatividad sobre la cifra de ventas**

	2.008		2.009		2.010		2.011		2.012		2.013	
	Importe	%										
<b>Aprovisionamientos</b>	5.359.420	51,18%	4.611.819	49,81%	3.977.417	47,13%	4.377.407	49,21%	5.250.774	52,56%	6.898.814	60,50%
<b>Gastos de personal</b>	2.830.408	27,03%	2.451.332	26,48%	2.228.386	26,41%	2.349.970	26,42%	2.459.260	24,62%	2.075.107	18,20%
<b>Otros gastos de explotación</b>	2.156.953	20,60%	1.837.749	19,85%	1.731.647	20,52%	1.814.225	20,40%	1.806.366	18,08%	1.815.213	15,92%
<b>Amortización del inmovilizado</b>	350.948	3,35%	397.203	4,29%	390.679	4,63%	405.343	4,56%	325.609	3,26%	272.052	2,39%

Fuente: elaboración propia

En cuanto a los gastos de amortizaciones del inmovilizado se observa una caída de su significatividad a partir del año 2010 debido tanto a una disminución del gasto de amortización como a un crecimiento de su cifra de negocios.

Al estudiar la significatividad de los aprovisionamientos se observa un incremento de su porcentaje y de su total entre 2008 y 2013. Por otro lado, el porcentaje que representan los gastos de personal disminuyen, al igual que lo hace la totalidad de la partida. Es por esto por lo que se concluye que la empresa lleva a cabo una política de reducción de costes fijos, convirtiéndolos éstos en variables. Esta política se puede considerar una buena decisión empresarial, sobre todo en época de crisis.

Por último es importante mencionar que la reducción de estos costes fijos de personal ligados a un incremento de la cifra de ventas se traduce en un aumento de la productividad de los trabajadores.

## 5. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ

En este apartado se va a analizar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Según Bernstein (1984), si una empresa no puede hacer frente a sus obligaciones pendientes a su vencimiento a corto, su existencia a corto plazo está en peligro, lo que relega las demás medidas de rendimiento a un lugar secundario, si no irrelevante. Además, la evaluación de la liquidez a corto plazo está relacionada con la evolución del riesgo financiero.

Este análisis se va a dividir en dos partes. Por un lado analizaremos el fondo de maniobra de NOVAPAN y las necesidades operativas de fondos. Por otro lado se analizarán los ratios de liquidez a corto plazo entre los que destacan: el ratio de liquidez general, ratio de prueba ácida y ratio de activo disponible.

Además, tanto el fondo de maniobra como los ratios de liquidez a corto plazo serán comparados con el sector a través de las dos competidoras alemanas en estudio.

### 5.1. FONDO DE MANIOBRA Y NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS

Comenzaremos analizando el fondo de maniobra de NOVAPAN, a la vez que se comparara con el de las dos compañías alemanas en estudio.

El **fondo de maniobra**, la medida de liquidez con mayor aceptación entre los analistas financieros según Azofra (1995), se refiere a la diferencia entre activo y pasivo corriente. Está integrada por los recursos financieros de carácter permanente de la empresa que quedan después de financiar el activo fijo o inmovilizado. Por ello, se puede afirmar, según Calleja (2003), que el fondo de maniobra es un concepto de pasivo.

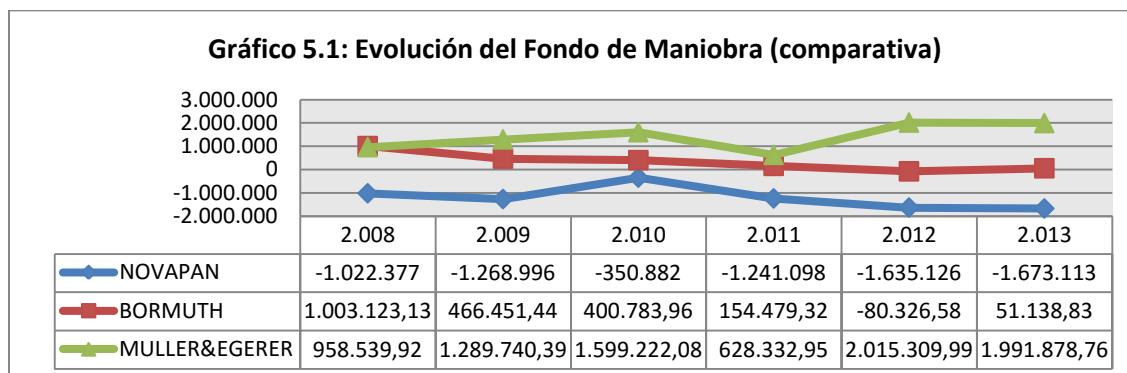
A continuación se muestran los valores del fondo de maniobra de NOVAPAN:

**Tabla 5.1: Fondo de Maniobra de NOVAPAN**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>FM</b>	-1.022.377	-1.268.996	-350.882	-1.241.098	-1.635.126	-1.673.113

Fuente: elaboración propia

Como podemos ver en la tabla 5.1 NOVAPAN cuenta con un fondo de maniobra negativo en los seis años de estudio. Esto quiere decir que el pasivo corriente financia la totalidad del activo corriente e incluso una parte del activo no corriente. Esto incrementa el riesgo de que, llegado el vencimiento de los pasivos corrientes, éstos no pudieran ser satisfechos ya que parte de ellos financian activos no corrientes, que, al no estar ligados al ciclo de explotación de la empresa, no se harán previsiblemente líquidos en el corto plazo. (Palomares y Peset, 2015). Por tanto NOVAPAN se encuentra en una situación crítica ya que depende de sus cobros para realizar sus pagos.



Fuente: elaboración propia

Al comparar los valores de NOVAPAN con los de sus competidoras alemanas vemos en el gráfico 5.1 como éstas cuentan con un fondo de maniobra positivo en la mayoría de los años de estudio en el caso de Bormuth, y en su totalidad en el caso de Muller&Egerer. Este fondo de maniobra positivo nos indica que parte del activo corriente está financiado con pasivos a corto, y que el resto del activo corriente lo hace

con capitales permanentes. Asimismo, el activo no corriente está financiado en su totalidad por recursos permanentes. Por tanto se puede concluir que estas dos compañías se encuentran en una situación óptima ya que cuentan con un remanente para hacer frente a sus deudas.

En cuanto a las **necesidades operativas de fondos (NOF)**, éstas son, según Calleja (2003) las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes que realiza la empresa, una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones. Es decir, se calcula deduciendo del activo corriente el pasivo producido por su actividad principal (proveedores).

**Tabla 5.2: NOF de NOVAPAN**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>NOF</b>	773.080	226.832	222.649	-248.264	-222.165	-267.287

Fuente: elaboración propia

Una vez calculado tanto el fondo de maniobra como las NOF de NOVAPAN, procedemos a calcular el pasivo a corto plazo negociado, es decir, aquella financiación que ha obtenido la empresa fuera de su actividad principal de explotación. (Ver tabla 5.3).

**Tabla 5.3: Equilibrio entre FM y NOF de NOVAPAN:**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>NOF-FM</b>	1.795.457	1.495.828	573.531	992.834	1.412.961	1.405.826

Fuente: elaboración propia

Esta diferencia positiva nos indica que NOVAPAN ha recurrido a financiación externa para llevar a cabo su actividad principal a través de deudas con entidades de crédito y deudas con empresas del grupo y asociadas.

## 5.2. RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO

En este subapartado calcularemos los principales ratios de liquidez a corto plazo para la empresa NOVAPAN y para las dos compañías alemanas en estudio. De esta manera conoceremos la situación en la que se encuentra NOVAPAN respecto al sector en el que opera.

Utilizaremos para este análisis el ratio de liquidez general, el cual se calcula a través de la relación entre activo corriente y pasivo corriente. Se trata de uno de los indicadores más utilizados para saber con cuantos activos a corto contamos para hacer frente a las deudas a corto plazo.

Sin embargo, según Azofra (1995) esta medida no es suficiente por lo que se hace necesaria la utilización de ratios complementarios y búsqueda de otras medidas de liquidez. Es por esto por lo que calcularemos también ratios como el test de prueba ácida y el ratio de activo disponible.

**Tabla 5.4: Ratios de liquidez a corto plazo de NOVAPAN**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ratio de liquidez (AC/PC)</b>	0,73	0,65	0,88	0,60	0,52	0,53
<b>Ratio de prueba ácida (AC-Existencias)/PC</b>	0,59	0,54	0,76	0,47	0,35	0,34
<b>Ratio de activo disponible (Disponible/PC)</b>	0,0040	0,0046	0,0218	0,0081	0,0106	0,0289

Fuente: elaboración propia

Por un lado, como podemos ver en la tabla 5.4, NOVAPAN cuenta con unos valores del ratio de liquidez general menores a la unidad durante todo el periodo de estudio, lo que nos indica que la empresa no es capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo con los recursos líquidos que dispone.

Por otro lado, el ratio de prueba ácida nos indica la posibilidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones de pago con sus activos más líquidos, excluyendo del activo corriente las existencias. En NOVAPAN, estos valores son también inferiores a la unidad lo que significa que no es capaz de hacer frente a sus obligaciones a corto con sus activos más líquidos, sobre todo a partir de 2012 ya que estos valores indican que, por cada unidad a pagar, la empresa solo será capaz de ingresar aproximadamente 0,35 € en los dos últimos años de estudio.

Por último, el ratio de activo disponible muestra el porcentaje de deuda que la empresa puede devolver con el disponible que tiene en ese momento a través de la relación entre el total de disponible y el pasivo corriente. Los valores de este ratio en NOVAPAN nos indican que no es capaz de devolver la deuda a corto plazo con su disponible.

Si comparamos esta situación de liquidez de NOVAPAN con la existente en las dos panaderías alemanas en estudio vemos como estas últimas tienen una mejor capacidad de pagar sus deudas a corto con los recursos que disponen. Así se puede ver en las dos tablas siguientes:

**Tabla 5.5: Ratios de liquidez a corto plazo de Bormuth**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Ratio de liquidez</b>	-	1,90	1,97	1,34	0,85	1,10
<b>Ratio prueba ácida</b>	-	1,77	1,81	1,18	0,73	0,94
<b>Ratio de activo disponible</b>	-	1,32	1,27	0,97	0,50	0,75

Fuente: elaboración propia

**Tabla 5.6: Ratios de liquidez a corto plazo de Müller&Egerer**

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>Ratio de liquidez</b>	-	-	-	1,60	-	-
<b>Ratio de prueba ácida</b>	-	-	-	1,52	-	-
<b>Ratio de activo disponible</b>	-	-	-	0,02	-	-

Fuente: elaboración propia

Analizando los valores del ratio de liquidez y de prueba ácida observamos que, en el caso de Bormuth, esta situación de liquidez empeora progresivamente hasta 2012, momento en el que se produce una ligera recuperación un año después. En el caso de Muller&Egerer, al disponer de un volumen de pasivo corriente nulo durante la mayor parte de los años estudiados, ésta evolución no se muestra como tal, sino que observamos únicamente una situación de liquidez en 2011 buena, con suficientes recursos líquidos para hacer frente a sus obligaciones a corto.

El ratio de activo disponible también nos indica que la situación de liquidez a corto plazo es mejor en las dos panaderías alemanas que en NOVAPAN. Los valores de Bormuth nos indican que esta compañía es capaz de hacer frente a sus deudas a corto con el disponible que tiene en ese momento. Los valores por encima de la unidad nos indican que es capaz de pagar el 100% de sus obligaciones a corto. Los valores de Muller&Egerer en 2011 (único año en el que cuenta con pasivo corriente positivo) nos indican que solo es capaz de devolver el 2% de deuda a corto plazo con su disponible, valor que sigue siendo mayor al de NOVAPAN.

## 6. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

En este apartado se va a analizar la capacidad que tiene la empresa NOVAPAN de hacer frente a sus compromisos a largo plazo. Este análisis se va a llevar a cabo a través del ratio de solvencia, de autofinanciación y el ratio de cobertura, a la vez que se compararán estos con los de las dos compañías alemanas en estudio.

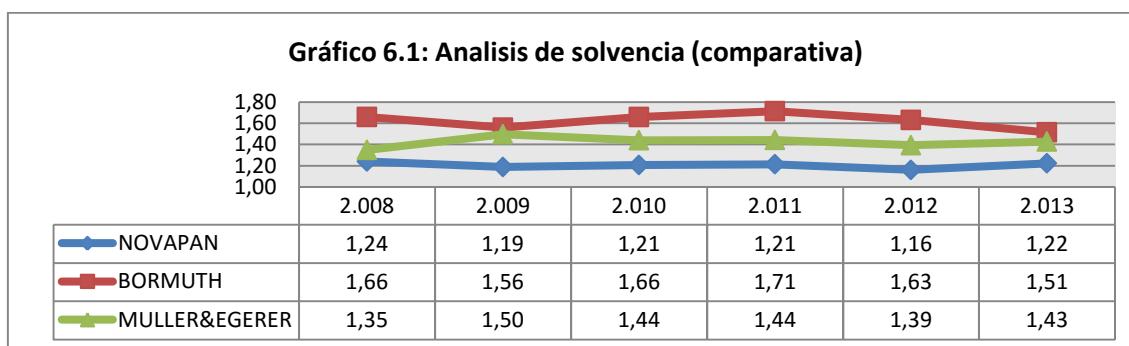
Por un lado, el ratio de **solvencia** se calcula a partir de la relación entre activos y pasivos totales. En el caso de NOVAPAN, este indicador es superior a la unidad en todo el periodo de estudio (ver tabla 6.1) por lo que se puede concluir que se trata de una empresa solvente. Sin embargo esta situación, junto con unos valores de liquidez tan bajos hace ver que la empresa, a la hora de hacer frente a sus obligaciones lo hará mediante recursos fijos, no circulantes.

**Tabla 6.1: Ratio de solvencia de NOVAPAN**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Solvencia (A/P)	1,24	1,19	1,21	1,21	1,16	1,22

Fuente: elaboración propia

Si comparamos estos valores de solvencia de NOVAPAN con los seguidos por sus dos competidoras en estudio vemos en el gráfico 6.1 como Bormuth y Müller&Egerer son compañías más solventes que NOVAPAN, siendo la primera la que mejor situación de solvencia muestra.



Fuente: elaboración propia

Al calcular la media del ratio de solvencia de las 21 empresas en estudio que cotizan en el IBEX-35, obtenemos un valor de 1,57 lo que nos indica que existen empresas españolas más solventes que NOVAPAN ya que los valores de ésta se encuentran por debajo.

Por otro lado, el ratio de **cobertura** nos muestra la capacidad que tiene la empresa de financiar el activo no corriente con sus recursos permanentes. Este análisis nos indicará la supuesta correcta estructura financiera de una empresa (Cuervo y Rivero, 1986).

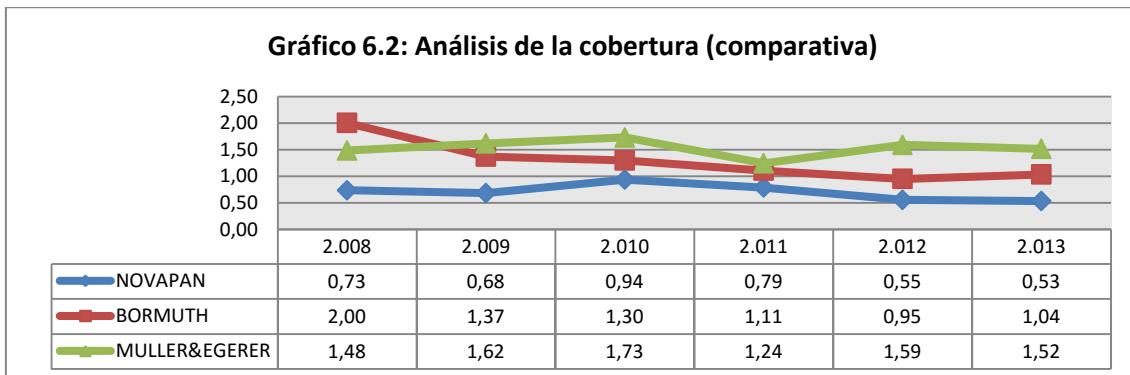
**Tabla 6.2: Ratio de Cobertura de NOVAPAN**

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>Cobertura (RP/ANC)</b>	0,73	0,68	0,94	0,79	0,55	0,53

Fuente: elaboración propia

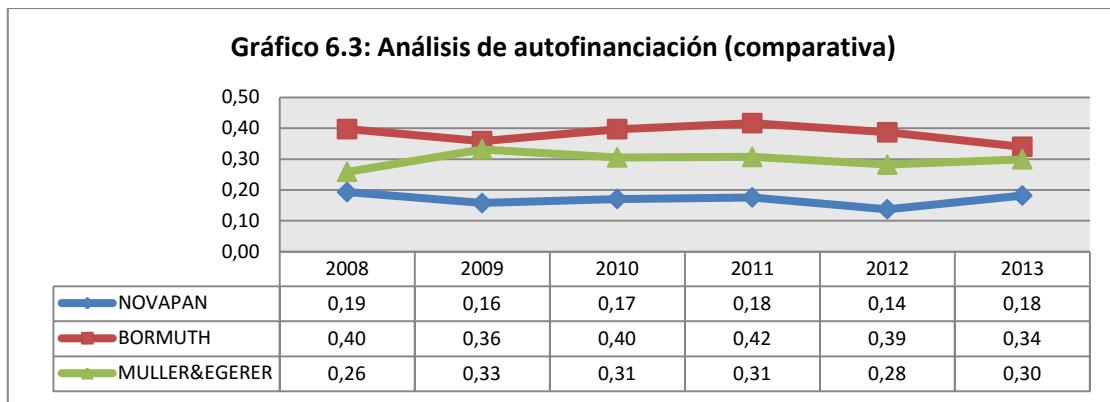
Como podemos ver en la tabla 6.2, los bajos valores de cobertura con los que cuenta NOVAPAN nos recalcan la existencia de un fondo de maniobra negativo ya que se trata de una empresa que financia parte de su activo no corriente con pasivos corrientes debido a que los recursos permanentes no son suficientes para financiar la totalidad de los activos a largo.

Al comparar estos valores de NOVAPAN con los de las dos compañías alemanas vemos como éstas cuentan con un ratio mayor y superior a la unidad lo que nos demuestra que se trata de empresas con una adecuada estructura financiera ya que la totalidad de sus activos a largo están financiados con recursos permanentes. (Ver gráfico 6.2).



Fuente: elaboración propia

Por último, el **ratio de autofinanciación** muestra la cantidad de activos que la empresa financia con los recursos propios. En el caso de NOVAPAN, ésta cuenta con un porcentaje de autofinanciación de activos muy reducido, lo que nos recalca la mala situación financiera con la que cuenta la empresa. En comparación con las competidoras alemanas, éstas tienen un grado de autofinanciación mayor. (Ver gráfico 6.3).



Fuente: elaboración propia

## 7. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO:

En este apartado analizaremos el nivel de endeudamiento con el que cuenta NOVAPAN así como la composición del mismo, ya que no llegaremos a la misma conclusión si una empresa está endeudada pero dispone de un plazo suficientemente largo para devolverla y además genera mucho efectivo, que si una empresa está muy endeudada y además debe devolver dicha deuda en un plazo muy corto y no genera efectivo. (Garrido e Íñiguez, 2010).

Además, este análisis será comparado con el de las dos compañías alemanas en estudio para conocer la situación de NOVAPAN dentro del sector.

Por un lado, como ya se ha visto en el análisis patrimonial de NOVAPAN, esta empresa cuenta con un mayor volumen de pasivos que de recursos propios. Esto hace que, como podemos observar en la tabla 7.1, el ratio de endeudamiento de NOVAPAN sea muy elevado, sobre todo en el año 2012, momento en el que la empresa cuenta con menor volumen de recursos propios.

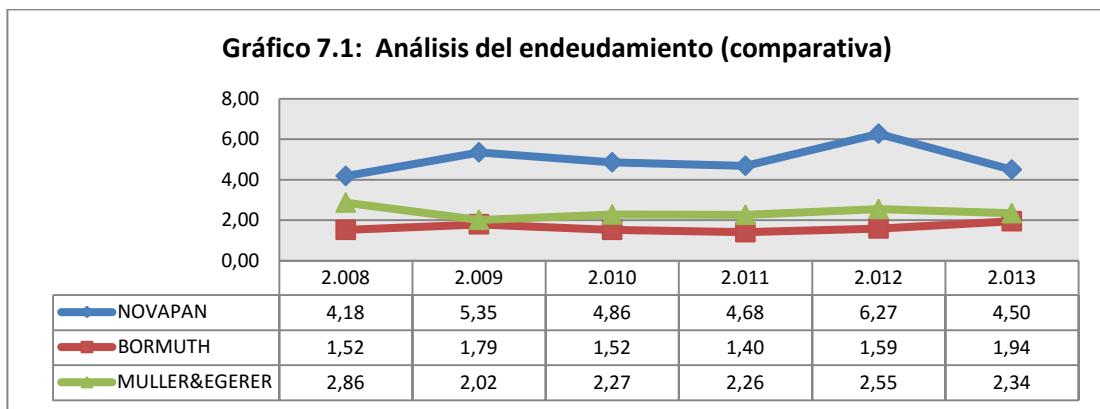
**Tabla 7.1: Ratio de endeudamiento de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento (P/PN)	4,18	5,35	4,86	4,68	6,27	4,50

Fuente: elaboración propia

Estos valores tan altos nos indican que, por cada unidad monetaria de recursos propios se utilizan alrededor de 5 unidades monetarias de deuda, dependiendo el año

Al comparar el ratio de endeudamiento de NOVAPAN con el de las dos compañías alemanas en estudio vemos como éstas cuentan con un nivel de deuda mucho menor. (Ver gráfico 7.1).



Fuente: elaboración propia

Por otro lado, como ya se ha visto en el análisis patrimonial, NOVAPAN cuenta en su mayor parte con endeudamiento a corto plazo, a diferencia de las competidoras alemanas quienes cuentan con deudas en su mayor parte a largo plazo. (Ver tablas 7.2, y 7.3 y 7.4).

**Tabla 7.2: Composición del endeudamiento de NOVAPAN**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento a c/p (PC/PN)	3,05	3,88	2,92	3,19	4,9	3,81
Endeudamiento a l/p (PNC/PN)	1,14	1,47	1,93	1,5	1,37	0,69

Fuente: elaboración propia

**Tabla 7.3: Composición del endeudamiento de Bormuth**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Endeudamiento a c/p (PC/PN)	0,00	0,65	0,48	0,54	0,68	0,75
Endeudamiento a l/p (PNC/PN)	1,52	1,15	1,04	0,87	0,91	1,19

Fuente: elaboracion propia

**Tabla 7.4: Composición del endeudamiento de Müller&Egerer**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Endeudamiento a c/p (PC/PN)	0,00	0,00	0,00	0,55	0,00	0,00
Endeudamiento a l/p (PNC/PN)	2,86	2,02	2,27	1,45	2,55	2,34

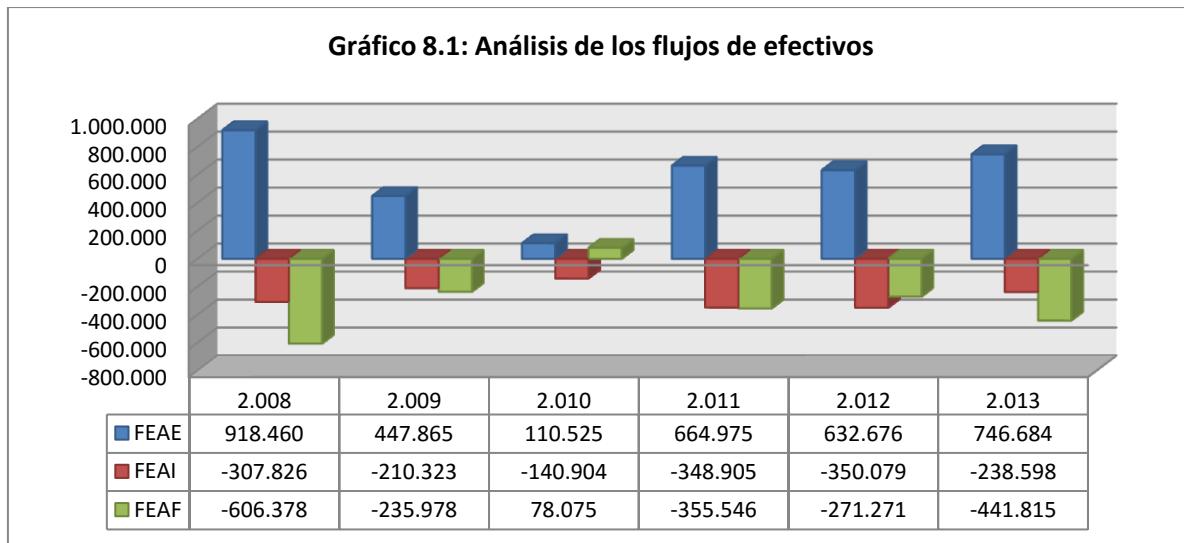
Fuente: elaboracion propia

Sin embargo, la existencia de deudas en su mayoría a corto plazo no tiene porque entenderse como un motivo de mala situación económica ya que, según Flannery (1986) y Kale y Noe (1990) las compañías con proyectos de inversión de alta calidad utilizan recursos ajenos a corto plazo para transmitir al mercado sus buenas perspectivas.

## 8. ANALISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVOS:

En este apartado se va a llevar a cabo un análisis de los flujos de efectivos de NOVAPAN. Este estudio, según González (2008), muestra las necesidades de liquidez de la empresa así como la capacidad de generar efectivo. Sin embargo, autores como Rojo (2008) consideran que el estado de flujos de efectivo tiene una utilidad limitada para elaborar estimaciones de futuro, siendo solo un estado que añade información complementaria.

Por tanto, en nuestro proyecto analizaremos únicamente el origen de estos flujos de efectivo dividiéndolos en tres tipos de actividades, siendo éstas: actividades de explotación, de inversión y de financiación. (Ver gráfico 8.1).



Fuente: elaboración propia

Los flujos de efectivo de las actividades de explotación de NOVAPAN son positivos en los seis años estudiados, aunque sufriendo una fuerte reducción en el año 2010. Esta reducción se debe a la existencia de un elevado volumen de la partida “clientes” es decir, cobros pendientes. Asimismo, estos valores positivos nos indican que la actividad principal de la empresa nos genera suficiente liquidez.

En cuanto a los flujos de efectivos de las actividades de inversión, su signo negativo nos indica que la empresa cuenta con mayores gastos por inversiones que cobros por desinversiones. Estas inversiones se deben en su mayoría a la compra de inmovilizado material, siendo 2011 el año en el que se lleva a cabo una inversión de inmovilizado material mayor.

En lo referente al flujo de efectivo de las actividades de financiación, éste es negativo en cinco de los seis años de estudio debido a que los pagos por deudas son superiores a los cobros. Los pagos se deben a deudas con entidades de crédito y deudas con empresas del grupo y asociadas. Por el contrario, los cobros se deben a emisiones de deudas con entidades de crédito, siendo 2010 el año con mayores cobros que pagos por deudas, contando así con un flujo positivo.

Según Rojo (2008) para llevar a cabo el análisis de los flujos de efectivos es imprescindible relacionar éstos entre sí, siempre en valores absolutos. De esta manera obtenemos las siguientes relaciones:

**Tabla 8.1: Relaciones entre los flujos de efectivo**

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>FEAE/FEAI</b>	2,98	2,13	0,78	1,91	1,81	3,13
<b>FEAE/(FEAI+FEAF)</b>	1,00	1,00	1,76	0,94	1,02	1,10

Fuente: elaboración propia

- Observamos en la primera relación que NOVAPAN, con el efectivo perteneciente de las actividades principales de la compañía, es capaz de cubrir la totalidad de las inversiones, exceptuando el año 2010, donde solo lo hace en un 78% ya que cuenta con un valor muy elevado de la partida “clientes” lo que hace que el FEAE sea menor en este periodo.
- Si queremos conocer la capacidad que tienen los flujos de efectivo de las actividades de explotación para cubrir tanto las inversiones como la financiación nos fijamos en la segunda relación. Vemos como en la mayoría de los años de estudio NOVAPAN cubre con los FEAE la totalidad de las inversiones y financiación, exceptuando 2011 ya que, como ya hemos mencionado anteriormente, es en este año cuando se lleva a cabo la mayor inversión en inmovilizado material.

Una vez analizados los flujos de efectivos de NOVAPAN se puede concluir que esta empresa es capaz de cubrir los gastos de inversión y financieros con el efectivo proveniente de sus actividades de explotación.

## 9. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD:

En este apartado estudiaremos la rentabilidad de NOVAPAN para así de esta manera conocer la capacidad de la empresa para generar recursos o resultados con los capitales o medios invertidos.

Además, según Acosta et alt (2002), se trata del indicador financiero más habitual a la hora de medir el nivel de acierto o fracaso en la gestión empresarial y el objetivo económico-financiero de la empresa según Cuervo y Rivero (1986).

A continuación vamos a analizar la rentabilidad de NOVAPAN diferenciando entre rentabilidad económica y financiera, al mismo tiempo que compararemos éstos resultados con los de Bormuth entre los años 2010-2013, ya que, al igual que en el análisis del resultado, no ha sido posible disponer de los datos de la competidora Müller&Egerer.

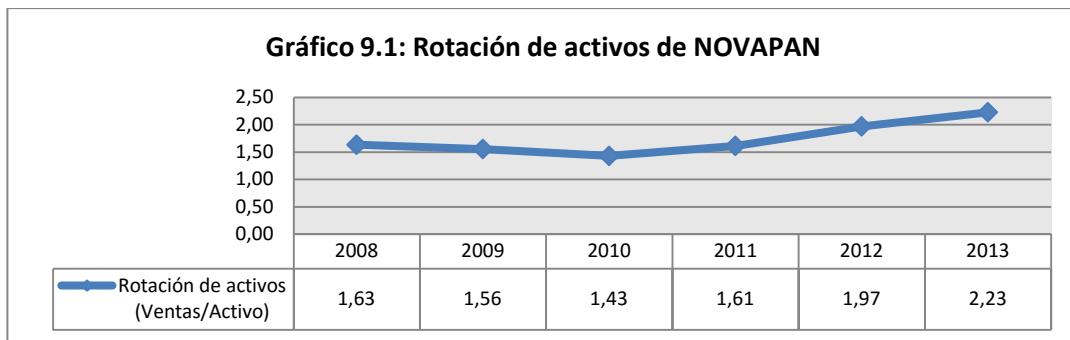
### 9.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA:

Este ratio centra su atención en la rentabilidad de las operaciones de la compañía, independientemente de su estructura de financiación. Por tanto, pretende medir la eficacia de la empresa en la gestión de su activo sin tener en cuenta como se ha financiado dicho activo (Palomares y Peset, 2015).

Para llevar a cabo el análisis de esta rentabilidad, descompondremos esta en dos relaciones distintas: la rotación de los activos y el margen de ventas. De esta manera se llevará a cabo un análisis más exhaustivo de la rentabilidad económica de una empresa, en este caso de NOVAPAN.

#### 9.1.1. Rotación de activos:

La rotación de activos se refiere al número de veces que las ventas de un periodo alcanzan el valor del activo.

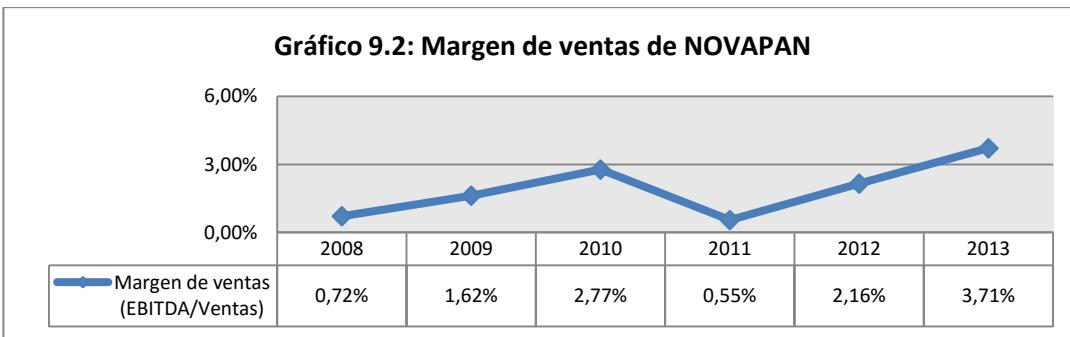


Fuente: elaboración propia

El gráfico 9.1 muestra como NOVAPAN utiliza durante los seis años de estudio la totalidad de sus activos para generar ventas aunque observando un ligero descenso hasta 2010. Por tanto, esta rentabilizando al 100% sus activos para generar dichas ventas.

### 9.1.2. Margen de ventas:

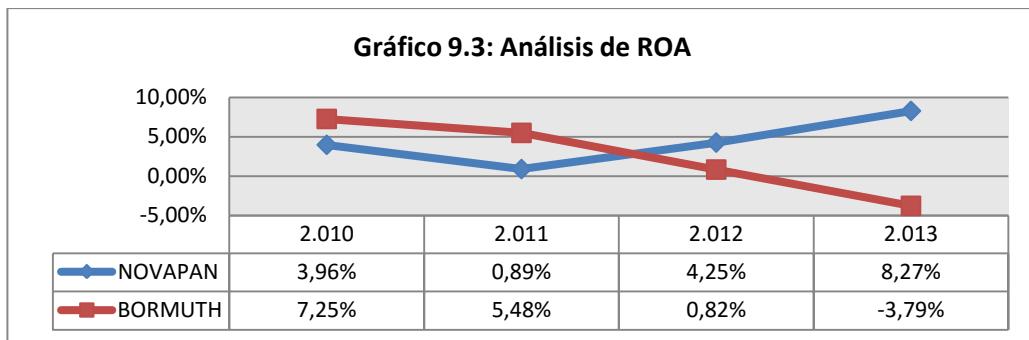
En este apartado estudiaremos el margen de ventas generado por el activo, es decir la riqueza generada por cada unidad monetaria vendida a través de la relación entre el EBIT y las ventas generadas por la empresa en un año determinado.



Fuente: elaboración propia

El gráfico 9.2 nos muestra como NOVAPAN, al contar en todos los años de estudio con un margen positivo, ha generado beneficio por cada unidad vendida sufriendo una bajada en el año 2011 debido al bajo resultado obtenido ya analizado anteriormente, seguida de una recuperación hasta 2013, año en el que genera un beneficio de más de 3€ por cada 100 euros vendidos.

Para terminar este apartado se va a estudiar la rentabilidad económica de NOVAPAN relacionando los dos indicadores anteriores, a la vez que compararemos estos valores con los de su competidora Bormuth.



Fuente: elaboración propia

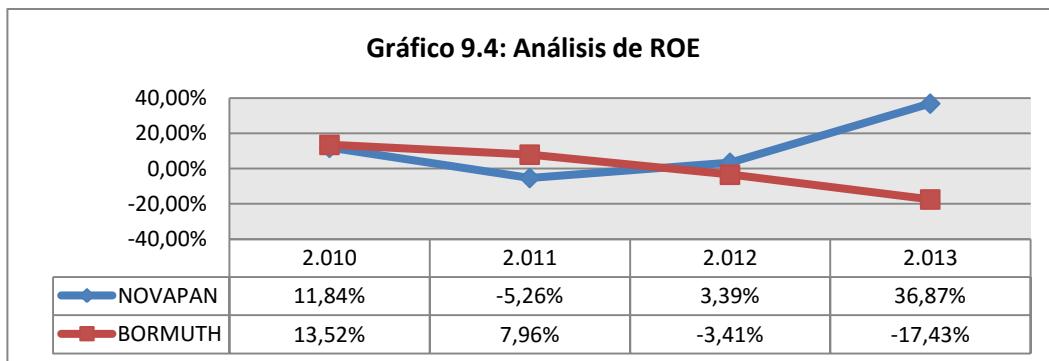
Vemos en el gráfico 9.3 como NOVAPAN cuenta con una rentabilidad económica positiva en los cuatro años de estudio, con una tendencia progresivamente ascendente a partir del año 2011 debido a un incremento mayor del EBIT que del activo total.

Comparando estos valores con los de Bormuth, como ya se ha mencionado anteriormente en el análisis del resultado, observamos una mayor rentabilización de sus activos en la entidad alemana hasta 2011. Sin embargo, ésta sigue una tendencia progresivamente descendente ya que el crecimiento del total de activos ha sido mayor al del EBIT, al contrario que NOVAPAN.

## 9.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

La rentabilidad financiera (ROE) refleja la ganancia de los socios como proveedores de recursos financieros comparando el resultado antes de impuestos y los capitales invertidos por los propietarios. (Defez, 2014)

Al igual que con la rentabilidad económica, la comparativa sectorial de la rentabilidad financiera se va a llevar a cabo con la empresa Bormuth entre los años 2010 a 2013.



Fuente: elaboración propia

Vemos en el gráfico 9.4 como en el caso de NOVAPAN el año 2011 cuenta con una rentabilidad financiera negativa, lo que se significa que la capacidad para generar recursos con los capitales propios es nula. Esto supone que los inversores de NOVAPAN no están rentabilizando sus inversiones. Por el contrario, el resto de años cuenta con una rentabilidad financiera positiva lo que nos indica una remuneración de los fondos propios favorable.

Si comparamos estos valores con Bormuth vemos que la situación de NOVAPAN es muy favorable ya que la compañía alemana cuenta con unos valores de rentabilidad financiera cada vez menores llegando a ser negativos en los dos últimos años de estudio.

## 10. MODELO Z-SCORE

Los ratios financieros han sido considerados como una herramienta para el análisis histórico y actual de una empresa. Sin embargo, existen autores que defienden que esta técnica de ratios tiene una capacidad limitada para predecir el éxito o fracaso empresarial. Así, desde los trabajos pioneros de Beaver (1966), los estudios sobre ratios aplicados a las finanzas fueron incrementando su complejidad, planteando la necesidad de utilizar otras técnicas basadas en métodos estadísticos.

Los primeros autores en desarrollar las investigaciones más importantes en torno a los ratios, dentro de los modelos para predecir quiebras destacan: el pionero Fitzpatrick (1932), Winakor y Smith (1935) y Merwin (1942) quienes, en sus trabajos representaron la capacidad para describir el fracaso empresarial únicamente a través de ratios.

Fue Beaver (1968) quien comenzó a descomponer los ratios a través de métodos estadísticos avanzados, con el fin de determinar la solvencia y la liquidez real de las empresas para poder predecir una quiebra.

Pero sin duda, el estudio principal para predecir el fracaso o éxito empresarial fue el conducido por Edward Altman al aplicar el método “Multiple Discriminant Analysis” o “Análisis Discriminante Múltiple”. A partir de ello creó el modelo de evaluación para medir la solvencia de las empresas, a través de un indicador sintético utilizando un ratio conocido como la Z-Score (1968).

El objetivo del análisis discriminante múltiple es, según Narváez (2010), obtener una función que combine linealmente un conjunto de variables independientes de tal forma que a través de esta función , la Z-Score, se obtenga un valor que será utilizado posteriormente con el fin de predecir la posible quiebra de una empresa.

Las variables independientes que fueron utilizadas para la determinación del indicador z-score fueron clasificadas en 5 categorías: liquidez, rentabilidad, apalancamiento, solvencia y actividad. Con todo ello, la función discriminante que resultó del valor Z fue la siguiente:

$$Z = 1.2 X 1 + 1.4 X 2 + 3.3 X 3 + 0.6 X 4 + 0.99 X 5;$$

Donde:

X1= Capital circulante / Activo total      X2= Beneficios retenidos / Activo total

X3= EBIT / Activo total      X4= Valor mercado PN / Pasivos totales

X5= Ventas netas / Activos total

Debido a que nuestra empresa en estudio no cotiza en bolsa, se lleva a cabo una modificación planteada por Altman consistente en sustituir el valor de mercado del capital de la variable X4 por el valor del capital contable.

Con todo ello, al aplicar el modelo Z-score al caso de NOVAPAN para el año 2013, el resultado de cada variable y el valor final de la función Z es el siguiente:

**Tabla 10.1: Modelo Z-Score para NOVAPAN en 2013**

VARIABLE	RESULTADO
x1= Capital circulante/Activo Total	-0,33
x2=Beneficios retenidos/Activo Total	0,10
x3=EBIT/Activo Total	0,08
x4=Patrimonio/Pasivo Total	0,22
x5= Ventas/Activo Total	2,23
<b>Z=</b>	<b>2,36</b>

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenido el valor Z se compara con los límites de referencia para obtener el diagnóstico de la situación de la empresa, en este caso de NOVAPAN.

- Si el valor de Z se encuentra por encima de 2,99, la empresa cuenta con una baja probabilidad de quiebra, la empresa probablemente no tendrá problemas de solvencia en el corto y medio plazo.
- Si la Z se encuentra por debajo de 1,81, la empresa contará con una alta probabilidad de quiebra.
- Si el valor de Z se encuentra entre 1,81 y 2,99, la empresa se encuentra en la llamada zona gris o no bien definida. Esto indica una seguridad relativa, un área de observación que está por debajo del umbral de más alta seguridad.

El valor Z en el caso de NOVAPAN es de 2,36, lo que nos indica que esta empresa se encuentra en la denominada zona gris ya que se trata de un valor entre 1,81 y 2,99. Por tanto, existe en NOVAPAN alguna probabilidad de quiebra aunque no se trata de una situación evidente ya que el valor de Z se encuentra más cercano al límite superior que al inferior. Aun así, el hecho de que NOVAPAN se encuentre en esta situación de quiebra se puede achacar a la mala financiación llevada a cabo por la entidad ya que financia, como se ha visto a lo largo del estudio, activos a largo con financiación a corto.

## 11. CONCLUSIONES:

Una vez llevado a cabo el análisis económico-financiero de NOVAPAN durante el periodo 2008-2013 es importante recalcar la fuerte recuperación que ha experimentado a partir del año 2011 pese a la crítica situación económica general, llegando a conseguir un incremento de la cifra de negocios en el último año de estudio 2013 de 14,15% respecto al año precedente. Asimismo, el buen funcionamiento de su actividad de explotación hizo que obtuviera en 2013 un beneficio de 237.753,62€ frente a los 16.727,36 € del ejercicio anterior, incrementando su valor en un 1.321,29%.

Sin embargo, esta situación de recuperación contrasta con la sufrida al comienzo de la crisis, siendo sus aspectos negativos más importantes los siguientes:

Una mala situación de liquidez, contando con unos bajos porcentajes de disponible y un fondo de maniobra negativo, lo que nos hace concluir que la empresa podría tener problemas a la hora de pagar sus deudas a corto plazo. Sin embargo, el apoyo financiero por parte de las sociedades del grupo a través de compartir la tesorería hace que esta situación sea estable.

Un alto nivel de endeudamiento debido al fuerte apalancamiento de la entidad, aunque experimentando una fuerte reducción de sus deudas a partir del año 2012.

Por último, unos bajos valores de rentabilidad tanto económica como financiera, que se ven mejorados a partir del año 2011.

En cuanto a la comparativa con sus dos competidoras alemanas, se observa una mejor situación de éstas últimas en términos de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad. Sin embargo, el cambio de tendencia descendente que sufren estas compañías a partir del año 2011 frente a la fuerte recuperación experimentada por NOVAPAN hace que la compañía española acabe obteniendo unos mayores resultados que las alemanas, demostrando la buena gestión de la entidad.

## 12.BIBLIOGRAFÍA:

ACOSTA MOLINA, M., CORREA RODRÍGUEZ, A. y GONZÁLEZ PÉREZ, ANA. L (2002). Factores determinantes de la rentabilidad financiera de las Pymes. *Revista Española de financiación y contabilidad*. Vol XXXI (112). 395-429.

AIBI (2013): *Informe sobre la industria de la panadería y la pastelería*. <http://www.aibi.eu/wp-content/uploads/draft-AIBI-Bread-Market-report-2013.pdf>

ALTMAN, E.I. (1968): "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporative Bankruptcy". *The Journal of Finance*. Vol. 23, Nº a, pp 589-629

ASEMAC (2013): *La industria panadera en cifras*. <http://www.asemac.es/docus/La%20industria%20panadera%20en%20cifras.pdf>

AZOFRA PALENZUELA, V. (1995). Sobre el análisis financiero y su nueva orientación. *Anales de estudios económicos y empresariales*, 22. 9-27.

BANCO DE ESPAÑA (2015): *Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre del 2015*.

BEAVER, W.H. (1966): "Financial Ratios as Predictors of failure". *Supplement to Journal of Accounting Research*, pp. 71-127.

BEAVER, W.H. (1968). Market Prices, Financial Ratios and the prediction of Failure. *Journal of Accounting Research*. Vol 6 (2). 179-192.

BERNAL DOMÍNGUEZ, D. Y AMAT SALAS, O. (2012). *Anuario de ratios financieros sectoriales en México para análisis comparativo empresarial*. Ra Ximhai, Vol 8 (2). 271-284.

BERNSTEIN, L.A. (1984). *Análisis de Estados financieros*. Bilbao: Editorial Deusto.

BONSÓN, E., CORTIJO, V. Y FLORES, F. (2009). *Análisis de estados financieros: fundamentos teóricos y casos prácticos. 1ª Edición*. Editorial Prentice Hall.

BREALEY, R; MYERS, S. y ALLEN, F. (1999): *Principios de finanzas corporativas*. Mc Graw Hill. México.

CALLEJA, J.L. (2008). *El Fondo de Maniobra y las Necesidades Operativas de Fondos*. Departamento de Publicaciones del IE Business School. Madrid (España).

CUERVO, A. Y RIVERO, P. (1986). El análisis económico-financiero de la empresa. *Revista Española de financiación y contabilidad. Vol XVI* (49). 15-33.

DEFEZ, E. (2014): Análisis rentabilidad económica y financiera: nociones básicas. *Blog sobre Contabilidad y Economía*.

FIAB (2013): *Informe Económico de la Industria de Alimentación y bebidas* [http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu\\_20140530140452.pdf](http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20140530140452.pdf)

FIAB (2014): *Informe Económico de la industria de Alimentación y bebidas*. [http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu\\_20150512081546.pdf](http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20150512081546.pdf)

FITZPATRICK (1932): “A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies”. *The Certified Public Accountant*, pp. 598-605.

FLANNERY, M.J. (1986): “Asymmetric information and risky debt maturity choice”. *Journal of Finance*, vol. 41, 19-37.

GALEANO OSORIO, A.F. (2011): "Limitaciones de los Indicadores Tradicionales de Análisis Financiero en las Pymes del Sector Metalmecánico De Manizales". *Trabajo Fin de Máster, Universidad de Colombia*.

GARRIDO MIRALLES, P. Y IÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2010). *Análisis de estados contables: elaboración e interpretación de la información financiera*. Editorial Pirámide.

GOMEZ BEZARES, F. (1981): “Análisis Multivariante”. *Boletín de Estudios Económicos*, agosto, pp. 233-257.

GONZÁLEZ, B. (2008): " El Nuevo Estado de Flujos de Efectivo". *Estrategia Financiera*, ISSN 1130-8753, N° 251, pp. 20-31.

GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2010). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones. 3<sup>a</sup> Edición.* Editorial Pirámide.

GOXENS, M.A. y GAY, J.M. (1999): *Análisis de estados contables. Diagnóstico económico-financiero.* Pearson Prentice Hall, Madrid.

IBARRA MARES, A. (2006): Una Perspectiva sobre la Evolución en la Utilización de las Razones Financieras o Ratios. *Pensamiento y Gestión*, Vol. I, Nº 21, pp. 234-271.

KALE, J.R., y NOE, T.H. (1990): “Risk debt maturity choice in a sequential game equilibrium”. *Journal of Financial Research*, vol. 13, 155-165.

KENDALL, M. (1987): *Multivariate analysis.* Londres Edit. Griffin.

KOONTZ, H y WEIRICH, H. (2004): *Administración. Una perspectiva global.* Mc Graw Hill. México.

LEV, B. (1978). *Análisis de estados financieros: un nuevo enfoque.* Madrid: Edición ESIC.

LIZCANO ÁLVAREZ, J. (1990). Cuentas Anuales: balance y cuenta de pérdidas y ganancias. *Revista española de financiación y contabilidad.. Vol XX (Nº63).* 425-450.

MAGRAMA (2014): *Informe sobre el consumo de alimentación en España.* [http://www.magrama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/informeconsumoalimentacion2014\\_tcm7-382148.pdf](http://www.magrama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/informeconsumoalimentacion2014_tcm7-382148.pdf)

MERWIN, CH. (1942): Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-36. *New York National Bureau of Economics Resarch.*

NARVAEZ SEMANATE, L.A. (2010): Análisis de la aplicación de los modelos de predicción de quiebras en Colombia. *Universidad Autonómica de Occidente. Facultad de ciencias económicas y administrativas.*

PALOMARES, J. Y PESET, M.J. (2015). *Estados financieros: interpretación y análisis.* Edición Pirámide.

PEREZ SEGURA, N (2015): *Impacto del ciclo económico de los indicadores económico-financieros de las empresas españolas del Ibex-35*. Trabajo de fin de grado. Universidad de Zaragoza.

PORTER, M (1979). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press. New York.

ROJO RAMÍREZ, A. (2008): "Estado de Flujos de Efectivo y Análisis de la Empresa". *Partida Doble*, Nº 204, pp. 48-64.

SANZ SANTOLARIA, F.J. (2001): "El análisis de estados financieros desde una perspectiva patrimonial". *Acciones e investigaciones sociales*, Nº12, pp. 33-52.

WINAKOR, A y SMITH, R. (1935): Changes in financial structure of unsuccessful industrial companies. *Bureau of Business Research. Bulletin 51, University of Illinois*.

# **ANEXOS**

## ANEXO I: Estados financieros

**Tabla 1: Balance de situación de NOVAPAN, S.L.**

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>A)ACTIVO NO CORRIENTE</b>	3.663.087	3.581.307	3.306.261	3.664.669	3.286.135	3.244.535
I. Inmovilizado intangible	14.006	20.785	10.398	5.361	3.171	5.804
5. Aplicaciones informáticas	14.006	20.785	10.398	5.361	3.171	5.804
II. Inmovilizado material	3.593.189	3.384.148	3.151.989	3.074.066	2.975.972	2.942.185
1. Terrenos y Construcciones	1.911.628	1.881.322	1.851.015	1.820.709	1.790.402	1.760.096
2. instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	1.681.561	1.502.826	1.300.973	1.253.357	1.185.570	1.182.089
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	5.939	5.829	2.682	145	26.465	18.484
1. instrumentos de patrimonio	5.939	5.829	2.682	145	26.465	18.484
V. Inversiones financieras a largo plazo	7.362	10.745	10.745	14.551	17.304	17.304
1. instrumentos de patrimonio	0	120	120	120	120	120
5. otros activos financieros	0	10.625	10.625	14.431	17.184	17.184
6. otras inversiones	7.362	0	0	0	0	0
VI. Activos por impuesto diferido	42.591	159.800	130.447	147.957	263.223	260.759
VII. Deudores comerciales no corrientes	0	0	0	422.589	0	0
<b>B)ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>2.745.853</b>	<b>2.371.433</b>	<b>2.597.874</b>	<b>1.850.781</b>	<b>1.786.983</b>	<b>1.874.319</b>
I. Existencias	538.041	418.147	369.399	397.051	592.908	672.878
1. comerciales	98.714	94.092	111.864	100.221	283.099	327.079
2. materias primas y otros aprovisionamientos	198.907	171.414	150.112	176.506	186.861	204.824
4. productos terminados	240.420	152.641	107.423	120.324	122.948	140.975
b) de ciclo corto de producción	240.420	152.641	107.423	120.324	122.948	140.975
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.192.660	1.854.452	1.662.543	1.209.821	1.132.046	1.093.267
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	1.814.610	1.583.108	1.497.966	871.321	662.680	543.080
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	1.814.610	1.583.108	1.497.966	871.321	662.680	543.080
2. clientes empresas del grupo y asociadas	209.299	195.136	128.436	303.641	401.164	496.288
3. deudores varios	5.000	5.000	0	0	0	0
4. personal	46.500	0	0	400	0	0
5. activos por impuesto corriente	5.067	5.529	8.681	8.700	15.397	0
6. otros créditos con las AAPP	112.183	65.679	27.461	25.759	52.805	53.899
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	15.797	468.155	217.973	0	0
2. créditos a empresas	0	15.797	468.155	217.973	0	0
V. Inversiones financieras a corto plazo	0	66.320	33.364	1.000	21.440	1.000
2. créditos a empresas	0	66.320	33.364	0	0	0
5. otros activos financieros	0	0	0	1.000	21.440	1.000
VI. Personificaciones a corto plazo	0	0	0	0	4.325	4.639
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	15.152	16.716	64.413	24.936	36.262	102.534
1. Tesorería	15.152	16.716	64.413	24.936	36.262	102.534
<b>TOTAL DE ACTIVO (A+B)</b>	<b>6.408.940</b>	<b>5.952.740</b>	<b>5.904.135</b>	<b>5.515.450</b>	<b>5.073.118</b>	<b>5.118.854</b>

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>A)PATRIMONIO NETO</b>	1.236.804	937.734	1.008.203	970.497	697.928	931.481
<b>A-1) Fondos propios</b>	1.089.727	816.004	906.003	872.497	604.128	841.881
I. Capital	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1. Capital escriturado	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
III. Reservas	1.054.404	771.482	771.482	806.003	520.906	520.906
1. legal y estatutarias	11.520	11.520	11.520	14.972	14.972	14.972
2. otras reservas	1.042.884	759.962	759.962	791.031	505.934	505.934
V. Resultados de ejercicios anteriores	-5.679	-64.677	-55.478	0	-33.506	-16.778
2. (resultados negativos de ejercicios anteriores)	-5.679	-64.677	-55.478	0	-33.506	-16.778
VII. Resultado del ejercicio	-58.999	9.199	89.999	-33.506	16.727	237.754
<b>A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	147.078	121.731	102.200	98.000	93.800	89.600
<b>B)PASIVO NO CORRIENTE</b>	1.403.906	1.374.575	1.947.176	1.453.074	953.081	639.940
II. Deudas a largo plazo	1.280.872	1.322.405	1.903.376	1.411.074	912.881	601.540
2. Deudas con entidades de crédito	1.280.872	1.322.405	1.903.376	1.411.074	912.881	492.303
5. otros pasivos financieros	0	0	0	0	0	109.237
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	60.000	0	0	0	0	0
IV. Pasivos por impuesto diferido	63.033	52.170	43.800	42.000	40.200	38.400
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	3.768.230	3.640.429	2.948.756	3.091.879	3.422.109	3.547.432
II. Deudas a corto plazo	343.588	775.653	514.964	653.813	517.566	942.867
2. Deudas con entidades de crédito	302.248	732.813	498.418	637.267	498.042	522.146
5. otros pasivos financieros	41.340	42.840	16.546	16.546	19.524	420.721
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	1.451.869	802.294	560.087	557.993	921.163	468.599
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.972.773	2.062.483	1.873.706	1.880.072	1.983.381	2.135.966
1. Proveedores	1.467.695	1.523.949	1.349.467	1.465.022	1.316.598	1.234.128
b)Proveedores a corto plazo	1.467.695	1.523.949	1.349.467	1.465.022	1.316.598	1.234.128
2. proveedores, empresas del grupo y asociadas	17.815	18.389	7.715	177	229.326	519.900
3. acreedores varios	406.706	441.265	433.558	340.853	365.439	312.521
4. personal (remuneraciones pendientes de pago)	3.402	3.919	3.057	1.909	1.260	4.457
6. otras deudas con las AAPP	77.156	74.961	79.909	72.112	70.758	64.960
<b>TOTAL PASIVO</b>	5.172.136	5.015.004	4.895.932	4.544.953	4.375.190	4.187.372
<b>TOTAL DE PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)</b>	6.408.940	5.952.738	5.904.135	5.515.450	5.073.118	5.118.853

Fuente: CCAA de NOVAPAN, S.L.

**Tabla 2: Cuenta de pérdidas y ganancias de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>	10.471.300	9.257.903	8.438.527	8.895.108	9.990.348	11.403.589
<b>2. Variación de existencias de productos terminados</b>	5.026	-87.779	-45.218	12.901	2.624	18.028
<b>4. Aprovisionamientos</b>	-5.359.420	-4.611.819	-3.977.417	-4.377.407	-5.250.774	-6.898.814
<b>5. Otros ingresos de explotación</b>	196.838	221.249	106.207	61.295	41.902	51.366
<b>6. Gastos de personal</b>	-2.830.408	-2.451.332	-2.228.386	-2.349.970	-2.459.260	-2.075.107
<b>7. Otros gastos de explotación</b>	-2.156.953	-1.837.749	-1.731.647	-1.814.225	-1.806.366	-1.815.213
<b>8. Amortización del inmovilizado</b>	-350.948	-397.203	-390.679	-405.343	-325.609	-272.052
<b>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero</b>	36.210	36.210	27.901	6.000	6.000	6.000
<b>11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado</b>	0	0	14.350	0	0	2.300
<b>A)RESULTADO DE EXPLOTACION(1+4+5+6+7+8+11+12)</b>	11.645	129.480	213.638	28.359	198.865	420.097
<b>14. Ingresos financieros</b>	63.881	20.908	20.438	20.587	16.736	3.217
<b>b)otros ingresos financieros</b>	63.881	20.908	20.438	20.587	16.736	3.217
<b>15. Gastos financieros</b>	-172.629	-125.036	-104.457	-97.424	-96.275	-71.902
<b>18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros</b>	-2.112	-12.109	-10.267	-2.537	-95.680	-7.981
<b>B)RESULTADO FINANCIERO(13+14+17)</b>	-110.860	-116.237	-94.286	-79.374	-175.219	-76.666
<b>C)RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A+B)</b>	-99.215	13.243	119.352	-51.015	23.646	343.431
<b>19.Impeusto sobre beneficios</b>	40.216	-4.043	-29.353	17.509	-6.918	-105.676
<b>D)RESULTADO DEL EJERCICIO (C+19)</b>	-58.999	9.200	89.999	-33.506	16.728	237.755

Fuente: CCAA de NOVAPAN, S.L.

**Tabla 3: Estado de Flujos de Efectivo de NOVAPAN**

	<b>2.008</b>	<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>						
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>	-99.215	13.242	119.352	-51.015	23.646	343.430
<b>2. Ajustes del resultado</b>	544.620	410.344	484.120	522.696	505.476	494.484
a)Amortización del inmovilizado (+)	350.948	397.203	390.679	405.343	325.609	272.052
b)Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	119.022	-30.603	51.673	46.516	106.328	162.047
d)Imputación de subvenciones (-)	-36.210	-60.384	-27.901	-6.000	-6.000	-6.000
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	0	0	-14.350	0	0	-2.300
g)Ingresos financieros (-)	-63.881	-20.908	-20.438	-20.587	-16.736	-3.217
h)Gastos financieros (+)	172.629	125.036	104.457	97.424	96.275	71.902
j)Variación de valor razonable en instrumentos financieros	2.112	0	0	0	0	0
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	569.931	128.869	-405.776	270.150	189.790	-37.942
a) Existencias	68.598	119.894	48.748	-27.652	-195.857	-79.971
b)deudores y otras cuentas para cobrar	-161.461	1.382	153.655	8.890	89.130	-130.683
c)otros activos corrientes	0	-82.117	-419.402	282.546	193.208	20.127
d) acreedores y otras cuentas para pagar	662.794	89.710	-188.777	6.366	103.309	152.585
<b>4. otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	-96.876	-104.589	-87.171	-76.856	-86.236	-53.288
a) pagos de intereses	-172.629	-125.036	-104.457	-97.424	-96.275	-71.902
c)cobros de intereses	63.881	20.908	20.438	20.587	16.736	3.217
d)cobros (pagos)por impuesto sobre beneficios	11.872	-461	-3.152	-19	-6.697	15.397
<b>5. flujo de efectivo de las actividades de explotación</b>	918.460	447.866	110.525	664.975	632.676	746.684
<b>B)Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>						
<b>6. pagos por inversiones</b>	-308.357	-210.323	-155.254	-348.905	-350.079	-240.898
a)empresas del grupo y asociadas	0	-12.000	-7.120	0	-122.000	0
b)inmovilizado intangible	-10.483	-15.210	0	-2.941	-2.883	-4.555
c)inmovilizado material	-297.874	-179.730	-148.134	-319.442	-222.443	-236.343
e)otros activos financieros	0	0	0	-3.806	-2.753	0
h)otros activos	0	-3.383	0	-22.716	0	0
<b>7. cobros por desinversiones</b>	531	0	14.350	0	0	2.300
c)inmovilizado material	0	0	14.350	0	0	2.300
e)otros activos financieros	531	0	0	0	0	0
<b>8. flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>	-307.826	-210.323	-140.904	-348.905	-350.079	-238.598

<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>						
<b>10. cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	-606.378	-235.978	78.075	-355.546	-271.271	-441.814
a) emisión	0	661.812	1.150.000	104.470	366.148	508.793
2. deudas con entidades de crédito	0	661.812	1.150.000	104.470	0	101.570
3. deudas con empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	363.170	0
5. otras deudas	0	0	0	0	2.978	407.223
b) devolución y amortización de	-606.378	-897.790	-1.071.925	-460.016	-637.419	-950.607
2. deudas con entidades de crédito	-405.038	-189.715	-803.424	-457.922	-637.419	-498.043
3. deudas con empresas del grupo y asociadas	-160.000	-648.806	-242.207	-2.094	0	-452.564
5. otras deudas	-41.340	-59.269	-26.294	0	0	0
<b>12. flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>	<b>-606.378</b>	<b>-235.978</b>	<b>78.075</b>	<b>-355.546</b>	<b>-271.271</b>	<b>-441.814</b>
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalente</b>	<b>4.255</b>	<b>1.564</b>	<b>47.697</b>	<b>-39.477</b>	<b>11.326</b>	<b>66.272</b>
efectivo o equivalente al comienzo del ejercicio	10.897	15.152	16.716	64.413	24.936	36.262
efectivo o equivalente al final del ejercicio	15.152	16.716	64.413	24.936	36.262	102.534

Fuente: CCAA de NOVAPAN, S.L.

## ANEXO II: Masas patrimoniales, estructura y evolución del Balance de situación

**Tabla 1: Masas patrimoniales del Balance de situación de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ANC</b>	3.663.087	3.581.307	3.306.261	3.664.669	3.286.135	3.244.535
<b>AC</b>	2.745.853	2.371.433	2.597.874	1.850.781	1.786.983	1.874.319
<b>Existencias</b>	538.041	418.147	369.399	397.051	592.908	672.879
<b>Realizable</b>	2.192.660	1.936.570	2.164.062	1.428.794	1.157.813	1.098.906
<b>Disponible</b>	15.152	16.716	64.413	24.936	36.262	102.534
<b>ACTIVO TOTAL</b>	6.408.940	5.952.740	5.904.135	5.515.450	5.073.118	5.118.854
<b>PN</b>	1.236.804	937.734	1.008.203	970.497	697.928	931.481
<b>PNC</b>	1.403.906	1.374.575	1.947.176	1.453.074	953.081	639.940
<b>PC</b>	3.768.230	3.640.429	2.948.756	3.091.879	3.422.109	3.547.432
<b>PASIVO TOTAL</b>	5.172.136	5.015.004	4.895.932	4.544.953	4.375.190	4.187.372
<b>PASIVO + PN</b>	6.408.940	5.952.738	5.904.135	5.515.450	5.073.118	5.118.853

Fuente: elaboración propia

**Tabla 2: Masas patrimoniales del Balance de Situación de Bormuth gmbh**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ANC</b>	999.084	1.261.775	1.346.629	1.450.838	1.632.932	1.445.126
<b>AC</b>	1.003.123	986.475	816.044	614.812	469.079	566.911
<b>Existencias</b>	73.899	67.394	65.403	70.468	69.335	81.059
<b>Realizable</b>	237865	234532	224686	99704	122702	101138
<b>Disponible</b>	691.359	684.549	525.955	444.640	277.042	384.714
<b>ACTIVO TOTAL</b>	2.002.207	2.248.250	2.162.673	2.065.650	2.102.011	2.012.037
<b>PN</b>	794.986	805.020	858.436	860.008	812.836	683.399
<b>PNC</b>	1.207.221	923.207	888.976	745.309	739.770	812.866
<b>PC</b>	0	520.024	415.260	460.333	549.406	515.773
<b>PASIVO TOTAL</b>	1.207.221	1.443.231	1.304.236	1.205.642	1.289.176	1.328.639
<b>PASIVO + PN</b>	2.002.207	2.248.251	2.162.672	2.065.650	2.102.012	2.012.038

Fuente: elaboración propia

**Tabla 3: Masas patrimoniales del Balance de Situación de Müller&Egerer gmbh**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>ANC</b>	1.979.593	2.090.796	2.196.873	2.581.343	3.421.252	3.864.839
<b>AC</b>	958.540	1.289.740	1.599.222	1.680.192	2.015.310	1.991.879
<b>Existencias</b>	51.017	65.251	83.028	83.469	60.634	113.117
<b>Realizable</b>	588.489	1.189.782	1.486.274	1.576.629	1.430.196	1.589.442
<b>Disponible</b>	319.034	34.708	30.668	20.867	524.481	288.594
<b>ACTIVO TOTAL</b>	2.937.415	3.380.536	3.796.843	4.261.535	5.436.562	5.856.718
<b>PN</b>	760.221	1.121.061	1.159.399	1.307.674	1.533.273	1.754.042
<b>PNC</b>	2.177.912	2.259.475	2.637.445	1.902.002	3.903.289	4.102.676
<b>PC</b>	0	0	0	1.051.859	0	0
<b>PASIVO TOTAL</b>	2.177.912	2.259.475	2.637.445	2.953.860	3.903.289	4.102.676
<b>PASIVO + PN</b>	2.937.415	3.380.536	3.796.843	4.261.535	5.436.562	5.856.718

Fuente: elaboración propia

**Tabla 4: Estructura del Balance de situación de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ANC</b>	57,16%	60,16%	56,00%	66,44%	64,78%	63,38%
<b>AC</b>	42,84%	39,84%	44,00%	33,56%	35,22%	36,62%
<b>Existencias</b>	19,59%	17,63%	14,22%	21,45%	33,18%	35,90%
<b>Realizable</b>	79,85%	81,66%	83,30%	77,20%	64,79%	58,63%
<b>Disponible</b>	0,55%	0,70%	2,48%	1,35%	2,03%	5,47%
<b>ACTIVO TOTAL</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>PN</b>	19,30%	15,75%	17,08%	17,60%	13,76%	18,20%
<b>PNC</b>	21,91%	23,09%	32,98%	26,35%	18,79%	12,50%
<b>PC</b>	58,80%	61,16%	49,94%	56,06%	67,46%	69,30%
<b>PASIVO TOTAL</b>	80,70%	84,25%	82,92%	82,40%	86,24%	81,80%
<b>PASIVO + PN</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia

**Tabla 5: Estructura del Balance de Situación de Bormuth, gmbh**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ANC</b>	49,90%	56,12%	62,27%	70,24%	77,68%	71,82%
<b>AC</b>	50,10%	43,88%	37,73%	29,76%	22,32%	28,18%
<b>Existencias</b>	7,37%	6,83%	8,01%	11,46%	14,78%	14,30%
<b>Realizable</b>	23,71%	23,77%	27,53%	16,22%	26,16%	17,84%
<b>Disponible</b>	68,92%	69,39%	64,45%	72,32%	59,06%	67,86%
<b>ACTIVO TOTAL</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>PN</b>	39,71%	35,81%	39,69%	41,63%	38,67%	33,97%
<b>PNC</b>	60,29%	41,06%	41,11%	36,08%	35,19%	40,40%
<b>PC</b>	0,00%	23,13%	19,20%	22,29%	26,14%	25,63%
<b>PASIVO TOTAL</b>	60,29%	64,19%	60,31%	58,37%	61,33%	66,03%
<b>PASIVO + PN</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia

**Tabla 6: Estructura del Balance de Situación de Müller&Egerer, gmbh**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>ANC</b>	67,39%	61,85%	57,86%	60,57%	62,93%	65,99%
<b>AC</b>	32,63%	38,15%	42,12%	39,43%	37,07%	34,01%
<b>Existencias</b>	5,32%	5,06%	5,19%	4,97%	3,01%	5,68%
<b>Realizable</b>	61,39%	92,25%	92,94%	93,84%	70,97%	79,80%
<b>Disponible</b>	33,28%	2,69%	1,92%	1,24%	26,02%	14,49%
<b>ACTIVO TOTAL</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>PN</b>	25,88%	33,16%	30,54%	30,69%	28,20%	29,95%
<b>PNC</b>	74,14%	66,84%	69,46%	44,63%	71,80%	70,05%
<b>PC</b>	0,00%	0,00%	0,00%	24,68%	0,00%	0,00%
<b>PASIVO TOTAL</b>	74,14%	66,84%	69,46%	69,31%	71,80%	70,05%
<b>PASIVO + PN</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia

### **ANEXO III: Estructura operativa de la cuenta de resultados y significatividad de las partidas**

**Tabla 1: Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Cifra de negocios</b>	10.471.300	9.257.903	8.438.527	8.895.108	9.990.348	11.403.589
<b>(-)aproximaciones</b>	-5.359.420	-4.611.819	-3.977.417	-4.377.407	-5.250.774	-6.898.814
<b>(-)gastos de personal</b>	-2.830.408	-2.451.332	-2.228.386	-2.349.970	-2.459.260	-2.075.107
<b>(-)otros gastos de explotación</b>	-2.156.953	-1.837.749	-1.731.647	-1.814.225	-1.806.366	-1.815.213
<b>(+)otros ingresos de explotación</b>	196.838	221.249	106.207	61.295	41.902	51.366
<b>(+/-)Variación de existencias</b>	5.026	-87.779	-45.218	12.901	2.624	18.028
<b>(+/-)otros resultados</b>	36.210	36.210	42.251	6.000	6.000	8.300
<b>RTDO BRUTO EXPLOTACION (EBITDA)</b>	362.593	526.683	604.317	433.702	524.474	692.148
<b>(-)Amort. y deter. del inmovilizado</b>	-350.948	-397.203	-390.679	-405.343	-325.609	-272.052
<b>RTDO OPERATIVO O DE EXPLOTACION (EBIT)</b>	11.645	129.480	213.638	28.359	198.865	420.096
<b>(+/-)rtdo financiero</b>	-110.860	-116.237	-94.286	-79.374	-175.219	-76.666
<b>RTDO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	-99.215	13.243	119.352	-51.015	23.646	343.430
<b>impuesto</b>	40.216	-4.043	-29.353	17.509	-6.918	-105.676
<b>RTDO EJERCICIO</b>	-58.999	9.200	89.999	-33.506	16.728	237.754

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 2: Significatividad de la cuenta de pérdidas y ganancias de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>importe neto de la cifra de negocios</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-)aprovisionamientos	-51,18%	-49,81%	-47,13%	-49,21%	-52,56%	-60,50%
(-)gastos de personal	-27,03%	-26,48%	-26,41%	-26,42%	-24,62%	-18,20%
(-)otros gastos de explotación	-20,60%	-19,85%	-20,52%	-20,40%	-18,08%	-15,92%
(+)otros ingresos de explotación	1,88%	2,39%	1,26%	0,69%	0,42%	0,45%
(+/-)variación de existencias	0,05%	-0,95%	-0,54%	0,15%	0,03%	0,16%
(+/-)otros resultados	0,35%	0,39%	0,50%	0,07%	0,06%	0,07%
<b>RTDO BRUTO EXPLOTACION (EBITDA)</b>	3,46%	5,69%	7,16%	4,88%	5,25%	6,07%
(-)Amortización y deterioro del inmovilizado	-3,35%	-4,29%	-4,63%	-4,56%	-3,26%	-2,39%
<b>RTDO OPERATIVO O DE EXPLOTACION (EBIT)</b>	0,11%	1,40%	2,53%	0,32%	1,99%	3,68%
(+/-)rtdo financiero	-1,06%	-1,26%	-1,12%	-0,89%	-1,75%	-0,67%
<b>RTDO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	-0,95%	0,14%	1,41%	-0,57%	0,24%	3,01%
<b>impuesto</b>	0,38%	-0,04%	-0,35%	0,20%	-0,07%	-0,93%
<b>RTDO EJERCICIO</b>	-0,56%	0,10%	1,07%	-0,38%	0,17%	2,08%

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 3: principales resultados de Bormuth, gmbh**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>EBITDA</b>	-	-	456.233	425.071	355.774	266.724
<b>-Amortización</b>	-	-	-301.488	-314.762	-339.609	-343.214
<b>EBIT (Rtdo explotación)</b>	-	-	154.745	110.309	16.165	-76.490
<b>-Rtdo financiero</b>	-	-	-38.711	-41.862	-43.850	-42.635
<b>EBT (Rtdo ordinario antes de impuestos)</b>	-	-	116.034	68.447	-27.685	-119.125

Fuente: elaboración propia

**Tabla 4: principales resultados de Müller&Egerer, gmbh**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>EBITDA</b>	-	1.042.621	619.343	-	-	-
<b>-Amortización</b>	-	-497.015	-528.087	-	-	-
<b>EBIT (Rtdo explotación)</b>	-	545.606	91.256	-	-	-
<b>-Rtdo financiero</b>	-	-9.024	-2.244	-	-	-
<b>EBT (Rtdo ordinario antes de impuestos)</b>	-	536.582	89.012	-	-	-

Fuente: elaboración propia

## ANEXO IV: Análisis de liquidez a corto plazo

**Tabla 1: ratios de liquidez a corto plazo de NOVAPAN S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ratio de solvencia</b>	0,73	0,65	0,88	0,60	0,52	0,53
<b>ratio de prueba ácida</b>	0,59	0,54	0,76	0,47	0,35	0,34
<b>ratio de activo disponible</b>	0,0040	0,0046	0,0218	0,0081	0,0106	0,0289

Elaboración propia

**Tabla 2: ratios de liquidez a corto plazo de BORMUTH**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ratio solvencia</b>	-	1,90	1,97	1,34	0,85	1,10
<b>Ratio prueba ácida</b>	-	1,77	1,81	1,18	0,73	0,94
<b>Ratio activo disponible</b>	-	1,32	1,27	0,97	0,50	0,75

Elaboración propia

**Tabla 3: ratios de liquidez a corto plazo de Müller&Egerer**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ratio solvencia</b>	-	-	-	1,60	-	-
<b>Ratio prueba ácida</b>	-	-	-	1,52	-	-
<b>Ratio activo disponible</b>	-	-	-	0,02	-	-

Elaboración propia

**Tabla 4: Fondo de Maniobra**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN</b>	-1.022.377	-1.268.996	-350.882	-1.241.098	-1.635.126	-1.673.113
<b>BORMUTH</b>	1.003.123,13	466.451,44	400.783,96	154.479,32	-80.326,58	51.138,83
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	958.539,92	1.289.740,39	1.599.222,08	628.332,95	2.015.309,99	1.991.878,76

Elaboración propia

**Tabla 5: Necesidades operativas de Fondos de NOVAPAN**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NOF</b>	773.080	226.832	222.649	-248.264	-222.165	-267.287

Fuente: elaboración propia

**Tabla 6: Equilibrio entre NOF y FM**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NOF-FM</b>	1.795.457	1.495.828	573.531	992.834	1.412.961	1.405.826

Fuente: elaboración propia

## **ANEXO V: Análisis de solvencia a largo plazo**

**Tabla 1: Ratio de Solvencia**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN</b>	1,24	1,19	1,21	1,21	1,16	1,22
<b>BORMUTH</b>	1,66	1,56	1,66	1,71	1,63	1,51
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	1,35	1,50	1,44	1,44	1,39	1,43

Fuente: elaboración propia

**Tabla 2: Ratio de Cobertura**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN</b>	0,73	0,68	0,94	0,79	0,55	0,53
<b>BORMUTH</b>	2,00	1,37	1,30	1,11	0,95	1,04
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	1,48	1,62	1,73	1,24	1,59	1,52

Fuente: elaboración propia

**Tabla 3: Ratio de autofinanciación**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NOVAPAN</b>	0,19	0,16	0,17	0,18	0,14	0,18
<b>BORMUTH</b>	0,40	0,36	0,40	0,42	0,39	0,34
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	0,26	0,33	0,31	0,31	0,28	0,30

Fuente: elaboración propia

## ANEXO VII: Análisis del endeudamiento

**Tabla 1: Ratio de endeudamiento**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN (P/PN)</b>	4,18	5,35	4,86	4,68	6,27	4,50
<b>BORMUTH (P/PN)</b>	1,52	1,79	1,52	1,40	1,59	1,94
<b>MULLER&amp;EGERER (P/PN)</b>	2,86	2,02	2,27	2,26	2,55	2,34

Fuente: elaboración propia

**Tabla 2: Composición del endeudamiento de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento a c/p (PC/PN)</b>	3,05	3,88	2,92	3,19	4,9	3,81
<b>Endeudamiento a l/p (PNC/PN)</b>	1,14	1,47	1,93	1,5	1,37	0,69

Fuente: elaboración propia

**Tabla 3: Composición del endeudamiento de Bormuth,**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>Endeudamiento a c/p (PC/PN)</b>	0,00	0,65	0,48	0,54	0,68	0,75
<b>Endeudamiento a l/p (PNC/PN)</b>	1,52	1,15	1,04	0,87	0,91	1,19

Fuente: elaboración propia

**Tabla 4: Composición del endeudamiento de Müller&Egerer**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento c/p (PC/PN)</b>	0,00	0,00	0,00	0,55	0,00	0,00
<b>endeudamiento l/p (PNC/PN)</b>	2,86	2,02	2,27	1,45	2,55	2,34

Fuente: elaboración propia

## ANEXO VIII: Análisis de la rentabilidad:

**Tabla 1: Rotación de Activos y margen de ventas de NOVAPAN, S.L.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rotación de activos</b>	1,63	1,56	1,43	1,61	1,97	2,23
<b>Margen de ventas</b>	0,11%	1,40%	2,53%	0,32%	1,99%	3,68%

Fuente: elaboración propia

**Tabla 2: valores de ROA**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN</b>	0,18%	2,18%	3,62%	0,51%	3,92%	8,21%
<b>BORMUTH</b>	-	-	7,16%	5,34%	0,77%	-3,80%
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	-	23,25%	3,21%	-	-	-

Fuente: elaboración propia

**Tabla 3: valores de ROE**

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
<b>NOVAPAN</b>	-8,02%	1,41%	11,84%	-5,26%	3,39%	36,87%
<b>BORMUTH</b>	-	-	13,52%	7,96%	-3,41%	-17,43%
<b>MULLER&amp;EGERER</b>	-	68,95%	10,26%	-	-	-

Fuente: elaboración

## ANEXO VI: Modelo Z-score

Tabla 1: variables utilizadas para el Modelo Z-Score

	2.013
<b>capital circulante</b>	-1.673.113,00
<b>Activo total</b>	5.118.854,00
<b>Reservas</b>	520.906,00
<b>PN</b>	931.481,00
<b>Pasivo Total</b>	4.187.372,00
<b>EBIT</b>	423.313
<b>Ventas netas</b>	11.403.589

Fuente: elaboración propia

Tabla 2: valores de las variables independientes y de Z

	2.013
<b>x1= Capital circulante/Activo Total</b>	-0,33
<b>x2=Beneficios retenidos/Activo Total</b>	0,10
<b>x3=EBIT/Activo Total</b>	0,08
<b>x4=Patrimonio/Pasivo Total</b>	0,22
<b>x5= Ventas/Activo Total</b>	2,23
<b>Z=</b>	<b>2,36</b>

Fuente: elaboración pro