

# Trabajo Fin de Grado

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO  
DE UNA PYME ARAGONESA DEL SECTOR DE LA PASTELERÍA:  
“LAPASIÓN INTERNACIONAL S.A.”

Autor

Arantxa Villar Floría

Directora:

Marta Blanco Vázquez de Prada

Facultad de Economía y Empresas

2016

## RESUMEN

El sector de la panadería, pastelería y bollería ocupa una posición destacada dentro de la principal industria de la economía española: la industria de la alimentación. A lo largo de estos últimos años, este sector ha sabido adaptarse a los hábitos de vida actuales y a las preferencias de sus consumidores, ofreciendo nuevos productos.

Es por ello que el presente trabajo tiene como objeto ahondar en la situación económica y financiera de una pyme aragonesa asentada en este mercado: “LaPasión Internacional, S.A”, y su evolución durante la última crisis (2009-2014).

Para ello, analizaremos previamente la situación en la que se encuentra el sector y la posición que ocupa la empresa dentro de este, a través del análisis DAFO y las cinco fuerzas de Porter. Posteriormente, estudiaremos cómo ha evolucionado su situación patrimonial, económica y financiera entre el 2009 y 2014, con el fin de detectar posibles problemas y desequilibrios, y conocer cuáles son las causas que provocan dicha situación. Para interpretar mejor los resultados, completaremos el análisis con una comparativa respecto a otras dos empresas del sector.

Por último, aplicaremos el modelo Z-score de Altman para predecir su viabilidad futura.

**Palabras clave:** Estados financieros, análisis, ratios, sector pastelería, crisis.

## ABSTRACT

The baked goods industry has a prominent position inside one of the main business of the Spanish economy: the food industry. Over the last years, this sector has known how to adapt to the everchanging lifestyles and consumers' choices, offering new products.

For that reason the target of the present essay is to make a deep analysis of the economic and financial situation of well-positioned SMB (small or médium size business), La Pasión Internacional, throughout the last economic crisis in our country (2009-2014).

In order to achieve our goal, we will begin with a preliminary evaluation of the situation and position of this company inside its sector, using the SWOT analysis (acronym for strengths, weaknesses, opportunities, and threats) and Porter's five forces analysis. Secondly, we will study how the patrimonial, economic and financial situation of the company has evolved between 2009 and 2014, so as to find out the imbalances and the troubles experienced by the company, as well as the causes that put pressure on

our business. In addition to the previous research, we will perform a comparative study with two other companies of this sector, in order to complete our knowledge and find a way to attain a better positioning.

Finally we will apply the Altman Z-score to predict the future viability of our enterprise.

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

# ÍNDICE

<b>1. Introducción .....</b>	<b>5</b>
1.1. Objetivos del proyecto .....	6
1.2. Metodología.....	6
1.3. Contenido del proyecto.....	9
<b>2. La Empresa y el sector .....</b>	<b>10</b>
2.1. Historia de la empresa .....	10
2.2. Datos del sector.....	11
2.2.1 Estado nacional .....	11
2.2.2 Estado autonómico.....	12
2.3. Análisis DAFO .....	13
2.4. Las 5 fuerzas de Porter .....	15
<b>3. Análisis Patrimonial: composición y evolución.....</b>	<b>16</b>
3.1 Estructura económica.....	17
3.2 Estructura financiera.....	21
<b>4. Análisis de la liquidez .....</b>	<b>22</b>
4.1 Análisis de los ratios.....	23
4.2 Equilibrio entre fondo de maniobra y NOF.....	25
<b>5. Análisis de la solvencia .....</b>	<b>27</b>
<b>6. Análisis del endeudamiento.....</b>	<b>29</b>
<b>7. Análisis del resultado: composición y evolución .....</b>	<b>31</b>
7.1 Análisis de resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias .....	32
7.2 Análisis de la significatividad de los gastos sobre la cifra de ventas .....	36
<b>8. Análisis de la rentabilidad y crecimiento autosostenible .....</b>	<b>37</b>
8.1 Rentabilidad Económica.....	38
8.2 Rentabilidad Financiera .....	40
8.3 Apalancamiento financiero.....	41
8.4 Capacidad de crecimiento.....	42
<b>9. Aplicación del modelo Z-score.....</b>	<b>42</b>
<b>10. Conclusiones.....</b>	<b>44</b>
<b>11. Bibliografía.....</b>	<b>45</b>
<b>12. Anexos.....</b>	<b>48</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo consiste en analizar la situación y evolución de una pequeña y mediana empresa aragonesa durante la última crisis acaecida en nuestro país.

La empresa que hemos elegido para la aplicación de este análisis ha sido LaPasión Internacional, S.A. Los motivos de nuestra elección son los siguientes:

- Se encuentra dentro del sector de la panadería y pastelería, el cuál según la Federación Española de la Industria de Alimentación y Bebidas (FIAB, 2013), tiene un peso muy relevante en la economía nacional y ocupa una posición destacada dentro de la industria alimentaria.
- Es clasificada según el Plan General Contable como pequeña empresa al contar con menos de 50 empleados y tener una cifra de negocios inferior a los 8 millones de euros.
- Se trata de una empresa familiar con denominación social en Zaragoza que cuenta con más de 30 años de experiencia en el sector.
- Otro de los motivos que justifican el análisis económico-financiero de LaPasión Internacional, S.A, es que a pesar de la fuerte caída que han experimentado sus beneficios, la empresa ha continuado expandiéndose a través de diversas operaciones de inversión.

La toma de decisiones por parte de la dirección de una empresa siempre tiene una repercusión económica y financiera, al incidir sobre la consecución del beneficio y el mantenimiento de su solvencia (De Jaime, 2008), es por ello, que estas decisiones deben ser tomadas en base a la información sobre cuál es su situación pasada, presente y futura y cuáles son las causas que provocan esta situación.

Dicha información la podemos obtener a través del análisis económico-financiero, definido por Azofra (1995) como *“un proceso metodológico que trata e interpreta la información económica, contable financiera y jurídica, con el propósito de emitir un juicio o diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de la empresa”*. Una de las formas más tradicionales de llevar a cabo este análisis es a través de la técnica de los ratios que propone el uso de coeficientes para analizar e interpretar los estados financieros. Sin embargo, la limitada capacidad que presenta esta técnica para cuantificar eficientemente el éxito o fracaso de una empresa, hace necesario

aplicar también técnicas estadísticas, como el análisis por descomposición o los métodos de análisis multivariantes, además de complementar la información de los estados financieros con los datos procedentes de las variables estratégicas de la empresa y las variables competitivas del entorno en la que esta opera.

En épocas de incertidumbre y de depresión económica, como la acontecida en nuestro país entre el 2009 y el 2014, hace aún más fundamental la aplicación de este análisis, ya que permite a los directivos aplicar las estrategias más adecuadas para la supervivencia de la empresa.

## **1.1. OBJETIVOS DEL PROYECTO**

La realización de este proyecto tiene un doble objetivo:

- Por un lado, llevaremos a cabo un análisis de la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa y su evolución durante la crisis. De esta manera podremos diagnosticar la situación de equilibrio financiero en la que se encuentra.
- Y por otro lado, realizaremos un análisis comparativo con otras dos empresas dedicadas a la misma actividad y con características similares a “LaPasión Internacional, S.A.”, con el fin de conocer su posicionamiento en el sector.

## **1.2. METODOLOGÍA**

### **Análisis estratégico**

Antes de iniciar el estudio de una empresa es importante conocer previamente el negocio en el que opera, ya que sus políticas, comportamientos y resultados se ven condicionados por su entorno (Martínez, 2012). Por lo que antes de iniciar el análisis financiero, hemos realizado un análisis interno a través del DAFO y un análisis de la competencia del sector a través de las cinco fuerzas de Porter.

### **Análisis patrimonial y de Resultados**

Tanto para el análisis patrimonial como para el análisis de resultados, hemos optado por el análisis interpretativo, que según González (2011) consiste en estudiar el fondo y contenido de la información contable, valorando e interpretando la imagen de la empresa. Para ello hemos usado las técnicas mencionadas por Bernstein (1983), que se basan en el análisis de series históricas, el cual consiste en analizar la evolución en el tiempo de las magnitudes contables de una empresa y en el análisis vertical, que se encarga de analizar la composición relativa de dichas magnitudes contables.

## **Análisis de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad**

En este caso hemos utilizado el método de los ratios, ya que según Ibarra (2006), a pesar de tener una limitada capacidad para predecir el éxito o fracaso financiero de la empresa, generan de una forma simple, rápida y significativa información reveladora.

Taffler (1984) consideró la rentabilidad, la eficiencia, el endeudamiento y la liquidez como los 4 factores clave para clasificar los ratios. Mientras que Bernstein (1999) prefirió clasificarlos en ratios de rentabilidad, de liquidez, de solvencia y de cash flow. Nosotros hemos optado por la siguiente clasificación:

**Tabla 1.1 Ratios económico-financieros utilizados**

<b>LIQUIDEZ</b>	<b>SOLVENCIA</b>
<b>Ratio liquidez total</b> <i>Activo Circulante / Pasivo Circulante</i>	<b>Ratio de solvencia</b> <i>Activo Total / Pasivo Total</i>
<b>Ratio liquidez inmediata</b> <i>(Disponible + Realizable) / Pasivo Circulante</i>	<b>Ratio de estabilidad</b> <i>Activo No Circulante / (Patrimonio Neto + Pasivo No Circulante)</i>
<b>Ratio de tesorería</b> <i>Disponible / Pasivo Circulante</i>	<b>Ratio de autofinanciación</b> <i>Patrimonio Neto / Activo Total</i>
<b>Fondo de Maniobra</b> <i>Activo Circulante – Pasivo Circulante</i>	
<b>Necesidades Operativas de Fondos</b> <i>Activo Circulante Operativo – Pasivo Circulante Operativo</i>	
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	<b>RENTABILIDAD</b>
<b>Ratio de endeudamiento</b> <i>Pasivo Total / Patrimonio Neto</i>	<b>Rentabilidad económica</b> <i>Beneficio Antes de Intereses e Impuestos / Activo total</i>
<b>Ratio calidad de la deuda</b> <i>Pasivo Circulante / Pasivo Total</i>	<b>Rentabilidad financiera</b> <i>Beneficio Antes de Intereses e Impuestos / Patrimonio Neto</i>
<b>Ratio de capacidad de devolución</b> <i>(Beneficio Neto + Amortizaciones) / Préstamos recibidos</i>	<b>Rentabilidad de las ventas</b> <i>Beneficio Antes de Intereses e Impuestos / Ventas</i>
<b>Cobertura de gastos financieros</b> <i>Beneficio Antes de Intereses e Impuestos / Gastos Financieros</i>	<b>Rotación del activo</b> <i>Ventas / Activo Total</i>

Fuente: elaboración propia.

Para autores como Lev y Sunder (1979) y para Brealey y Myers (1999) la técnica de los ratios rara vez ofrece resultados reales o ayudan a solucionar el problema, y en muchos casos se aplican más por tradición que por fundamentos teóricos. Incluso Bernstein (1999) considera que los ratios aún se encuentran en fase inicial de desarrollo.

Por todo ello hemos decidido completar el análisis con la herramienta analítica desarrollada por Altman (1968), el Z-score.

### **Análisis comparativo**

Autores como Bernstein (1984) y Westwick (1987) señalaron que los ratios, y la mayoría de las relaciones que aparecen en el análisis financiero, no son significativos en sí mismos por lo que han de ser interpretados comparándolos con los ratios anteriores de la misma empresa, con determinados estándares previamente establecidos o con los ratios de otras empresas del mismo sector.

Por ello, hemos optado por estudiar la evolución de los ratios de la empresa durante el periodo comprendido entre el 2009 y el 2014 y compararlos con los ratios de dos empresas del mismo sector. Para la selección de las dos empresas competitivas hemos aplicado los siguientes criterios:

- a) Empresas situadas en el territorio nacional.
- b) Con una actividad principal igual a la empresa objeto de estudio.
- c) Una gama de productos similar a la de nuestra empresa.
- d) Con unos ingresos de explotación comprendidos entre los 3.000 y 6.000 millones de euros.
- e) Y con un número de empleados como máximo de 30.

Las empresas resultantes de la elección son: “Productos Jesús, S.A” y “Repostería Flory’s Vergara S.A”, en adelante denominadas “Productos Jesús” y “Flory’s”. Los datos de las empresas seleccionadas los hemos obtenido a través de la base de datos SABI.

### 1.3. CONTENIDO DEL PROYECTO

Hemos estructurado el proyecto en cuatro partes:

❖ Parte I: La Empresa y el sector:

☞ Capítulo 2: en este punto además de conocer la historia de la empresa, analizaremos cómo se comporta esta dentro del sector en el que opera y cuál era la situación de dicho sector para el periodo 2009-2014.

❖ Parte II: Análisis Patrimonial

☞ Capítulo 3: analizaremos la estructura económica y financiera de la empresa. Veremos cuál ha sido su composición y evolución para el periodo analizado.

❖ Parte III: Análisis Financiero

☞ Capítulos 4, 5, 6: aplicaremos una serie de ratios con el fin de conocer cuál es la liquidez, la solvencia y el endeudamiento de la empresa.

❖ Parte IV: Análisis Económico

☞ Capítulo 7: estudiaremos los resultados que ha ido obteniendo la empresa entre el 2009 y 2014.

☞ Capítulo 8: en este apartado llevaremos a cabo un análisis de la rentabilidad tanto económica como financiera y además calcularemos el índice de crecimiento interno.

☞ Punto 9: aplicaremos el modelo Z-score con el fin de conocer si la empresa se encuentra en riesgo de quiebra o si se considera solvente.

☞ Punto 10: Expondremos el diagnóstico de la empresa y las conclusiones a las que hemos llegado tras realizar el estudio.

## **2. LA EMPRESA Y EL SECTOR**

### **2.1. HISTORIA DE LA EMPRESA**

“Lapasión Internacional, S.A”, en adelante denominada “LaPasión”, fue creada en 1987 por Ernesto Del Rio Lapasión. Sus orígenes se remontan a 1970, cuando la familia Del Rio Lapasión creó una pequeña sociedad con un obrador de pastelería artesana en Zaragoza, donde Sr. Ernesto Del Rio era el responsable de compras y ventas.

Tras esta experiencia, el Sr. Del Rio se independizó y se especializó en la fabricación de magdalenas, pasando con el tiempo a adquirir otras fábricas de galletas, turrone y magdalenas. En la actualidad la empresa cuenta con tres fábricas situadas en Albacete, Valladolid y Valencia, además de la de Zaragoza que actúa como sede organizativa y logística.

La expansión siempre ha sido uno de los objetivos a lograr por la empresa, comenzando por el territorio nacional y dando el salto al mercado exterior en 1996, ofreciendo sus productos en países como Francia, Andorra, Portugal, Méjico, Marruecos, Moldavia, Bélgica, Italia, China, Holanda y EE.UU. Hoy en día la internacionalización sigue siendo uno de sus principales objetivos, junto con la calidad y el buen servicio.

La empresa distribuye una gran gama de productos, tanto de fabricación propia como otros adquiridos en Holanda, Italia o Bélgica y que forman parte de la marca “Lapasión”. Su gran surtido se comercializa en grandes superficies así como minoristas (tiendas locales, ultramarinos...), dándole una gran cuota de mercado.

En la actualidad la empresa cuenta con 24 empleados en la sede de Zaragoza, que se encargan de la gestión, la atención al cliente, la venta y la distribución.

La actividad de la empresa que consiste en la fabricación y distribución de productos de repostería, se encuentra recogida en los siguientes códigos del CNAE 2009:

- 4639 Comercio al por mayor, no especializado, de productos alimenticios, bebidas y tabaco
- 4636 Comercio al por mayor de azúcar, chocolate y confitería.
- 1072 Fabricación de galletas y productos de panadería y pastelería de larga duración.

## 2.2. DATOS DEL SECTOR

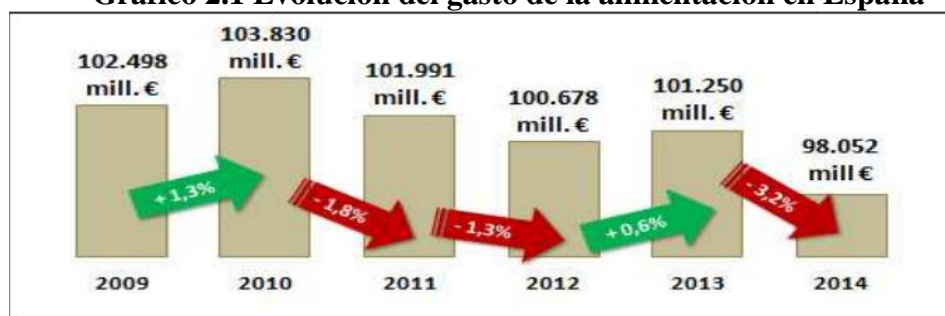
### 2.2.1 Entorno Nacional

En este epígrafe vamos a analizar los distintos sectores en los que opera “LaPasión”.

Según el Informe de consumo elaborado por el Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (MAGRAMA, 2014) el gasto total en alimentación en España cayó durante el periodo 2009-2014. Como podemos ver en el gráfico 2.1, en el año 2014 el gasto fue de 98.052 millones de euros lo que supuso una caída de un 4,34% respecto al 2009. El mayor descenso se concentró entre el 2013 y 2014 con una bajada de un 3,2%.

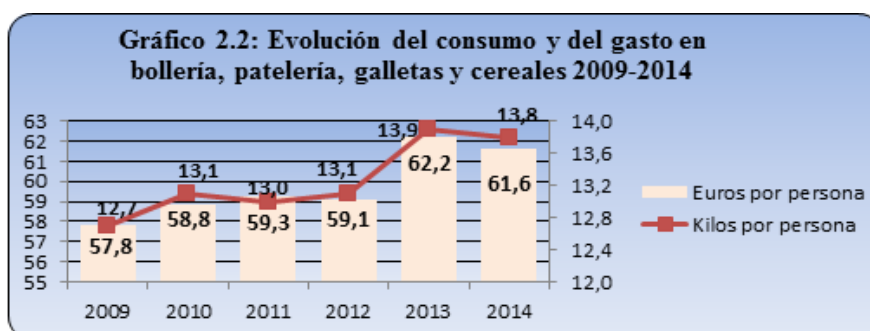
A pesar de esta caída, la industria de la alimentación y la bebida es el primer sector industrial de nuestro país, representando un 2,7% del PIB en 2014 según la Federación Española de la Industria de Alimentación y Bebida. (FIAB 2014).

**Gráfico 2.1 Evolución del gasto de la alimentación en España**



Fuente: Informe del Consumo de Alimentación en España (MAGRAMA, 2014)

Dentro del sector de la alimentación nos encontramos con el subsector de la bollería, pastelería, galletas y cereales, cuyo consumo se vio incrementado entre 2009-2014, lo que contrasta con la caída del gasto en alimentación. Según el informe publicado por Mercados de Abastecimientos, S.A (MERCASA, 2014), el consumo de este subsector fue de 618,8 millones de kilos lo que supuso un gasto de 2.760 millones de euros, un 4,35% más que en el 2009. En términos per cápita el aumento entre el 2009 y 2014 fue de 1,1 kilos en consumo y de 3,8 euros en gasto.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Mercasa.

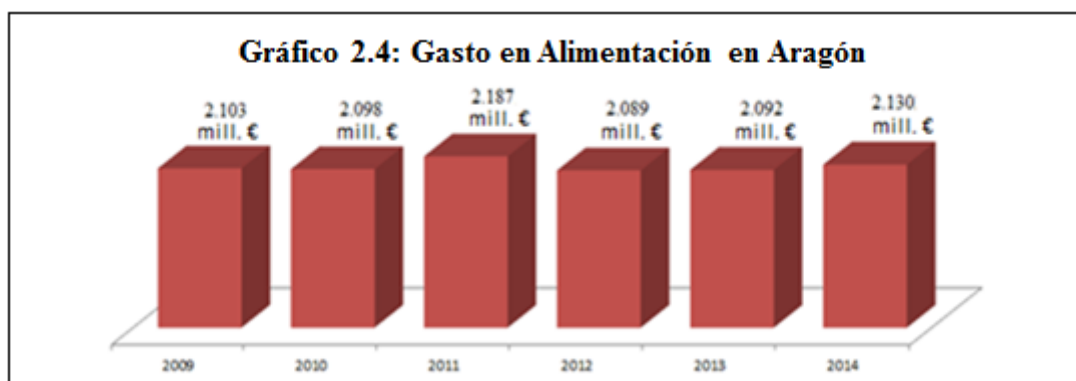
Respecto a la comercialización de los productos alimenticios, el Instituto Nacional de Estadística (INE, 2014) indicó en su informe que el comercio al por mayor de productos alimenticios, bebidas y tabaco obtuvo en el 2014 una cifra de negocios de 107.777 millones de euros lo que represento un 27,36% del comercio al por mayor en España y que supuso un 13,10% más que en 2009. Centrándonos en lo que es la comercialización al por mayor de azúcar, chocolate y confitería el incremento aun es mayor, obteniéndose un 36,79% más entre el 2009 y el 2014.



Fuente: elaboración propia a través de los datos del INE

### 2.2.2 Entorno Autonómico

A diferencia de la caída que experimento el gasto nacional en alimentación, el gasto autonómico, según datos extraídos del informe de MERCASA (2015), se mantuvo relativamente constante entre el 2009-2014. Como podemos ver en el gráfico 2.5 durante el 2014 el gasto en la comunidad de Aragón fue de 2.130 millones de euros lo que representó un 2,17% del gasto nacional. En términos per capital se situó en los 1.606,7 euros, un 8,4% por encima de la media nacional. Comparando estas cifras con las del 2009 el incremento apenas alcanza el 1,3%.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de MERCASA (2015).

A pesar de esta relativa constancia en el gasto general en alimentación, el gasto en el subsector de la bollería, pastelería, galletas y cereales se vio incrementado. Así lo indicó en su informe MERCASA (2015), donde también señaló que este subsector suele representar entre un 3,5 y un 3,9% del gasto total en alimentación en la comunidad de Aragón. En términos per cápita el gasto en estos productos siempre se había situado por debajo de la media nacional, sin embargo en el 2014 alcanzó los 62,1€ un 0,9% más que la media.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Mercasa (2015)

### 2.3. ANÁLISIS DAFO

El análisis DAFO o también denominado análisis FODA, fue creado en los años sesenta por autores como Andrews, Roland y Learned. El objetivo de este análisis es identificar las fortalezas y debilidades de una organización y las oportunidades y amenazas en el entorno (Dyson, 2002).

Comenzaremos realizando un estudio interno a través de las fortalezas y debilidades.

#### ➤ Fortalezas:

- Ha obtenido el registro Sistema de Aseguramiento de la Calidad UNE-EN-ISO 9001:2000 gracias al cual, la organización demuestra su capacidad para ofrecer de forma coherente productos que satisfacen los requisitos de los clientes y los reglamentos aplicables.
- Está presente en todas las regiones de España y en países como Francia, Bélgica, Italia, Portugal, EE.UU, China, Holanda, Andorra, Méjico y Marruecos.
- Sus productos se comercializan tanto en grandes superficies como en pequeños comercios.

- Ofrece una gran variedad de productos: pan, snacks, repostería a granel, repostería fresca, turrónes, repostería empaquetada, repostería y bollería en blíster y botes.
- Además tiene una gama de repostería integral y productos con edulcorante.
- La empresa cuenta desde el 2010 con un perfil en la red social Facebook con el que da publicidad a sus productos y mejora la relación con sus consumidores.
- Cuenta con una flota nueva de camiones para la distribución del producto y un plan logístico propio.
- Tienen casi 30 años de experiencia en el sector lo que ha hecho que sea una marca reconocida

➤ Debilidades:

- Escasa publicidad radial o televisada de sus productos.
- Exceso de recursos que se traducen en una disminución de la rentabilidad.

Para completar el análisis realizaremos un estudio externo a través de las oportunidades y las amenazas.

➤ Oportunidades:

- El sector no se ha visto perjudicado por la crisis, incluso ha mejorado su situación durante este periodo.
- Participa en importantes ferias nacionales e internacionales de alimentación como ANUGA, SIAL, FANCY FOOD,...
- Su colaboración en eventos deportivos y su papel como patrocinador de la Federación Aragonesa de Golf, aumenta el prestigio de la marca, impulsa las ventas y le permite diferenciarse de sus competidores.

➤ Amenazas:

- Alto coste de las materias primas.
- El sector de la repostería y la bollería tiene una alta competencia.
- Mayor concienciación de los ciudadanos de que la bollería y repostería es poco saludable y que se ha de limitar su consumo.

## 2.4. LAS 5 FUERZAS DE PORTER

Porter (2008) considera que además de tener en cuenta los rivales establecidos en un sector, se ha de tener en cuenta otras 4 fuerzas competitivas como son los clientes, los proveedores, los posibles entrantes y los productos sustitutivos. Estas cinco fuerzas nos permiten comprender la estructura del sector y elaborar una estrategia de negocio que nos proporcione una posición más rentable y menos vulnerable a los ataques.

En el caso de “LaPasión” el análisis de las cinco fuerzas de Porter es el siguiente:

### ❖ Amenaza de entrada de nuevos competidores:

El sector de la bollería y la pastelería se encuentra en manos de unos pocos y grandes grupos que en muchos casos son filiales de importantes multinacionales (MERCASA, 2011). Estos grandes grupos cuentan con marcas firmemente asentadas en el mercado y con marcas blancas con las que cubren una gran cuota de mercado. Esto, junto con el encarecimiento de las materias primas como consecuencia de la crisis y el elevado desembolso inicial necesario para infraestructuras y para la red de distribución, dificulta la entrada de nuevos competidores. Por lo que podemos considerar que la amenaza de entrada de nuevos competidores es baja.

### ❖ Poder de los proveedores:

La empresa lleva a cabo una integración vertical en su proceso productivo, elaborando ella misma la mayor parte de los productos que posteriormente distribuye y comercializa. Únicamente requiere de la adquisición de las materias primas las cuales son ofertadas por un gran número de proveedores. Por lo que podemos concluir que los proveedores tienen un bajo poder de negociación.

### ❖ Poder de los compradores:

El hecho de que los productos no sean de primera necesidad, estén estandarizados y que muchos de ellos puedan ser elaborados por los propios clientes en sus hogares, hace que los compradores tengan un gran poder de negociación.

### ❖ Amenaza de los productos sustitutivos:

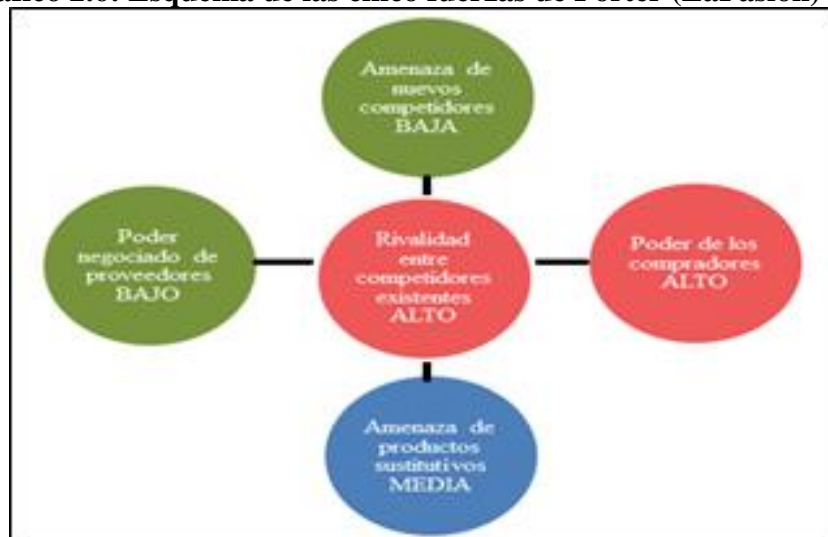
La preocupación por la salud y la buena nutrición hacen que muchos consumidores opten por reducir o eliminar el consumo de productos de repostería, sustituyéndolos por otros. “LaPasión” ha tratado de solventar este problema ofreciendo una gama de

productos sin azúcar e integrales. A pesar de esta medida creemos que la amenaza de productos sustitutivos es media.

❖ La rivalidad entre competidores existentes:

El mercado de la repostería es muy competitivo. El volumen de ventas de las marcas blancas ha incrementado notablemente, lo que ha provocado que los líderes del sector sigan estrategias más agresivas. Según Mercasa: *“Los movimientos de concentración son muy acusados en el sector y todos los años hay fabricantes que se retiran de este mercado o son absorbidos por los grupos más poderosos.”* Por lo que la rivalidad entre competidores es alta.

**Gráfico 2.6: Esquema de las cinco fuerzas de Porter (LaPasión)**



Fuente: elaboración propia.

### **3. ANÁLISIS PATRIMONIAL: COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN**

Para autores como Fernández (1986) o Monzón (2006) es importante analizar la estructura de la empresa para conocer cuál es su equilibrio financiero.

Este análisis lo dividiremos en dos partes: por un lado, estudiaremos la estructura económica (bienes y derechos del activo) y por otro lado, la estructura financiera. Al mismo tiempo analizaremos la evolución de sus partidas y compararemos los resultados con las otras dos empresas del sector.

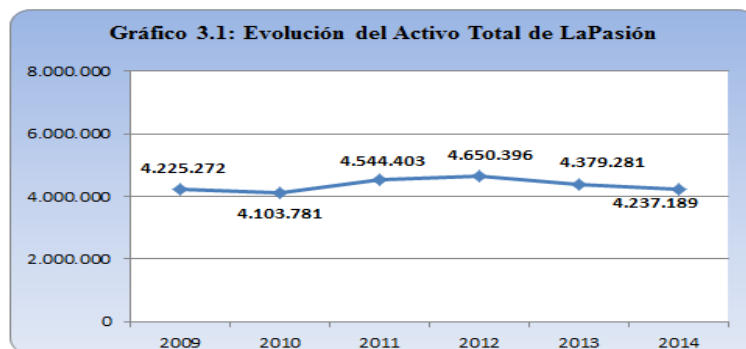
### 3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA

**Tabla 3.1: Masas patrimoniales del Activo (LaPasión)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activo Circulante</b>	<b>3.656.848</b>	<b>3.431.366</b>	<b>3.909.770</b>	<b>4.036.015</b>	<b>3.713.961</b>	<b>3.432.885</b>
<i>Disponible</i>	89.556	132.335	210.382	160.900	199.144	87.703
<i>Realizable</i>	3.135.626	2.828.477	3.187.742	3.323.159	3.062.335	2.836.683
<i>Existencias</i>	431.666	470.554	511.647	551.956	452.482	508.499
<b>Activo No Circulante</b>	<b>568.424</b>	<b>672.415</b>	<b>634.633</b>	<b>614.381</b>	<b>665.320</b>	<b>804.304</b>
<i>Inmovilizado Material</i>	0	0	0	0	51.554	42.962
<i>Inmovilizado Inmaterial</i>	150.339	119.330	81.548	61.296	60.681	49.072
<i>Otros activos fijos</i>	418.085	553.085	553.085	553.085	553.085	712.270
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.225.272</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.396</b>	<b>4.379.281</b>	<b>4.237.189</b>

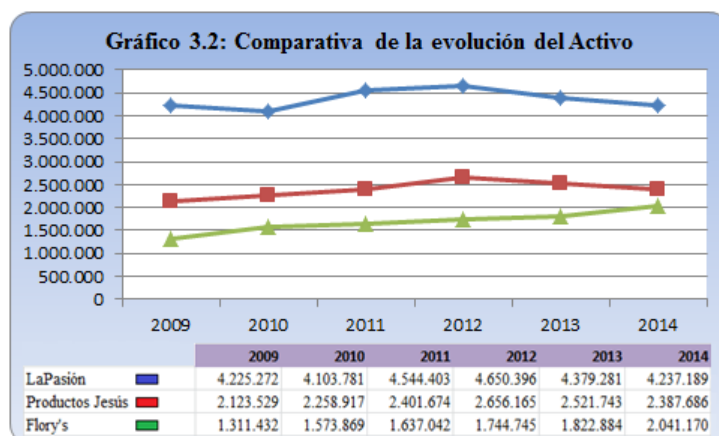
Fuente: elaboración propia

El activo total de “LaPasión” se ha mantenido relativamente constante a lo largo de los seis años analizados. En el gráfico 3.1 podemos ver como en casi todos los años los valores se encuentran próximos a los cuatro millones de euros, excepto en el 2011 y 2012 donde se produce una ligera subida como consecuencia de un aumento en el activo circulante.



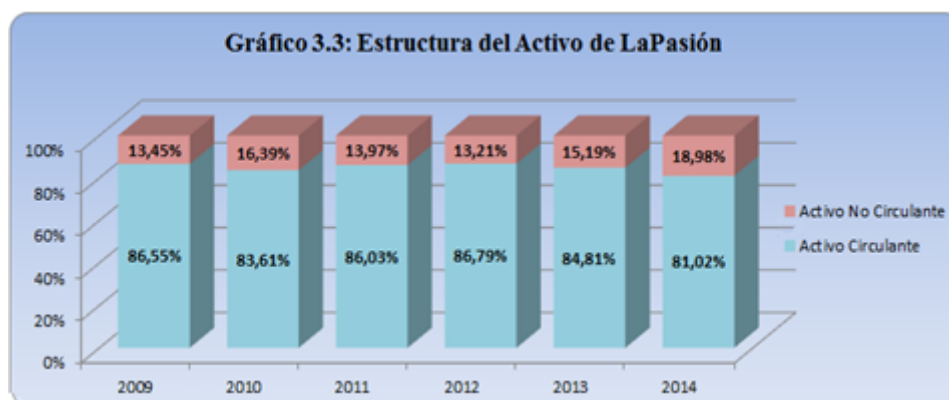
Fuente: elaboración propia.

Si lo comparamos con las otras dos empresas del sector podemos ver, en el gráfico 3.2, como “LaPasión” presenta un activo más elevado en todos los años analizados. Sin embargo, apenas ha obtenido un crecimiento total de un 0,28%, cuando Productos Jesús y Flory’s han obtenido un 12 y un 56% respectivamente.



Fuente: elaboración propia.

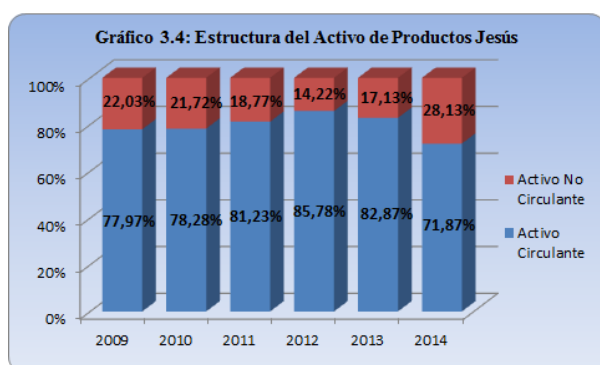
Para profundizar más en la estructura del activo analizaremos su composición, dividiéndolo en activo circulante y no circulante, estudiando a su vez las partidas que componen cada uno de ellos.



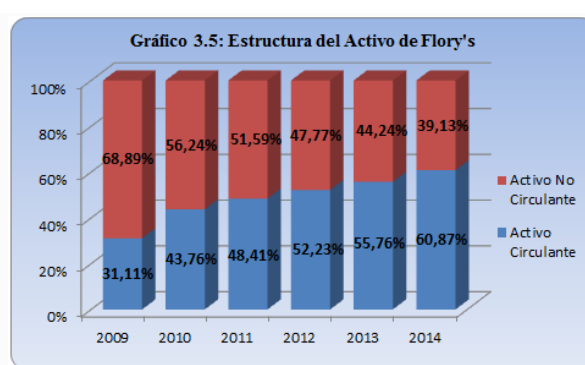
Fuente: elaboración propia.

El gráfico 3.3 nos muestra como el activo de “LaPasión” está compuesto en su mayoría por el activo circulante, representando más del 80% del total en los seis años analizados. Por lo que podemos afirmar que “LaPasión” cuenta con una mayor inversión a corto plazo, que suele tener una vinculación más directa con el proceso productivo.

En el gráfico 3.4 podemos ver como Productos Jesús tiene una estructura del activo muy parecida a la de “LaPasión”, con un activo circulante superior al no circulante. Sin embargo, esto no sucede en la empresa Flory’s, que como podemos ver en el gráfico 3.5 presenta un porcentaje del activo no circulante más elevado, aunque su peso se va reduciendo durante los seis años de análisis.



Fuente: elaboración propia.

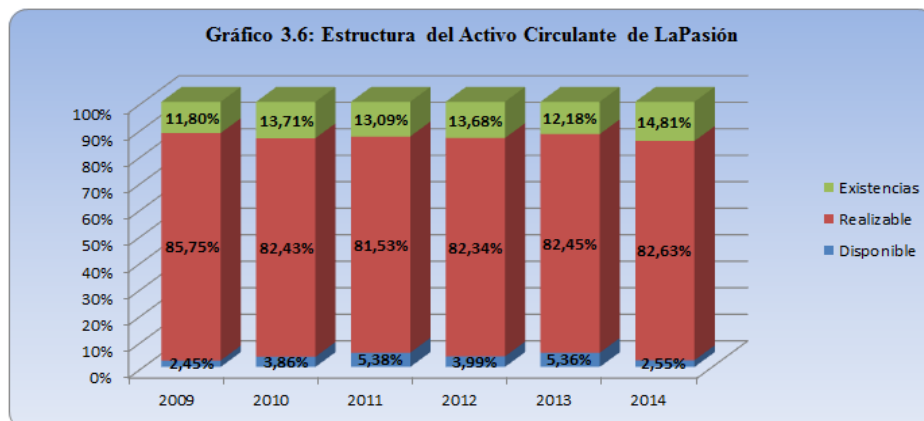


Fuente: elaboración propia.

#### ❖ Activo Circulante:

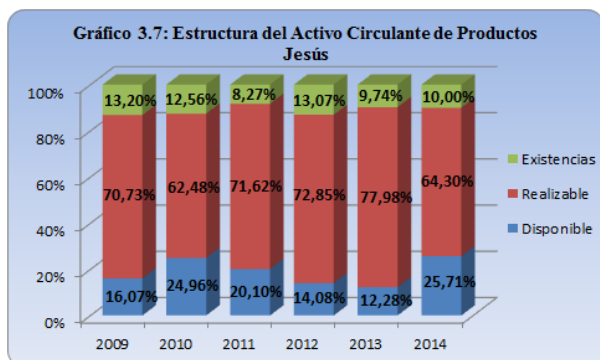
Dentro del activo circulante de “LaPasión” la partida más relevante es el “realizable”, compuesto en su mayoría por deudores comerciales (clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo). El bajo porcentaje que presenta el “disponible” deja de

manifiesto que la empresa cuenta con pocos medios líquidos. Más adelante analizaremos si esta situación ha supuesto problemas de tesorería.

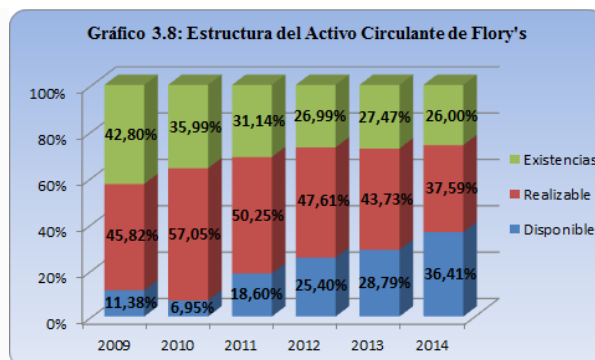


Fuente: elaboración propia.

En el gráfico 3.7 podemos ver que Productos Jesús sigue presentando una estructura muy parecida a la de “LaPasión”. La única diferencia la encontramos en la partida del “disponible”, ya que en este caso es más elevada. Mientras que en el gráfico 3.8 vemos como la estructura del activo circulante de Flory’s es muy diferente. En la mayor parte de los años analizados, el conjunto de las existencias y el disponible representan más del 50% del total, sin embargo en “LaPasión” apenas alcanza el 20%.



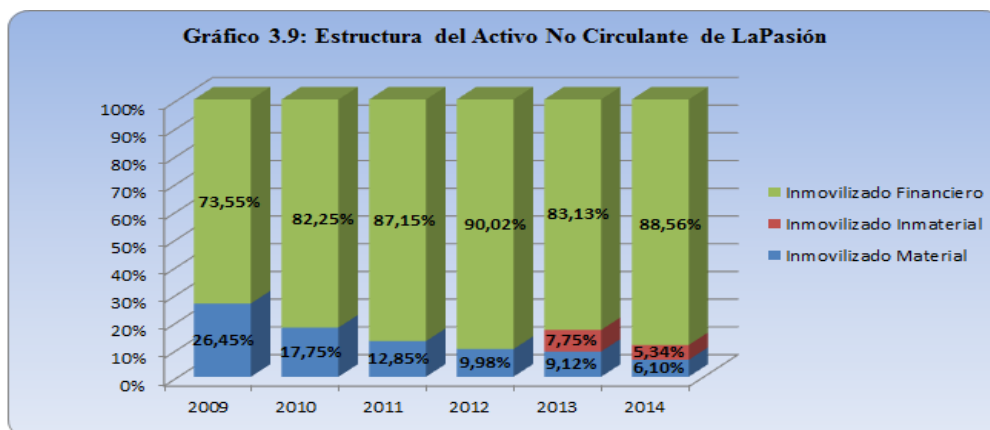
Fuente: elaboración propia.



Fuente: elaboración propia.

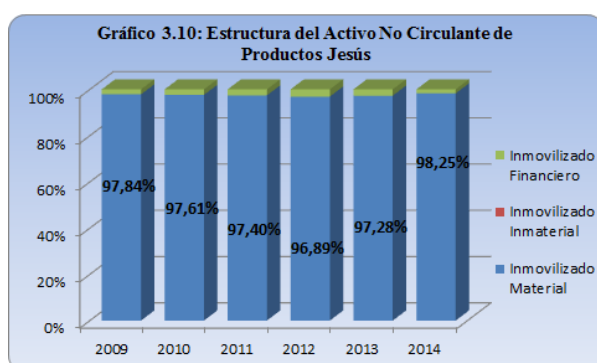
#### ❖ Activo No Circulante:

Analizando la composición del activo no circulante de “LaPasión” nos encontramos con que la mayor parte lo compone el inmovilizado financiero, conformado principalmente por inversiones en empresas del grupo y asociadas, lo que denota una estructura de grupo. El inmovilizado material va perdiendo peso llegando a representar en el 2014 solo un 6% del activo no circulante. Esto es debido a que la empresa ha ido trasladando su inmovilizado material a las filiales del grupo.

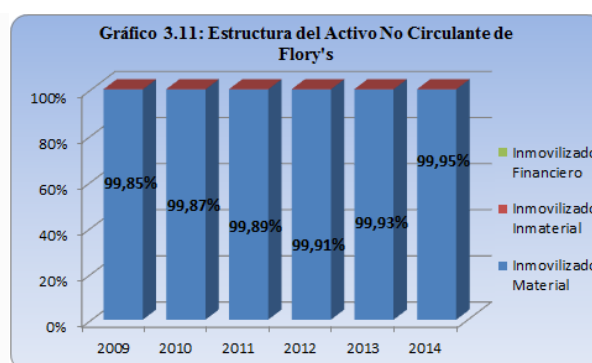


Fuente: elaboración propia.

Al hacer la comparativa con las otras dos empresas del sector vemos que estas tienen una distribución del activo no circulante diferente al de “LaPasión”. En los gráficos 3.10 y 3.11 podemos ver como en ambas la partida predominante es el inmovilizado material.



Fuente: elaboración propia.



Fuente: elaboración propia.

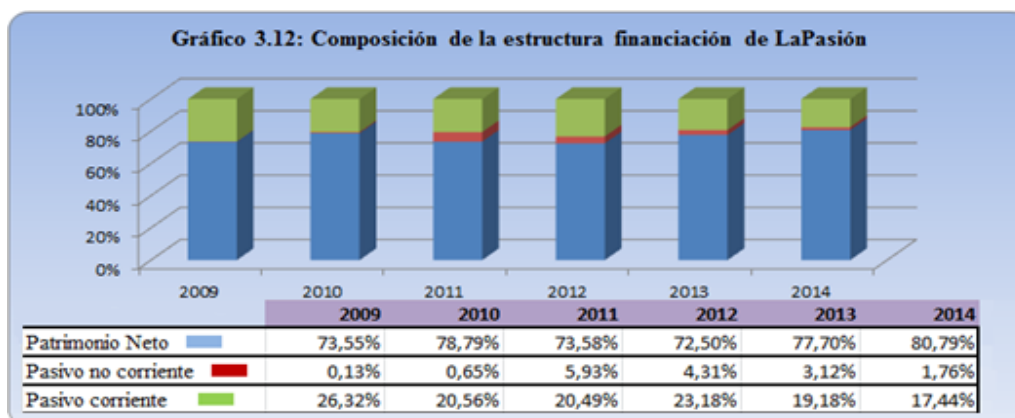
Con respecto a la estructura económica podemos concluir que “LaPasión” presenta un mayor volumen de activo que sus competidoras, sin embargo, apenas se ha visto incrementado en el conjunto de los seis años analizados. Su estructura se asemeja a la de Productos Jesús, con una mayor participación del activo circulante y dentro de está el “realizable” como primera masa patrimonial. La mayor diferencia radica en la composición del activo no circulante, ya que en el caso de Productos Jesús y Flory’s la masa patrimonial con más peso es el inmovilizado material y sin embargo en “LaPasión” es el inmovilizado financiero, denotando una estructura de grupo.

### 3.2. ESTRUCTURA FINANCIERA

**Tabla 3.2: Masas patrimoniales del Pasivo (LaPasión)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo Circulante	1.112.178	843.544	931.148	1.077.975	839.900	739.049
Patrimonio Neto	3.107.761	3.233.391	3.343.874	3.371.767	3.402.645	3.423.410
Pasivo No Circulante	5.334	26.846	269.381	200.653	136.737	74.729
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.117.512</b>	<b>870.390</b>	<b>1.200.529</b>	<b>1.278.628</b>	<b>976.637</b>	<b>813.778</b>
<b>TOTAL PASIVO + PN</b>	<b>4.225.273</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.395</b>	<b>4.379.282</b>	<b>4.237.188</b>

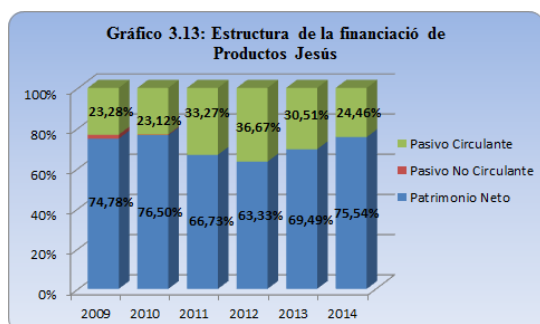
Fuente: elaboración propia.



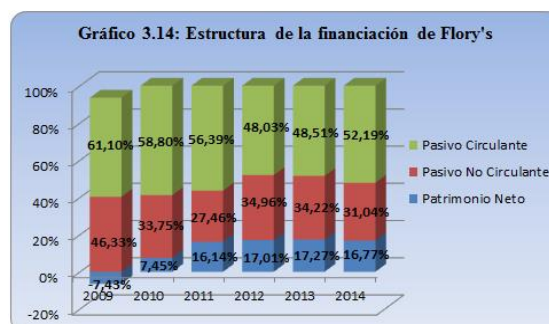
Fuente: elaboración propia.

En el gráfico 3.12 podemos apreciar como el mayor peso de la estructura financiera recae en el patrimonio neto, por lo que podemos afirmar que “LaPasión” se financia principalmente con los recursos propios de la empresa. Menos del 30% de la estructura corresponde a financiación ajena, siendo está en su mayoría a corto plazo. Más adelante analizaremos si este alto porcentaje en el patrimonio neto supone un exceso de recursos propios.

Con respecto a las empresas competidoras podemos decir que al igual que pasaba con la estructura económica, la estructura financiera de Productos Jesús se asemeja a la de “LaPasión”, contando con más recursos propios que ajenos y siendo estos últimos a corto plazo. Flory’s sin embargo presenta una peor estructura al contar con una mayor financiación ajena, la cual supera el 80%.



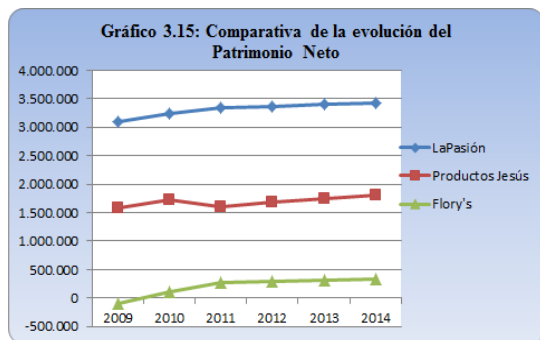
Fuente: elaboración propia.



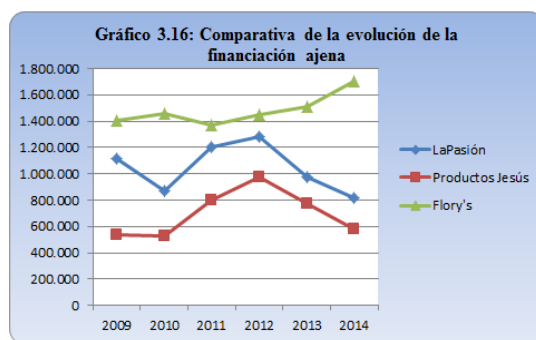
Fuente: elaboración propia.

Para completar el estudio, analizaremos y compararemos la evolución que han tenido las masas patrimoniales que componen la estructura financiera.

En el gráfico 3.15 podemos ver como “LaPasión” presenta durante todos los años analizados un mayor volumen de recursos propios en comparación con las otras dos empresas del sector. La tendencia en las tres empresas ha sido de crecimiento, siendo Flory’s la que obtuvo un mayor incremento. En el caso de “LaPasión”, este es debido principalmente al aumento de las reservas.



Fuente: elaboración propia.



Fuente: elaboración propia.

Con respecto a la financiación ajena podemos ver, en el gráfico 3.16, como Flory’s es la empresa que presenta un mayor volumen, y la que obtiene un mayor incremento en dicha partida. En el caso de “LaPasión” y Productos Jesús su evolución es muy similar, aumentando entre el 2010 y el 2012 para sufrir un descenso en los dos años siguientes.

Podemos concluir que “LaPasión” se financia principalmente con capitales propios, los cuales representan más del 70% de la estructura financiera. Según Amat (2002), este alto porcentaje en recursos propios puede indicar una infrautilización de los mismos, lo que supone una menor rentabilidad.

#### 4. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ

En este apartado realizaremos un análisis de la liquidez de la empresa, entendiéndose por tal, la capacidad que esta tiene para obtener fondos o para convertir sus activos en efectivo, con el fin de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo (Bernstein, 1984). A través de este análisis podemos determinar si la existencia futura de la empresa se encuentra en peligro.

Hemos estructurado el análisis en dos partes. Por un lado, estudiaremos una serie de ratios de liquidez a corto plazo y por otro, estudiaremos las necesidades operativas de

fondos y el fondo de maniobra, que según Azofra (1995) es una de las medidas que goza de mayor aceptación entre los analistas financieros.

#### 4.1. ANÁLISIS DE LOS RATIOS

Los ratios que vamos a analizar en este subapartado, son lo que González (2011) considera como más relevantes, estos son:

**Tabla 4.1: Ratios de liquidez de LaPasión**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<u>Ratio de liquidez total</u>	3,29	4,07	4,20	3,74	4,42	4,65
<u>Ratio de liquidez inmediata</u>	2,90	3,51	3,65	3,23	3,88	3,96
<u>Ratio de tesorería</u>	0,08	0,16	0,23	0,15	0,24	0,12

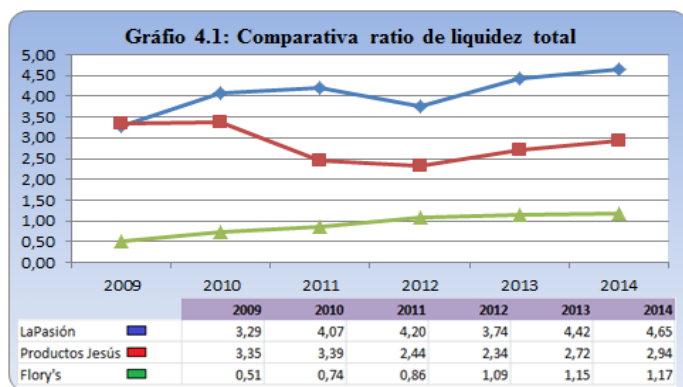
Fuente: elaboración propia.

##### ❖ Ratio de liquidez total:

Este ratio establece la relación existente entre el activo circulante y el pasivo circulante, por lo que está muy relacionado con el Fondo de maniobra, el cual estudiaremos en el siguiente apartado.

En la tabla 4.1 podemos ver como “LaPasión” durante los seis años analizados presenta valores muy por encima de la unidad. Esto nos indica dos cosas: por un lado, que la empresa presenta una buena liquidez, es decir, que es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo, y por el otro, que la empresa cuenta con activos ociosos que, como veremos más adelante, suponen una pérdida de rentabilidad. Es importante tener en cuenta que la mayor parte del activo circulante de “LaPasión” está compuesto por el realizable, por lo que esta alta liquidez se ve condicionada por el plazo de cobro a clientes.

En el gráfico 4.1 podemos ver como “LaPasión” presenta una mejor capacidad para



Fuente: elaboración propia.

hacer frente a sus deudas a corto plazo que sus competidoras.

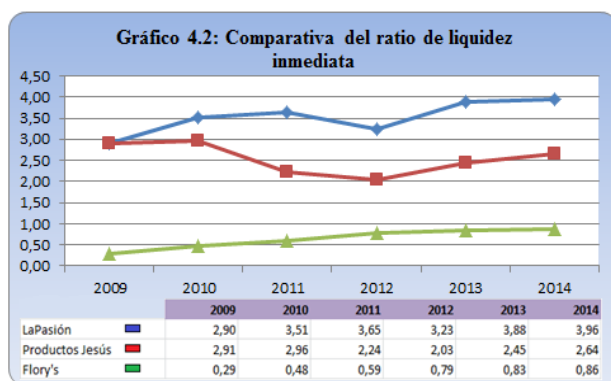
Flory's incluso, durante los tres primeros años de la crisis no era capaz de hacer frente a dichas obligaciones con los recursos líquidos de que disponía.

❖ Ratio de liquidez inmediata:

Denominado también como prueba ácida, nos permite conocer la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones con los saldos de efectivo, es decir, sin tener en cuenta sus existencias.

Algunos autores como González (2011) y Amat (2002) señalan como valores adecuados para este ratio los comprendidos entre 0,8 y 1. En el caso de “LaPasión” los valores se sitúan muy por encima de la unidad, esto además de dejar nuevamente de manifiesto la existencia de activos ociosos, nos permite afirmar que la empresa es capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo con sus activos más líquidos.

Nuevamente, al comparar estos resultados con las empresas competidoras es



Fuente: elaboración propia.

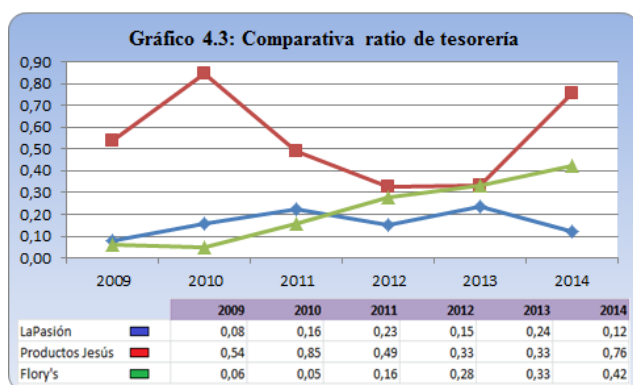
“LaPasión” la que presenta una mejor situación. En el caso de esta y de Productos Jesús, la variación entre el ratio de liquidez total e inmediata es menor que en el caso de Flory's debido a que las anteriores presentan un porcentaje de existencias menor.

❖ Ratio de Tesorería:

Este ratio nos muestra la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a la deuda únicamente con el disponible. González (2011) sitúa el valor mínimo de este ratio en 0,10.

Como hemos visto en el análisis patrimonial “LaPasión” presenta un porcentaje de disponible bajo, entre un 2 y un 6%, sin embargo esto no ha supuesto problemas de tesorería para la empresa, ya que como podemos ver en la tabla 4.1, sus valores se encuentran por encima del valor mínimo. Tanto en el 2012 como el 2014 el ratio se ve disminuido como consecuencia de la caída del disponible.

En este caso al hacer la comparativa vemos que la que obtiene un mejor ratio de



tesorería es Productos Jesús, a pesar de la fuerte caída que experimenta entre 2010 y 2013 como consecuencia de una disminución del disponible y un aumento de las obligaciones a corto plazo. Durante los tres primeros años “LaPasión”

mostraba un ratio mejor que Flory's, sin embargo esta situación se revierte a partir del 2012.

## 4.2. EQUILIBRIO ENTRE FONDO DE MANIOBRA Y NOF

El fondo de maniobra, según Azofra (1995) y Amat (2002), representa una garantía para la estabilidad de la empresa ya que es la parte del activo circulante que se financia con recursos permanentes y que permite hacer frente a las discontinuidades en el ciclo de explotación y a los desfases temporales entre cobros y pagos.

“LaPasión” presenta los siguientes valores:

**Tabla 4.4: Fondo de maniobra de LaPasión**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Fondo de Maniobra</i>	2.544.670	2.587.822	2.978.622	2.958.040	2.874.061	2.693.836

Fuente: elaboración propia.

Como podemos ver en la tabla 4.4 “LaPasión” muestra valores positivos en los seis años analizados, esto supone una garantía de continuidad financiera a muy corto plazo para la empresa y un adecuado equilibrio financiero.

Si comparamos estos valores con los de Productos Jesús y Flory's, podemos ver como “LaPasión” presenta un fondo de maniobra mucho más elevado, lo que deja de manifiesto una mejor situación de liquidez.

**Tabla 4.5: Fondo de maniobra de Productos Jesús y Flory's**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>FM de Productos Jesús</i>	1.161.331	1.246.119	1.151.788	1.304.377	1.320.614	1.132.083
<i>FM de Flory's</i>	-393.257	-236.798	-130.725	73.295	132.227	177.089

Fuente: elaboración propia.

Los valores negativos que presenta Flory's en la tabla 4.5 para los tres primeros años, deja de manifiesto una mayor probabilidad de suspensión de pagos. Sin embargo,

gracias al aumento progresivo del activo circulante durante los siguientes años permiten revertir dicha situación, pasando a obtener un remanente con el que hacer frente a sus deudas.

Las necesidades operativas de fondos (NOF), según Calleja (2003), son las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes que realiza la empresa, una vez deducidas las financiación espontánea generada por las propias operaciones. Es decir, es la diferencia entre el activo circulante operativo (existencias + clientes + tesorería) y el pasivo circulante operativo (proveedores, acreedores y saldos con entidades públicas de tipo operativo).

“LaPasión” presenta los siguientes resultados:

**Tabla 4.6: Necesidades operativas de fondos de LaPasión**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<u>NOF</u>	2.047.196	1.834.608	1.945.311	1.923.876	1.921.231	1.802.400

Fuente: elaboración propia.

Con el fin de determinar si “LaPasión” tuvo que recurrir a financiación ajena negociada para desarrollar su actividad principal, compararemos el Fondo de maniobra con las NOF.

**Tabla 4.7: Relación entre Fondo de maniobra y NOF**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<u>NOF - FM</u>	-497.474	-753.214	-1.033.311	-1.034.164	-952.830	-891.436

Fuente: elaboración propia.

La tabla 4.7 nos muestra que en los seis años analizados el fondo de maniobra ha sido superior a las NOF, por lo que podemos afirmar que durante dicho periodo no fue necesario negociar un pasivo exigible para llevar a cabo la actividad principal de la empresa y que incluso durante el desarrollo normal del ciclo operativo se produjo un excedente de tesorería.

Podemos concluir que “LaPasión” presenta un adecuado equilibrio financiero y una buena situación de liquidez, incluso mejor que sus competidoras.

## 5. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

Para Azofra (1995) la estabilidad financiera de la empresa y el riesgo de insolvencia dependen en gran parte de las fuentes de financiación, si hay una mayor proporciones de recursos ajenos esto incrementa la probabilidad de insolvencia. Para poder medir dicho riesgo financiero se hace necesario estudiar la solvencia, definida por Cuervo y Rivero (1986) como la capacidad de generar recursos para hacer frente al conjunto de obligaciones financieras.

Por lo que analizaremos la solvencia de “LaPasión” a través del estudio de tres ratios: solvencia total, estabilidad y autofinanciación.

### 5.1. ANÁLISIS DE LOS RATIOS

**Tabla 5.1: Ratios de solvencia de LaPasión**

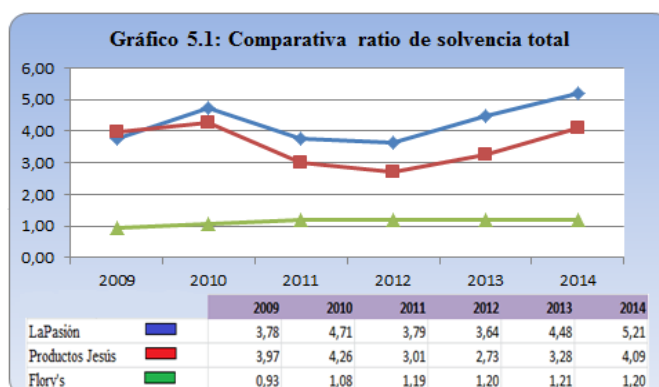
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Ratio de solvencia</i>	3,78	4,71	3,79	3,64	4,48	5,21
<i>Ratio de estabilidad</i>	0,18	0,21	0,18	0,17	0,19	0,23
<i>Ratio de autofinanciación</i>	0,74	0,79	0,74	0,73	0,78	0,81

Fuente: elaboración propia.

#### ❖ Ratio de solvencia:

Este ratio nos indica si la empresa es capaz de hacer frente a las deudas con la totalidad del activo. El valor debe situarse por encima de la unidad. En el caso de que fuera inferior indicaría que la empresa está en una situación de quiebra técnica.

En la tabla 5.1 vemos como “LaPasión” durante todo el periodo analizado ha obtenido valores muy por encima de la unidad, por lo que podemos afirmar que es una empresa solvente.



Fuente: elaboración propia.

En comparación con las otras dos empresas del sector, es “LaPasión” la que presenta una mejor situación de solvencia. En el gráfico 5.1 vemos como Productos Jesús muestra una evolución del ratio similar al de “LaPasión” aunque con valores

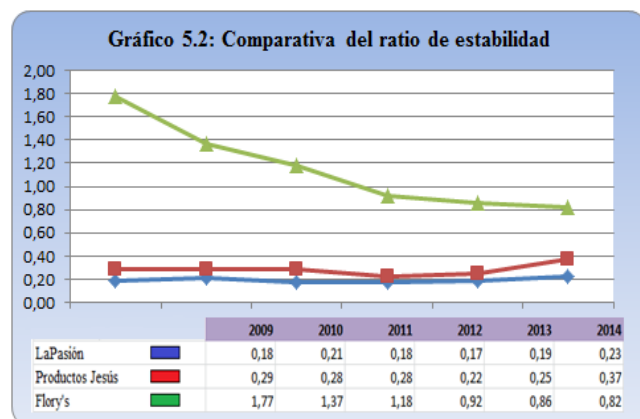
inferiores a esta. Mientras que Flory's mantiene un ratio de solvencia constante en torno a la unidad.

❖ **Ratio de estabilidad:**

Representa la proporción que guarda el activo fijo respecto a los recursos permanentes de la empresa.

Los bajos valores que presenta “LaPasión”, como podemos ver en la tabla 5.1, nos recalcan la existencia de un fondo de maniobra positivo, ya que menos de un 20% de los recursos permanentes de la empresa son necesarios para cubrir las inversiones en inmovilizado, destinándose el resto a formar este fondo de seguridad. Esto nos permite afirmar que la empresa presenta una buena capacidad de financiación.

En el gráfico 5.2 vemos que Productos Jesús presenta un ratio de estabilidad similar

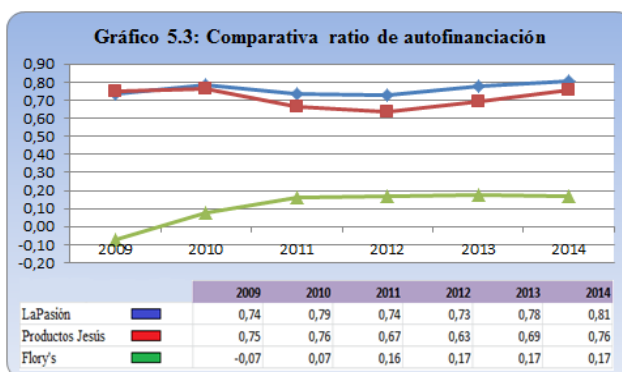


al de “LaPasión”, con valores muy por debajo de la unidad. Sin embargo al hacer la comparativa con Flory's vemos como “LaPasión” presenta una mejor capacidad financiera, incluso podemos observar como durante los tres primeros años, el ratio de

Flory's es superior a la unidad. Lo que nos indica que los recursos permanentes de la empresa eran insuficientes para cubrir las inversiones en activo fijo, denotando una inadecuada estructura financiera.

❖ **Ratio de autofinanciación:**

Indica que proporción del activo está financiado con los recursos propios. En el caso de “LaPasión” este ratio es bastante elevado, en torno al 75-80%, lo que reafirma la fuerte capacidad de solvencia de la empresa. En comparación con las otras dos empresas es nuevamente Flory's la que presenta una peor situación.



## 6. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO

En este apartado vamos a analizar la financiación ajena a través de una serie de ratios. que según Amat (2002) se utilizan para diagnosticar la cantidad y calidad de la deuda, además de determinar si el beneficio obtenido es suficiente para soportar la carga financiera de dicha deuda. Estos ratios son el de endeudamiento, el de calidad de la deuda, el de la capacidad de devolución y el de cobertura de gastos financieros.

### 6.1. ANÁLISIS DE LOS RATIOS

**Tabla 6.1: Ratios de endeudamiento de LaPasión**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Ratio de endeudamiento</i>	0,36	0,27	0,36	0,38	0,29	0,24
<i>Ratio de calidad de la deuda</i>	0,995	0,969	0,776	0,843	0,860	0,908
<i>Ratio de capacidad devolución</i>	1,97	6,09	0,55	0,37	0,44	0,64
<i>Cobertura de gastos financieros</i>	4,19	3,83	2,55	1,61	1,06	0,63

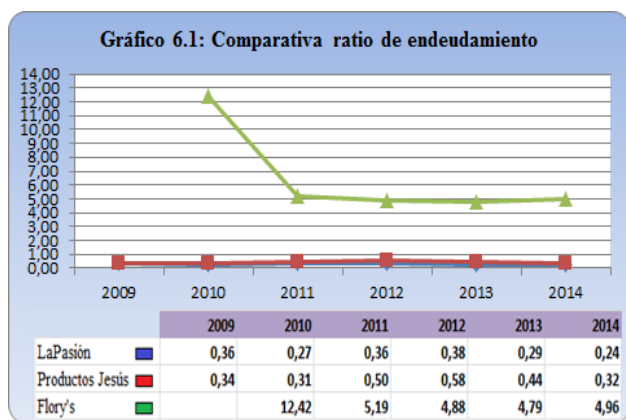
Fuente: elaboración propia.

#### ❖ Ratio de endeudamiento:

Este ratio nos permite conocer la autonomía de la empresa, ya que relaciona el importe de los fondos propios con la deuda que posee. El valor óptimo de este ratio oscila entre 0,7 y 1,5.

En la tabla 6.1 vemos como los valores que presenta “LaPasión” para este ratio se sitúan muy por debajo del 0,7. Lo que nos indica, además de un bajo nivel de endeudamiento, un exceso de fondos propios, suponiendo una pérdida de rentabilidad financiera.

Al hacer la comparativa con las otras dos empresas del sector, podemos ver en el gráfico 6.1 como Productos Jesús y “LaPasión” presentan unos valores muy



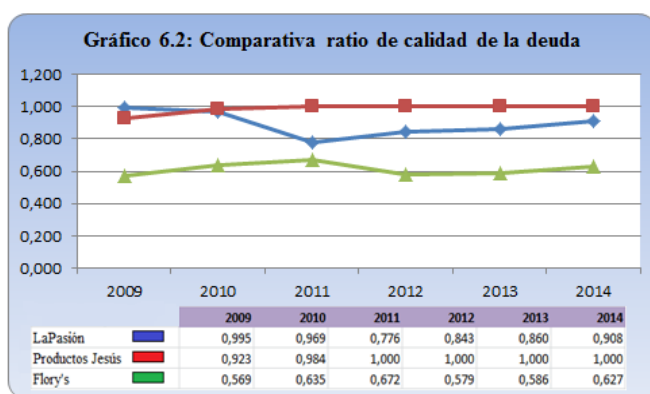
Fuente: elaboración propia.

similares, sin embargo los presentados por Flory's son muy superiores, señal de que la empresa cuenta con un volumen de deuda excesivo. Esto nos permite afirmar que “LaPasión” tiene una mejor estructura financiera y una mayor autonomía frente a terceros.

❖ Ratio de calidad de la deuda:

Muestra que parte de la deuda corresponde a corto plazo. Cuanto mayor sea el valor de este ratio, significa que la deuda es de peor calidad en lo que al plazo se refiere.

Este es el caso de “LaPasión” cuyos valores, como podemos ver en la tabla 6.1, está próximo a la unidad. Sin embargo esto no es indicativo de una mala situación económica, ya que según García y Martínez (2004) son las empresas más solventes y las que poseen activos más líquidos las que utilizan una mayor proporción de recursos ajenos a corto plazo.



En el gráfico 6.2, podemos ver que Flory's presenta unos valores entorno al 0,6 lo que deja de manifiesto una mejor calidad de la deuda en comparación con Productos Jesús y “LaPasión”.

Fuente: elaboración propia.

❖ Ratio de capacidad de devolución:

Este ratio nos permite conocer qué porcentaje de los préstamos que posee la empresa podrían devolverse en cada periodo con el flujo de caja generado.

Los bajos valores que se muestran en la tabla 6.1 desde el 2011, revelan que “LaPasión” en los últimos 4 años de análisis no generaba los flujos de caja suficientes para cubrir la totalidad de los préstamos. Sin embargo esta situación no ha supuesto ninguno problema financiero a largo plazo, ya que como podemos ver en la tabla 6.2 el número de años que se necesitaría para devolver el total de los préstamos es inferior al periodo de amortización de los mismos.

**Tabla 6.2: Comparación amortización deuda y capacidad de devolución**

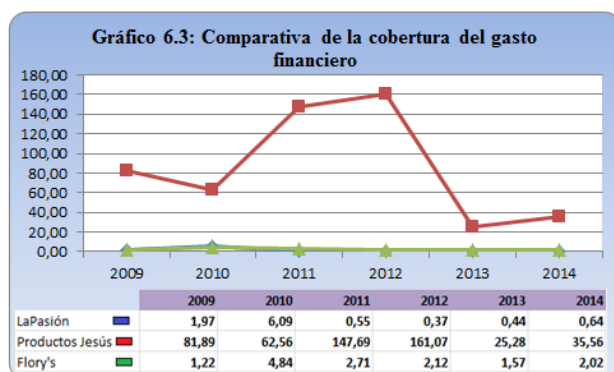
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Años necesarios	0,51	0,16	1,82	2,72	2,27	1,55
Vencimiento de las deudas	4 años	3 años	5 años	5 años	3 años	2 años

Fuente: elaboración propia.

❖ Cobertura de gastos financieros:

Este ratio mide la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a los costes de la deuda con los beneficios generados.

Los altos valores que presenta “LaPasión” durante los tres primeros años dejan de manifiesto una buena situación financiera, que se ve empeorada durante los tres últimos años con la caída de los beneficios.



Fuente: elaboración propia.

Si comparamos estos resultados con las otras dos empresas del sector, vemos que en este caso es Productos Jesús quien presenta una mejor situación debido a que los gastos que soporta por la deuda son mucho menores.

## 7. ANÁLISIS DE RESULTADO: COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN

Para determinar la situación económica de la empresa, así como su evolución y desarrollo futuro, llevaremos a cabo un análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias ya que, según González (2011), es el documento que recoge los flujos económicos que se han producido durante el período.

Dividiremos el análisis en dos partes, por un lado estudiaremos y compararemos los distintos resultados que componen la cuenta de pérdidas y ganancias, y por otro lado analizaremos la relevancia de las distintas partidas de gastos sobre la cifra de negocios.

**Tabla 7.1: Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias de LaPasión.**

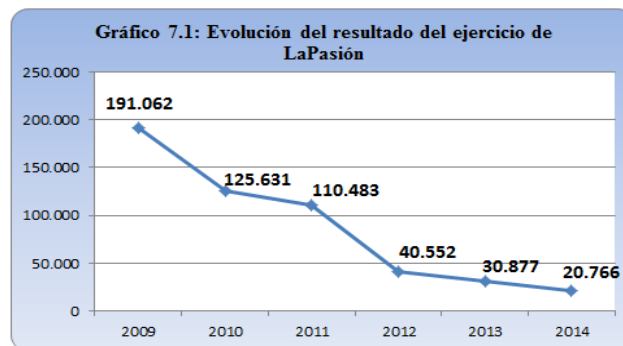
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cifra de negocios	5.581.047	4.943.043	5.249.840	5.286.487	4.926.692	4.493.282
(-) Aprovisionamientos	-4.008.472	-3.537.813	-3.959.936	-4.048.392	-3.643.158	-3.387.976
(-) gastos de personal	-482.443	-481.697	-516.033	-573.128	-549.053	-548.950
(-) otros gastos de explotación	-804.136	-644.933	-531.514	-514.164	-669.151	-469.045
(+) otros ingresos de explotación	3.285	3.024	1.594	585	516	74
(+/-) otros resultados	-1.338	5.277	731	-1.321	2.647	-203
<b>EBITDA</b>	<b>287.942</b>	<b>286.901</b>	<b>244.682</b>	<b>150.068</b>	<b>68.493</b>	<b>87.181</b>
(-) Amorti y deterioros del inmovilizado	-45.282	-37.931	-37.782	-33.244	-29.315	-27.419
<b>Resultado de explotación</b>	<b>242.660</b>	<b>248.970</b>	<b>206.900</b>	<b>116.824</b>	<b>39.178</b>	<b>59.763</b>
Resultado de activos financieros	82.589	-35.142	-10.533	-19.684	39.013	9.325
<b>EBIT</b>	<b>325.249</b>	<b>213.828</b>	<b>196.367</b>	<b>97.140</b>	<b>78.192</b>	<b>69.088</b>
Gastos financieros	-62.617	-44.249	-55.282	-37.239	-37.986	-42.511
<b>EBT</b>	<b>262.632</b>	<b>169.579</b>	<b>141.085</b>	<b>59.901</b>	<b>40.206</b>	<b>26.577</b>
Impuesto	-71.570	-43.948	-30.602	-19.349	-9.328	-5.811
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>	<b>191.062</b>	<b>125.631</b>	<b>110.483</b>	<b>40.552</b>	<b>30.877</b>	<b>20.766</b>

Fuente: elaboración propia.

## 7.1. ANÁLISIS DE RESULTADOS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

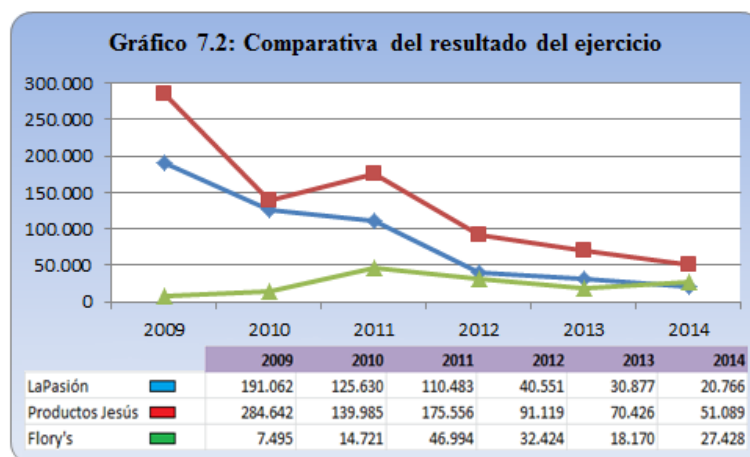
Comenzaremos analizando la evolución que ha experimentado el resultado del ejercicio durante los seis años de estudio.

En la tabla 7.1 podemos ver como este resultado en el caso de “LaPasión”, es positivo en todos los años analizados, sin embargo la evolución ha sido de decrecimiento. En el 2014 los beneficios netos se vieron reducidos en un 89% con respecto al 2009.



Fuente: elaboración propia.

En comparación con las otras dos empresas del sector, podemos ver en el gráfico 7.2, como Productos Jesús presenta unos beneficios netos superiores a “LaPasión”, aunque estos también se han visto reducidos notablemente. Los valores presentados por Flory’s se sitúan por debajo de las otras dos empresas y a pesar de la subida inicial, durante los tres últimos años los beneficios se han visto reducidos.

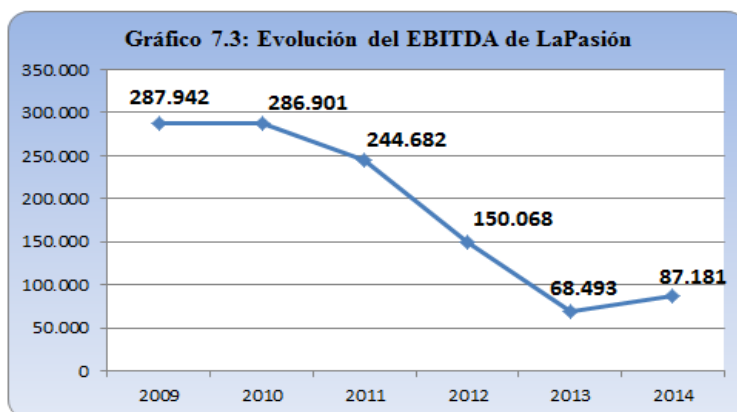


Fuente: elaboración propia.

Tras estudiar la evolución que ha llevado el resultado del ejercicio, realizaremos un diagnóstico del mismo analizando y comparando los distintos niveles que lo conforman.

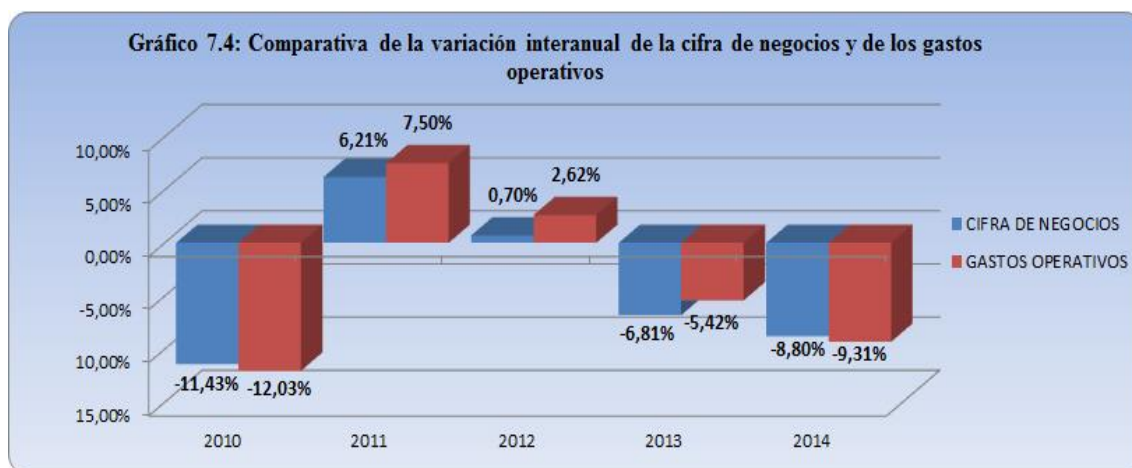
### ☞ EBITDA:

Como podemos ver en el gráfico 7.3, LaPasión presenta un EBITDA positivo en los seis años, esto quiere decir que la empresa tiene capacidad para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva. Sin embargo esta capacidad se ha ido reduciendo, concentrándose la mayor caída entre el 2010 y el 2013.



Fuente: elaboración propia.

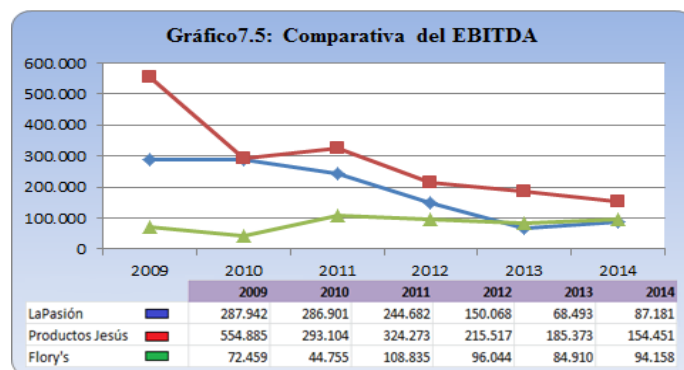
Con el fin de conocer a que es debido está reducción, hemos analizado la variación interanual de la cifra de negocios (ingresos operativos) y de los gastos operativos sin amortizaciones.



Fuente: elaboración propia.

En el gráfico anterior podemos ver como en los años 2011 y 2012, tanto la cifra de negocios como los gastos operativos sin amortizaciones se ven incrementados, sin embargo estos últimos aumentan en una mayor proporción, lo que reduce el beneficio bruto operativo. En el 2013 se produce la situación inversa a pesar de que se reducen los gastos operativos, los ingresos de explotación caen en una mayor proporción, provocando nuevamente una caída de los beneficios.

Comparando el EBITDA obtenido por las tres empresas del sector, vemos como Productos Jesús es la que presenta mejores beneficios brutos de explotación, aunque al igual que “LaPasión” su evolución es decreciente. Flory’s sin embargo presenta en los últimos 4 años un EBITDA prácticamente constante.

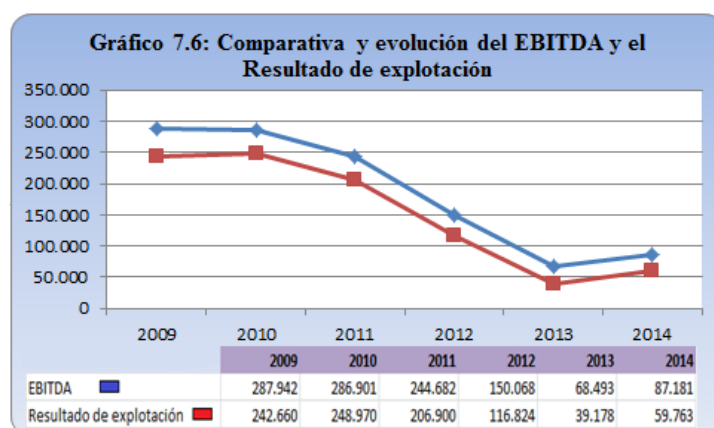


Fuente: elaboración propia.

### ✎ Resultado de explotación:

Este resultado se obtiene incluyendo en los gastos operativos las amortizaciones y las depreciaciones.

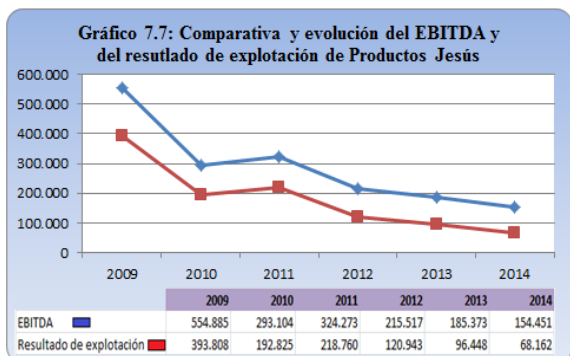
En el gráfico 7.6 podemos ver cómo “LaPasión”, además de presentar un Resultado de explotación con una trayectoria similar al EBITDA, la diferencia entre ambos resultados se va reduciendo. Esto es debido a que la empresa durante los seis años analizados ha mantenido una política de amortización constante y no ha adquirido nuevos inmovilizados amortizables.



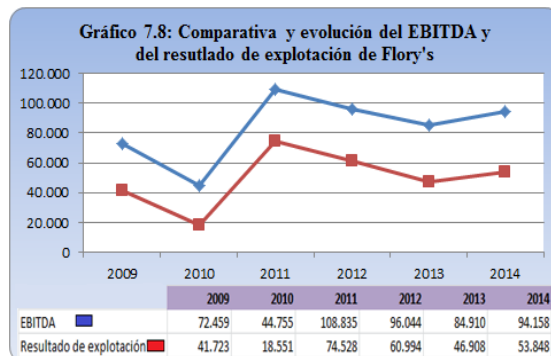
Fuente: elaboración propia.

En los siguientes gráficos vemos como tanto Productos Jesús como Flory’s presentan una trayectoria del EBITDA y del resultado de explotación similar. Sin embargo en Flory’s la diferencia entre ambos resultados se va incrementando progresivamente, lo que indica un aumento de las amortizaciones. Al no tener más información no podemos

determinar si es debido a la adquisición de inmovilizado amortizable o bien a un cambio en la política de amortización.



Fuente: elaboración propia.

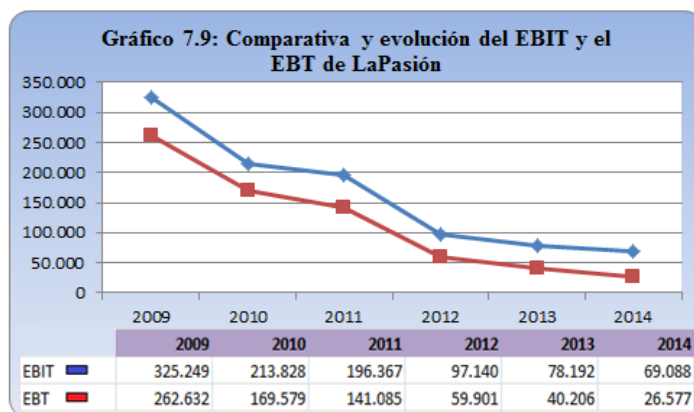


Fuente: elaboración propia.

### ☞ EBIT y EBT:

En este subapartado vamos a analizar y comparar el EBIT (earnings before interest and taxes) y el EBT (earnings before taxes).

Como podemos observar en el gráfico 7.9, el EBIT que presenta “LaPasión” a pesar de tener una tendencia decreciente ha sido positivo en los seis años analizados, por lo que la empresa es capaz de autofinanciar su desarrollo con ventajas para los propietarios.

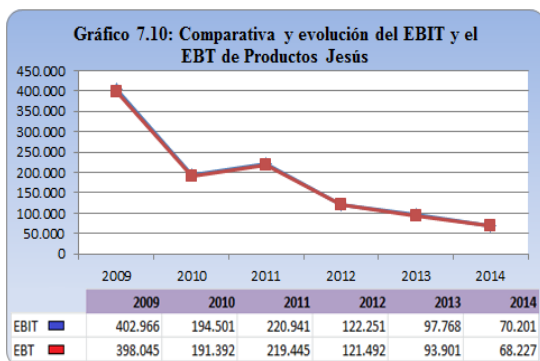


Fuente: elaboración propia.

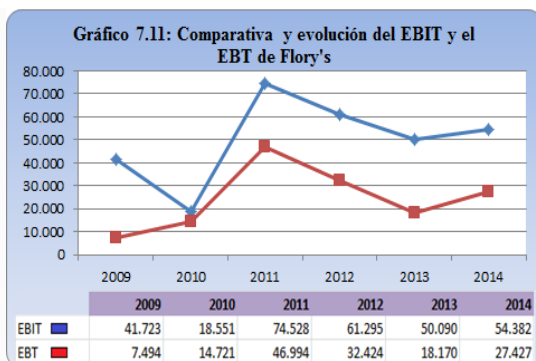
De los beneficios EBIT una parte está destinada a pagar los intereses que se derivan de la financiación ajena, dando lugar al EBT que son los beneficios antes de impuestos.

En el gráfico anterior podemos ver como la diferencia entre el EBIT y el EBT se va reduciendo ligeramente cada año, esto es debido a que los gastos financieros han ido disminuyendo progresivamente.

En el caso de Productos Jesús, el EBIT y el EBT prácticamente coinciden debido a que apenas cuenta con gastos financieros. Sin embargo Flory's cuenta con un elevado volumen de gastos financieros que reduce notablemente el EBT.



Fuente: elaboración propia

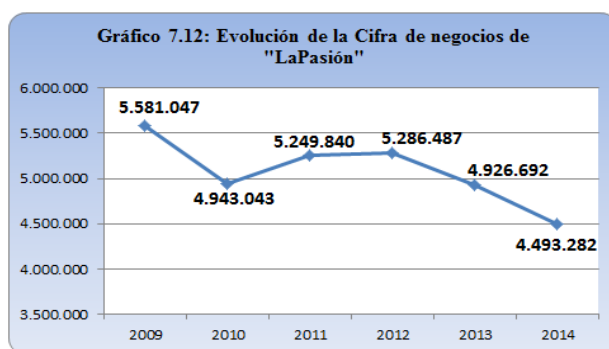


Fuente: elaboración propia

## 7.2. ANÁLISIS DE LA SIGNIFICATIVIDAD DE LOS GASTOS SOBRE LA CIFRA DE VENTAS

Tras analizar los distintos niveles de resultados que componen la cuenta de pérdidas y ganancias, vamos a estudiar la relevancia que tienen las principales partidas de gasto sobre las ventas y cuál ha sido su evolución en los seis años de análisis. Comenzaremos analizando primero la cifra de ventas.

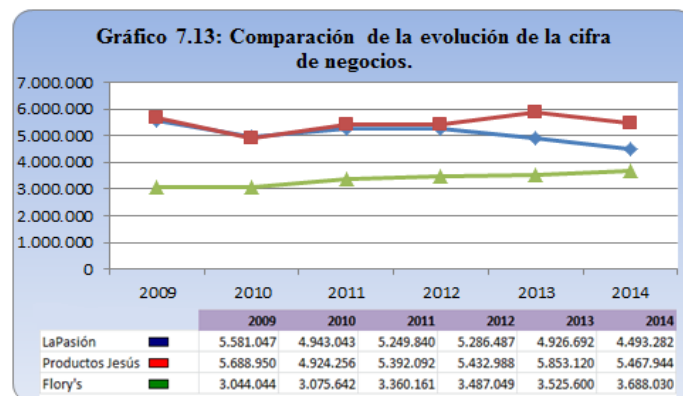
En el gráfico siguiente podemos ver como la cifra de ventas ha disminuido en torno a un 20% con respecto al inicio de la crisis. A pesar de la ligera mejoría obtenida entre el 2010 y 2012, la tendencia de las ventas durante los dos últimos años ha sido de decrecimiento.



Fuente: elaboración propia.

Al hacer la comparativa con las otras dos empresas vemos como durante los 4 primeros años "LaPasión" y Productos Jesús obtenían unas ventas muy similares, sin embargo en los dos últimos años Productos Jesús ha pasado a obtener unas mejores cifras de negocios. En el caso de Flory's a pesar de presentar un volumen de ventas inferior al de

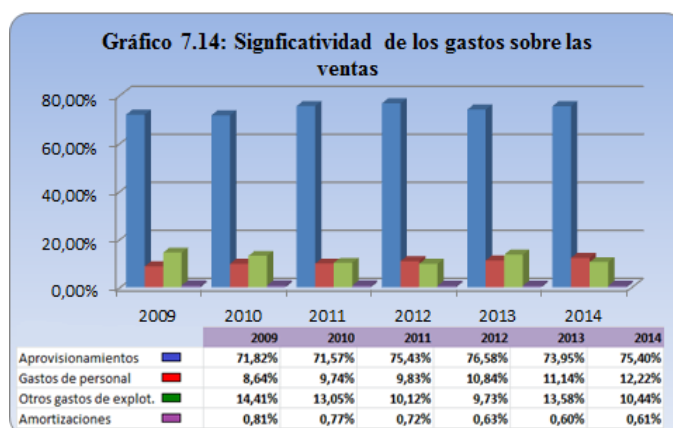
“LaPasión”, la tendencia de estas durante los seis años analizados ha sido de crecimiento, llegando a registrar un incremento total de un 21% (ver gráfico 7.13).



Fuente: elaboración propia.

Una vez que conocemos cual ha sido la evolución de la cifra de ventas, estudiaremos que gastos operativos tienen una mayor significatividad sobre estas.

En el gráfico 7.13 podemos ver como la partida más significativa son los



aprovisionamientos, los cuales representan en torno al 70% de la cifra de ventas en todos los años analizados. La participación de los gastos de personal sobre la cifra de ventas ha ido incrementándose durante los seis años, alcanzando en el 2014 más

de un 12%. Con respecto a las amortizaciones podemos decir que apenas tienen representatividad sobre la cifra de ventas.

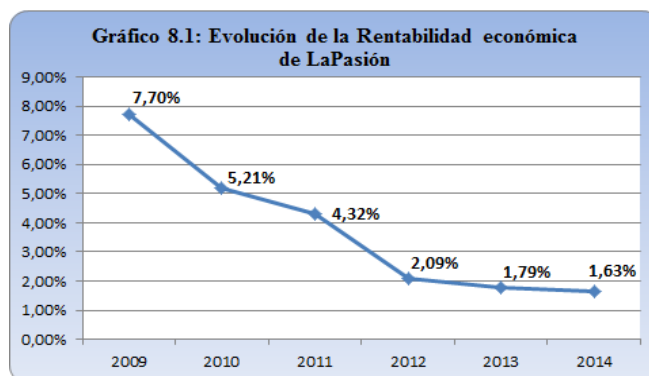
## 8. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD Y CRECIMIENTO AUTOSOSTENIBLE

En este apartado además de analizar y comparar la rentabilidad de “LaPasión”, que según Cuervo y Rivero (1986) es el objetivo económico-financiero de la empresa, también estudiaremos el apalancamiento financiero y el incide de crecimiento interno de la misma.

Conviene diferenciar la rentabilidad procedente de las inversiones de la empresa, de la rentabilidad de las inversiones realizadas por los copropietarios (González, 2011). Por ello dividiremos el análisis en rentabilidad económica y rentabilidad financiera.

## 8.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

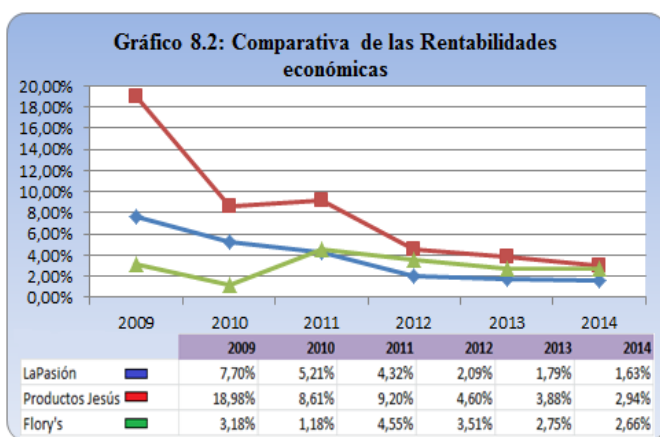
Según Sánchez (2002), esta rentabilidad tiene como objetivo medir la eficacia de la empresa en la utilización de sus inversiones. Se calcula como cociente entre el beneficio económico antes de intereses e impuestos (EBIT) y el activo total.



Fuente: elaboración propia.

En el gráfico 8.1 podemos ver como la rentabilidad económica de “LaPasión” ha tenido una tendencia decreciente, lo que nos indica que la empresa ha perdido capacidad para generar beneficios antes de interés e impuestos por cada euro invertido en sus activos.

En comparación con las otras dos empresas del sector podemos ver en el gráfico 8.2, como “LaPasión” obtenía inicialmente una rentabilidad económica inferior a la de



Fuente: elaboración propia.

Productos Jesús pero superior a la de Flory's. Sin embargo, a pesar de que las tres empresas ven reducida su rentabilidad durante la crisis y que la mayor caída la registra Productos Jesús, es la “LaPasión” la que a partir del 2011 obtiene un peor rendimiento de sus activos.

Con el fin de conocer mejor cuales han sido las causas que han provocado dicho empeoramiento, analizaremos los dos ratios en los que se puede desglosar el rendimiento económico: el margen sobre ventas y la rotación de activos.

**Tabla 8.1: Evolución componentes de la rentabilidad económica.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Margen sobre ventas	5,83%	4,33%	3,74%	1,84%	1,59%	1,54%
Rotación de activos	1,32	1,20	1,16	1,14	1,13	1,06
Rentabilidad económica	7,70%	5,21%	4,32%	2,09%	1,79%	1,63%

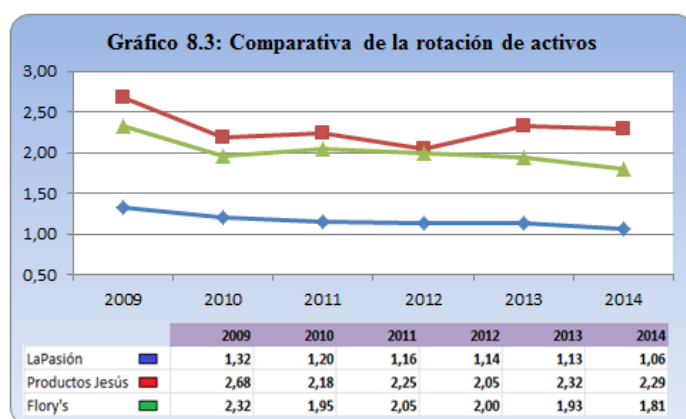
Fuente: elaboración propia.

❖ Rotación del activo

Este ratio muestra la eficacia de la empresa en la gestión de sus activos para generar ventas. De Jaime (2008) lo define como “el volumen de euros vendidos por cada euro invertido”.

Como podemos observar en la tabla 8.1 la rotación de los activos ha evolucionado negativamente, con una tendencia decreciente durante todo el periodo. Esto es debido principalmente a la presencia de activos ociosos, como ya vimos en el análisis de la liquidez, y a la ligera caída de las ventas en el conjunto de los seis años analizados.

En el gráfico siguiente vemos cómo Productos Jesús y Flory's generan más rendimientos con sus inversiones en activo que “LaPasión”. Aun así ambas empresas en el conjunto de los seis años ven ligeramente empeorada la rotación de sus activos.



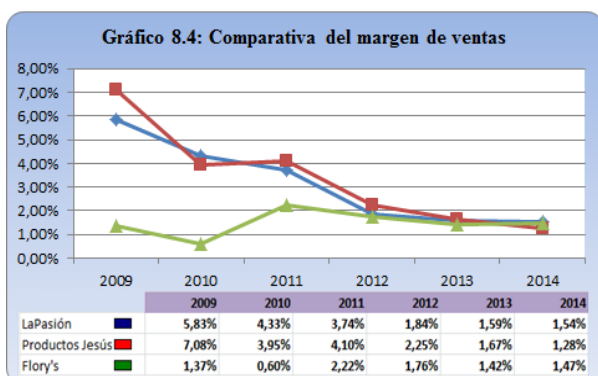
Fuente: elaboración propia.

❖ Margen de ventas

Según De Jaime (2008) este ratio viene a medir “los euros de beneficio obtenidos por cada euro de ventas”.

Como podemos ver en la tabla 8.1 durante los seis años de análisis el beneficio por unidad vendida que ha obtenido “LaPasión” se ha visto muy reducido debido principalmente a la fuerte caída que han experimentado los beneficios operativos durante dicho periodo, y cuyas causas ya hemos visto en el apartado de análisis de resultados.

Si comparamos estos resultados con las otras dos empresas podemos ver que



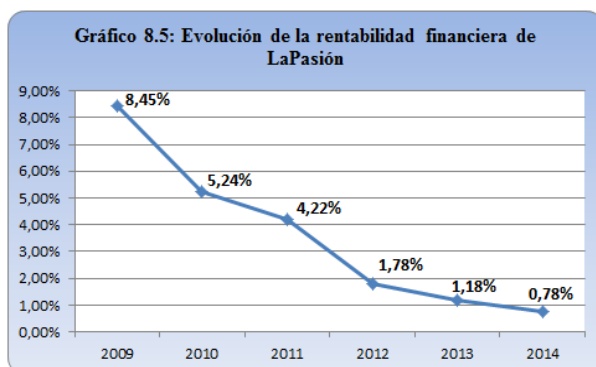
Fuente: elaboración propia.

inicialmente Productos Jesús y “LaPasión” presentaban unos márgenes sobre ventas muy similares entre ellas y muy por encima de Flory’s. Sin embargo la fuerte caída de los beneficios en ambas empresas ha hecho que poco a poco se vayan igualando los márgenes de las tres empresas.

Podemos concluir que la rentabilidad económica de “LaPasión” ha caído como consecuencia de un empeoramiento en la rotación de sus activos y de la caída del margen sobre las ventas.

## 8.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

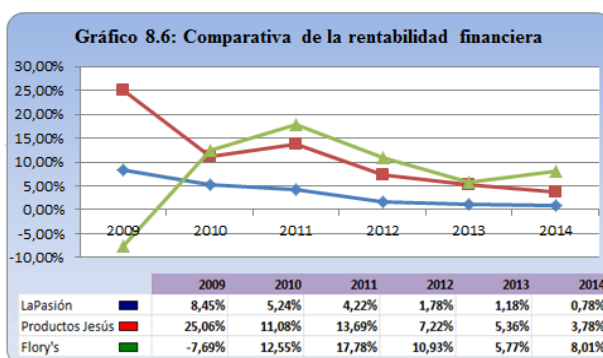
Este ratio es considerado por muchos financieros como el ratio más importante en finanzas corporativas o empresariales, ya que indica la capacidad que tiene la empresa para crear riqueza a favor de sus propietarios o accionistas (Sánchez, 2002 y De Jaime, 2002).



Fuente elaboración propia.

En el caso de “LaPasión”, la rentabilidad financiera ha caído en más de un 90% en el conjunto de los seis años analizados. Esta caída es debida al exceso de capitales propios, que ya indicamos en el apartado de análisis de endeudamiento, y a la fuerte caída que han experimentado los beneficios.

En gráfico 8.6 vemos como Productos Jesús al igual que “LaPasión” también ha visto reducida su rentabilidad financiera como consecuencia de la caída de sus beneficios. Sin embargo Flory’s a pesar de la caída que registra



entre el 2011 y el 2013, los resultados obtenidos en el último año son superiores al inicio de la crisis, e incluso se sitúan por encima de las otras dos empresas. Podemos por tanto afirmar que “LaPasión” presenta una peor capacidad para generar recursos con sus capitales propios que sus competidoras.

### 8.3. APALANCAMIENTO FINANCIERO

Según Cuervo y Rivero (1986) la rentabilidad de los fondos propios, es decir la rentabilidad financiera, puede verse mejorada si la empresa es capaz de realizar una inversión que le proporcione una rentabilidad por encima del coste de utilización de los recursos ajenos.

Esto es lo que mide el apalancamiento financiero, el efecto que tiene el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios.

La fórmula que propone Amat (2002) es la siguiente:

$$\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Capitales propios}}$$

En el caso de “LaPasión” los valores obtenidos son los siguientes:

**Tabla 8.2: Evolución del apalancamiento financiero de LaPasión (I)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Apalancamiento	1,0978	1,0065	0,9764	0,8505	0,6618	0,4761

Fuente: elaboración propia.

Como podemos ver en la tabla solo en el 2009 y en el 2010 el valor del apalancamiento se sitúa ligeramente por encima de la unidad, lo que nos indica un apalancamiento financiero positivo, es decir, que en esos dos años el uso de la deuda aumentó la rentabilidad de los capitales propios.

A través de la relación matemática que se establece entre la rentabilidad financiera y económica, podemos comprobar si realmente se cumple el efecto del apalancamiento.

La fórmula que hay que aplicar es la siguiente:  $R = r + L(r - c)$

**Tabla 8.3: Evolución de la relación entre la rentabilidad económica y la financiera**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
r= Rentabilidad económica = EBIT/Activo	7,70%	5,21%	4,32%	2,09%	1,79%	1,63%
L= Endeudamiento = Pasivo / PN	0,3596	0,2692	0,3590	0,3792	0,2870	0,2377
c= Coste deuda = gastos financieros/Pasivo	5,60%	5,08%	4,60%	2,91%	3,89%	5,22%
R= Rentabilidad financiera	8,45%	5,24%	4,22%	1,78%	1,18%	0,78%

Fuente: elaboración propia.

En la tabla anterior podemos ver como efectivamente en el 2009 y 2010 la rentabilidad financiera supera a la rentabilidad económica debido al efecto del apalancamiento, ya que en estos dos años el coste de la deuda es inferior a la rentabilidad de los activos.

#### 8.4. CAPACIDAD DE CRECIMIENTO

Una forma de medir la capacidad de crecimiento es a través del “Índice de crecimiento interno” (ICI) definido por Pérez-Carballo (2013) como: *“el porcentaje que puede crecer el capital empleado (fondos propios y deuda) y, por tanto, el activo neto de la empresa, como consecuencia de su capacidad de generación y retención de beneficios, sin recurrir a ampliaciones de capital ni alterar la relación entre deuda y fondos propios”*

Este índice se calcula a través de la relación entre el beneficio retenido y los recursos propios. En el caso de la “LaPasión” los beneficios retenidos son igual a los beneficios netos, ya que la totalidad de los beneficios obtenidos son destinados a reservas.

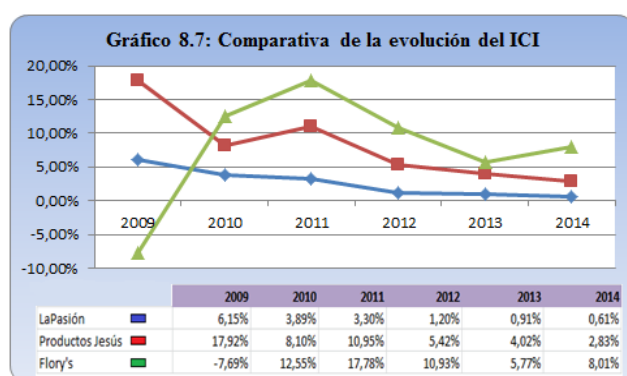
**Tabla 8.4: Evolución del Índice de Crecimiento Interno de “LaPasión”**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ICI	6,15%	3,89%	3,30%	1,20%	0,91%	0,61%

Fuente: elaboración propia.

En la tabla anterior podemos ver como la capacidad de crecimiento de “LaPasión” va disminuyendo durante los seis años de análisis como consecuencia de la caída de los beneficios.

Al hacer la comparativa con las otras dos empresas del sector, vemos que es Flory’s la



Fuente: elaboración propia.

que presenta una mejor capacidad de crecimiento, a pesar de la caída que presenta entre el 2011 y 2013 como consecuencia de la caída de los beneficios. Productos Jesús también ve empeorado su ICI pero se mantiene por encima de LaPasión.

## 9. APLICACIÓN DEL MODELO Z-SCORE

En este apartado aplicaremos el modelo Z-Score de Altman (1968), con el fin de analizar y predecir la viabilidad de la empresa.

Los antecedentes de este modelo datan de los trabajos pioneros de Breaver (1966), quien planteo la hipótesis de que la solvencia está ligada a unas variables independientes llamadas ratios que pueden ser controladas.

Basándose en dicha hipótesis Altman (1968) creo un modelo en el que se combinan matemáticamente en una sola valoración (Z-Score), 5 variables independientes que miden la liquidez, la rentabilidad, el apalancamiento, la solvencia y la actividad. El valor de dicha combinación permite predecir la posible quiebra de la empresa.

Existen tres fórmulas matemáticas en función del tipo de empresas: empresas públicas, empresas privadas y para empresas no manufactureras y mercados emergentes.

En nuestro caso debemos aplicar la Z-score para empresas privadas, cuya fórmula es:

$$Z = 0,71 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

**Tabla 9.1: Modelo Z-Score para LaPasión**

	2014
X1= Capital Circulante / Activo Total	0,64
X2= Beneficios retenidos / Activo total	0,79
X3= EBIT / Activo total	0,01
X4= Valor del capital contable/ Pasivos totales	4,21
X5= Ventas netas / Activos total	1,06
<b>Z-SCORE =</b>	<b>3,99</b>

La interpretación que se le da al valor de la Z-score es la siguiente:

VALORES DEL Z-SCORE	INTERPRETACIÓN
>2,9	La empresa es considerada “segura” No presenta probabilidad de quiebra
<1,23	Probabilidad de quiebra financiera muy alta
$2,9 \leq Z\text{-Score} \leq 1,23$	Denominada zona gris o zona de ignorancia Es un área neutra que debe poner en alerta a la empresa con el fin de no caer en valores que atenten contra la supervivencia de la empresa

Como podemos ver el valor obtenido se sitúa muy por encima del 2,9 lo que nos indica que la empresa no presenta un riesgo de quiebra en un futuro cercano, se puede considerar que la empresa es segura.

## 10. CONCLUSIONES

Tras realizar el análisis económico-financiero podemos afirmar que la empresa se ha visto fuertemente debilitada durante las crisis, perdiendo más de un 89% de sus resultados.

Si nos fijamos en el análisis patrimonial, vemos como “LaPasión” cuenta con una estructura económica y financiera relativamente estable, siendo la mayor parte de sus inversiones a corto plazo y con una financiación basada principalmente en los recursos propios. Esta estructura patrimonial ha dado lugar a que la empresa obtenga durante todo el periodo de análisis un fondo de maniobra positivo, lo que nos indica un adecuado equilibrio financiero.

El estudio de la liquidez y la solvencia dejan de manifiesto, que la empresa muestra con respecto a sus competidoras, una mejor capacidad tanto para convertir sus inversiones en medios de pagos líquidos como para generar los recursos necesarios con que enfrentar las deudas financieras. Sin embargo, los altos valores que muestran estos ratios nos indican que la empresa cuenta con recursos ociosos o infravalorados.

El bajo nivel de endeudamiento presentado por la entidad nos permite afirmar que tiene una mayor autonomía frente a terceros que sus competidoras, pero también indica un exceso de fondos propios, los cuales representan más del 70% del pasivo.

“LaPasión” presenta al igual que sus competidores una fuerte caída de los beneficios y sin embargo los ratios de rentabilidad económica y financiera, aunque han decrecido, se han mantenido en positivo.

Destacar que de las tres empresas comparadas, es “LaPasión” la que presenta un peor rendimiento de sus inversiones en activos y una peor rentabilidad de sus recursos propios, debido a la presencia de activos ociosos y al exceso de fondos propios.

A pesar del empeoramiento que ha sufrido la empresa tanto en sus resultados como en sus rentabilidades, el modelo Z-score nos indica que no existe probabilidad de quiebra en un futuro cercano. Sin embargo esta situación no se puede mantener durante un largo periodo de tiempo, por lo que se debería llevar a cabo una desinversión del activo, que permitiera mejorar su rotación y situara su rendimiento por encima del coste de la deuda, permitiendo a la empresa aumentar la inversión en financiación ajena lo que mejoraría su rentabilidad financiera.

## BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, O. (2002). *Análisis de Estados Financieros*. 7ª Edición. Editorial: Ediciones Gestión 2000.
- ARMENDÁRIZ, E. (2013): “Altman Z Score: Un Modelo para Predecir la Insolvencia Financiera”. Revista FENopina, 44
- AZOFRA PALENZUELA, V. (1995). “Sobre el análisis financiero y su nueva orientación”. Anales de estudios económicos y empresariales, 22. 9-27.
- BERNSTEIN, L.A. (1984). *Análisis de Estados financieros*. Bilbao: Editorial Deusto.
- 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.
- DYSON, R.G. (2002). “Strategic development and SWOT analysis at the University of Warwick” European Journal of Operational Research, 152 (2004) 631–640.
- FERNÁNDEZ, A. I. (1986): “El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis”. Revista española de financiación y contabilidad, Vol. 16, Nº 49, pp. 113-132.
- 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)
- GARCÍA-AYUSO, M. y JIMÉNEZ, S. (1996): “Una reflexión crítica sobre el concepto y ámbito del análisis financiero y los objetivos de investigación en materia de análisis de la información financiera”. Revista española de financiación y contabilidad, Vol. XXV, n. 87, pp. 403-427
- GARCÍA TERUEL, P Y MARTÍNEZ SOLANO, P (2004). *Endeudamiento a corto plazo en las PYMES Españolas*. Murcia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A

- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones*. 4ª Edición. Editorial Pirámide.
- IBARRA MARES, A. (2006): “Una Perspectiva sobre la Evolución en la Utilización de las Razones Financieras o Ratios”. *Pensamiento y Gestión*, Vol. I, N° 21, pp. 234-271.
- INE (2010): *Encuesta Anual de Comercio*  
<http://www.ine.es/prensa/np700.pdf>
- INE (2011): *Encuesta Anual de Comercio*  
<http://www.ine.es/prensa/np760.pdf>
- INE (2012): *Encuesta Anual de Comercio*  
<http://www.ine.es/prensa/np826.pdf>
- INE (2013): *Encuesta Anual de Comercio*  
<http://www.ine.es/prensa/np894.pdf>
- INE (2014): *Encuesta Anual de Comercio*  
<http://www.ine.es/prensa/np955.pdf>
- MAGRAMA (2014): *Informe del Consumo de Alimentación en España 2014*  
[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)
- MERCASA (2010): *Informe Alimentación en España 2010*  
[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2010/pdfs/pag\\_090-098\\_galletas.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2010/pdfs/pag_090-098_galletas.pdf)
- MERCASA (2011): *Informe Alimentación en España 2011*  
[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2011/pdfs/pag\\_094-102\\_Galletas.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2011/pdfs/pag_094-102_Galletas.pdf)
- MERCASA (2012): *Informe Alimentación en España 2012*  
[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2012/pdfs/pag\\_086-093\\_Galletas.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2012/pdfs/pag_086-093_Galletas.pdf)
- MERCASA (2013): *Informe Alimentación en España 2013*

[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2013/pdfs/pag\\_065-062\\_Galletas.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2013/pdfs/pag_065-062_Galletas.pdf)

- MERCASA (2014): *Informe Alimentación en España 2014*  
[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2014/pdfs/pag\\_067-074\\_galletas\\_bollerias\\_y\\_dulces.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2014/pdfs/pag_067-074_galletas_bollerias_y_dulces.pdf)
- MERCASA (2015): *Informe Alimentación en España 2015*  
[http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion\\_2015/pdfs/Sectores/pag\\_070-077\\_pasteleria\\_industrial.pdf](http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2015/pdfs/Sectores/pag_070-077_pasteleria_industrial.pdf)
- MILLA, A. (2003): “Las necesidades operativas de fondos y el fondo de maniobra”, *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, Nº. 52, pp. 50-56.
- PÉREZ-CARBALLO VEIGA, J.F (2013). *Control de gestión empresarial*. 8ª Edición. Ediciones ESIC, Madrid.
- PORTER, M. (2008): “Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia”. *Harvard Business Review*, Vol. 86, Nº 1, pp. 58-77.
- SÁNCHEZ SEGURA, A. (1994). “La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes.” *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. XXIV, n. 78, pp. 159-179
- SANZ SANTOLARIA, C.J (2002). “Guía de los principales ratios”. *Acciones e Investigaciones Sociales*, n. 14, pp. 137-148.

## ANEXOS

### Anexo I: Balance de situación abreviado de LaPasión

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>568.424</b>	<b>672.415</b>	<b>634.633</b>	<b>614.381</b>	<b>665.320</b>	<b>804.304</b>
I. Inmovilizado intangible	0	0	0	0	51.554	42.962
II. Inmovilizado material	150.339	119.330	81.548	61.296	60.681	49.072
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	418.085	552.588	552.588	553.085	553.085	712.270
V. Inversiones financieras a largo plazo	0	497	497	0	0	0
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.656.848</b>	<b>3.431.366</b>	<b>3.909.770</b>	<b>4.036.015</b>	<b>3.713.961</b>	<b>3.432.885</b>
II. Existencias	431.666	470.554	511.647	551.956	452.482	508.499
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.523.397	2.075.263	2.154.457	2.288.995	2.109.504	1.945.247
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	2.514.816	2.058.691	2.136.371	2.256.559	2.034.126	1.945.247
b) clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	2.514.816	2.058.691	2.136.371	2.256.559	2.034.126	1.945.247
3. Otros deudores	8.581	16.572	18.086	32.436	75.378	0
V. Inversiones financieras a corto plazo	612.229	753.215	1.033.285	1.034.164	952.831	891.435
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	89.556	132.335	210.382	160.900	199.144	87.703
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>4.225.273</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.396</b>	<b>4.379.281</b>	<b>4.237.189</b>
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.107.761</b>	<b>3.233.391</b>	<b>3.343.874</b>	<b>3.371.767</b>	<b>3.402.645</b>	<b>3.423.410</b>
A-1) Fondos propios	3.107.761	3.233.391	3.343.874	3.371.767	3.402.645	3.423.410
I. Capital	63.466	63.466	63.466	63.466	63.466	63.466
1. Capital escriturado	63.466	63.466	63.466	63.466	63.466	63.466
III. Reservas	2.853.233	3.044.295	3.169.925	3.267.750	3.308.302	3.339.179
VII. Resultado del ejercicio	191.062	125.630	110.483	40.551	30.877	20.766
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5.334</b>	<b>26.846</b>	<b>269.381</b>	<b>200.653</b>	<b>136.737</b>	<b>74.729</b>
II. Deudas a largo plazo	5.334	26.846	269.381	200.653	136.737	74.729
1. Deudas con entidades de crédito	0	0	0	0	136.737	74.729
3. Otras deudas a largo plazo	5.334	26.846	269.381	200.653	0	0
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.112.178</b>	<b>843.544</b>	<b>931.148</b>	<b>1.077.975</b>	<b>839.900</b>	<b>739.049</b>
III. Deudas a corto plazo	114.755	0	0	0	0	0
1. Deudas con entidades de crédito	92.253	0	0	0	0	0
2. Acreedores por arrendamiento financiero	22.502	0	0	0	0	0
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	997.424	843.544	931.148	1.077.975	839.900	739.049
1. Proveedores	817.278	712.316	748.493	852.243	614.942	562.089
b) Proveedores a corto plazo	817.279	712.316	748.493	852.243	614.942	562.089
2. Otros acreedores	180.146	131.228	182.655	225.732	224.958	176.960
<b>TOTAL PASIVO (B + C)</b>	<b>1.117.512</b>	<b>870.390</b>	<b>1.200.529</b>	<b>1.278.629</b>	<b>976.637</b>	<b>813.778</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)</b>	<b>4.225.273</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.396</b>	<b>4.379.281</b>	<b>4.237.189</b>

Fuente: Cuentas Anuales de LaPasión Internacional S.A

### Anexo II: Cuenta de pérdidas y ganancias abreviada de LaPasión

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. Importe neto de la cifra de negocios	5.581.047	4.943.043	5.249.840	5.286.487	4.926.692	4.493.282
4. Aprovisionamientos	-4.008.472	-3.537.813	-3.959.936	-4.048.392	-3.643.158	-3.387.976
5. Otros ingresos de explotación	3.285	3.024	1.594	585	516	74
6. Gastos de personal	-482.443	-481.697	-516.033	-573.128	-549.053	-548.950
7. Otros gastos de explotación	-804.136	-644.933	-531.514	-514.164	-669.151	-469.045
8. Amortización del Inmovilizado	-45.282	-37.931	-37.782	-33.244	-29.315	-27.419
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	6.000	7.997	0	0	0	0
13. Otros resultados	-7.338	-2.720	731	-1.321	2.647	-203
<b>A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>242.660</b>	<b>248.970</b>	<b>206.900</b>	<b>116.824</b>	<b>39.178</b>	<b>59.763</b>
14. Ingresos financieros	63.488	46.745	22.319	10.907	13.913	4.990
b) Otros ingresos financieros	63.488	46.745	22.319	10.907	13.913	4.990
15. Gastos financieros	-62.617	-44.249	-55.282	-37.239	-37.986	-42.511
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	19.343	-81.887	-32.853	-30.240	25.101	4.335
17. Diferencias de cambio	-242	0	0	-351	0	0
<b>B) RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>19.972</b>	<b>-79.391</b>	<b>-65.815</b>	<b>-56.924</b>	<b>1.028</b>	<b>-33.186</b>
<b>C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>262.632</b>	<b>169.579</b>	<b>141.085</b>	<b>59.900</b>	<b>40.206</b>	<b>26.577</b>
20. Impuestos sobre beneficios	-71.570	-43.948	-30.602	-19.349	-9.328	-5.811
<b>D) RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>191.062</b>	<b>125.630</b>	<b>110.483</b>	<b>40.551</b>	<b>30.877</b>	<b>20.766</b>

Fuente: Cuentas Anuales de LaPasión Internacional S.A

## Anexo III: Estructuras operativas de la cuentas de pérdidas y ganancias.

### 1. LaPasión

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cifra de negocios	5.581.047	4.943.043	5.249.840	5.286.487	4.926.692	4.493.282
(-) Aprovisionamientos	-4.008.472	-3.537.813	-3.959.936	-4.048.392	-3.643.158	-3.387.976
(-) gastos de personal	-482.443	-481.697	-516.033	-573.128	-549.053	-548.950
(-) otros gastos de explotación	-804.136	-644.933	-531.514	-514.164	-669.151	-469.045
(+) otros ingresos de explotación	3.285	3.024	1.594	585	516	74
(+/-) otros resultados	-1.338	5.277	731	-1.321	2.647	-203
<b>EBITDA</b>	<b>287.942</b>	<b>286.901</b>	<b>244.682</b>	<b>150.068</b>	<b>68.493</b>	<b>87.181</b>
(-) Amorti y deterioros del inmovilizado	-45.282	-37.931	-37.782	-33.244	-29.315	-27.419
<b>Resultado de explotación</b>	<b>242.660</b>	<b>248.970</b>	<b>206.900</b>	<b>116.824</b>	<b>39.178</b>	<b>59.763</b>
Resultado de activos financieros	82.589	-35.142	-10.533	-19.684	39.013	9.325
<b>EBIT</b>	<b>325.249</b>	<b>213.828</b>	<b>196.367</b>	<b>97.140</b>	<b>78.192</b>	<b>69.088</b>
Gastos financieros	-62.617	-44.249	-55.282	-37.239	-37.986	-42.511
<b>EBT</b>	<b>262.632</b>	<b>169.579</b>	<b>141.085</b>	<b>59.901</b>	<b>40.206</b>	<b>26.577</b>
Impuesto	-71.570	-43.948	-30.602	-19.349	-9.328	-5.811
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>	<b>191.062</b>	<b>125.631</b>	<b>110.483</b>	<b>40.552</b>	<b>30.877</b>	<b>20.766</b>

Fuente: elaboración propia.

### 2. Productos Jesús

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cifra de negocios	5.688.950	4.924.256	5.392.092	5.432.988	5.853.120	5.467.944
(-) Aprovisionamientos	-3.183.707	-2.728.889	-3.161.071	-3.411.832	-3.755.470	-3.385.739
(-) gastos de personal	-658.435	-768.862	-756.626	-712.561	-748.090	-763.520
(+/-) otros resultados	-1.291.923	-1.133.401	-1.150.122	-1.093.078	-1.164.187	-1.164.234
<b>EBITDA</b>	<b>554.885</b>	<b>293.104</b>	<b>324.273</b>	<b>215.517</b>	<b>185.373</b>	<b>154.451</b>
(-) Amorti y deterioros del inmovilizado	-161.077	-100.279	-105.513	-94.574	-88.925	-86.289
<b>Resultado de explotación</b>	<b>393.808</b>	<b>192.825</b>	<b>218.760</b>	<b>120.943</b>	<b>96.448</b>	<b>68.162</b>
Resultado de activos financiero	9.158	1.676	2.181	1.308	1.320	2.039
<b>EBIT</b>	<b>402.966</b>	<b>194.501</b>	<b>220.941</b>	<b>122.251</b>	<b>97.768</b>	<b>70.201</b>
Gastos financieros	-4.921	-3.109	-1.496	-759	-3.867	-1.974
<b>EBT</b>	<b>398.045</b>	<b>191.392</b>	<b>219.445</b>	<b>121.492</b>	<b>93.901</b>	<b>68.227</b>
Impuesto	-113.403	-51.407	-43.889	-30.373	-23.475	-17.138
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>	<b>284.642</b>	<b>139.985</b>	<b>175.556</b>	<b>91.119</b>	<b>70.426</b>	<b>51.089</b>

Fuente: elaboración propia.

### 3. Flory's

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cifra de negocios	3.044.044	3.075.642	3.360.161	3.487.049	3.525.600	3.688.030
(-) Aprovisionamientos	-2.409.452	-2.447.107	-2.595.812	-2.654.514	-2.671.868	-2.833.826
(-) gastos de personal	-421.462	-436.401	-482.561	-559.312	-571.924	-577.956
(+/-) otros resultados	-140.671	-147.379	-172.953	-177.179	-196.898	-182.090
<b>EBITDA</b>	<b>72.459</b>	<b>44.755</b>	<b>108.835</b>	<b>96.044</b>	<b>84.910</b>	<b>94.158</b>
(-) Amorti y deterioros del inmovilizado	-30.736	-26.204	-34.307	-35.050	-38.002	-40.310
<b>Resultado de explotación</b>	<b>41.723</b>	<b>18.551</b>	<b>74.528</b>	<b>60.994</b>	<b>46.908</b>	<b>53.848</b>
Resultado de activos financiero	0	0	0	301	3.182	534
<b>EBIT</b>	<b>41.723</b>	<b>18.551</b>	<b>74.528</b>	<b>61.295</b>	<b>50.090</b>	<b>54.382</b>
Gastos financieros	-34.229	-3.830	-27.534	-28.871	-31.920	-26.955
<b>EBT</b>	<b>7.494</b>	<b>14.721</b>	<b>46.994</b>	<b>32.424</b>	<b>18.170</b>	<b>27.427</b>
Impuesto	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>	<b>7.494</b>	<b>14.721</b>	<b>46.994</b>	<b>32.424</b>	<b>18.170</b>	<b>27.427</b>

Fuente: elaboración propia.

## Anexo IV: Masa patrimoniales del Activo y el Pasivo

### 1. LaPasión

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activo Circulante</b>	3.656.848	3.431.366	3.909.770	4.036.015	3.713.961	3.432.885
<i>Disponible</i>	89.556	132.335	210.382	160.900	199.144	87.703
<i>Realizable</i>	3.135.626	2.828.477	3.187.742	3.323.159	3.062.335	2.836.683
<i>Existencias</i>	431.666	470.554	511.647	551.956	452.482	508.499
<b>Activo No Circulante</b>	568.424	672.415	634.633	614.381	665.320	804.304
<i>Inmovilizado Material</i>	0	0	0	0	51.554	42.962
<i>Inmovilizado Inmaterial</i>	150.339	119.330	81.548	61.296	60.681	49.072
<i>Otros activos fijos</i>	418.085	553.085	553.085	553.085	553.085	712.270
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.225.272</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.396</b>	<b>4.379.281</b>	<b>4.237.189</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Pasivo Circulante</b>	1.112.178	843.544	931.148	1.077.975	839.900	739.049
<b>Patrimonio Neto</b>	3.107.761	3.233.391	3.343.874	3.371.767	3.402.645	3.423.410
<b>Pasivo No Circulante</b>	5.334	26.846	269.381	200.653	136.737	74.729
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.117.512</b>	<b>870.390</b>	<b>1.200.529</b>	<b>1.278.628</b>	<b>976.637</b>	<b>813.778</b>
<b>TOTAL PASIVO + PN</b>	<b>4.225.273</b>	<b>4.103.781</b>	<b>4.544.403</b>	<b>4.650.395</b>	<b>4.379.282</b>	<b>4.237.188</b>

Fuente: elaboración propia.

### 2. Productos Jesús

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activo Circulante</b>	1.655.629	1.768.343	1.950.825	2.278.489	2.089.878	1.716.062
<i>Disponible</i>	265.999	441.392	392.192	320.775	256.588	441.139
<i>Realizable</i>	1.171.046	1.104.843	1.397.229	1.659.857	1.629.738	1.103.354
<i>Existencias</i>	218.584	222.108	161.404	297.857	203.552	171.569
<b>Activo No Circulante</b>	467.900	490.574	450.849	377.676	431.865	671.624
<i>Inmovilizado Material</i>	457.812	478.836	439.111	365.938	420.127	659.886
<i>Inmovilizado Inmaterial</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Inmovilizado Financiero</i>	10.088	11.738	11.738	11.738	11.738	11.738
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.123.529</b>	<b>2.258.917</b>	<b>2.401.674</b>	<b>2.656.165</b>	<b>2.521.743</b>	<b>2.387.686</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Pasivo Circulante</b>	494.298	522.224	799.037	974.112	769.264	583.979
<b>Patrimonio Neto</b>	1.588.056	1.728.040	1.602.636	1.682.053	1.752.479	1.803.707
<b>Pasivo No Circulante</b>	41.175	8.653	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>535.473</b>	<b>530.877</b>	<b>799.037</b>	<b>974.112</b>	<b>769.264</b>	<b>583.979</b>
<b>TOTAL PASIVO + PN</b>	<b>2.123.529</b>	<b>2.258.917</b>	<b>2.401.673</b>	<b>2.656.165</b>	<b>2.521.743</b>	<b>2.387.686</b>

Fuente: elaboración propia.

### 3. Flory's

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Circulante	408.015	688.657	792.450	911.296	1.016.439	1.242.359
<i>Disponible</i>	46.437	47.873	147.422	231.463	292.675	452.322
<i>Realizable</i>	186.945	392.905	398.223	433.884	444.517	467.022
<i>Existencias</i>	174.633	247.879	246.805	245.949	279.247	323.015
Activo No Circulante	903.417	885.212	844.592	833.449	806.445	798.811
<i>Inmovilizado Material</i>	902.095	884.071	843.692	832.735	805.899	798.433
<i>Inmovilizado Inmaterial</i>	1.322	1.141	900	714	546	378
<i>Inmovilizado Financiero</i>	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.311.432</b>	<b>1.573.869</b>	<b>1.637.042</b>	<b>1.744.745</b>	<b>1.822.884</b>	<b>2.041.170</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo Circulante	801.272	925.455	923.175	838.001	884.212	1.065.270
Patrimonio Neto	-97.458	117.276	264.277	296.702	314.872	342.301
Pasivo No Circulante	607.618	531.138	449.590	610.042	623.800	633.599
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.408.890</b>	<b>1.456.593</b>	<b>1.372.765</b>	<b>1.448.043</b>	<b>1.508.012</b>	<b>1.698.869</b>
<b>TOTAL PASIVO + PN</b>	<b>1.311.432</b>	<b>1.573.869</b>	<b>1.637.042</b>	<b>1.744.745</b>	<b>1.822.884</b>	<b>2.041.170</b>

Fuente: elaboración propia.