



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

## ANÁLISIS ECONÓMICO VS ANÁLISIS FINANICERO

Autora

EVELYN ALEJANDRA HERNÁNDEZ CUNALATA

Director

JULIAN PASCUAL GÓNZALES

FACULTAD DE ECONOMIA Y EMPRESAS

FINANZAS Y CONTABILIDAD

2018-2019

## RESUMEN

En este proyecto se pretende realizar una observación y comparación entre la evolución de un análisis económico y un análisis financiero, a lo largo del periodo de postcrisis (2008-2016); del sector lácteo y de sus ocho empresas más relevantes. Hemos seleccionado el sector lácteo debido a su importancia en la repercusión económica y social del país, ya que es una materia prima que está presente de forma esencial en la vida cotidiana de toda la sociedad.

Para estudiar las políticas económicas, las políticas financieras, el impacto de la crisis en dicho sector y realizar sus correspondientes análisis, hemos recopilado los datos contables del sector y de sus empresas. Para concluir con nuestro objetivo razonaremos empíricamente a través de unas variables determinadas (ROA, ROE, TGO, RGO, etc.) la evolución del sector, la evolución conjunta de las empresas y una comparativa de las empresas frente al sector, como de las empresas entre sí; terminando con un breve resumen tanto de la gestión económica como financiera.

Palabras clave: Análisis económico, Análisis financiero, Sector Lácteo, Crisis 2008.

## SYNOPSIS

This project aims to make an observation and comparison between the evolution of an economic analysis and a financial analysis, throughout the post-crisis period (2008-16); of the dairy sector and its eight most important companies. We have selected the dairy sector due to its importance in the economic and social impact of the country, which is a raw material that is present in an essential way in the daily life of the whole society.

To study economic policies, financial policies, the impact of the crisis in that sector and perform their corresponding analysis, we have compiled the accounting data of the dairy sector and its companies. To conclude with our objective, we will empirically analyze through certain variables (ROA, ROE, TGO, RGO, etc.) the evolution of the sector, the joint evolution of the companies and a comparison of the companies with the sector as of the companies among themselves; ending with a summary of both economic and financial management.

Keywords: Economic analysis, Financial analysis, Dairy sector, Recession.

---

# *INDICE*

---

<b>1</b>	<b><i>INTRODUCCIÓN</i></b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b><i>METODOLIGÍA</i></b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b><i>ANÁLISIS DEL SECTOR</i></b>	<b>9</b>
3.1	EMPRESAS DEL SECTOR	10
<b>4</b>	<b><i>ANÁLISIS DESCRIPTIVO</i></b>	<b>13</b>
4.1	VARIABLES ECONÓMICAS	13
4.1.1	Rentabilidad Económica (ROA)	13
4.1.2	Margen Económico	14
4.1.3	Rotación de los Activos	15
4.1.4	Rentabilidad Financiera (ROE)	15
4.1.5	Apalancamiento Financiero	16
4.2	VARIABLES FINANCIERAS	18
4.2.1	Recursos Generados por Operaciones (RGO)	18
4.2.2	Tesorería Generada por Operaciones (TGO)	19
4.2.3	Variación del Capital Circulante (VCC)	19
4.2.4	Políticas Financieras a Corto Plazo (PFCP)	20
4.2.5	Políticas Financieras a Largo Plazo (PFLP)	22

<b>5 ANÁLISIS EMPÍRICO -----</b>	<b>23</b>
<b>5.1 DIAGNÓSTICO ECONÓMICO -----</b>	<b>23</b>
5.1.1 Variables Económicas por Sector -----	24
5.1.2 Variables Económicas por Empresas-----	28
5.1.3 Conclusiones al Diagnóstico Económico -----	37
<b>5.2 DIAGNÓSTICO FINANCIERO -----</b>	<b>41</b>
5.2.1 Variables Financieras por Sector -----	41
5.2.2 Variables Financieras por Empresas -----	46
5.2.3 Conclusiones al diagnóstico financiero-----	54
<b>6 ANÁLISIS ECONÓMICO VERSUS ANÁLISIS FINANCIERO -----</b>	<b>58</b>
<b>7 CONCLUSIÓN -----</b>	<b>62</b>
<b>8 BIBLIOGRAFÍA -----</b>	<b>64</b>
8.1 LIBROS -----	64
8.2 PÁGINAS WEB -----	64
<b>9 ANEXOS (CUENTAS NO CONSOLIDADAS)-----</b>	<b>66</b>

## 1 INTRODUCCIÓN

La base del análisis económico-financiero está en la cuantificación del binomio rentabilidad-riesgo, por lo que el mismo se presenta con una triple funcionalidad, análisis de la rentabilidad de la empresa, estudio de la solvencia de la empresa, es decir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras, y análisis de la estructura financiera de la empresa con la finalidad de comprobar su adecuación para mantener un desarrollo estable de la misma. (*Cuervo Álvaro, Rivero Pedro, 1986*)

El análisis económico y financiero sirve a las empresas para conocer su situación económica y financiera, la rentabilidad de sus inversiones y la adecuación de su estructura financiera, así mismo con estos análisis, comprobaremos de si las empresas son capaces de generar recursos y liquidez para hacer frente a sus obligaciones.

El objetivo primordial de este trabajo es profundizar en las evoluciones de las variables económicas y financieras que determinaremos para desarrollar el análisis y expresar si estos diagnósticos siguen una evolución paralela entre ellas o por el contrario difieren.

Al concluir con la comparación de la evolución del análisis económico y financiero tanto del sector como de las empresas lácteas nos podemos encontrar en tres situaciones:

- Los análisis evolucionan de manera similar, lo que significaría que el sector como las empresas presentan una adecuada situación económica y financiera, es decir, financieramente éstas son capaces de atender a sus obligaciones a corto y largo plazo, ya que tienen la capacidad de convertir sus inversiones en medios de pago totalmente líquidos de forma suficiente, y económicoamente éstas son capaces de generar beneficios, lo cual redunda en la rentabilidad a lo largo de los años.
- El análisis económico a lo largo del periodo es positivo mientras que el financiero resulta negativo, esto significaría que las empresas y el sector económico generan beneficios y son rentables pero no son financieramente capaces de producir liquidez con sus recursos generados para poder hacer frente a sus deudas, por lo cual estarían incurriendo en una falta de solvencia.

- El análisis económico resulte negativo mientras que el financiero positivo, nos encontraríamos en una situación donde las empresas y el sector no resultan ser un negocio fiable ya que no son capaces de generar beneficios lo cual no es rentable para los inversores, aunque financieramente éstas son capaces de generar liquidez suficiente para hacer frente a sus deudas.
- El análisis económico y financiero van en paralelo pero de forma negativa, esto nos indicaría que tanto el sector como las empresas, económicamente no son rentables ya que no genera beneficio alguno; y financieramente tampoco son capaces de generar recursos suficientes para hacer frente a sus deudas.

Para poder realizar estas comparativas entre análisis económico y financiero partiremos de las cuentas anuales de las empresas y del sector lácteo, cabe destacar que el interés de toda la investigación es de interés académico.

## 2 METODOLIGÍA

Para realizar este trabajo, primero hemos buscado un sector que consideremos apropiado dentro de la económica española, por lo cual después de una búsqueda intensa de sectores, hemos decidido seleccionar el subsector 105 Fabricación de Productos Lácteos, perteneciente al sector 10 Industria de Alimentación, ya que consideramos un buen sector a analizar, debido a su primordial importancia e influencia en la economía del país (PIB<sup>1</sup>). Una vez seleccionado el subsector antes mencionado hemos decidido tomar de éste una muestra de las ocho principales empresas del país basándonos en la cifra de negocios que presentan al cierre del ejercicio 2016.

Cabe destacar que debido a diversos motivos, como la falta de información económica y financiera de algunas empresas, la falta y omisión de datos financieros de algunos años de las mismas, por el cierre o liquidación de otras empresas, entre otros, no hemos podido insertar la lista original de empresas lácteas, que encontramos en la actualidad como las que nos proporcionaba la base de datos de SABI<sup>2</sup>, es decir hemos seleccionado las empresas que continúen con su actividad en la actualidad y las que nos facilitan sus datos financieros desde el año 2008 hasta el 2016, guiándonos principalmente en su cifra de negocios.

Los datos económicos y financieros de las empresas de nuestra muestra como del sector lácteo, que se necesitan para realizar este análisis, lo hemos obtenido por medio de la base de datos de SABI, plataforma que facilita la universidad de Zaragoza a sus miembros. Con estos datos hemos procedido a la reelaboración de sus Estados Contables, para facilitar el estudio de sus datos y su interpretación.

La elaboración de este trabajo se va a dividir en distintas partes:

Primero, desarrollaremos un análisis descriptivo del sector de la Alimentación y del subsector Lácteo, explicando los motivos de su elección y la elección de las empresas lácteas.

---

<sup>1</sup> PIB. Producto Interior Bruto

<sup>2</sup> SABI. Sistema de Análisis de Balances Ibéricos.

Segundo, se desarrollará un análisis teórico de las variables económicas y financieras, que serán la base esencial a la hora de elaborar un análisis empírico, por lo que en esta parte pasaremos a describir un análisis económico-financiero con aquellas variables que serán esenciales para realizar dicho análisis.

Seguidamente hemos realizado el análisis empírico, en el cual hemos desarrollado, por un lado, un análisis económico desde los valores relativos de rentabilidad económica en relación con su margen por rotación, apalancamiento, y la rentabilidad financiera realizando un estudio de su evolución y una comparativa con el sector y de empresas entre sí para finalizar con un diagnóstico económico con sus valores medios.

Por otro lado, hemos desarrollado un análisis financiero en base a los ratios más significativos elaborados con los datos del Estado de Flujo de Efectivo (EFE<sup>3</sup>), tales como los Recursos Generados por Operaciones, Tesorería Generada por Operaciones, Variaciones de Capital Circulante y sus Políticas Financieras a Corto y Largo Plazo; de igual manera hemos estudiado la evolución de sus resultados y hemos realizado una comparativa frente al sector y entre empresas, para con ello llegar a un diagnóstico financiero con los valores medios de dichas variables.

Para finalizar, completaremos este estudio con una breve comparativa del análisis económico y financiero, observando y concluyendo si su evolución, durante este periodo de tiempo determinado, lo hace de manera conjunta o por el contrario lo hace de forma independiente o alternativamente.

Al final de este documento adjuntaremos los estados contables de las empresas y el sector, que ayudará al lector a la comprensión y comprobación de los análisis realizados.

---

<sup>3</sup> EFE. Estado de Flujos de Efectivo

### 3 ANÁLISIS DEL SECTOR

En la Unión Europea, la industria alimentaria es la principal actividad de la industria manufacturera, con un valor superior a los 1.098.000 millones de euros de cifra de negocios, superior en un 0,8% respecto al año anterior, representando el 14% del consumo (*Publicación Food Drink Europa 2017 - Datos 2015*).

La industria alimentaria española ocupa el quinto puesto en valor de cifra de negocios con un 9,5%, tras Francia (16,4%), Alemania (15,4%), Italia (12,0%) y Reino Unido (11,9%).

En España, la industria de alimentación y bebidas es la primera rama del sector industrial, según la última Estadística Estructural de Empresas del INE, con 98.163,4 M€ en ventas de producto (21,7% del sector industrial), el 18,3% de las personas ocupadas, el 18% de la inversión bruta en activos materiales y el 15,5% del valor añadido (19.312 M€).

El número de empresas asciende a 29.018, según el Directorio Central de Empresas del INE<sup>4</sup>, a 1 de enero de 2017, representando un 16,7% de la industria manufacturera. El 96,3% de ellas cuentan con menos de 50 empleados, y un 78,9% tienen menos de 10 trabajadores.

En el año 2015, las ventas de producto de la industria de alimentación y bebidas ascendieron a 98.163 millones de €, lo que supone un incremento del 5,1% sobre el año 2014. Del total de ventas y ocupando el primer lugar con 21.897 millones de € (22,3%) está el subsector Industria cárnica, seguido por Aceites y grasas (10,8%), Productos de alimentación animal (9,1%) y Preparación y conservación de frutas y hortalizas (8,7%).

Los sectores de Productos lácteos y de Panadería y pastas alimenticias alcanzaron los 8.063 y 7.187 millones de €, respectivamente, lo que supone el 8,2% y el 7,3% del total de las ventas de producto de la industria alimentaria. (*Informe Anual de la Industria Alimentaria Española, Mapa<sup>5</sup>, 2015 – 2016*)

---

<sup>4</sup> INE. Instituto Nacional de Estadística

<sup>5</sup> MAPA. Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente.

El subsector lácteo se encuentra dentro del sector 10 Industrias de la Alimentación, según los códigos del CNAE<sup>6</sup>-2009; es un subsector estratégico en el ámbito agroalimentario español por su relevancia económica y su contribución al desarrollo del país.

Dentro del sector primario y de todos los subsectores ganaderos se encuentra con especial trascendencia el sector vacuno lácteo, ya que la leche es uno de los productos claves de la alimentación de la sociedad actual, sobre todo de la sociedad occidental y muchos de los productos alimentarios elaborados se componen de derivados de la leche.

El ganado vacuno proporciona la mayor parte de leche en España (casi el 90%) destinada a la fabricación de leche y productos lácteos. Sin embargo, la leche de oveja y de cabra está destinada en su mayor parte a la producción de queso.

En definitiva, podemos afirmar que el sector lácteo español representa un sector necesario desde el punto de vista económico, social y nutritivo.

Para realizar los correspondientes análisis del sector hemos obtenido los datos a través de la base de datos de SABI.

Para conseguir los datos numéricos del sector, Fabricación de Productos Lácteos, primero hemos seleccionado las empresas que se incluirían en nuestro estudio y posteriormente hemos procedido a la agrupación de los estados financieros de las mismas, es decir para conseguir un solo Balance de Situación y el EFE hemos realizado la agrupación del Balance de Situación y el EFE de todas nuestras empresas.

### **3.1 EMPRESAS DEL SECTOR**

Las empresas seleccionadas para realizar este análisis pertenecen al Subsector 105 (Fabricación de productos lácteos) que proviene del Sector 10 (Industria de la Alimentación), que a su vez estos pertenecen al grupo C. (Industrias Manufactureras) según los códigos del CNAE-2009. Cabe destacar que el subsector 105 contiene la siguiente subdivisión:

---

<sup>6</sup> CNAE. Clasificación Nacional de Actividades Económicas.

Elaboración de helados. Grupo 1052

Fabricación de quesos. Grupo 1053

Preparación de leche y otros productos lácteos. Grupo 1054

Nuestro análisis está compuesto por un total de ocho empresas lácteas correspondiente al subgrupo “fabricación de productos lácteos” que han sido obtenidas por medio de la base de SABI.

Me ha motivado seleccionar este subsector porque aparte de ser uno de los que más repercuten en el PIB del país, considero que los productos lácteos son primordiales en la vida cotidiana de la mayoría de la población, debido a que sus componentes aportan mucho a la salud y al bienestar de las personas, por ello, los productos lácteos que siempre encontramos en nuestros hogares son la leche o yogures seguido de los quesos y helados.

Por lo cual, al ser productos esencialmente demandados en el país, pienso que resultaría muy interesante e importante realizar un estudio de las empresas más representativas de este subsector, para ver su efecto ante la crisis del 2008 y así mismo observar como se ve afectada desde dicho años hasta la actualidad.

Cabe recalcar que he tenido en cuenta, pero no como variable importante, el tamaño y reconocimiento de las empresas más representativas de este subsector, es decir que al ser grandes empresas tienden a ser más conocidas, por lo cual en principio resultaría más sencillo encontrar cualquier tipo de información necesaria sobre estas.

Las empresas que hemos seleccionado están denominadas comercialmente como Danone, S.A, Alimentaria Peñasanta, S.A, Lácteas Asturianas, S.A, Puleva Food, S.L, Entrepinares, S.A, Láctalis Forlasa, S.L, Leche Celta, S.L y Esnelat S.L que nosotros a lo largo de este estudio las mencionaremos como: DANONE, CAPSA, ILAS, PULEVA, QUESERIAS, FORLASA, LECHE CELTA Y ESNELAT respectivamente.

**CUADRO 1. EMPRESAS DEL SECTOR 105. (EN €)**

<b>SECTOR 105 FABRICACIÓN DE PRODUCTOS LÁCTEOS (en €)</b>	<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>NUMERO DE EMPLEADOS</b>
DANONE, S.A	875.488.000	108.589.000	618.327.000	158.214.000	1.176
ALIMENTARIA PEÑASANTA, S.A	665.833.000	13.050.000	343.652.000	156.944.000	1.105
LACTEAS ASTURIANAS, S.A	336.615.393	8.358.271	262.253.047	161.394.638	711
PULEVA FOOD, S.L	335.527.417	16.920.702	145.635.366	84.794.088	655
ENTREPINARES, S.A	259.174.327	14.320.766	170.791.880	64.799.463	599
LACTALIS FORLASA, S.L	251.542.565	8.242.027	69.448.044	31.674.298	101
LECHE CELTA, S.L	241.384.948	-498.172	106.579.298	45.571.735	289
ESNELAT S.L	193.164.987	2.107.144	55.923.861	27.957.357	199

Elaboración propia a partir de SABI

Tal como podemos ver en el cuadro 1, hemos seleccionado dichas empresas guiándonos básicamente por el criterio de un mayor importe de ingreso de explotación, del subsector antes indicado, además hemos adjuntado algunos datos que también consideramos relevantes de las mismas, tal como el resultado del ejercicio, total de Activo y Pasivo y el número de empleados, todos estos siendo datos al cierre del ejercicio 2016.

## 4 ANÁLISIS DESCRIPTIVO

En este apartado se va a introducir una breve definición de las variables tanto económicas como financiera que serán necesarias para llevar a cabo nuestro análisis, así mismo incluiremos las fórmulas correspondientes para su cálculo y una breve explicación de cómo interpretar sus resultados.

### 4.1 VARIABLES ECONÓMICAS

*“El análisis económico de la empresa trata de investigar la realidad de la empresa como unidad económica, en el sentido de estudiar su potencialidad, sus beneficios y su rentabilidad tanto actual como futura”. (Domínguez Jiménez J.; Seco Benedicto M. 2010)*

A continuación, detallaremos cada variable económica que utilizaremos a la hora de realizar un estudio económico tanto para las empresas como para el sector.

#### 4.1.1 Rentabilidad Económica (ROA)<sup>7</sup>

También conocida como rentabilidad de los activos o rentabilidad económica (ROA, return on assest o ROI return on investement) y se define como la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos (BAIT<sup>8</sup>) y el total de activo.

$$r = \text{BAIT} / \text{ACTIVO}$$

Es una medida de la rentabilidad de las inversiones totales al margen de la forma de forma de financiación elegida. (Pascual Garrido Iralles; Raúl Iñiguez Sánchez. 2017)

La rentabilidad económica resulta de la rentabilidad de los Activos con independencia de la financiación que tengan, sea ajena o propia, por lo que obtenemos información de la riqueza generada por la inversión realizada.

En cuanto a los valores ideales que debe tomar esta variable, no podemos señalar un valor concreto ya que para ello influyen diversos factores, pero cabe destacar que esta ROA por lo menos deberá tomar un valor mínimo.

---

<sup>7</sup> ROA. Return on assest

<sup>8</sup> BAIT. Beneficio antes de intereses e impuestos

Para saber qué valor mínimo de ROA debería obtener las empresas lo compararemos primero con la ROA del sector, es decir para que nuestra empresa tenga una ROA ideal debería por lo menos ser igual o mayor que la ROA del sector; segundo la ROA debería ser mayor que el coste de financiación ya que esto nos indicará que las empresas obtienen una mayor rentabilidad por los activos de nuestra empresa; y por último, deberíamos comparar nuestra ROA con el coste de oportunidad de otras inversiones, por lo que nuestra ROA siempre tendría que ser superior al coste de oportunidad, para afirmar que estamos realizando la mejor inversión posible.

Hay que tener en cuenta que una ROA positiva no implica que la empresa obtenga un beneficio para los accionistas, ya que con este beneficio se debe retribuir a la deuda y a los mismos accionistas.

Por el contrario, una ROA negativa o cercana a cero indica que la empresa no consigue sacar rendimiento alguno a su activo mediante su actividad típica. Es más, en caso de ser negativa, los activos generan pérdidas, por lo que es recomendable reducir gastos o incluso abandonar la actividad actual y dirigirse a otra con rentabilidades económicas positivas.

#### **4.1.2 Margen Económico**

Margen económico de las ventas, es decir el beneficio económico por unidad de venta, obtenido como el porcentaje del resultado antes de interés e impuestos sobre la cifra de ventas, o lo que es igual, el margen que queda una vez cubierto todos los gastos derivados de los factores productivos utilizados en la obtención de los productos vendidos. (*Pascual Garrido Iralles; Raúl Iñiguez Sánchez. 2017*)

Este ratio que también se denomina como ratio de rentabilidades sobre ventas, identifica al beneficio de explotación como un porcentaje de las ventas y se conoce por el nombre genérico de “Margen Económico”. Viene a medir “los euros de beneficio obtenido por cada euro de ventas”. (*De Jaime Eslava, José. 2008*)

Viene definido como: (*González Pascual Julián. 2016*)

$$MARGEN = \frac{BAIT}{VENTAS}$$

#### 4.1.3 Rotación de los Activos

Es el número de veces que la cifra de ventas cubre los activos totales. Directamente relacionada con el grado de actividad de la sociedad.

Otro ratio que genera la rentabilidad económica, se mide en número de veces y no en porcentajes. Identifica la efectividad con la que se utiliza los activos de la empresa o en otras palabras “el volumen de euros vendidos por cada euro invertido”. (*De Jaime Eslava, José. 2008*)

Se obtiene mediante la siguiente formulación: (*González Pascual Julián. 2016*)

$$ROTACIÓN = VENTAS / ACTIVO$$

Los ratios de rotación, también llamados de giro, miden los rendimientos originados por los activos que obtiene en un período una entidad. Se utilizan como complemento de los ratios de rentabilidad y su resultado se mide en número de veces que el numerador está contenido al denominador. No obstante, para que realmente sean representativos se debería utilizar valores medios ya que es normal que sus componentes fluctúen a lo largo del ejercicio. (*Boal Velasco, Nohemí.*)

#### 4.1.4 Rentabilidad Financiera (ROE<sup>9</sup>)

La rentabilidad financiera hace referencia a las rentabilidades que queda exclusivamente a los accionistas. A esta rentabilidad financiera también se le conoce como ROE (return on equity), y tiene dos definiciones alternativas, según sea antes o después de impuestos. (*Pascual Garrido Iralles; Raúl Iñiguez Sánchez. 2017*)

De tal modo que se utilizará uno u otro, según convenga, teniendo en cuenta que efectivamente, el directivo no tiene excesiva capacidad de actuar sobre el efecto impositivo derivado del devengo del IS<sup>10</sup>.

Así se suele distinguir entre el ratio de ROE bruta:

$$ROE(bruta) = \frac{BAT^{11}}{PN^{12}}$$

---

<sup>9</sup> ROE. Return on Equity

<sup>10</sup> IS. IMPUESTO DE SOCIEDADES

Y ratio de ROE neta, representado por:

$$ROE(neta) = \frac{BN^{13}}{PN}$$

Este ratio financiero mide la capacidad de la empresa para remunerar a sus propietarios, representando para ellos en última instancia, el coste de oportunidad de los fondos que mantienen invertido en la empresa y posibilita la comparación, al menos en principio, con los rendimientos de otras inversiones alternativas. (*De Jaime Eslava, José. 2008*)

Para la interpretación de los valores de este ratio recalcamos que esta ROE sí depende de la forma en que se financia la empresa, por lo que la situación ideal es obtener el máximo de la ROE, pues como es sabido, el objeto de toda empresa es la maximización de la riqueza de los accionistas. Por ello, la ROE positiva indica que los accionistas obtienen rendimiento en la empresa, aunque sea pequeño, mientras que una ROE negativa indica que los accionistas están perdiendo fondos en la empresa.

Cabe señala que en nuestro análisis formularemos la primera acepción.

#### 4.1.5 Apalancamiento Financiero

El termino de apalancamiento financiero es consecuencia de endeudamiento, pues suele decirse que una empresa esta financieramente apalancada cuando está endeudada. (*Pascual Garrido Iralles; Raúl Iñiguez Sánchez. 2017*)

Entendemos por apalancamiento financiero la utilización de la deuda para incrementar la rentabilidad de los capitales propios. Es la medida de la relación entre deuda y rentabilidad. Cuando el coste de la deuda (tipo de interés) es inferior al rendimiento ofrecido por la inversión resulta conveniente financiar con recursos ajenos. De esta forma el exceso de rendimiento respecto del tipo de interés supone una mayor retribución a los fondos propios. (*Economipedia. 2011*)

---

<sup>11</sup> BAT. BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS

<sup>12</sup> PN. PATRIMONIO NETO

<sup>13</sup> BN. BENEFICIO NETO

Apalancamiento financiero es el efecto que produce el endeudamiento en la rentabilidad financiera para hacerla diferir de la rentabilidad económica. Y este efecto puede ser positivo (cuando la rentabilidad financiera supera a la rentabilidad económica), negativo (cuando es inferior) o neutro (cuando es igual).

El concepto de apalancamiento financiero transmite la posibilidad, partiendo de una determinada rentabilidad económica y de un determinado coste de la deuda, de aumentar o disminuir la rentabilidad financiera mediante el empleo de la deuda. (Yirepa.2015)

La fórmula de cálculo del apalancamiento financiero: (González Pascual Julián. 2016)

$$APALANCIAMIENTO = (r - c) * L$$

Dónde: r, es la rentabilidad económica; c, los costes financieros y L, el endeudamiento.

Estas variables se calcularán mediante la siguiente formulación:

$$c = \frac{GASTOS FINANCIEROS}{DEUDA TOTAL}$$

$$L = \frac{CAPITAL AJENO}{CAPITALES PROPIOS}$$

Por lo que respecta a sus valores, es conveniente que estos sean positivos o por lo mínimo que la ROA sea mayor que el coste financiero, para poder obtener así un apalancamiento positivo, esto nos indicará que las empresas generan una mayor rentabilidad económica por sus inversiones frente a los costes financieros por la financiación de los recursos ajenos. Por el contrario, si el apalancamiento financiero fuese negativo o próximos a cero nos indicará que las empresas están incurriendo en mayores costes financieros por la financiación de recursos ajenos.

Para analizar los resultados y ver si las empresas hacen lo correcto financiándose con recursos ajenos sería ideal que tomara valores superiores a la unida.

## 4.2 VARIABLES FINANCIERAS

Si lo que nos interesa es la relación entre el resultado económico (cuenta de resultados) y los flujos de tesorería (movimiento de caja y bancos), la amortización no es la única partida que justifica la diferencia entre ambos resultados. Como sabemos, las ventas del ejercicio pueden no haberse cobrado todavía; parte de las materias primas y/o mercaderías suministradas por los proveedores pueden estar todavía en el almacén. Es decir, hay que tener en cuenta la diferencia que existe en las operaciones ordinarias; entre los ingresos, gastos y cobros, pagos.

### 4.2.1 Recursos Generados por Operaciones (RGO<sup>14</sup>)

Los recursos generados por operaciones son flujos financieros que genera la propia actividad empresarial y que está disponible o va a estarlo en el corto plazo; así mismo, es una masa financiera generada por las operaciones de la actividad y que sirve para financiar a la propia empresa, y que se le conoce el nombre de Capacidad de Autofinanciación. (*Caballero Esteban Teodoro A. 2014*)

*“Los RGO se calcula a través del resultado del ejercicio, pérdida o beneficio; a este se le ajusta los ingresos no monetarios (restando), los gastos no monetarios (sumando) y, al objeto de evitar duplicidades, los beneficios/pérdidas por operaciones ligadas a desinversiones de activos no corrientes”.* (*Rubio Domínguez, Pedro*)

Si los RGO son positivos, la actividad de la empresa genera recursos internos con los cuales poder financiar operación de inversión y financiación. Los ingresos monetarios de la actividad del ejercicio son mayores que los gastos monetarios de dicho ejercicio.

Por el contrario, si los RGO son negativos, la actividad empresarial no genera los suficientes recursos internos, sino que los consume, por lo que no genera recursos para poder financiar operaciones de inversión y financiación. Los ingresos monetarios de la actividad del ejercicio son menores que los gastos monetarios de dicho ejercicio. (*Caraballo, Amondarain y Zubiaur. 2013*)

---

<sup>14</sup> RGO. Recursos Generados por Operaciones

#### 4.2.2 Tesorería Generada por Operaciones (TGO<sup>15</sup>)

*“La TGO son flujos financieros netos de tesorería ocasionados fundamentalmente por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa, así como por otras actividades que no pueden ser clasificadas como de inversión o financiación. Por lo tanto, recogen la corriente de cobros y pagos relacionados con los ingresos y gastos que determinan el resultado”. (Caballero Esteban Teodoro A. 2014)*

La TGO constituye la principal fuente de flujos líquidos de la entidad que la empresa de forma recurrente; así mismo es un indicador que anticipa posibles problemas de liquidez, por lo que analizaremos sus signos:

*“En primer lugar, si la TGO es positiva nos quiere decir que la actividad de la empresa es capaz de generar tesorería en términos netos. Es un requisito necesario para garantizar la continuidad del negocio”.*

Po el contrario, *“si la TGO es negativo, implica que la actividad de la empresa consume más liquidez de la que genera, de forma que hay más pagos que cobros, por lo que la tesorería para hacer frente a este desfase, así como para pagar inversiones, rembolsar deuda, pagar dividendos, entre otros deberá provenir de nuevos endeudamientos, aportaciones de socios o de la venta de activos”*. Si esta situación es prolongada durante un largo periodo de tiempo pondrá en peligro la solvencia de la empresa y su gestión. (Caraballo, Amondarain y Zubiaur. 2013)

#### 4.2.3 Variación del Capital Circulante (VCC<sup>16</sup>)

La variación del capital circulante trata de ajustar las variaciones habidas en el fondo de maniobra como consecuencia de la diferencia entre la corriente real y la corriente monetaria. A estos efectos habrá que realizar los ajustes siguientes: un aumento de activos corrientes (ajuste negativo), una disminución de activos corrientes (ajuste positivo), un aumento de pasivo corrientes (ajuste positivo) y una disminución de pasivos corrientes (ajuste negativo). (Plan General de Contabilidad. 2007)

---

<sup>15</sup> TGO. Tesorería Generado por Operaciones

<sup>16</sup> VCC. Variación del Capital Circulante

Los EFE nos ayudará a analizar la evolución patrimonial de una empresa de una forma más dinámica, por lo que nos aportará una mayor información sobre la variación del capital circulante mediante la comparación de los balances en dos ejercicios económicos.

La VCC de una empresa aumentará o disminuirá dependiendo de los orígenes de los fondos, de su aplicación y en función de si uno u otro es mayor. Esto lo comprobaremos según la siguiente función

- Variación Capital Circulante = Orígenes - Aplicaciones.

Donde, se considera orígenes a un aumento del PN y del Pasivo y una disminución de los activos, y aplicaciones a una disminución en el PN, en el Pasivo y un aumento en el Activo, por lo que la VCC será positiva si los orígenes son mayores a las aplicaciones, y negativa si los orígenes son menores a las aplicaciones. (*Ruiz Caballero. 2014*)

#### 4.2.4 Políticas Financieras a Corto Plazo (PFCP<sup>17</sup>)

La política financiera a corto plazo hace referencia a la política de cobros y pagos de la empresa a corto plazo y para realizar el análisis empírico de estas PFCP nos basaremos en la relación entre el TGO y el RGO. (*González Pascual Julián. 2016*)

$$PFCP = TGO / RGO$$

A partir de esta relación podemos encontrarnos con cuatro situaciones: (*Caraballo, Amondarain y Zubiaur. 2013*)

*Figura 1. Políticas Financieras a Corto Plazo*



Elaboración Propia. Fuente: Caraballo, Amondarain y Zubiaur. 2013

<sup>17</sup> PFCP. Políticas Financieras a Corto Plazo

- Liquidez suficiente, es la situación equilibrada para la empresa y la situación a la que se tiene que pretender alcanzar, ya que la empresa genera recursos internos con su actividad y los consigue convertir en liquidez aplicando una política correcta de cobros y pagos. Genera tesorería suficiente para financiar las salidas de tesorería que le generan las operaciones de inversión y/ o financiación, implicando esto un éxito en la explotación de la actividad.
- Liquidez preocupante, situación en la que los recursos financieros generados en las operaciones de la actividad no se han podido convertir en tesorería debido a la política de cobros y pagos aplicados por la empresa. Para mejorar esta situación, la empresa debe centrar sus esfuerzos en mejorar la política de cobros y pagos manteniendo las políticas de la actividad.
- Liquidez inestable, situación en la que la empresa consume sus recursos internos, pero aplica una política de cobros y pagos que le permiten generar tesorería con su actividad, por lo cual la empresa deberá intentar pasar a una situación de liquidez suficiente o más estable, intentando generar recursos internos con su actividad a través de reducir costes a invertir en la empresa para que estas inversiones faciliten la generación de recursos internos.
- Liquidez severa, es una situación de fracaso de la actividad de explotación de la empresa, así como de las políticas financieras de cobros y pagos, es decir la empresa no genera recursos internos, sino que los consume. Además, genera un excedente de financiación para financiar operaciones de inversión y financiación, y la tesorería presenta una evolución negativa.

La política de cobros y pagos será mejor cuando más se acerquen los valores del TGO a los del RGO. Cuando nos encontremos en una situación severa de liquidez, la empresa para generar recursos internos deberá aplicar una política defensiva tratando de reducir costes, aplicar una política ofensiva tratando de aumentar el volumen de inversiones de la empresa con el fin de que estas ayuden a incrementar la cifra de recursos internos y modificar la política financiera de cobros y pagos intentando retrasar pagos y anticipando cobros.

#### 4.2.5 Políticas Financieras a Largo Plazo (PFLP<sup>18</sup>)

En este apartado se analizará la capacidad que tienen nuestras empresas y del sector a la hora de hacer frente a sus deudas a largo plazo con los recursos que son capaces de generar.

Para realizar el análisis de esta variable relacionaremos los Flujos de Efectivos de las Actividades de Financiación, tanto de recursos propios como ajenos, con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión menos la Tesorería Generada por Operaciones.  
(González Pascual Julián. 2016)

$$PFLP = \frac{FINANCIACIÓN}{(INVERSIÓN - TGO)}$$

Encontraremos un equilibrio respecto a la financiación necesaria para hacer frente a la inversión cuando los valores de este ratio se situé dentro del intervalo de 0,95-1,05, es decir si el ratio toma un valor superior a 1,05 nos encontraremos con un exceso de financiación y si los valores son inferiores a 0,95 entraríamos en déficit de financiación.

Además, de la relación de estos flujos de financiación, inversión y tesorería podemos observar en qué medida se encuentra la empresa, con el desarrollo financiero de su actividad; si es capaz o no de generar tesorería en su explotación, que le permita financiar las distintas inversiones y, en su caso, cómo la empresa cubre las necesidades financieras o bien reembolsa las deudas y atiende sus obligaciones. Así el análisis de estos tres componentes permite detectar el ciclo de vida en el que se encuentra la empresa. (Caraballo, Amondarain y Zubiaur. 2013)

---

<sup>18</sup> PFLP. Políticas Financieras a Largo Plazo

## 5 ANÁLISIS EMPÍRICO

Con la realización de este análisis empírico pretendemos poner en práctica la elaboración tanto de las variables económicas como financieras antes mencionadas y desarrolladas, con los datos obtenidos de sus estados financieros correspondientes.

El objetivo primordial de este estudio es observar y comparar la evolución de los resultados de las variables económicas y financieras que presenta el sector y la muestra de las ocho empresas del sector lácteo, a lo largo del periodo estudiado.

Para realizar este análisis hemos tomado como referencia al periodo del 2008 al 2016, ya que intentaremos enfocarnos en la reacción de dichas empresas y del sector tras la crisis del 2008.

Primero analizaremos los resultados económicos y financieros del sector, luego procederemos a realizar una comparativa de los resultados entre las empresas y el sector, en la cual destacaremos las empresas que mejor y peor se comporten frente al sector, seguidamente intentaremos realizar una comparativa de nuestras empresas por separado, y para finalizar concluiremos con un breve diagnostico económico y financiero según corresponda.

### 5.1 DIAGNÓSTICO ECONÓMICO

Para realizar el cálculo de las variables económicas de cada empresa y sector hemos utilizado sus Estados Financieros, exactamente el Balance de Situación y la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Por lo que, para corroborar algunos de los aspectos destacados, las variaciones y las afirmaciones que mencionemos a lo largo de este análisis, adjuntaremos al final de este documento los anexos correspondientes de cada empresa que contienen los datos originarios.

### 5.1.1 Variables Económicas por Sector

En este subapartado analizaremos la evolución de las variables económicas de nuestro sector, véase Anexo I, Anexo II, y Anexo III.

**CUADRO 2. VARIABLES ECONÓMICAS DEL SECTOR**

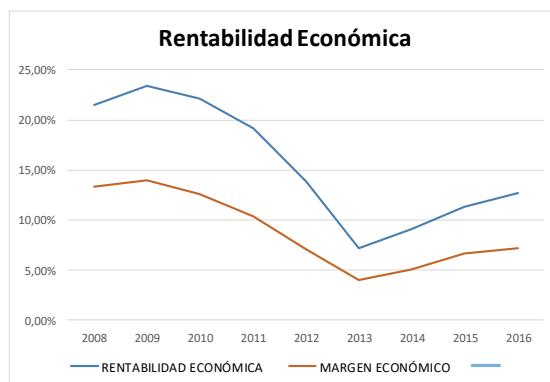
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
<b>RENTABILIDAD ECONÓMICA</b>	21,50%	23,44%	22,19%	19,17%	13,82%	7,22%	9,15%	11,38%	12,66%	15,61%
<b>COSTE FINANCIERO</b>	3,06%	1,75%	1,47%	1,52%	1,50%	1,31%	1,36%	1,16%	1,12%	1,58%
<b>APALANCAMIENTO FINANCIERO</b>	16,82%	19,13%	23,12%	18,29%	12,94%	5,71%	5,89%	7,72%	8,11%	13,08%
<b>RENTABILIDAD FINANCIERA</b>	38,32%	42,57%	45,30%	37,46%	26,76%	12,93%	15,04%	19,10%	20,77%	28,69%
<b>MARGEN ECONÓMICO</b>	13,31%	14,02%	12,55%	10,41%	7,10%	4,03%	5,03%	6,64%	7,21%	8,92%
<b>ROTACIÓN DE ACTIVOS</b>	1,62	1,67	1,77	1,84	1,95	1,79	1,82	1,71	1,76	1,77

Elaboración propia a partir de SABI

#### RENTABILIDAD ECONÓMICA

Para poder encontrar una explicación de la evolución de la ROA con relación entre su margen y la rotación de activos, nos ayudaremos con el siguiente gráfico.

*Gráfico 1. Evolución de la ROA del sector*



Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos observar la ROA del sector durante todos los años de nuestro estudio presenta valores positivos, por lo cual podemos afirmar que el sector ha generado ganancias con sus inversiones, en unos años más que en otros por eso vamos a destacar ciertos puntos importantes en la evolución de la ROA.

Primero, tras la crisis parece que el sector no se vea afectado ya que la ROA incrementa en un 9% pero a partir de este año (2009) la ROA empieza a caer de forma brusca durante los próximos 4 años llegando a obtener una ROA de 7%, existiendo una clara reducción de casi el 69% con respecto al 2009; también podemos ver como a partir del 2013 la ROA del sector empieza a recuperarse muy lentamente presentando en el último año una ROA del casi 13%.

Podemos explicar la evolución de la ROA por medio de la relación (aumento o disminución) del margen económico y de la rotación de activos. Esto no quiere decir que si aumenta la ROA es porque ha aumentado su margen como rotación, o sí disminuye la ROA viceversa, ya que como podemos observar claramente como hay períodos en las que estas variables son independientes.

Un claro ejemplo de ello, lo podemos constatar con la pérdida progresiva de la rentabilidad, durante el periodo 2009-2013, a pesar de un incremento constante de la rotación, esto se debe a que la disminución del margen no ha ido acompañada con el incremento necesario de la rotación para proporcionar una ROA mayor.

El pico más alto que alcanza la ROA del sector la encontramos en el año 2009, como hemos dicho anteriormente aumenta con respecto al año anterior, esto se debe al aumento de la rotación de los activos en un 3,5% y del margen en un 5,3% con respecto al año anterior.

Así mismo, podemos señalar en el año 2013 el pico más bajo de la ROA del sector con un 7,22%, esta reducción viene acompañado junto al disminución conjunta de la rotación y el margen, aunque no en la misma proporción ya que éstas disminuyen en un 48%, 8% y 43% respectivamente, con respecto al año anterior; esto se produce ya que las ventas descendieron en un 2%, el total de activo aumento poco más del 6% y el BAIT se vio reducido en un 46% datos con respecto al año anterior.

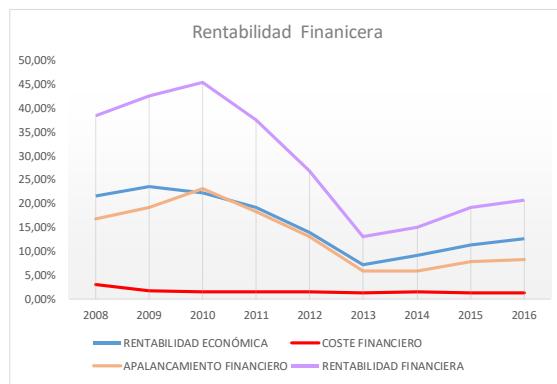
Para concluir con la evolución de la ROA podemos ver claramente como la variable que más le afecta tanto para el aumento o disminución es el margen ya que éstas van en paralelo durante todo el periodo analizado a diferencia de la rotación de activos que presenta períodos en la que coincide en el aumento o disminución como hay otros que se presenta de manera totalmente contraria, es decir presenta una tendencia independiente.

Esto lo podemos ver en los tres últimos años de nuestro estudio donde tanto la ROA y el margen empiezan a incrementarse mientras que durante estos mismos años la rotación de los activos el primer año disminuye en casi un 6% mientras que el siguiente aumenta un 2%.

## RENTABILIDAD FINANCIERA

Para poder realizar una mejor explicación de la evolución de la ROE y del apalancamiento financiero, nos ayudaremos con el gráfico 2, en la que relacionaremos la ROA, ROE y el coste financiero, conociendo que el nivel de endeudamiento siempre será positivo en nuestro estudio.

*Gráfico 2. Rentabilidad Financiera*



Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos observar nuestro estudio empieza con una buena ROE del sector, que a pesar de la crisis, en los próximos años esta ROE se incrementa en un 18% en el 2010 con respecto al inicio de nuestro estudio, es decir que los accionistas pasaron de ganar 38€ a 45€ por cada 100€ invertidos, aunque también podemos observar que los próximos 3 años la ROE disminuyó significativamente ya que el sector en el 2013 solo generaba 13€ de beneficios por cada 100€ invertidos, comprado con los años anteriores. Seguidamente vemos como el sector empieza a recuperarse y con ello a incrementar su ROE, a pesar de que en el último año los accionistas han perdido un 46% de ROE con respecto al primer ejercicio.

Así mismo, podemos observar que a lo largo de nuestros nueve años la ROE es muy superior a la ROA esto se produce gracias a que el apalancamiento financiero siempre es positivo (variable semejante a la ROE ya que actúan de forma paralela); esto lo podemos corroborar en la gráfica 2, vemos como la ROE y el apalancamiento crecen conjuntamente hasta el 2010 y de ahí sus valores caen bruscamente llegando a descender hasta un 13% y un 6% respectivamente en el 2013, a partir de ahí hasta la actualidad sus valores tienen a seguir creciendo.

Se consigue este apalancamiento positivo porque la rentabilidad económica del sector es siempre mayor que el coste financiero a lo largo de todo el periodo estudiado, es decir que se obtiene una mayor rentabilidad por las inversiones con respecto a lo que cuesta una financiación con recursos ajenos, además el nivel de endeudamiento del sector presenta valores positivos.

Podemos observar como la evolución del apalancamiento financiero a mediados de nuestro estudio presenta valores muy similares a la ROA (entre 2010-2013) mientras que el coste de financiación aumenta, lo que produce que la ROE disminuya bruscamente en dicho periodo llegando a tener poca diferencia con la ROA, también, cabe destacar que los coste financieros han fluctuado muy poco a lo largo de los periodos estudiados.

Así como, el sector presenta mejores variables de ROA, ROE, margen y rotación también podemos señalar que el sector en el año 2010 presenta el mejor apalancamiento financiero con un valor de 23% (favorece a la ROE), ya que la ROA es mayor que el coste financiero en un 18%; por otro lado el peor valor dentro del apalancamiento financiero lo encontramos en el año 2013, debido a que tanto la ROA disminuye en un 48%, el coste financiero se reduce en un 12% con respecto al año anterior.

Y, por último, comparado los valores de nuestras variables con los valores promedios, podemos ver que tanto la ROA, el apalancamiento financiero, ROE y el margen solo se encuentra por encima los primeros cuatro años; mientras que los valores del coste financiero se encuentra por encima solo los dos primeros años y la rotación es muy distinta ya que los dos primeros y los dos últimos años se encuentran por debajo al promedio, ya que en el 2010 el sector iguala al promedio y en el 2011-2014 supera al promedio.

### 5.1.2 Variables Económicas por Empresas

A continuación, vamos a desarrollar un análisis de la evolución de las variables económicas de cada empresa y a su vez realizaremos una comparativa entre ellas y con relación al sector, destacando las que mejor y peor veamos que se comportan.

#### RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)

En este apartado intentaremos encontrar a las empresas que mejor rentabilidad de sus Activos proporcione con independencia de la forma de financiación elegida.

Los valores ideales de este ratio lo hemos señalado con anterioridad por lo cual proseguimos a insertar el siguiente cuadro con las rentabilidades de nuestra muestra.

**CUADRO 3. EVOLUCIÓN DE LA ROA**

RENTABILIDAD ECONÓMICA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
DANONE	54,82%	67,47%	54,13%	54,46%	43,20%	14,92%	14,01%	21,04%	21,58%	38,41%
CAPSA	4,98%	4,90%	5,07%	1,99%	0,12%	1,53%	3,24%	4,19%	5,22%	3,47%
ILAS	5,32%	5,21%	4,76%	4,33%	3,05%	3,98%	12,27%	5,45%	6,30%	5,63%
PULEVA	5,85%	10,75%	17,20%	20,28%	-0,84%	11,29%	9,13%	11,32%	16,39%	11,26%
QUESERIAS	14,22%	15,29%	11,82%	11,80%	10,16%	6,39%	9,57%	10,04%	10,96%	11,14%
FORLASA	8,36%	9,55%	14,51%	-4,21%	3,65%	3,67%	12,22%	11,55%	14,92%	8,25%
LECHE CELTA	4,78%	4,28%	1,43%	-1,04%	-1,78%	1,88%	0,98%	3,10%	0,55%	1,57%
ESNELAT	2,23%	2,20%	4,07%	-2,98%	10,66%	4,33%	6,41%	2,62%	5,43%	3,89%
SECTOR	21,50%	23,44%	22,19%	19,17%	13,82%	7,22%	9,15%	11,38%	12,66%	15,61%

Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos ver las rentabilidades económicas de nuestras empresas como del sector son buenas debido a que la mayoría están obteniendo beneficios por sus inversiones.

La empresa más destaca y la que mejor se comporta en este aspecto es nuestra empresa líder del sector, DANONE ya que nos presenta rentabilidades muy altas, aunque ya sabemos que no por ello quiere decir que obtenga un beneficio final, pero a priori podemos ver con claridad que es la empresa que mayor ganancia genera durante todos los años, sobre todo señalaríamos el año 2012 que triplica sus beneficios, es decir que DANONE obtiene aproximadamente 432€ de beneficios por cada 100€ invertidos. Sus rentabilidades mayormente siempre han sido elevadas sobre todo los 5 primeros años de nuestro estudio, pero por diversos motivos podemos observar que las rentabilidades de dicha empresa se han reducido significativamente los últimos años, ha perdido un 61% de rentabilidad comprado con la del 2008 y un 3% con respecto al ejercicio anterior.

Otra empresa que podemos destacar es QUESERIAS ya que a pesar del periodo de crisis en el 2008 presento una buena rentabilidad e incluso el año siguiente lo mejoro incrementando en un 7% su rentabilidad. Aunque los años siguientes la empresa redujera sus rentabilidades, estas no están del todo mal ya que sigue siendo capaz de generar ganancias por cada euro invertido, como podemos ver ha tenido altibajos entre los años 2011 al 2013 pero a partir de ese momento podemos ver cómo va recuperando sus rentabilidades, teniendo el último año una ganancia de alrededor de 11€ por cada 100€ invertidos.

Por el contrario, la empresa que peor se comporta frente al sector y la que menor rentabilidad genera durante estos años de toda nuestra muestra es CELTA ya que parte con la segunda rentabilidad más pequeña comparada con el resto de empresas, así mismo, podemos ver que solo en los años 2009 y 2015 sus rentabilidades son bastante mejor comparadas con el resto de años, que presenta rentabilidades escasas porque casi no generan beneficios con sus activos, sobre todo los años 2011-12 donde genera pérdidas alrededor de 2€ por 100€ invertidos.

ESNELAT es una empresa que parte con la ROA más pequeña compradas con el resto, exactamente con un 2,23%, pero se ve cómo se va recuperando años tras año, excepto en el periodo 2011 donde generó unas pérdidas de casi 3€ por cada 100€ invertidos, y el año que mayor rentabilidad ha generado es en el 2012 obteniendo una ROA de 11%.

Realizado un estudio por años, el peor año para el 45% de las empresas, ha sido en 2011 donde FORLASA junto con CELTA y ESNELAT presentan rentabilidades negativas sobre todo FORLASA que pierde alrededor de 4€ y el 2012 para las empresas PULEVA y CELTA que pierden aproximadamente 1€ y 2€ respectivamente.

Realizando una comparativa de cómo se encontraban las ROA al inicio de nuestro estudio, en épocas de crisis, a como se encuentran en el momento final de nuestro estudio, donde la económica ha presentado significantes mejoras.

Podemos ver con claridad que todas las empresas presentaban una ROA positivas sobre todo DANONE y QUESERIAS que aportaban unas ganancias de 55€ y 14€ respectivamente, al principio del estudio. Todas ellas han sufrido varias fluctuaciones, pero la que más nos sorprende es DANONE y ESNELAT por los motivos explicados con anterioridad, mientras que el resto de las empresas al final del estudio han incrementado su ROA tal como podemos ver en el cuadro anterior.

## MARGEN ECONÓMICO

Este ratio tiene una relación entre las ventas y el resultado de operaciones por lo cual se dice que se relaciona con los márgenes del negocio.

Para interpretar este ratio, los valores positivos serán los beneficios generados por cada euro vendido mientras que los negativos significarán que por cada venta que se produzca la empresa estará incurriendo en pérdidas.

En el siguiente cuadro presentamos el valor del margen económico de nuestras empresas.

**CUADRO 4. EVOLUCIÓN DEL MARGEN ECONÓMICO**

MARGEN ECONÓMICO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
DANONE	31,67%	30,27%	28,08%	26,60%	20,17%	9,18%	9,75%	15,85%	15,77%	20,82%
CAPSA	2,32%	2,60%	2,65%	1,11%	0,07%	0,92%	1,80%	2,27%	2,72%	1,83%
ILAS	3,68%	3,62%	3,02%	2,92%	1,92%	2,63%	8,60%	4,63%	4,94%	3,99%
PULEVA	5,17%	9,32%	9,65%	9,55%	-0,32%	3,94%	3,62%	4,52%	7,29%	5,86%
QUESERIAS	7,95%	9,65%	9,89%	9,75%	8,39%	4,64%	6,57%	6,66%	7,22%	7,86%
FORLASA	8,55%	11,99%	10,15%	-1,68%	1,52%	1,61%	2,61%	2,96%	4,12%	4,65%
LECHE CELTA	2,68%	2,65%	0,97%	-0,62%	-0,98%	0,99%	0,49%	1,62%	0,24%	0,89%
ESNELAT	1,36%	0,97%	1,62%	-2,24%	5,16%	1,59%	2,02%	0,83%	1,58%	1,43%
SECTOR	13,31%	14,02%	12,55%	10,41%	7,10%	4,03%	5,03%	6,64%	7,21%	8,92%

Elaboración propia a partir de SABI

Empezamos nuestro estudio con todas las empresas generando beneficios a la hora de realizar una venta.

Como podemos ver a lo largo de todos estos años la mayoría de las empresas generan beneficios a la hora de generar sus ventas, aunque estos márgenes han fluctuado no destacamos uno con exactitud, excepto a la empresa CELTA que es la que menos beneficios generan por sus ventas realizadas.

Por otro lado, igual que en las variables económicas anteriores los peores años para las empresas han sido en 2011-12 ya que sus beneficios por cada venta realizada se ven reducidos e incluso en el 2011 para nuestras tres últimas empresas del cuadro anterior no le resulta beneficiario vender ya que obtiene pérdidas de una media de 1,5€ por unidades vendida, y en el 2012 las empresas que más pierden son CELTA y PULEVA comparado con CAPSA que no genera pérdidas ni ganancias ya que nos encontramos en un margen cero.

## ROTACIÓN ECONÓMICA

Con esta ratio vamos a intentar reflejar la eficiencia que tiene la empresa a la hora de administrar y gestionar sus activos para generar un volumen de ventas.

Para realizar este análisis fijaremos un valor medio de 2, es decir las empresas que superen este valor serán las que mejor gestionan sus activos.

Con la información financiera de cada empresa y sector hemos obtenido los siguientes datos:

### CUADRO 5. EVOLUCIÓN DE LA ROTACIÓN DE ACTIVOS

ROTACIÓN DE ACTIVOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
DANONE	1,73	2,23	1,93	2,05	2,14	1,63	1,44	1,33	1,37	1,76
CAPSA	2,15	1,89	1,91	1,79	1,85	1,66	1,80	1,85	1,92	1,87
ILAS	1,44	1,44	1,57	1,48	1,59	1,51	1,43	1,18	1,28	1,44
PULEVA	1,13	1,15	1,78	2,12	2,65	2,86	2,52	2,51	2,25	2,11
QUESERIAS	1,79	1,58	1,20	1,21	1,21	1,38	1,46	1,51	1,52	1,43
FORLASA	0,98	0,80	1,43	2,51	2,40	2,28	4,67	3,90	3,62	2,51
LECHE CELTA	1,79	1,62	1,49	1,69	1,82	1,89	2,00	1,91	2,26	1,83
ESNELAT	1,64	2,26	2,51	1,33	2,07	2,73	3,18	3,16	3,44	2,48
SECTOR	1,62	1,67	1,77	1,84	1,95	1,79	1,82	1,71	1,76	1,77

Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos observar todas las empresas son capaces de gestionar adecuadamente sus activos para generar ingresos.

En el primer año de nuestro estudio podemos ver con claridad que la empresa que mejor llega a gestionar sus activos para obtener ingresos es CAPSA comprado con DANONE que es nuestra empresa líder, pero esto tiene sentido porque CAPSA posee mucho menos activo y genera un porcentaje mayor de ventas que DANONE.

Por lo que, para comprar entre empresas tendríamos que analizar año tras año el Balance de Situación y la cuenta de PYG y seleccionar los años en los que las ventas y el activo sea similar. Por ello en esta variable económica vamos a intentar realizar un análisis evolutivo de cada empresa

Cómo podemos observar, las empresas que mejor han gestionado sus activos para obtener ventas por más tiempo son PULEVA, FORLASA y ESNELAT ya que estas superan nuestro valor medio establecido.

En el 2016 las empresas que más han incrementado su rotación en un 99%, 170%, 27% y 109% son PULEVA, FORLASA, CELTA y ESNELAT respectivamente con respecto al 2008, este incremento se debe, en las empresas PULEVA y CELTA porque su activo (en 63% y 43% respectivamente) se redujo en mayor proporción que su volumen de ventas (en 26% y 28% respectivamente) comparado con el año 2008. Mientras que en el caso de las empresas FORLASA y ESNELAT sucede todo lo contrario mientras el activo disminuía (en 61% y 35% respectivamente) el volumen de ventas aumentaba (en 44% y 37% respectivamente), produciendo así una mayor rotación comparado igualmente con los datos del año 2008.

Por el contrario, el resto de las empresas han disminuido su ratio de rotación, esto se debe en el caso de DANONE y CAPSA que tanto su activo (en un 12% y 14% respectivamente) como su volumen de venta (en un 30% y 23% respectivamente) se redujeron con respecto al 2008, provocando así una reducción del 21% y 11% respectivamente. Y en el caso de ILAS y QUESERIAS la rotación es mejor ya que el activo aumenta en mayor proporción que el volumen de ventas con respecto al 2008.

Aunque cabe destacar la empresa DANONE en los años 2009, 2011 y 2012 porque supera nuestro valor establecido, por lo que, podemos decir que durante este tiempo la empresa mejora la productividad de sus activos para generar ventas; y a la empresa FORLSA en los dos primeros años de nuestro estudio porque es la que peor gestiona sus activos para generar ingresos ya nos proporciona los peores valores de todo el estudio.

Además, como hemos dicho con anterioridad es conveniente compararlos con los ratios sectoriales, por lo que podemos observar que las que mejor gestionan sus activos son las empresas CAPSA, PULEVA, FORLASA Y ESNELAT, debido a que sus valores durante la mayoría de estos nueve años se encuentran por encima del valor del sector, aunque hay que tener en cuenta que ningún año el sector alcanza nuestro valor medio.

#### RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

Con la ROE, como hemos dicho con anterioridad vamos a ver la capacidad de la empresa de retribuir a sus accionistas, cabe recalcar que son beneficios antes de impuestos ya que las empresas no tienen excesiva capacidad de actuar sobre ellos.

A continuación, mostramos una cuadro con las ROE de todas nuestras empresas.

**CUADRO 6. EVOLUCIÓN DE LA ROE**

RENTABILIDAD FINANCIERA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
DANONE	81,86%	112,13%	83,91%	84,29%	72,65%	23,62%	20,87%	29,56%	28,92%	59,76%
CAPSA	8,47%	8,76%	7,75%	3,38%	-0,73%	2,05%	4,88%	7,55%	9,07%	5,61%
ILAS	7,75%	8,15%	7,49%	7,10%	0,73%	5,29%	27,34%	9,29%	10,89%	9,93%
PULEVA	7,69%	14,32%	62,71%	47,46%	-5,15%	24,19%	20,72%	26,18%	38,79%	21,60%
QUESERIAS	22,58%	28,38%	26,71%	25,50%	19,73%	10,96%	15,65%	16,84%	17,34%	19,07%
FORLASA	7,82%	16,36%	34,21%	-19,24%	9,12%	10,23%	17,29%	20,29%	27,01%	13,70%
LECHE CELTA	6,54%	9,35%	1,54%	-3,56%	-4,43%	1,63%	0,14%	4,03%	0,32%	1,07%
ESNELAT	-3,81%	0,54%	7,19%	-11,75%	27,69%	8,00%	11,49%	4,51%	10,47%	6,76%
SECTOR	38,32%	42,57%	45,30%	37,46%	26,76%	12,93%	15,04%	19,10%	20,77%	28,69%

Elaboración propia a partir de SABI

La mayoría de nuestras empresas generan ganancias para sus accionistas, claramente unas más que otras y eso se debe a que en este ratio influye demasiado el Beneficio bruto por explotación por lo que a priori las empresas que más ROE generan serán las más grandes.

Para corroborar lo anterior dicho vemos claramente que la empresa que mejor ROE genera para sus accionistas es DANONE, igual que la ROA, ya que parte con una ROE de 82€ de beneficios por cada 100€ invertidos incluso el año siguiente incremento sus ganancias en un 37%, aunque en los siguientes años se nota una reducción en su ROE aun genera ganancias alrededor de los 80€ excepto en el 2013 que se produjo una reducción importante en su ROE llegando a obtener unas ganancias de 20€ por cada 100€ invertidos, esto se produjo debido a que la empresa en dicho año redujo su BAT y aumento su PN con respecto al ejercicio anterior. No obstante, a partir de ese momento la empresa empezó a recuperarse, pero se nota claramente la diferencia de una reducción del 65% de ROE con respecto al primer año, la causa de esa reducción se debe a que la empresa en este último año obtuvo un BAT menor y un similar PN.

ILAS y QUESERIAS son las que no presentan ROE ni muy elevadas ni muy escasas, aunque sus valores han fluctuado mucho lo largo de este estudio. Los accionistas de ILAS en el año 2012 solo ganan 1€ por cada 100€ invertidos y en el 2014 es donde mayor rentabilidad genera la empresa ganando unos 27€ por cada 100€ invertido. Mientras que QUESERIAS retorna una ROE alrededor de 25€ por cada 100€ invertidos los 4 primeros años, a pesar de la crisis, esto se debe a que a pesar de que obtenga menos BAT que las empresas grandes también posee PN mucho menores, aunque los próximos dos años su ROE se vio reducida la empresa sigue obteniendo unas excelentes rentabilidades para sus accionistas.

Por el contrario, CELTA una de las empresas que menor BAT generan en cada ejercicio y como hemos dicho con anterioridad este ratio influye mucho el beneficio generado, por ello esta empresa es la que menor rentabilidad proporciona a sus accionistas, como podemos ver parte los dos primeros años con una ROE factible pero en el empieza verse reducido incluso hasta llegar a provocar pérdidas a sus accionistas en dos años consecutivos de alrededor de 4€ por cada 100€ invertidos, seguidamente se ve una recuperación pero su rentabilidad comparada con el resto de empresas y con el sector es mucho menor incluso el último año de estudio la empresa ha reducido su ROE en un 95% con respecto al primer año.

Podríamos decir que el peor año para las empresas ha sido el 2011 debido a que en todas se ha visto reducido el ROE pero sobre todo a las que peor le ha ido ha sido a las empresas FORLASA, ESNELAT y CELTA ya que no solo redujeron su ROE sino que esa disminución ocasionó pérdidas para los accionistas sobre todo para las dos primeras que perdieron alrededor de 20€ y 12€ respectivamente por cada 100€ invertidos, esto se debe claramente a que las empresas en este ejercicio presentaron perdidas, es decir un BAT negativo, y mantuvieron un similar PN que los años anteriores.

### APALANCAMIENTO FINANCIERO

En esta variable financiera vamos a estudiar si les conviene a las empresas apalancarse o no financieramente, es decir reconocer si la empresa está actuando correctamente a la hora de financiarse mediante deuda, o por el contrario al realizar esto reduce la rentabilidad del accionista.

Para interpretar que la empresa hace lo correcto financiándose con recursos ajenos sería ideal que tomara valores positivos, que si los valores fuesen negativos o próximos a cero no resultara conveniente financiarse mediante deuda.

### CUADRO 7. EVOLUCIÓN DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO

APALANCAMIENTO FINANCIERO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
DANONE	27,04%	44,67%	29,77%	29,83%	29,45%	8,69%	6,85%	8,52%	7,34%	21,35%
CAPSA	3,50%	3,86%	2,68%	1,39%	-0,86%	0,52%	1,64%	3,36%	3,85%	2,21%
ILAS	2,44%	2,94%	2,74%	2,77%	-2,33%	1,31%	15,07%	3,84%	4,60%	3,71%
PULEVA	1,84%	3,57%	45,52%	27,18%	-4,31%	12,90%	11,59%	14,86%	22,40%	15,06%
QUESERIAS	8,36%	13,09%	14,89%	13,70%	9,58%	4,57%	6,08%	6,81%	6,38%	9,27%
FORLASA	-0,55%	6,81%	19,69%	-15,03%	5,47%	6,56%	5,07%	8,74%	12,08%	5,43%
LECHE CELTA	1,76%	5,07%	0,11%	-2,52%	-2,65%	-0,25%	-0,84%	0,93%	-0,22%	0,16%
ESNELAT	-6,04%	-1,66%	3,12%	-8,77%	17,03%	3,67%	5,07%	1,89%	5,04%	2,15%
SECTOR	16,82%	19,13%	23,12%	18,29%	12,94%	5,71%	5,89%	7,72%	8,11%	13,08%

Elaboración propia a partir de SABI

El primer año de nuestro análisis señalamos que el 80% de las empresas de nuestro sector presentan un ratio positivo de apalancamiento, por lo cual esto nos indicaría que nos encontramos en una situación favorable que permitiría que las empresas pudiesen obtener un complemento de la rentabilidad económica por la utilización de recursos financieros ajenos, es decir, las empresas actúan correctamente financiándose mediante deuda ajena ya que la rentabilidad de la inversión es mayor que los costes financieros.

Las empresas que obtienen un apalancamiento negativo en el 2008 son CELTA y ESNELAT con un 0,5% y 6% de pérdidas respectivamente, esto se debe a que los costes financieros son más elevados que la ROA de estas empresas, además en ESNELAT este apalancamiento negativo provocó una ROE negativa.

En el cuadro 7 podemos observar como en los años 2011 y 2012 las empresas PULEVA, FORLASA, CELTA y ESNELAT presenta un apalancamiento financiero negativo porque como hemos visto en apartados anteriores, estas empresas en dichos años, presentaron una ROA negativa lo que determina estos resultados, debido a la relación ROA, coste financiero y nivel de endeudamiento.

La empresa que peor apalancamiento presentan durante este análisis es Celta, ya que a excepción de los dos primeros años que presenta unos valores positivos para considerar que la empresa realiza una adecuada financiación, el resto de años presenta apalancamiento negativo o cercano a cero debido que los costes financieros son superiores a su ROA.

CAPSA es otra empresa que destacaríamos ya que únicamente presenta un apalancamiento negativo en el año 2012, debido a que es el peor año de la empresa porque al igual presento una ROA menor que el coste financiero, así mismo, en el 2013 no utilizo una buena estrategia de financiación ya que su valor se encuentra muy próximo a cero.

También podemos destacar a la empresa PULEVA que es la única empresa que presenta un mejor apalancamiento en los últimos tres años de nuestro estudio comparada con el resto de empresas y sector, es decir, la empresa pudo obtener un complemento de la rentabilidad económica por la utilización de recursos financieros ajenos.

Cabe destacar así mismo que el 25% de las empresas han reducido su apalancamiento el último periodo de este análisis con respecto al primer año. En el caso de DANONE es porque su ROA se ha visto reducida durante estos años en un 61% mientras que los costes financieros en un 30%; y CELTA, que como hemos visto anteriormente presenta un coste financiero superior a su ROA.

Por el contrario, el resto de empresas aumentan su ratio de apalancamiento y cabe destacar a PULEVA y FORLASA ya que es más notorio su cambio porque aumenta en más de un 100% su valor, esto se debe a que mejoran sus estrategias económicas obteniendo un mayor rendimiento de su inversión, de igual manera disminuye significativamente sus costes de financiación y su nivel de endeudamiento.

### 5.1.3 Conclusiones al Diagnóstico Económico

Para llevar a cabo el diagnóstico económico nos ayudaremos de los valores medios de nuestras variables desarrolladas anteriormente:

**CUADRO 8. MEDIAS ECONÓMICAS**

MEDIAS ECONÓMICAS	ROA	COSTE FINANCIERO	MARGEN	ROTACIÓN	ROE	APALANCAMIENTO
DANONE	38,41%	0,22%	20,82%	1,76	59,76%	21,35%
CAPSA	3,47%	1,01%	1,83%	1,87	5,61%	2,21%
ILAS	5,63%	3,57%	3,99%	1,44	9,93%	3,71%
PULEVA	11,26%	1,30%	5,86%	2,11	21,60%	15,06%
QUESERIAS	11,14%	1,40%	7,86%	1,43	19,07%	9,27%
FORLASA	8,25%	2,61%	4,65%	2,51	13,70%	5,43%
LECHE CELTA	1,57%	2,14%	0,89%	1,83	1,07%	0,16%
ESNELAT	3,89%	1,89%	1,43%	2,48	6,76%	2,15%
SECTOR	15,61%	1,58%	8,92%	1,77	28,69%	13,08%

Elaboración propia a partir de SABI

Podemos observar que el valor medio de la ROA, tanto del sector como de las empresas, es positivo por lo cual podemos afirmar que éstas son capaces de generar valor por medio de sus inversiones a lo largo el periodo analizado.

En este apartado, para llevar a cabo el objetivo de analizar la ROA mediante su relación entre margen por rotación, la realizaremos con el cuadro 2, para las variables del sector, y el cuadro 4 y 5 para las variables de margen económico y rotación de los activos de las empresas. Esto es debido a que en este cuadro resumen (cuadro 8) se toma datos medios y no datos anuales, por lo cual dicha relación no se ve ajustada.

La ROA media que ha generado el sector es casi de un 16%, esto se debe a que a principio de nuestro estudio los valores de la ROA era alta mientras que en los últimos años se produjo una reducción hasta de casi el 50%, además de ello también se vio perjudicada porque el margen económico siguió su misma tendencia, pero cabe destacar que no se produce una peor ROA ya que ésta se vio favorecida por la rotación de los activos, que presentó una evolución contraria, es decir, que en los periodos donde la ROA y el margen económico disminuía, la rotación de los activos aumenta en una proporción adecuada para que la ROA no se reduzca demasiado y viceversa.

Para considerar que las empresas se encuentran económicamente estables, sus valores deberían superar o por lo menos igualar los valores del sector, para así contribuir a mejorar lo y no empeorarlo.

Claramente, destacamos a nuestra empresa líder DANONE, siendo la única que se encuentra por encima de la media del sector, llegando a conseguir una ROA media del 38% con una diferencia del 59% frente al sector, esto se produce a que los valores del margen económico y de la rotación de los activos siempre son mayores a los del sector, excepto los cuatro últimos años de la rotación que se presenta valores por debajo, aunque cabe destacar que esta empresa sigue la misma tendencia que las variables del sector .

Por otro lado, las empresas que obtienen valores casi próximos a la ROA media del sector son las empresas PULEVA y QUESERIAS, en el caso de PULEVA destacaríamos que aunque la rotación de los activos presente una evolución superior a la del sector durante todo el análisis, su margen económico es inferior, lo que provoca la obtención de una ROA media menor; todo lo contrario sucede con QUESERIAS ya que su margen económico los primero tres años era inferior y el resto superior a la del sector pero la rotación de los activos en todo el periodo estudiado se encuentra por debajo del sector, provocando esa ROA media inferior.

El resto de empresas alcanzan una ROA media por debajo del sector, por lo que diríamos que estas empresas generan valor, pero no mejoran al sector. La empresa que peor se comporta frente al sector señalariamos a LECHE CELTA ya que presenta una ROA de 1,57%.

Con Respecto a la ROE, de igual manera el valor medio del sector al igual que de las empresas es positivo por lo cual esto nos indica que son capaz de generar riqueza para remunerar a sus accionistas, el sector consigue una ROE de 28,69%.

En este apartado destacaríamos de igual manera a DANONE ya que alcanza una ROE de casi el 60%, como podemos ver, esto se debe a que además de tener la mejor ROA va acompañado de un mejor apalancamiento financiero, este apalancamiento se consigue gracias a que DANONE presenta un coste financiero más bajo en comparación con el resto de empresas y sector.

Ninguna otra empresa supera a la ROE media del sector pero claramente la que más se aproximan es PULEVA, debido a como hemos señalado anteriormente su ROA se acerca a la del sector y su coste financiero es el segundo más pequeño de nuestros valores medios, que favorecerá a la obtención de un adecuado apalancamiento financiero.

La empresa que peor ROE presenta es LECHE CELTA ya que solo obtiene una media de 1,7%, porque presenta la peor ROA y además ahora va acompañado de un elevado coste financiero, valor superior a la media del sector, lo cual también conlleva a un inferior valor de apalancamiento financiero causando que la rentabilidad de los accionistas se vea incrementado en un a proporción muy reducida.

Como se puede observar, el valor medio del apalancamiento del sector como de las empresas es positivo, por lo cual nos encontraríamos en una situación favorable para éstas ya que se entiende que están actuando correctamente a la hora de financiarse con deuda ajena, esto ocurre debido a que la ROA es superior a los costes financieros con un buen nivel de endeudamiento. Además esto conlleva a incrementar valor a la ROA y con ello obtener mayores beneficios para los accionistas.

Para concluir con nuestro diagnostico económico vamos ayudarnos con el siguiente cuadro resumen, donde expresamos según nuestro criterio, si el sector y empresas tienen resultados más favorables o no, para ello tomaremos como referente los valores del sector y se indicará con signo positivo (+) si la empresa es mejor o con signo negativo (-) si la empresa es peor que la media del sector.

### CUADRO 9. RESUMEN VARIABLES ECONÓMICAS

MEDIAS ECONÓMICAS	ROA	COSTE FINANCIERO	MARGEN	ROTACIÓN	ROE	APALANCAMIENTO
DANONE	+	+	+	-	+	+
CAPSA	-	+	-	+	-	-
ILAS	-	-	-	-	-	-
PULEVA	-	+	-	+	-	+
QUESERIAS	-	+	-	-	-	-
FORLASA	-	-	-	+	-	-
LECHE CELTA	-	-	-	+	-	-
ESNELAT	-	-	-	+	-	-
SECTOR	+	+	+	+	+	+

Elaboración propia criterio personal

Como podemos observar en el cuadro 8, tanto las empresas como el sector se encuentran en una situación económica adecuada ya que mediante nuestro análisis todos los accionistas obtienen más rentabilidad que la propia empresa, es decir, nuestras ROE son mayores que nuestras ROA.

Observando el cuadro 9, donde realizamos un análisis de las empresas teniendo como referencia al sector, destacaríamos clara y únicamente a DANONE, ya que es la única empresa que genera una ROA superior a la media, además de esto, viene acompañada de un menor coste de financiación y un mejor apalancamiento financiero, lo que favorece a la obtención de una ROE superior al ROA.

Por lo que respecta al resto de las empresas, si solo las comparamos con el sector ninguna empresa presenta una adecuada ROA ya que todos su valores se sitúan por debajo del valor del sector y si analizamos los valores de la ROE sucede completamente lo mismo.

Mientras que si procedemos analizar el coste financiero de las empresas frente al sector podemos observar como el 50% de las éstas presentan un mejor valor, ya que logran obtener un menor coste de financiación que el sector. Por otro lado comparando los valores del apalancamiento financiero podemos observar como aparte de DANONE, solo QUESERIAS es la única que presenta un mejor apalancamiento frente al sector, lo cual este valor favorecerá a la empresa para obtener beneficios a sus accionistas a través de la ROE.

Para corroborar lo antes dicho destacaremos a las empresas PULEVA y QUESERIAS que como se puede observar no presentan una adecuada ROA pero se ve favorecido por su mejor apalancamiento para obtener beneficios (ROE). Cuadro 8.

## 5.2 DIAGNÓSTICO FINANCIERO

Proseguimos en este apartado a poner en práctica nuestras variables financieras con el objetivo de realizar un estudio financiero del sector y empresas. Cabe recalcar que para realizar estos cálculo hemos tomado los datos proporcionado en los Estados de Flujos de Efectivo de cada empresa y sector, de igual manera estos Estado Financiero se anexaran al final de este documento, por si se necesita realizar alguna verificación.

### 5.2.1 Variables Financieras del Sector

En este subapartado, de igual manera que en las variables económicas, primero partiremos desarrollando un estudio de las variables financieras del sector a lo largo de los nueve años de estudio y para una mejor observación de dicha evolución, hemos decidido ayudarnos con la elaboración de un gráfico para cada variable.

**CUADRO 10 VARIABLES FINANCIERAS DEL SECTOR**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
RECURSOS GENERADOS POR OPERACIONES ORDINARIAS	380.751.000	411.213.000	395.706.000	310.570.000	249.443.000	172.614.000	221.351.000	239.692.000	250.116.000	292.384.000
TESORERIA GENERADA POR OPERACIONES ORDINARIAS	410.852.477	408.264.989	269.901.517	360.565.865	284.457.322	176.697.445	188.187.291	209.469.529	202.004.386	278.933.425
VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE	-30.101.000	2.948.000	125.804.000	-49.995.000	-35.013.000	-4.084.000	33.164.000	30.222.000	48.111.000	13.450.667
POLITICA FINANCIERA A CORTO PLAZO	1,08	0,99	0,68	1,16	1,14	1,02	0,85	0,87	0,81	0,96
POLITICAS FINANCIERAS A LARGO PLAZO	0,87	1,35	0,93	1,15	1,39	0,38	-3,33	0,71	0,52	0,44

Elaboración propia a partir de SABI

### RECURSOS GENERADOS POR OPERACIONES ORDINARIAS

Como se puede observar en el cuadro 10 el RGO del sector es siempre positivo, lo cual es indicativo de que el sector es capaz de generar recursos por medio de sus actividades ordinarias todos los años de nuestro estudio. A continuación representaremos gráficamente su evolución para facilitar tanto su visualización como descripción.

### *GRAFICO 3. EVOLUCIÓN DEL RGO EN EL SECTOR*



Elaboración propia a partir de SABI

Observando el gráfico 3 podemos destacar varias etapas del RGO: tras la crisis parece ser que el RGO no se ve afectado ya que en el año siguiente aumenta su importe en un 8% mientras que en el siguiente año podemos ver como la crisis afecta al RGO ya que empieza a disminuir; los próximos 3 años los importes del RGO empiezan a caer de forma muy brusca llegando a reducirse en un 55% con respecto al 2008 y desde el año 2013 se puede percibir como los recursos generados por operaciones empiezan a recuperarse aunque no de una forma muy rápida como se redujo, podríamos decir que esto se debe a que a partir del 2014 la económica del país también empezó a recuperarse de la fuerte crisis económica que enfrentó.

### **TESORERIA GENERADA POR OPERACIONES ORDINARIAS**

En el cuadro 10 se puede observar como al igual que el RGO los importes del TGO a lo largo de nuestro periodo analizado presenta valores positivos por lo cual afirmaremos que el sector es capaz de generar tesorería por sus operaciones, es decir pueden convertir sus recursos generados en liquidez. Los valores son muy diferentes cada año por lo cual no posee una tendencia fija.

Para poder visualizar mejor la evolución del TGO nos ayudaremos con su gráfica.

#### **GRAFICO 4. EVOLUCIÓN DEL TGO EN EL SECTOR**



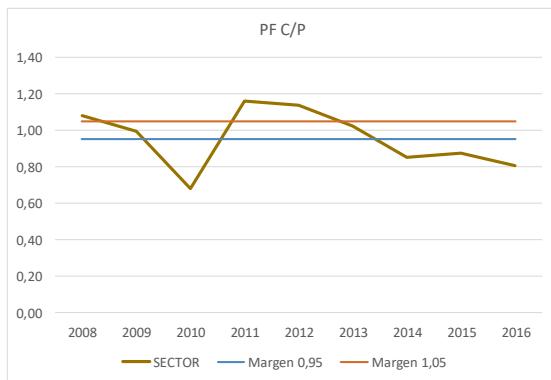
Elaboración propia a partir de SABI

El primer año el TGO casi no presenta cambios pero el año siguiente se ve reducido en una gran proporción llegando a presentar una diferencia del 34% con respecto al 2008, esto diríamos que se debe a la crisis económica sin embargo el año siguiente muestra una clara recuperación que llegó a aumentar un 33% con respecto al año anterior; no obstante esta recuperación duro solo dicho año porque los siguientes dos años volvió a reducirse rápidamente, sufriendo otra impactante caída en el 2013, a partir de ahí podemos apreciar que tanto en el RGO como en el TGO empiezan a recuperarse lentamente junto con la económica del país.

#### **POLITICAS FINANCIERAS A CORTO PLAZO**

A continuación, para llevar a cabo el estudio de la evolución de las políticas financieras a corto y largo plazo nos vamos ayudar con sus gráficos respectivos, en el cuál insertaremos los dos límites señalados para su estudio, que es tener un margen de oscilación de más, menos 5% de la unidad (es decir, centraremos nuestro análisis en el intervalo entre 0,95 y 1,05).

## GRAFICO 5. EVOLUCIÓN DE LAS PFCP EN EL SECTOR



Elaboración propia a partir de SABI

Como hemos señalado anteriormente, para que el sector se encuentre planteando o gestionando unas buenas políticas financieras a corto plazo, sus valores ideales deberían situarse entre el intervalo indicado.

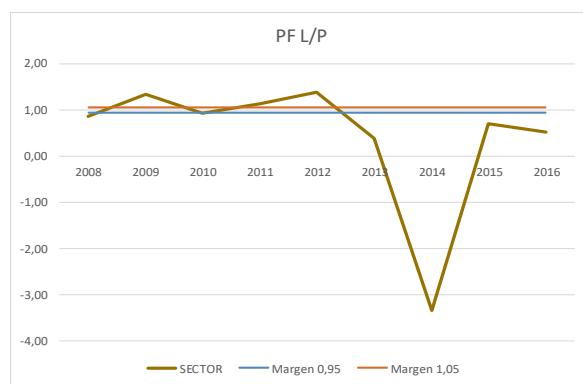
Cabe destacar que en el grafico 5, el sector durante la mayoría del tiempo estudiado presenta un comportamiento algo distante de lo que podríamos considerar como normal, ya que en la mayoría de los años se encuentra fuera del intervalo indicado. Exactamente en 2008, 2011 y 2012 se encuentra un poco por encima del 1,05, mientras que el resto de años se encuentra siempre por muy debajo (siendo el más bajo en 2010), excepto los años 2009 y 2013 que presenta un comportamiento ideal con valores de 0,99 y 1,02 respectivamente.

Traducido en términos financieros, ésta situaciones nos indican que el sector no es capaz de gestionar adecuadamente su capacidad de autofinanciación, como podemos ver en el Cuadro 10, el sector presenta siempre valores positivos por lo cual podemos afirmar que es capaz de obtener autofinanciación. Sin embargo en los años que hemos señalado anteriormente donde supera el margen 0,05 el sector se encuentra adquiriendo demasiada autofinanciación de la necesaria ya que produce tesorería con recursos generados de años anteriores, mientras que en los años que sus valores son inferiores a 0,95 el sector no es capaz de aprovechar todos los recursos generados en dichos años por lo cual está produciendo una escasa autofinanciación.

## POLITICAS FINANCIERAS A LARGO PLAZO

Para analizar la evolución de las políticas financieras a largo plazo vamos a utilizar el mismo criterio antes señalado de una oscilación de más, menos 5% de la unidad que es el que consideramos adecuado.

*GRAFICO 6. EVOLUCIÓN DE LAS PLCP EN EL SECTOR*



Elaboración propia a partir de SABI

Como hemos mencionado anteriormente para que el sector presente unas adecuadas políticas financieras a largo plazo sus valores deberían situarse ente el intervalo indicado. Podemos observar en el grafico 6 como el sector muestra unos valores de sus políticas financieras a largo plazo muy contrarias a sus políticas financieras a corto.

Cabe destacar dos puntos importantes a lo largo de la evolución de la PFLP: en el año 2010 el sector se acerca mucho a un planteamiento correcto ya que se obtiene un valor de 0,93, siendo este el único valor tanto por arriba como por debajo que se acerca a nuestro intervalo y el año 2014 que es el peor año para el sector porque refleja un valor de la PFLP muy por debajo de cero ocasionando así el pico negativo que se puede ver en la gráfica 6, con un -3,33.

La mayoría de los años los valores de la PFLP se encuentran muy por debajo de nuestro margen planteado, lo cual nos refleja un comportamiento fuera de lo normal, así mismo, pasa en los años 2009, 2011 y 2012 que se encuentra valores por encima de 1,05.

En los años que no presenta una buena PFLP es porque el sector erra a la hora de financiarse, es decir cuando los valores se encuentran por fuera del intervalo es porque el sector está incurriendo en una financiación innecesaria ya que es capaz de hacer frente a todas sus inversiones con su TGO, excepto en el año 2014 donde presentó ese valor negativo, que se produce debido a que la empresa no fue capaz de cubrir sus necesidades de inversión con su nivel de financiación.

Cabe destacar claramente que en la mayoría de años de nuestro periodo, las políticas financieras a largo plazo no son adecuadas al igual que las políticas financieras a corto, tal y como hemos podido observar en sus graficas correspondientes, presentan un mal comportamiento.

En conclusión el sector presenta unas políticas financieras pésimas ya que no es capaz de gestionar una adecuada financiación, teniendo en cuenta su TGO procedente de su RGO.

### 5.2.2 Variables Financieras por Empresas

Continuamos a realizar un análisis de las variables financieras de las empresas para con ellos explicar su evolución y poder compararlas entre sí y en algunos casos con el sector. Al igual que en el subapartado anterior todos los datos señalados los podremos comprobar en los anexos correspondientes.

Recursos generados por operaciones (RGO)

El RGO nos mostrará que empresas son capaces de generar recursos para la empresa con sus actividades ordinarias.

**CUADRO 11. RECURSOS GENERADOS POR OPERACIONES (RGO)**

RECURSOS GENERADOS POR OPERACIONES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DANONE	269.602.000	277.997.000	262.070.000	222.250.000	178.489.000	83.053.000	104.049.000	128.392.000	126.030.000
CAPSÀ	32.413.000	26.959.000	22.195.000	-1.638.000	10.439.000	16.492.000	30.012.000	25.260.000	25.969.000
ILAS	11.138.750	10.800.498	13.282.405	10.291.961	4.070.929	10.118.940	24.558.020	14.252.129	13.763.217
PULEV	32.287.000	41.844.000	54.060.000	49.570.000	12.198.000	22.489.037	19.589.840	27.880.918	36.594.859
QUESERIAS	10.819.369	14.197.562	21.997.514	25.182.696	24.916.344	21.242.812	22.776.441	20.843.523	23.040.588
FORLASA	11.563.122	24.781.008	8.793.196	-2.384.341	3.599.000	3.498.185	6.777.324	7.158.566	8.311.174
LECHE CELTA	11.271.904	12.220.088	8.591.215	4.993.885	3.818.979	8.725.376	6.408.563	10.969.516	8.520.931
ESNELAT	1.655.866	2.414.099	4.716.473	2.304.416	11.912.577	6.994.288	7.180.147	4.934.391	7.885.775
SECTOR	380.751.000	411.213.000	395.706.000	310.570.000	249.443.000	172.614.000	221.351.000	239.692.000	250.116.000

Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos visualizar en el cuadro 11 casi todas nuestras empresas del sector presentan un RGO positivo a lo largo de estos últimos 9 años, por lo que podríamos afirmar que las empresas tienen la capacidad de generar tesorería gracias a sus operaciones ordinarias, con la excepción de las empresas CAPSA que muestra un RGO negativo exclusivamente en el año 2011 debido a que se ha producido una reducción significante en el BAT y una fuerte salía de flujo de efectivo.

A sí mismo en el año 2011 presenciamos un RGO negativo de la empresa FORLASA, esto fue a causa de una fuerte reducción del BAT lo cual, también conllevo a la empresa a incurrir en unas fuertes pérdidas.

La empresa que mejor RGO presenta en comparación con el resto de empresas en todo el periodo estudiado, es nuestra líder DANONE, ya que como podemos visualizar en el cuadro 11 los RGO de DANONE son siempre superiores y en lo que respecta frente al sector DANONE ningún año iguala o supera sus valores.

Por otro lado de la misma manera destacamos que los RGO del resto de empresas en ningún año consiguen igualar a los valores del sector, por último, las empresas que reflejan una clara similitud a lo largo de este periodo con sus RGO son FORLSA y CELTA, y como no destacar así mismo a la empresa ESNELAT que genera recursos, pero los más pequeños frente al resto de empresas.

#### Tesorería generada por operaciones (TGO)

El TGO nos indicará que empresas son capaces de generar tesorería practicando sus actividades ordinarias en cada ejercicio.

#### **CUADRO 12. TESORERÍA GENERADA POR OPERACIONES (TGO)**

TESORERÍA GENERADA POR OPERACIONES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DANONE	293.630.000	243.545.000	251.712.000	226.417.000	215.050.000	85.050.000	82.955.000	95.454.000	96.924.000
CAPSA	33.924.000	51.118.000	9.879.000	-2.483.000	-11.226.000	17.832.000	19.863.000	31.154.000	33.064.000
ILAS	-439.147	21.471.639	6.625.827	-3.294.945	22.753.698	11.750.594	11.646.736	2.654.367	2.343.679
PULEVA	48.554.000	36.393.000	43.199.000	91.036.000	29.143.000	20.059.524	25.323.123	30.849.649	41.074.619
QUESERIAS	9.614.060	22.682.791	22.727.820	23.231.848	11.424.149	20.829.126	4.371.689	30.373.855	14.003.807
FORLASA	18.751.595	29.349.676	-73.744.613	16.552.308	3.193.000	12.038.232	33.346.102	5.723.212	-709.499
LECHE CELTA	3.357.644	1.264.103	6.707.513	4.081.771	7.456.241	321.127	1.715.291	9.761.710	5.297.127
ESNELAT	3.460.324	2.440.780	2.794.970	5.024.883	6.663.234	8.816.842	8.966.350	3.498.736	10.006.653
SECTOR	410.852.477	408.264.989	269.901.517	360.565.865	284.457.322	176.697.445	188.187.291	209.469.529	202.004.386

Elaboración propia a partir de SABI

El TGO al igual que el RGO de nuestras empresas muestran unos valores positivos a lo largo de nuestro rango de análisis, por lo cual podríamos decir que éstas han generado flujos de caja con sus operaciones ordinarias, pero al igual que en el RGO tenemos algunas excepciones, es decir que nos encontramos con TGO negativos en algunos casos.

Al igual que en el RGO la empresa CAPSA presenta valores negativos de TGO en el año 2011 y 2012, esto se debe por una parte al mismo motivo antes indicado, ya que la caída del BAT continuó, obteniendo en el 2012 beneficios para la empresa y una reducción en la fuerte salida de flujo de efectivo, sin embargo la empresa no pudo generar suficientes recursos para llegar a un TGO positivo.

En el caso de la empresa FORLASA el TGO negativo se produce en los años 2010 y en el último año de nuestro análisis, esto se debe principalmente en el 2010 a que la empresa sufrió un brusco cambio en su capital corriente, exactamente a la fuerte reducción del activo y pasivo no corriente.

Por otro lado, en el 2016 aunque la empresa FORLASA presentó un BAT positivo y un 54% más que el año anterior, muestra un TGO negativo debido a que aumentó fuertemente la salida de dinero y disminuyó influyentemente la cuentas de otros pasivos corrientes como las de deudores y otras cuentas a pagar, lo cual provocó una alta variación negativa en el capital corriente de esta empresa, con respecto a los datos del año anterior.

También la empresa ILAS presenta un TGO negativo, en este caso fue en el año 2008 debido a la cuenta de variación de capital que presenta unos valores negativos y a la fuerte salida de flujos de efectivo, esto provoca que los recursos generados por operaciones no se puedan equilibrar con las salidas de efectivo.

Como no también destacar que ninguna empresa supera el TGO del sector y al igual que en el RGO la única empresa que mejor TGO posee es DANONE seguida de PULEVA que de igual manera presenta unos TGO adecuados. A diferencia del apartado anterior la empresa que peor TGO presenta es LECHE CELTA, ya que tiene los peores valores comparados con el resto de empresas y sector.

## VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE (VCC)

Cabe destacar que en el Estado de Flujo de Efectivo, las variaciones de saldos del capital circulante se presenta con signo negativo, ya que trata de ajustar las variaciones habidas en el fondo de maniobra como consecuencia de la diferencia entre la corriente real y la corriente monetaria para determinar los flujos reales de tesorería; por lo cual nosotros presentaremos los datos del cuadro 13 con el signo contrario al que se presenta en el EFE.

### CUADRO 13. VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE (VCC)

VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DANONE	-24.028.000	34.452.000	10.358.000	-4.167.000	-36.561.000	-1.997.000	21.094.000	32.938.000	29.106.000
CAPSASA	-1.511.000	-24.159.000	12.316.000	845.000	21.665.000	-1.340.000	10.149.000	-5.894.000	-7.095.000
ILAS	11.577.897	-10.671.141	6.656.578	13.586.906	-18.682.769	-1.631.654	12.911.284	11.597.762	11.419.538
PULEVA	-16.267.000	5.451.000	10.861.000	-41.466.000	-16.945.000	2.429.513	-5.733.283	-2.968.731	-4.479.760
QUESERIAS	1.205.308	-8.485.229	-730.306	1.950.848	13.492.195	413.686	18.404.752	-9.530.332	9.036.781
FORLASA	-7.188.473	-4.568.668	82.537.809	-18.936.649	406.000	-8.540.047	-26.568.778	1.435.354	9.020.673
LECHE CELTA	7.914.260	10.955.985	1.883.702	912.114	-3.637.262	8.404.249	4.693.272	1.207.806	3.223.804
ESNELAT	-1.804.458	-26.681	1.921.503	-2.720.467	5.249.343	-1.822.554	-1.786.203	1.435.655	-2.120.878
SECTOR	<b>-30.101.000</b>	<b>2.948.000</b>	<b>125.804.000</b>	<b>-49.995.000</b>	<b>-35.013.000</b>	<b>-4.084.000</b>	<b>33.164.000</b>	<b>30.222.000</b>	<b>48.111.000</b>

Elaboración propia a partir de SABI

Como podemos observar en el análisis de la VCC a lo largo de nuestro periodo de análisis, cada año hemos presenciado unos valores con diferentes signos, tal como se muestra en el cuadro 12.

La mayoría de las empresas se comportan de la misma manera que el sector, pero como hasta ahora hemos ido viendo siempre existen algunas empresas que presentan excepciones.

Primero, podemos señalar que al inicio de nuestro análisis casi todas las empresas presentan una VCC negativa, con excepción de las empresas ILAS, QUESERIAS y CELTA que presenta valores positivos, por lo cual podemos decir que dichas empresas mencionadas con anterioridad pueden hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Segundo, destacamos de la misma manera, otra vez a QUESERIAS, ya que es la única empresa que presenta unas variaciones de capital circulante muy contraria a las del sector durante todo el periodo de nuestro análisis.

Así mismo, destacaríamos nuevamente a CELTA ya que es la única empresa láctea de nuestro sector que obtiene una VCC positiva durante todos los años estudiados, con excepción del año 2013, siendo también la única que presenta una evolución de su VCC contraria al resto de empresas.

Para finalizar podemos observar como al final de nuestro estudio (año 2016) todas las empresas han sufrido importantes fluctuaciones excepto ILAS que es la única que mantiene una VCC similar con respecto al inicio de nuestro análisis.

#### POLÍTICAS FINANCIERAS A CORTO PLAZO (PFCP)

Con esta variable financiera vamos a intentar estudiar si, nuestras empresas poseen una buena política financiera a corto plazo, para ello trabajaremos con el ratio que relaciona el TGO entre el RGO.

Para estudiar los valores de este ratio y saber si las empresas o sector poseen una buena PFCP nos centraremos en un valor en torno a 1 con una margen del 5% tanto por encima como por debajo, es decir fijaremos un intervalo entre  $0,95 < 1 < 1,05$ , por lo tanto, si los valores superaran el intervalo indicaría que las empresas generan un exceso de liquidez de sus recursos de operaciones ordinarias y si por el contrario encontramos un valor inferior expresaríamos que a las mismas les cuesta generar liquidez para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Para una mejor interpretación a la hora de realizar el siguiente estudio, hemos resaltado de verde las que mejor PFCP presentan, de rosa las que peor lo hacen y de amarillo las que producen un exceso de liquidez, pero no desmesurado por lo cual lo tomariamos como una buena PFCP.

#### CUADRO 14. POLÍTICAS FINANCIERAS A CORTO PLAZO (PFCP)

PFCP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DANONE	1,09	0,88	0,96	1,02	1,20	1,02	0,80	0,74	0,77
CAPSA	1,05	1,90	0,45	1,52	-1,08	1,08	0,66	1,23	1,27
ILAS	-0,04	1,99	0,50	-0,32	5,59	1,16	0,47	0,19	0,17
PULEVA	1,50	0,87	0,80	1,84	2,39	0,89	1,29	1,11	1,12
QUESERIAS	0,89	1,60	1,03	0,92	0,46	0,98	0,19	1,46	0,61
FORLASA	1,62	1,18	-8,39	-6,94	0,89	3,44	4,92	0,80	-0,09
LECHE CELTA	0,30	0,10	0,78	0,82	1,95	0,04	0,27	0,89	0,62
ESNELAT	2,09	1,01	0,59	2,18	0,56	1,26	1,25	0,71	1,27
SECTOR	1,08	0,99	0,68	1,16	1,14	1,02	0,85	0,87	0,81

Elaboración propia a partir de SABI

Como se puede ver reflejado en el cuadro 14 la mayoría de las empresas no presentan una buena gestión de sus PFCP, destacando claramente algunas excepciones en ciertos años de algunas empresas, tal como hemos visto en casos anteriores. Sin embargo, la mayoría de los valores de la PFCP del sector se aproximan a nuestro criterio de análisis, ya que solo dos años presenta valores ideales para determinar que realiza una buena PFCP, lo cual es muy bueno para el sector y para las empresas que se asemejen a dicho comportamiento.

La empresa que podemos resaltar, ya que se comporta casi de manera similar al sector, es DANONE porque es la única que presenta valores ideales en tres años (2010,2011 y 2013) por lo que con ello podríamos afirmar que esta empresa ha sido capaz durante ese tiempo de generar liquidez suficiente con sus actividades ordinarias para poder hacer frente a sus deudas a corto plazo, o como hemos dicho en apartados anteriores es capaz de obtener una autofinanciación necesaria. Mientras que el resto de los años la empresa no ha sido capaz de aprovechar sus RGO para producir TGO lo que también le llevaría a encontrarse en un periodo de insolvencia de pagos, excepto los años 2008 y 2012 donde la empresa si generaba un exceso de liquidez.

Lo mismo sucede con las empresas CAPSA para el primer año de nuestro estudio y la empresa QUESERIAS en el 2010 que nos proporcionan una adecuada PFCP.

Por otro lado, la empresa que peor se comportan frente al sector es FORSALA, sobre todo en los años 2010-11, ya que presenta unos valores negativos elevados, diríamos con ello que la empresa no es capaz de obtener una autofinanciación necesaria pero tiene mucho sentido ya que en el 2010 la empresa presenta un TGO negativo y en el 2011 un RGO negativo, es decir, el primer año la empresa fue capaz de generar tesorería con sus recursos generados, en cambio el año siguiente no fue capaz de generar RGO, lo podemos comprobar en sus cuadros correspondientes (cuadros 11 y 12).

También resaltamos de FORLASA los periodos 2013-14 ya que realiza una fuerte recuperación, aunque no muy favorable para ella, ya que produce demasiada liquidez y no encuentra nunca un equilibrio para poder tener una buena PFCP.

De igual manera resaltamos la gran diferencia que existe entre los valores de las empresas: ESNELAT en los años 2008 y 2011, ILAS y PULEVA en el año 2012 frente a los valores del sector, ya que éstas empresas aprovechan demasiado su RGO e incurren en una obtención innecesaria de autofinanciación.

El resto de empresas presenta valores muy dispersos a los del sector y en comparación de las empresas entre sí destacaríamos a DANONE, que es la que mejor PFCP presenta y a FORLASA que es que peores valores presenta.

Para concluir, realizando una visión general de todas las empresas durante estos nueve años podemos ver que el 90% de las mismas no realizan PFCP correctas.

#### POLÍTICAS FINANCIERAS A LARGO PLAZO (PFLP)

Para analizar las PFLP tomaremos como referente el valor de la unidad en el ratio correspondiente y el intervalo de +/- 5%, por lo cual hemos tomado las mismas medidas a la hora de realizar las comparaciones en esta variable financiera.

Cabe destacar que en esta variable financiera a parte de analizar la capacidad que tienen nuestras empresas de hacer frente a sus deudas a largo plazo con los recursos que generan también consideraremos la capacidad que tienen éstas de hacer frente a sus necesidades de inversión y necesidades de tesorería generada por operaciones, con la utilización adecuada de su financiación en cada ejercicio.

#### CUADRO 15. POLÍTICAS FINANCIERAS A LARGO PLAZO (PFLP)

PFLP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DANONE	0,85	1,73	0,81	1,20	1,29	-0,0012	0,0006	0,66	0,41
CAPSA	0,02	0,55	1,46	1,01	-0,31	0,77	1,09	1,08	0,96
ILAS	1,21	0,93	1,57	1,13	0,96	0,72	-19,37	4,23	1,22
PULEVA	0,94	0,80	1,15	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
QUESERIAS	0,79	0,92	1,10	2,62	0,88	0,95	1,11	1,01	1,29
FORLASA	1,30	-6,98	0,97	1,00	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00
LECHE CELTA	0,63	1,02	1,00	0,99	1,00	1,18	0,08	1,02	0,99
ESNELAT	0,74	1,75	0,92	0,99	1,04	0,59	1,23	0,73	0,89
SECTOR	0,87	1,35	0,93	1,15	1,39	0,38	-3,33	0,71	0,52

Elaboración propia a partir de SABI

Como hemos explicado en el apartado del análisis de las variables del sector, observamos que el sector no presentaba en ningún año una buena PFLP, al contrario presenta años con comportamientos muy fuera de lo normal como es el caso del año 2014. Todo lo contrario sucede con algunas empresas del sector ya que podemos observar claramente en el cuadro 15 como la mayoría de empresas presentan una adecuada gestión de sus PFLP en distintos años, tanto si lo comparamos con el sector como si las comparamos entre sí.

La empresa que mejor gestiona su capacidad de financiación para cubrir sus necesidades de inversión y tesorería a lo largo de todo el periodo estudio es FORLASA, a excepción de los dos primeros años, sobretodo en 2009 donde la empresa pasa por una situación compleja ya que sus necesidades de inversión nos son cubiertas con su TGO.

PULEVA es otra empresa que destacaríamos, ya que es la única empresa que ha mantenido estable una adecuada PFLP con respecto al sector y a sus empresas competidoras, sobre todo a principios del año 2011.

Otra empresa que destaca por sus valores positivos, frente al sector y sus competidoras, es CELTA que si no fuera por el año 2008 y 2014 que se encuentra con una carencia de financiación y el año 2013 por el contrario tendría un exceso de este, el resto de los años la empresa posee una ideal PFLP.

Por el contrario, las empresas que peor se comportan frente al sector y al resto de empresas, claramente podemos ver que es DANONE e ILAS, ya que presentan en distintos años los peores valores del estudio.

Como podemos ver DONONE ningún año presenta una buena PFLP, ni tampoco ninguno de sus valores se aproximan a nuestro criterio de análisis, por el contrario la mayoría de sus valores se encuentran muy lejanos, sobre todo en los años 2013 y 2014.

En cambio, ILAS comparado con DANONE presenta unas mejores políticas financieras a largo plazo, especialmente en el año 2012, que presenta un valor ideal. Pero en los años 2014 y 2015 es la empresa que peor valores presenta, tanto frente al sector como al resto de empresas.

Realizando una vista general del comportamiento de las empresas con referencia a las PFLP y comparándolas con las PFLC podemos confirmar que la mayor parte de las empresas a lo largo del periodo analizado ofrecen mejores PFLP, y las que no lo hacen son por valores muy cercanos a los límites planteados.

### 5.2.3 Conclusiones al diagnóstico financiero

Para realizar este diagnóstico financiero, al igual que lo hicimos en el análisis económico, utilizaremos los valores medios de las variables financieras antes desarrolladas.

**CUADRO 16. VARIABLES FIANCIERAS DEL SECTOR**

MEDIAS FINANCIERAS	RGO	VCC	TGO	PFc/p	PFl/p
<b>DANONE</b>	183.548.000	6.799.444	176.748.556	0,943	0,771
<b>CAPSA</b>	20.900.111	552.889	20.347.222	0,898	0,736
<b>ILAS</b>	12.475.205	4.084.933	8.390.272	1,079	-0,823
<b>PULEVA</b>	32.945.962	-7.679.807	40.625.768	1,312	0,989
<b>QUESERIAS</b>	20.557.428	2.861.967	17.695.461	0,904	1,187
<b>FORLASA</b>	8.010.804	3.066.358	4.944.446	-0,284	0,143
<b>LECHE CELTA</b>	8.391.162	3.950.881	4.440.281	0,641	0,879
<b>ESNELAT</b>	5.555.337	-186.082	5.741.419	1,213	0,986
<b>SECTOR</b>	292.384.000	13.450.667	278.933.425	0,957	0,441

Elaboración propia a partir de SABI

Primero pasaremos a analizar los valores medios del sector. Como podemos ver sus valores medios de RGO y TGO son positivos, lo cual implica que el sector es capaz de generar recursos internos para autofinanciarse, y así mismo, es capaz de generar liquidez para cubrir sus deudas a corto plazo, siendo estos los dos aspectos primordiales a la hora de realizar una buena gestión financiera.

Así mismo, cabe señalar que el sector presenta un valor medio adecuado para realizar una buena PFCP (valor dentro de nuestro intervalo antes señalado), es decir el sector es capaz de obtener una adecuada financiación a corto plazo aprovechando su capacidad de generar tesorería. Todo lo contrario sucede con su PFLP, su valor no alcanza el margen señalado, esto se produce a causa de que el sector no es capaz de gestionar su capacidad de financiación a largo plazo, ya que no aprovecha adecuadamente su TGO que son adecuadas para cubrir sus necesidades de inversión sin embargo recurre a niveles altos de financiación

Podemos apreciar en el cuadro 16, como los valores medios del TGO y RGO de las empresas son positivos al igual que en el sector, por lo cual también éstas son capaces de generar recursos y liquidez por medio de sus operaciones. Mientras que de los valores de las PFCL, ninguna empresa del sector presenta valores medios adecuados, bien porque sus valores medios se sitúan por encima o por debajo de nuestro intervalo señalado; y con respecto a los valores medios de las PFLP, de igual manera, tanto el sector como empresas no se sitúan dentro del intervalo excepto las empresas que mencionaremos posteriormente.

La empresa que más se asemeja al sector por sus valores medidos de TGO, RGO y sus políticas financieras a corto y largo plazo es DANONE, por lo que poseerán el mismo comportamiento.

Por el contrario, la empresa que más difiere con el sector señalariamos a ESNELAT ya que aunque obtenga RGO y TGO positivos son valores muy lejanos al sector. Apuntar así mismo, que a diferencia del sector ESNELAT a corto plazo obtiene demasiada financiación de la necesaria porque no aprovecha adecuadamente su RGO, y con respecto al comportamiento con su PFLP, igual es diferente, ya que a largo plazo ESNELAT es capaz de aprovechar su TGO para cubrir sus necesidades de inversión, acompañada de una adecuada capacidad de financiación a largo plazo.

Las empresas que parecen actuar con una gran similitud entre su TGO y RGO son FORLASA y LECHES CELTA porque cuando hablamos de políticas financieras tanto a corto como a largo cada una actúa de forma diferente, ninguna consiguiendo una buena política financiera.

Para concluir con nuestro diagnóstico financiero, al igual que con el diagnóstico económico, vamos ayudarnos con el siguiente cuadro resumen, cabe destacar que las empresas como sector los analizaremos por separado, por lo cual tomaremos como referencia los valores positivos y negativos, es decir colocaremos un (+) donde los valores sean positivos y un (-) donde sean negativos.

### CUADRO 17. RESUMEN VARIABLES FINANCIERAS

MEDIAS FINANCIERAS	RGO	VCC	TGO	PFc/p	PFl/p
DANONE	+	+	+	-	-
CAPSA	+	+	+	-	-
ILAS	+	+	+	-	-
PULEVA	+	-	+	-	+
QUESERIAS	+	+	+	-	-
FORLASA	+	+	+	-	-
LECHE CELTA	+	+	+	-	-
ESNELAT	+	-	+	-	+
<b>SECTOR</b>	<b>+</b>	<b>+</b>	<b>+</b>	<b>+</b>	<b>-</b>

Elaboración propia a partir de SABI

Podemos observar claramente en el cuadro 17, que tanto el sector como todas las empresas lácteas presentan una situación financiera favorable, ya que son capaces de producir tesorería por medio de sus operaciones ordinarias gracias a que, a su vez, son capaces de generar recursos con sus actividades ordinarias.

Así mismo, la mayoría de nuestras empresas, junto con el sector, presentan unas variaciones de capital circulante positivas, lo que significa que éstas son capaces de poder hacer frente a sus deudas a corto plazo. Destacamos que las empresas PULEVA y ESNELAT presentan una VCC no adecuada, lo que conlleva a que no tiene la capacidad suficiente para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Analizando las políticas financieras a corto y largo plazo podemos observar claramente que tanto las del sector como de las empresas no son adecuadas, claro está que se presenciamos algunas excepciones.

Podemos observar en el cuadro 17 como el sector es el único que presenta una adecuada política financiera a corto plazo ya que el resto de empresas en conjunto presentan un comportamiento muy contrario, por lo cual se encuentran practicando políticas financieras inadecuadas.

De igual manera sucede con las PFLP de las empresas y el sector ya que presentan un comportamiento inadecuado de su gestión, con excepción de PULEVA y ESNELAT, que son las únicas empresas que presentan un comportamiento acorde a nuestro criterio de análisis.

Y, si pretendiéramos solamente estudiar el comportamiento de las políticas financieras, para llegar a la conclusión de si la situación financiera es buena o mala, tanto de las empresas como del sector, lo haríamos observando el cuadro 17. Observamos como el sector y empresas presentan unas inadecuadas PF a corto y a largo plazo, por lo cual, concluiríamos que su gestión financiera es mala. Sin embargo, como hemos utilizado más variables para el estudio, podemos concluir que la situación financiera a lo largo de este periodo es adecuado. Es importante destacar que las empresas y el sector podrían gestionar mejor sus estrategias financieras, por ejemplo mejorando tanto la capacidad de financiación como el aprovechamiento de sus RGO y TGO.

## 6 ANÁLISIS ECONÓMICO VERSUS ANÁLISIS FINANCIERO

Con este apartado vamos a concluir nuestro estudio, en el cual vamos a intentar comparar si nuestro diagnostico económico coincide con nuestro diagnóstico financiero, tanto de las empresas como del sector lácteo, o por si el contrario, estos diagnósticos difieren.

Para realizar esta comparación nos guiaremos de los Cuadros 8, Cuadro 9, Cuadro 16 y Cuadro 17, en los que hemos recogido los valores medios (a modo resumen), tanto de las variables económicas y financieras que se han utilizado para elaborar este estudio.

Primero, empezaremos estudiando los diagnósticos del sector. Como podemos observar en los cuadros indicados anteriormente, la relación entre el *diagnóstico económico y financiero coinciden*, ya que, por un lado, concluiremos con que el diagnóstico económico del sector es favorable debido a que se obtienen una ROA media positiva, que viene precedida tanto de una evolución adecuada de su margen sobre ventas como de la rotación de activos, obteniendo valores medios positivos, que a excepción de DANONE ninguna empresa consigue igualar a dichos valores del sector.

Así mismo destacaríamos que el sector presenta una ROE muy aceptable, ya que gracias a su coste financiero reducido, se puede llegar a obtener un adecuado apalancamiento financiero que incrementará la ROA, para así conseguir una mayor rentabilidad final para los accionistas; por lo que es mejor obtener una ROA positiva con un coste financiero menor. La única empresa que mejora la ROE media del sector es DANONE.

Por otro lado, concluimos que el diagnóstico financiero de nuestro sector es aceptable, ya que presenta una media de RGO y TGO que hemos considerado positiva en el cuadro 9, junto con una VCC igualmente positiva, lo que nos indica que el sector es capaz de convertir en tesorería casi el 100% de sus recursos generados por operaciones ordinarias, así lo podemos comprobar con la obtención del valor medio de la PFCP de 0,96, que expresa, que el sector es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo, porque es capaz de conseguir autofinanciación por medio de sus recursos.

El único valor que difiere a estos resultados es el valor medio de la PFLP con una valor de 0,44 que nos indica la presencia de una inadecuada utilización de sus recursos financieros permanentes.

Resumiendo, podemos concluir que el sector tanto económica como financieramente presentan una situación buena, ya que a excepción de la política financiera a largo y corto plazo, que presenta un valor no favorable, el resto de valores son muy adecuados para cada variable analizada.

Segundo, vamos a proseguir con la comparación de las empresas de nuestra muestra sobre si coinciden o no los diagnósticos elaborados. Resaltamos que en este apartado desarrollaremos dos perspectivas de análisis; primero, concluiremos un análisis con los valores medios de nuestras variables definidas (cuadro 8 y cuadro 16) y otro análisis con los criterios resumen de si las empresas mejoran o empeoran al sector, sobre todo de las variables económicas (cuadro 9).

Realizando una *comparación*, del estudio de nuestras variables definidas, podemos concluir que *todas las empresas* en general, tanto en *el diagnóstico económico como financiero coinciden*, ya que, como podemos observar en el cuadro que todas las empresas presentan unos resultados económicos positivos, generando riqueza tanto para las empresas como para sus accionistas. Y en el cuadro 16 los resultados de nuestras variables financieras de igual forma son adecuadas, sobre todo las que respecta con el TGO, RGO y VCC, sin embargo, con lo que respecta a las políticas financieras a largo y corto plazo no son valores apropiados.

Empezaremos *comparando los diagnósticos económicos y financieros con los valores medios de las empresas*, desde un punto de vista general podemos decir que las empresas coinciden en sus diagnósticos, ya que la mayoría de las empresas presenta valores medios positivos tanto en las variables económicas como en las financieras definidas, sin embargo algunas empresas presentan alguna variable con valor negativo.

En este apartado, destacaremos sin duda alguna a nuestra empresa líder, de casi todo nuestro análisis realizado, DANONE, debido a que, la evolución de su diagnóstico económico y financiero es paralela y además con valores medios muy superiores a las del sector. Por lo tanto, dicha empresa es capaz de conseguir unas rentabilidades adecuadas para la empresa como para sus accionistas, así mismo, es capaz conseguir tesorería por medio de la utilización adecuada de sus recursos generados por operaciones.

Así mismo, por unas características similares explicadas en el párrafo anterior destacamos a la empresa PULEVA, siendo la segunda empresa que mejores valores medios presenta y mostrando una evolución paralela en sus diagnósticos.

Por último, destacaríamos a la empresa CELTA, ya que presenta un diagnóstico económico poco favorable mientras que un financiero positivo con matices, es decir, la empresa desde punto de vista económico es capaz de generar riqueza media para sí misma, sin embargo, al poseer un coste financiero medio elevado, obtiene un inadecuado apalancamiento financiero medio, conllevando a no generar riqueza media para sus accionistas; mientras que financieramente, aunque posea unas insuficiente políticas financieras tanto a largo como corto plazo, esta empresa es capaz de obtener TGO medio a través de sus recursos generados por operaciones.

Ahora, como hemos mencionado anteriormente, proseguiremos a realizar una *comparación de los diagnósticos económicos y financieros de nuestros cuadros resumen* (cuadro 9 y 17), donde los resultados de las variables económicas se encuentran en referencia al sector, es decir, si éstas mejoran (+) o empeoran (-) al sector, mientras que en las variables financieras tendremos como referencia sus valores por individual (positivos o negativos), a excepción de los resultados de las PFLP y PFCP que se tendrá como referencia nuestros criterios señalados en sus análisis correspondiente.

De manera general podemos concluir que el *diagnóstico económico y financiero de nuestros cuadros resumen no coincide*, habiendo claramente ciertas excepciones, como en casos anteriores, lo podemos observar en los cuadros 9 y 17, ya que la mayoría de las empresas presentan un diagnóstico económico nada favorable mientras que financieramente su situación es adecuada a excepción de sus políticas financieras.

La excepción que destacaremos en este caso es DANONE, ya que es la única empresa que según nuestros datos resumen coincide en sus diagnóstico económico (debido a que sus valores medios son superiores a los medios del sector) y financiero (ya que presenta signos positivos en su RGO y TGO a excepción de sus inadecuadas políticas financieras).

Otra empresa que destacaríamos es ILAS, debido a que esta empresa presenta los peores datos resumen, es decir sus diagnósticos económicos y financieros son los que más difieren, esto es porque, como se puede observar en todas su variables económicas definidas encontramos un signo negativo, lo cual, diríamos que esta empresa no es capaz de generar riqueza para ella, mucho menos para sus accionistas; podríamos decir, que esto puede venir provocado por poseer un coste financiero medio muy elevado, lo cual, causaría un apalancamiento financiero insuficiente, que no ayuda a incrementar la rentabilidad de sus accionistas. Mientras que financieramente posee un diagnóstico muy favorable, porque a excepción de su inadecuada política financiera a corto plazo el resto de variables presenta signos positivos.

Por último, destacaríamos a las empresas CAPSA, PULEVA y QUESERIAS que de igual manera difieren sus diagnósticos, debido a que económicamente su situación no es nada favorable mientras que financieramente es adecuada, estas tres empresas destacan por no ser capaces de generar rentabilidad para la empresa, y aunque posean un coste financiero adecuado (frente al sector) no es suficiente para poder obtener un buen apalancamiento financiero que favorezca a la capacidad de generar rentabilidad media para sus accionistas.

En conclusión, si nuestro estudio concluyera con el análisis de los resultado obtenidos en los cuadros 9 y 17 dedujéramos que nuestros diagnósticos económicos y financieros no coinciden, ya que no siguen la misma tendencia a lo largo de nuestro análisis, debido a que el sector como empresas presentan una situación económica inestable, mientras que financieramente las empresas y sector presentan un comportamiento favorable.

Como nosotros realizaremos una conclusión con los valores medios obtenidos a lo largo de nuestro estudio (cuadro 8 y cuadro 16), podemos llegar a la conclusión que tanto *nuestro diagnóstico económico como financiero son paralelos*, ya que las empresas como el sector presentan unas situaciones favorables, claro que con algunas excepciones pero no porque difieran los análisis financiero y económico, sino, porque algunos de los valores de cierta de variables estudiadas son peores en comparación con el sector y resto de empresas.

Resumiendo podemos concluir que tanto el sector como empresas, económicamente presenta una situación buena pero financieramente no es tan favorable, sobre todo en el comportamiento de sus políticas financieras.

## 7 CONCLUSIÓN

El objetivo primordial de este trabajo era comprobar si los resultados económicos y financieros del sector y de las empresas, coinciden o por el contrario no mantiene relación alguna durante el período estudiado. Para realizar este análisis hemos partido del año 2008, para intentar observar el impacto de la crisis en las empresas y sector hasta el 2016.

Las variables que hemos considerado esenciales para poder realizar este estudio han sido, por un lado, las variables económicas: ROA, Margen sobre ventas, Rotación de Activos, ROE y apalancamiento financiero, y por otro lado las variables financieras desarrolladas han sido, el RGO, TGO, VCC y el análisis de las PFCP y PFLP, datos que hemos obtenido por medio de los Estados Contables de las empresas y del sector correspondiente.

Como bien nos es sabido las empresas para poder tomar sus decisión deben basarse en sus diagnósticos económicos y financieros, por lo cual es conveniente que estos diagnósticos sean los más adecuados y fiables posibles, y si fuera posible conseguir que las dos encaminen en una misma vertiente mucho mejor, ya que las empresas estarían presentando una buena coherencia entre sus políticas económicas y financieras.

Por lo tanto, después de haber analizado el sector y las empresas de nuestra muestra llegamos a las siguientes conclusiones:

- Las políticas económicas y financieras a lo largo del período analizado del sector presentan valores positivos, por lo cual sus valores medios también son positivos, lo que significa que presentan unos diagnóstico económico y financiero favorable y una evolución paralela. Debido a que su diagnóstico económico presenta una ROA positiva, por lo cual podemos afirmar que el sector es capaz de generar valor por medio de sus inversiones a lo largo el período analizado esto se debe especialmente al valor medio de la rotación y al valor medio del margen que son positivos.

Y por el lado del diagnóstico financiero, el valor medio del RGO y del TGO del sector es positivo lo cual implica que el sector es capaz de generar recursos internos para autofinanciarse y así mismo es capaz de generar liquidez para poder hacer frente a sus deudas a corto plazo, ya que a largo plazo no presenta un equilibrio adecuado entre la financiación y la inversión con el TGO de la empresa.

- Los diagnósticos económicos y financieros de las empresas al igual que en el sector presenta unos valores medios positivos y favorables, lo que implican una evolución económica y financiera de forma paralela.

Por su diagnóstico económico podemos ver que los valores medios de la ROA son positivos, por lo que todas las empresas han generado valor con sus activos, cabe destacar la mejor empresa, DANONE, con una ROA de 31,2%, este valor se ve favorecido gracias a que los valores medios tanto de la rotación como del margen positivos.

Y por su diagnóstico financiero las empresas muestran valores medios positivos, es decir, en todas las empresas tanto del TGO y del RGO son positivos por lo cual también éstas son capaces de generar recursos y liquidez por medio de sus operaciones. Cabe recalcar que la mejor empresa en estos términos es DANONE, al igual que en el sector, ya que es capaz de generar tesorería casi todo su RGO, excepto un 4%. Así mismo cabe destacar que la empresa ILAS y FORLASA presentan inadecuadas PFLP y PFPC respectivamente, aunque en general su diagnóstico financiero es muy favorable.

Podemos concluir con todo lo anterior que el sector presenta una coherencia en sus resultados económicos y financieros, por lo tanto, utilizan unas buenas políticas para las mismas, ya que presenta valores positivos en todas sus variables analizadas a lo largo de este estudio.

De igual forma, todas las empresas de nuestra muestra también presentan la misma coherencia ya que tenemos unos resultados económicos positivos acompañados de unas buenas políticas financieras, con las excepciones señaladas en apartados anteriores.

## 8 BIBLIOGRAFÍA

### 8.1 LIBROS

CABALLERO ESTEBAN T. (2014): “ANÁLISIS CONTABLE” *Elementos clave del diagnóstico empresarial*.

CARABALLO, AMONDARAIN Y ZUBIAUR. (2013): “ANÁLISIS CONTABLE” *Tema 5, Análisis de la liquidez*.

DE JAIME ESLAVA, J. (2008): “LAS CALAVES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANICERO DE LA EMPRESA” *Editorial ESIC, Madrid*

GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2011): “ANÁLISIS DE LA EMPRESA A TRAVÉS DE SU INFORMACIÓN ECONÓMICO FINANCIERA” *Fundamentos teóricos y aplicaciones. Editorial Pirámide, 4º edición, Madrid.*

PASCUAL GARRIDO, M; IÑIGUEZ SANCHEZ, R. (2017): “ANÁLISIS DE ESTADOS CONTABLES” *Elaboración e interpretación de la información financiera. Editorial Pirámide, 4º edición.*

TORRES RIVERO, P. (2009): *ANÁLISIS DE BALANCES Y ESTADOS COMPLEMENTARIOS. Editorial Pirámide, 2ª edición, Madrid*

### 8.2 PÁGINAS WEB

BOAL VELASCO, N. “Ratios de Rotación” <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ratios-de-rotacion.html> (Consulta Junio 2017)

BUSCONÓMICO. “ROE: Rentabilidad sobre Recursos Propios” <https://www.busconomico.com/post/que-es-roe.aspx> (Consulta Junio 2017)

CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) [www.cnae.eu](http://www.cnae.eu) (Consultada Mayo 2017)

DE ANDRÉS, Á. “ROE: Fórmula e interpretación” [https://www.finect.com/blogs/aprendiendo-sobre-inversiones/articulos/roe\\_formula\\_e\\_interpretacion](https://www.finect.com/blogs/aprendiendo-sobre-inversiones/articulos/roe_formula_e_interpretacion) (Consulta Junio 2017)

DOMINGUEZ RUBIO, P. “Análisis de los Estados Financieros” <http://www.monografias.com/trabajos57/estados-financieros/estados-financieros3.shtml> (Consulta Julio 2017)

IDEPA (Instituto de Desarrollo Económico del Principado de Asturias). <https://www.idepa.es/conocimiento/flash-sectorial/sector-lacteo> (Consulta Mayo 2017)

INLAC (Organización Interprofesional Láctea). “El Sector Lácteo en España” Datos de producción, industria y consumo (2008-2015) [https://www.inlac.es/admin/uploads/files/id\\_20173418\\_Informesocioeconomicoinklac20.09.16.pdf](https://www.inlac.es/admin/uploads/files/id_20173418_Informesocioeconomicoinklac20.09.16.pdf) (Consulta Mayo 2017)

PGC (Plan General Contable, 2017) <https://www.contabilidadtk.es/el-estado-de-flujos-de-efectivo.html> (Consulta Junio 2017)

RAMÓN ARTIME. Presidente de la Organización Interprofesional Láctea. “El sector lácteo en España” [https://www.efeagro.com/25\\_aniversario/el-sector-lacteo-en-espana/](https://www.efeagro.com/25_aniversario/el-sector-lacteo-en-espana/) (Consulta Mayo 2017)

SABI (Sistema Análisis Balance) <https://sabi.bvdinfo.com/version-201845>List.serv?CID=87&context=13VMF2KX9MBZKH9> (Consulta Abril 2017)

VELAYOS MORALES, V. ECOMIPEDIA “Apalancamiento Financiero” <http://economipedia.com/definiciones/apalancamiento-financiero.html> (Consulta Julio 2017)

## 9 ANEXOS (CUENTAS NO CONSOLIDADAS)

### I. Balance de Situación del Sector Lácteo

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		1.009.811.000	1.024.507.000	809.028.000	862.862.000	849.979.000	863.012.000	820.278.000	786.126.000	728.433.000
<i>Activo circulante</i>		1.192.265.000	926.678.000	1.031.100.000	1.031.370.000	847.157.000	940.774.000	958.910.000	1.049.307.000	1.044.177.000
<b>Total activo</b>		<b>2.202.076.000</b>	<b>1.951.184.000</b>	<b>1.840.128.000</b>	<b>1.894.233.000</b>	<b>1.697.136.000</b>	<b>1.803.786.000</b>	<b>1.779.187.000</b>	<b>1.835.433.000</b>	<b>1.772.610.000</b>
<i>Fondos propios</i>		1.151.744.000	1.036.822.000	869.709.000	930.184.000	828.015.000	916.907.000	1.013.061.000	1.045.798.000	1.041.261.000
<i>Pasivo fijo</i>		251.873.000	218.562.000	178.679.000	184.480.000	166.273.000	157.202.000	153.130.000	177.419.000	154.281.000
<i>Pasivo líquido</i>		798.459.000	695.800.000	791.739.000	779.569.000	702.848.000	729.677.000	612.996.000	612.216.000	577.069.000
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>2.202.076.000</b>	<b>1.951.184.000</b>	<b>1.840.128.000</b>	<b>1.894.233.000</b>	<b>1.697.136.000</b>	<b>1.803.786.000</b>	<b>1.779.187.000</b>	<b>1.835.433.000</b>	<b>1.772.610.000</b>

### II. Cuenta de Resultado del Sector Lácteo

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		3.607.073.000	3.311.375.000	3.305.768.000	3.549.159.000	3.351.451.000	3.272.230.000	3.278.597.000	3.182.584.000	3.158.731.000
Importe neto Cifra de Ventas		3.558.423.000	3.263.363.000	3.252.190.000	3.487.309.000	3.302.718.000	3.232.634.000	3.234.877.000	3.143.970.000	3.111.692.000
<b>Resultado Explotación</b>		<b>381.456.000</b>	<b>372.159.000</b>	<b>337.585.000</b>	<b>312.876.000</b>	<b>192.723.000</b>	<b>93.923.000</b>	<b>128.125.000</b>	<b>177.985.000</b>	<b>187.922.000</b>
Ingresos financieros		92.019.000	85.220.000	70.666.000	50.212.000	41.851.000	36.317.000	34.647.000	30.908.000	36.564.000
Gastos financieros		32.151.000	15.959.000	14.253.000	14.673.000	12.997.000	11.661.000	10.417.000	9.139.000	8.200.000
<b>Resultado financiero</b>		<b>59.868.000</b>	<b>69.261.000</b>	<b>56.414.000</b>	<b>35.540.000</b>	<b>28.854.000</b>	<b>24.655.000</b>	<b>24.230.000</b>	<b>21.769.000</b>	<b>28.364.000</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>441.325.000</b>	<b>441.419.000</b>	<b>393.999.000</b>	<b>348.415.000</b>	<b>221.577.000</b>	<b>118.578.000</b>	<b>152.354.000</b>	<b>199.754.000</b>	<b>216.286.000</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>358.217.000</b>	<b>349.917.000</b>	<b>324.213.000</b>	<b>268.316.000</b>	<b>168.870.000</b>	<b>94.132.000</b>	<b>107.397.000</b>	<b>148.571.000</b>	<b>171.090.000</b>

### III. Estado de Flujo de Efectivo del Sector Lácteo

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		441.325.000	441.419.000	393.999.000	348.415.000	221.577.000	118.578.000	152.354.000	199.754.000	216.286.000
2. Ajustes del resultado		-25.736.000	16.878.000	14.451.000	66.979.000	41.748.000	61.567.000	76.897.000	71.943.000	45.602.000
3. Cambios en el capital corriente		30.101.000	-2.948.000	-125.804.000	49.995.000	35.013.000	4.084.000	-33.164.000	-30.222.000	-48.111.000
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-34.838.000	-47.084.000	-12.744.000	-104.824.000	-13.882.000	-7.531.000	-7.900.000	-32.005.000	-11.772.000
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		410.852.000	408.265.000	269.902.000	360.566.000	284.457.000	176.697.000	188.187.000	209.470.000	202.004.000
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-301.691	-300.841	-390.678	-149.693	-120.032	-64.690	-222.191	-77.284	-72.744
7. Cobros por desinversiones (+)		176.540	298.579	574.912	55.184	26.535	10.386	14.433	5.408	181.650
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-125.151.000	-2.263.000	184.234.000	-94.509.000	-93.497.000	-54.304.000	-207.758.000	-71.876.000	108.906.000
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		17.671	8.637	-94.240	14.374	8.342	2.339	9.019	3.613	4.176
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		38.599	-102.718	-54.606	-65.601	-29.019	-40.267	-54.682	13.142	-37.974
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		-303.952	-454.615	-273.421	-253.727	-243.927	-8.789	-19.542	-115.060	-129.238
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 +)		-247.682.000	-548.697.000	-422.267.000	-304.954.000	-264.604.000	-46.717.000	-65.205.000	-98.305.000	-163.036.000
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		38020	-185284	28773	-38897	-73643	75677	-84776	39288	147875

IV. Balance de Situación de Danone, S.A

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		245.733	235.548	224.965	240.075	263.151	272.202	261.695	252.746	253.455
<i>Activo circulante</i>		457.435	284.716	337.284	296.666	203.962	273.866	335.584	385.831	364.872
<b>Total activo</b>		<b>703.168.000</b>	<b>520.264.000</b>	<b>562.249.000</b>	<b>536.741.000</b>	<b>467.113.000</b>	<b>546.068.000</b>	<b>597.279.000</b>	<b>638.577.000</b>	<b>618.327.000</b>
<i>Fondos propios</i>		470.663.000	312.797.000	362.476.000	345.319.000	277.439.000	343.480.000	399.106.000	453.012.000	460.113.000
<i>Pasivo fijo</i>		12.582.000	13.600.000	13.337.000	5.864.000	9.826.000	16.063.000	35.826.000	36.212.000	31.217.000
<i>Pasivo líquido</i>		219.923.000	193.867.000	186.436.000	185.558.000	179.848.000	186.525.000	162.347.000	149.353.000	126.997.000
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>703.168.000</b>	<b>520.264.000</b>	<b>562.249.000</b>	<b>536.741.000</b>	<b>467.113.000</b>	<b>546.068.000</b>	<b>597.279.000</b>	<b>638.577.000</b>	<b>618.327.000</b>

V. Cuenta de Resultado de Danone, S.A

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		1.243.823.000	1.185.757.000	1.116.100.000	1.133.898.000	1.026.033.000	909.532.000	880.971.000	867.162.000	875.488.000
Importe neto Cifra de Ventas		1.217.099.000	1.159.776.000	1.084.035.000	1.099.082.000	1.000.334.000	887.642.000	858.021.000	847.779.000	846.236.000
<b>Resultado Explotación</b>		<b>306.634.000</b>	<b>275.024.000</b>	<b>255.567.000</b>	<b>250.054.000</b>	<b>170.819.000</b>	<b>53.767.000</b>	<b>72.328.000</b>	<b>111.276.000</b>	<b>102.619.000</b>
Ingresos financieros		78.876.000	75.993.000	48.805.000	42.281.000	30.994.000	27.726.000	11.364.000	23.089.000	30.834.000
Gastos financieros		225.000	263.000	233.000	1.253.000	253.000	371.000	418.000	436.000	389.000
<b>Resultado financiero</b>		<b>78.651.000</b>	<b>75.730.000</b>	<b>48.572.000</b>	<b>41.028.000</b>	<b>30.741.000.000</b>	<b>27.355.000</b>	<b>10.946.000</b>	<b>22.653.000</b>	<b>30.445.000</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>385.285.000</b>	<b>350.754.000</b>	<b>304.139.000</b>	<b>291.082.000</b>	<b>201.560.000</b>	<b>81.122.000</b>	<b>83.274.000</b>	<b>133.929.000</b>	<b>133.064.000</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>305.273.000</b>	<b>279.712.000</b>	<b>246.169.000</b>	<b>223.783.000</b>	<b>154.222.000</b>	<b>66.088.000</b>	<b>55.270.000</b>	<b>101.453.000</b>	<b>108.589.000</b>

VI. Estado de Flujo de Efectivo de Danone, S.A

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		385.285.000	350.754.000	304.139.000	291.082.000	201.560.000	81.122.000	83.274.000	133.929.000	133.064.000
2. Ajustes del resultado		-104.227.000	-53.184.000	-35.683.000	-40.657.000	-14.118.000	715.000	26.224.000	5.510.000	-11.710.000
3. Cambios en el capital corriente		24.028.000	-34.452.000	-10.358.000	4.167.000	36.561.000	1.997.000	-21.094.000	-32.938.000	-29.106.000
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-11.456.000	-19.573.000	-6.386.000	-28.175.000	-8.953.000	1.216.000	-5.449.000	-11.047.000	4.676.000
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		293.630.000	243.545.000	251.712.000	226.417.000	215.050.000	85.050.000	82.955.000	95.454.000	96.924.000
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-14.210.000	-12.234.000	-15.813.000	-55.417.000	-57.042.000	-18.418.000	-179.062.000	-25.539.000	-21.130.000
7. Cobros por desinversiones (+)		60.517.000	18.069.000	9.465.000	32.576.000	15.150.000	796.000	2.563.000	467.000	170.000.000
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		46.307.000	5.835.000	-6.348.000	-22.841.000	-41.892.000	-17.622.000	-176.499.000	-25.072.000	148.870.000
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		42.000	273.000	-46.663.000	n.d.	171.000	80.000	60.000	365.000	n.d.
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		1.292.000	5.089.000	-3.033.000	850.000	n.d.	n.d.	n.d.	462.000	1.082.000
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		-289.083.000	-436.834.000	-148.079.000	-244.616.000	-223.416.000	n.d.	n.d.	-47.461.000	-101.453.000
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		-287.749.000	-431.472.000	-197.775.000	-243.766.000	-223.245.000	80.000	60.000	-46.634.000	-100.371.000
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		52188	-182092	47589	-40190	-50087	67508	-93484	23748	145423

VII. Balance de Situación de Alimentaria Peñasanta, S.A

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		195.673.000	187.319.000	177.302.000	201.004.000	192.170.000	204.378.000	188.540.000	166.887.000	154.924.000
<i>Activo circulante</i>		202.438.000	204.466.000	217.456.000	220.252.000	201.029.000	220.640.000	200.379.000	194.416.000	188.728.000
<b>Total activo</b>		<b>398.111.000</b>	<b>391.785.000</b>	<b>394.758.000</b>	<b>421.256.000</b>	<b>393.199.000</b>	<b>425.018.000</b>	<b>388.919.000</b>	<b>361.303.000</b>	<b>343.652.000</b>
<i>Fondos propios</i>		199.516.000	203.870.000	211.904.000	212.205.000	202.987.000	211.147.000	223.074.000	184.904.000	186.708.000
<i>Pasivo fijo</i>		33.678.000	29.157.000	20.096.000	56.490.000	45.586.000	41.289.000	27.971.000	35.649.000	26.815.000
<i>Pasivo líquido</i>		164.917.000	158.758.000	162.758.000	152.561.000	144.626.000	172.582.000	137.874.000	140.750.000	130.129.000
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>398.111.000</b>	<b>391.785.000</b>	<b>394.758.000</b>	<b>421.256.000</b>	<b>393.199.000</b>	<b>425.018.000</b>	<b>388.919.000</b>	<b>361.303.000</b>	<b>343.652.000</b>

VIII. Cuenta de Resultado de Alimentaria Peñasanta, S.A

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		864.219.000	749.805.000	766.801.000	770.747.000	739.170.000	709.764.000	705.966.000	673.084.000	665.833.000
Importe neto Cifra de Ventas		854.917.000	739.031.000	755.019.000	755.268.000	729.052.000	704.142.000	700.055.000	667.476.000	659.539.000
<b>Resultado Exploración</b>		<b>17.889.000</b>	<b>16.732.000</b>	<b>17.435.000</b>	<b>2.341.000</b>	<b>-2.561.000</b>	<b>3.701.000</b>	<b>10.724.000</b>	<b>13.712.000</b>	<b>17.168.000</b>
Ingresos financieros		1.927.000	2.454.000	2.578.000	6.057.000	3.047.000	2.811.000	1.871.000	1.430.000	786.000
Gastos financieros		2.910.000	1.332.000	3.587.000	1.224.000	1.975.000	2.181.000	1.712.000	1.178.000	1.019.000
<b>Resultado financiero</b>		<b>-983.000</b>	<b>1.122.000</b>	<b>-1.009.000</b>	<b>4.833.000</b>	<b>1.072.000</b>	<b>630.000</b>	<b>159.000</b>	<b>252.000</b>	<b>-233.000</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>16.906.000</b>	<b>17.854.000</b>	<b>16.426.000</b>	<b>7.174.000</b>	<b>-1.489.000</b>	<b>4.331.000</b>	<b>10.883.000</b>	<b>13.964.000</b>	<b>16.935.000</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>21.229.000</b>	<b>17.228.000</b>	<b>18.120.000</b>	<b>10.922.000</b>	<b>-1.952.000</b>	<b>3.250.000</b>	<b>8.593.000</b>	<b>10.014.000</b>	<b>13.050.000</b>

IX. Estado de Flujo de Efectivo de Alimentaria Peñasanta, S.A

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		16.906.000	17.854.000	16.426.000	7.174.000	-1.489.000	4.331.000	10.883.000	13.964.000	16.935.000
2. Ajustes del resultado		22.646.000	16.661.000	9.242.000	57.130.000	12.017.000	10.777.000	19.496.000	12.961.000	11.736.000
3. Cambios en el capital corriente		1.511.000	24.159.000	-12.316.000	-845.000	-21.665.000	1.340.000	-10.149.000	5.894.000	7.095.000
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-7.139.000	-7.556.000	-3.473.000	-65.942.000	-89.000	1.384.000	-367.000	-1.665.000	-2.702.000
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		33.924.000	51.118.000	9.879.000	-2.483.000	-11.226.000	17.832.000	19.863.000	31.154.000	33.064.000
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-50.447	-5.388	-7.171	-21.781	-7.005	-6.428	-4.414	-5.096	-8.295
7. Cobros por desinversiones (+)		5.288	1.937	5.437	n.d.	883	2.402	2.527	861	1.429
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-45.159.000	-3.451.000	-1.734.000	-21.781.000	-6.122.000	-4.026.000	-1.887.000	-4.235.000	-6.866.000
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		8.070	2.794	322	166	300	1.536	n.d.	88	1.168
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		-7.849	-29.166	-12.209	33.443	-268	-12.129	-17.962	17.655	-20.322
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		n.d.	n.d.	n.d.	-9.060	-5.460	n.d.	-1.625	-46.800	-6.008
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		221.000	-26.372.000	-11.887.000	24.549.000	-5.428.000	-10.593.000	-19.587.000	-29.057.000	-25.162.000
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.								
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		-11014	-21295	-3742	285	-22776	3213	-1611	-2138	1036

X. Balance de Situación de Lácteas Asturianas, S.A

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		81.493.068	78.968.169	81.363.020	79.300.854	74.655.560	75.303.617	76.013.904	76.883.393	78.848.689
<i>Activo circulante</i>		110.789.420	103.944.465	117.107.072	143.846.325	113.521.808	124.026.943	137.227.869	179.909.170	183.404.358
<b>Total activo</b>		<b>192.282.488</b>	<b>182.912.634</b>	<b>198.470.092</b>	<b>223.147.179</b>	<b>188.177.368</b>	<b>199.330.560</b>	<b>213.241.773</b>	<b>256.792.563</b>	<b>262.253.047</b>
<i>Fondos propios</i>		56.272.627	60.838.562	62.155.535	63.622.071	63.105.662	65.585.954	80.954.831	91.191.377	100.858.409
<i>Pasivo fijo</i>		42.351.412	36.491.394	35.838.853	47.899.760	38.862.451	35.188.144	46.007.285	51.721.450	45.953.178
<i>Pasivo líquido</i>		93.658.449	85.582.678	100.475.704	111.625.348	86.209.255	98.556.462	86.279.657	113.879.736	115.441.460
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>192.282.488</b>	<b>182.912.634</b>	<b>198.470.092</b>	<b>223.147.179</b>	<b>188.177.368</b>	<b>199.330.560</b>	<b>213.241.773</b>	<b>256.792.563</b>	<b>262.253.047</b>

XI. Cuenta de Resultado de Lácteas Asturianas, S.A

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		280.401.018	266.085.863	315.618.142	336.933.506	304.889.607	307.914.782	310.756.151	306.028.808	336.615.393
Importe neto Cifra de Ventas		277.340.578	263.125.012	312.210.767	330.961.721	299.786.995	301.884.663	304.456.980	302.502.660	334.505.562
<b>Resultado Explotación</b>		<b>9.616.796</b>	<b>9.219.891</b>	<b>8.911.526</b>	<b>8.768.628</b>	<b>5.115.888</b>	<b>7.701.613</b>	<b>8.248.126</b>	<b>11.155.933</b>	<b>15.084.475</b>
Ingresos financieros		603.203	302.420	527.273	891.738	625.187	227.448	17.924.772	2.845.514	1.427.376
Gastos financieros		5.857.696	4.566.720	4.781.602	5.143.086	5.283.069	4.462.258	4.039.173	5.527.659	5.527.180
<b>Resultado financiero</b>		<b>-5.254.493</b>	<b>-4.264.300</b>	<b>-4.254.329</b>	<b>-4.251.348</b>	<b>-4.657.882</b>	<b>-4.234.810</b>	<b>13.885.599</b>	<b>-2.682.145</b>	<b>-4.099.804</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>4.362.303</b>	<b>4.955.591</b>	<b>4.657.197</b>	<b>4.517.280</b>	<b>458.006</b>	<b>3.466.803</b>	<b>22.133.725</b>	<b>8.473.788</b>	<b>10.984.671</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>3.577.733</b>	<b>3.560.481</b>	<b>3.409.217</b>	<b>3.362.673</b>	<b>364.835</b>	<b>2.460.429</b>	<b>15.314.584</b>	<b>6.290.628</b>	<b>8.358.271</b>

XII. Estado de Flujo de Efectivo de Lácteas Asturianas, S.A

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		4.362.303	4.955.591	4.657.197	4.517.280	458.006	3.466.803	22.133.725	8.473.788	10.984.671
2. Ajustes del resultado		12.188.543	11.484.435	13.657.899	10.866.851	8.363.976	11.992.455	-1.932.440	12.232.455	8.335.375
3. Cambios en el capital corriente		-11.577.897	10.671.141	-6.656.578	-13.586.906	18.682.769	1.631.654	-12.911.284	-11.597.762	-11.419.538
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-5.412.096	-5.639.528	-5.032.691	-5.092.170	-4.751.053	-5.340.318	4.356.735	-6.454.114	-5.556.829
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		-439.147	21.471.639	6.625.827	-3.294.945	22.753.698	11.750.594	11.646.736	2.654.367	2.343.679
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-10.127.402	-4.544.127	-15.497.309	-6.948.162	-6.580.883	-5.346.089	-12.181.849	-9.977.341	-10.195.105
7. Cobros por desinversiones (+)		n.d.	1.366.814	4.188.193	184.904	6.638.840	1.055.808	1.172.038	1.841.288	25.866
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-10.127.402	-3.177.313	-11.309.116	-6.763.258	57.957	-4.290.281	-11.009.811	-8.136.053	-10.169.239
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		3.312.419	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.590.270
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		9.437.377	-17.078.102	7.329.448	11.327.574	-21.984.627	-5.403.188	12.338.569	23.160.820	9.201.968
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2.227.340
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		12.749.796	-17.078.102	7.329.448	11.327.574	-21.984.627	-5.403.188	12.338.569	23.160.820	9.564.898
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		2183247	1216223,51	2646159	1269371	827027	2057124	12975494	17679135	1739338

XIII. Balance de Situación de Puleva Food, S.L

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		170.348.000	186.515.000	128.751.000	124.804.000	92.401.000	92.021.817	89.818.093	86.072.118	77.717.190
<i>Activo circulante</i>		224.391.000	159.704.000	99.373.000	91.196.000	35.207.000	29.196.344	37.478.469	38.662.289	67.918.176
<b>Total activo</b>		<b>394.739.000</b>	<b>346.219.000</b>	<b>228.124.000</b>	<b>216.000.000</b>	<b>127.608.000</b>	<b>121.218.161</b>	<b>127.296.561</b>	<b>124.734.407</b>	<b>145.635.366</b>
<i>Fondos propios</i>		231.082.000	245.437.000	60.650.000	88.925.000	43.731.000	52.834.107	52.453.565	53.046.137	60.841.278
<i>Pasivo fijo</i>		34.744.000	17.266.000	7.529.000	6.279.000	5.576.000	4.146.282	3.543.632	13.084.552	12.510.139
<i>Pasivo líquido</i>		128.913.000	83.516.000	159.945.000	120.796.000	78.301.000	64.237.771	71.299.365	58.603.718	72.283.949
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>394.739.000</b>	<b>346.219.000</b>	<b>228.124.000</b>	<b>216.000.000</b>	<b>127.608.000</b>	<b>121.218.161</b>	<b>127.296.561</b>	<b>124.734.407</b>	<b>145.635.366</b>

XIV. Cuenta de Resultado de Puleva Food, S.L

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		453.085.000	405.715.000	410.216.000	463.171.000	345.850.000	352.515.415	328.177.019	320.653.256	335.527.417
Importe neto Cifra de Ventas		446.094.000	399.201.000	406.525.000	458.539.000	338.665.000	346.928.765	320.923.644	312.527.790	327.447.460
<b>Resultado Explotación</b>		<b>16.749.000</b>	<b>33.599.000</b>	<b>27.469.000</b>	<b>43.639.000</b>	<b>-3.815.000</b>	<b>12.206.483</b>	<b>11.520.724</b>	<b>11.209.506</b>	<b>20.922.629</b>
Ingresos financieros		6.334.000	3.626.000	11.760.000	173.000	2.742.000	1.473.656	103.240	2.908.097	2.946.949
Gastos financieros		5.317.000	2.085.000	1.193.000	1.605.000	1.178.000	901.713	755.517	230.568	269.421
<b>Resultado financiero</b>		<b>1.017.000</b>	<b>1.541.000</b>	<b>10.567.000</b>	<b>-1.432.000</b>	<b>1.564.000</b>	<b>571.944</b>	<b>-652.277</b>	<b>2.677.528</b>	<b>2.677.528</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>17.766.000</b>	<b>35.140.000</b>	<b>38.036.000</b>	<b>42.207.000</b>	<b>-2.251.000</b>	<b>12.778.426</b>	<b>10.868.447</b>	<b>13.887.034</b>	<b>23.600.157</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>14.775.000</b>	<b>25.683.000</b>	<b>32.264.000</b>	<b>29.443.000</b>	<b>-634.000</b>	<b>9.602.049</b>	<b>8.714.343</b>	<b>9.331.214</b>	<b>16.920.702</b>

XV. Estado de Flujo de Efectivo de Puleva Food, S.L

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		17.766.000	35.140.000	38.036.000	42.207.000	-2.251.000	12.778.426	10.868.447	13.887.034	23.600.158
2. Ajustes del resultado		15.061.000	12.428.000	11.323.000	10.099.000	10.549.000	12.953.619	10.596.385	18.036.640	10.145.971
3. Cambios en el capital corriente		16.267.000	-5.451.000	-10.861.000	41.466.000	16.945.000	-2.429.513	5.733.283	2.968.731	4.479.760
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-540.000	-5.724.000	4.701.000	-2.736.000	3.900.000	-3.243.008	-1.874.992	-4.042.756	2.848.730
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		48.554.000	36.393.000	43.199.000	91.036.000	29.143.000	20.059.524	25.323.123	30.849.649	41.074.619
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-184.114.000	-198.082.000	-305.588.000	-9.507.000	-9.394.000	-9.626.414	-13.242.167	-5.355.243	-10.719.112
7. Cobros por desinversiones (+)		96.048.000	258.775.000	390.488.000	3.516.000	1.433.000	469.272	2.277.863	244.360	3.276.006
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-88.066.000	60.693.000	84.900.000	-5.991.000	-7.961.000	-9.157.142	-10.964.304	-5.110.883	-7.443.106
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		225.000	2.894.000	n.d.	613.000	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		51.615.000	-69.677.000	-42.066.000	-86.245.000	-6.223.000	-10.892.219	-5.587.709	-17.253.770	-24.515.021
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		-14.818.000	-10.874.000	-105.395.000	n.d.	-15.000.000	n.d.	-8.772.417	-8.518.314	-9.135.186
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		37.022.000	-77.657.000	-147.461.000	-85.632.000	-21.223.000	-10.892.219	-14.360.126	-25.772.085	-33.650.208
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		-2490000	19429000	-19362000	-587000	-41000	10162,17	-1307,03	-33318,28	-18694,22

XVI. Balance de Situación de Entrepinares, S.A

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		28.588.856	37.564.480	54.069.575	81.176.655	88.995.982	83.840.257	74.701.590	80.634.135	84.304.098
<i>Activo circulante</i>		36.535.504	50.775.150	70.799.816	68.034.019	79.815.547	74.592.158	88.911.047	88.731.167	86.487.782
<b>Total activo</b>		<b>65.124.359</b>	<b>88.339.630</b>	<b>124.869.391</b>	<b>149.210.674</b>	<b>168.811.529</b>	<b>158.432.415</b>	<b>163.612.636</b>	<b>169.365.302</b>	<b>170.791.880</b>
<i>Fondos propios</i>		36.683.999	44.711.483	52.179.859	64.668.984	80.549.796	84.268.459	95.284.267	98.292.401	105.992.417
<i>Pasivo fijo</i>		12.004.886	19.881.849	40.241.172	43.417.362	43.503.395	33.206.023	21.782.214	25.393.357	23.140.330
<i>Pasivo líquido</i>		16.435.474	23.746.299	32.448.361	41.124.328	44.758.337	40.957.932	46.546.155	45.679.544	41.659.133
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>65.124.359</b>	<b>88.339.630</b>	<b>124.869.391</b>	<b>149.210.674</b>	<b>168.811.529</b>	<b>158.432.415</b>	<b>163.612.636</b>	<b>169.365.302</b>	<b>170.791.880</b>

XVII. Cuenta de Resultado de Entrepinares, S.A

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		116.740.356	140.058.587	149.381.224	180.679.612	204.527.292	217.934.700	238.764.511	255.307.225	259.174.327
Importe neto Cifra de Ventas		116.582.676	139.923.453	149.250.197	180.604.804	204.269.821	217.881.836	238.210.535	255.254.036	259.067.641
<b>Resultado Explotación</b>		<b>9.200.019</b>	<b>13.225.661</b>	<b>13.884.219</b>	<b>16.946.679</b>	<b>16.368.207</b>	<b>9.527.011</b>	<b>14.891.051</b>	<b>16.794.880</b>	<b>18.590.592</b>
Ingresos financieros		63.496	281.465	872.303	662.000	777.523	593.361	769.084	203.887	119.767
Gastos financieros		979.009	818.609	818.846	1.115.224	1.249.649	888.192	749.308	444.448	335.490
<b>Resultado financiero</b>		<b>-915.514</b>	<b>-537.144</b>	<b>53.457</b>	<b>-453.224</b>	<b>-472.126</b>	<b>-294.831</b>	<b>19.776</b>	<b>-240.561</b>	<b>-215.724</b>
<i>Result. ordinarios antes Impuestos</i>		8.284.505	12.688.517	13.937.676	16.493.455	15.896.081	9.232.180	14.910.827	16.554.319	18.374.868
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>6.008.222</b>	<b>9.167.797</b>	<b>10.431.163</b>	<b>11.948.610</b>	<b>11.956.578</b>	<b>7.194.693</b>	<b>12.075.459</b>	<b>12.423.914</b>	<b>14.320.766</b>

XVIII. Estado de Flujo de Efectivo de Entrepinares, S.A

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		8.284.505	12.688.517	13.937.676	16.493.455	15.896.081	9.232.180	14.910.827	16.554.319	18.374.868
2. Ajustes del resultado		4.735.169	4.280.681	9.348.078	8.949.669	13.431.575	14.197.211	12.321.857	11.544.619	11.471.897
3. Cambios en el capital corriente		-1.205.308	8.485.229	730.306	-1.950.848	-13.492.195	-413.686	-18.404.752	9.530.332	-9.036.781
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-2.200.306	-2.771.636	-1.288.240	-260.428	-4.411.312	-2.186.578	-4.456.243	-7.255.416	-6.806.177
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		9.614.060	22.682.791	22.727.820	23.231.848	11.424.149	20.829.126	4.371.689	30.373.855	14.003.807
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-6.058.383	-28.822.815	-40.981.702	-38.405.839	-27.448.820	-10.251.323	-6.532.514	-23.943.259	-15.973.143
7. Cobros por desinversiones (+)		1.701.723	-838.641	1.471.255	14.970.018	1.733.454	4.966.792	5.272.972	115.038	6.054.705
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-4.356.660	-29.661.455	-39.510.448	-23.435.821	-25.715.367	-5.284.531	-1.259.543	-23.828.220	-9.918.438
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		n.d.	n.d.	636.713	123.385	7.079.349	723.355	8.457.941	2.788.304	n.d.
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		-4.123.015	6.453.216	20.876.692	462.457	5.589.006	-11.941.826	-6.861.978	-1.863.480	-220.360
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		-51.086	-51.086	-3.051.086	-51.086	-51.086	-3.551.086	-5.051.086	-7.551.086	-5.051.086
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		-4.174.101	6.402.130	18.462.318	534.757	12.617.269	-14.769.557	-3.455.123	-6.626.262	-5.271.446
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		<b>1083298,97</b>	<b>-576534,09</b>	<b>1679690,37</b>	<b>330784,22</b>	<b>-1673948,21</b>	<b>775037,72</b>	<b>-342976,9</b>	<b>-80626,68</b>	<b>-1186076,29</b>

XIX. Balance de Situación de Láctalis Forlasa, S.L

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>  Inmovilizado</i>		126.577.601	150.788.066	4.833.199	1.801.784	2.137.000	2.211.460	2.260.996	897.479	709.351
<i>  Activo circulante</i>		49.810.343	41.264.165	103.564.080	118.415.380	115.963.000	114.277.027	56.742.340	67.217.837	68.738.693
<b>Total activo</b>		<b>176.387.944</b>	<b>192.052.231</b>	<b>108.397.280</b>	<b>120.217.164</b>	<b>118.100.000</b>	<b>116.488.487</b>	<b>59.003.336</b>	<b>68.115.317</b>	<b>69.448.044</b>
<i>  Fondos propios</i>		80.653.165	90.585.962	41.468.094	36.290.132	39.028.000	36.384.399	37.020.757	37.654.419	37.773.746
<i>  Pasivo fijo</i>		56.402.701	52.067.610	17.765.913	11.269.057	8.309.000	5.028.352	1.894.285	277.741	477.790
<i>  Pasivo líquido</i>		39.332.078	49.398.659	49.163.273	72.657.974	70.763.000	75.075.737	20.088.294	30.183.157	31.196.508
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>176.387.944</b>	<b>192.052.231</b>	<b>108.397.280</b>	<b>120.217.164</b>	<b>118.100.000</b>	<b>116.488.487</b>	<b>59.003.336</b>	<b>68.115.317</b>	<b>69.448.044</b>

XX. Cuenta de Resultado de Láctalis Forlasa, S.L

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>  Ingresos de explotación</i>		174.297.793	154.161.659	157.188.935	301.505.787	283.807.000	265.305.432	275.984.879	266.037.934	251.542.565
Importe neto Cifra de Ventas		172.447.479	152.860.937	154.933.927	301.418.220	283.600.000	265.162.481	275.813.908	265.797.519	251.513.643
<b>  Resultado Explotación</b>		<b>10.973.054</b>	<b>16.057.321</b>	<b>9.774.584</b>	<b>-5.055.172</b>	<b>696.000</b>	<b>942.763</b>	<b>4.652.974</b>	<b>7.451.211</b>	<b>9.920.198</b>
Ingresos financieros		3.779.587	2.278.001	5.958.286	0	3.609.000	3.326.664	2.558.889	413.194	444.735
Gastos financieros		8.448.224	3.516.313	1.547.489	1.927.030	746.000	547.469	811.288	224.410	162.713
<b>  Resultado financiero</b>		<b>-4.668.637</b>	<b>-1.238.311</b>	<b>4.410.797</b>	<b>-1.927.030</b>	<b>2.863.000</b>	<b>2.779.195</b>	<b>1.747.601</b>	<b>188.784</b>	<b>282.022</b>
<b>  Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>6.304.417</b>	<b>14.819.010</b>	<b>14.185.381</b>	<b>-6.982.202</b>	<b>3.559.000</b>	<b>3.721.959</b>	<b>6.400.575</b>	<b>7.639.995</b>	<b>10.202.220</b>
<b>  Resultado del Ejercicio</b>		<b>5.903.083</b>	<b>10.831.989</b>	<b>11.601.560</b>	<b>-5.592.326</b>	<b>2.738.000</b>	<b>2.594.267</b>	<b>4.729.813</b>	<b>5.363.475</b>	<b>8.242.027</b>

XXI. Estado de Flujo de Efectivo de Láctalis Forlasa, S.L

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		6.304.417	14.819.010	14.185.381	-6.982.202	3.559.000	3.721.959	6.400.575	7.639.995	10.202.220
2. Ajustes del resultado		6.062.367	11.223.640	-6.599.692	4.977.735	-2.823.000	-3.002.969	-1.370.852	-551.780	873.536
3. Cambios en el capital corriente		7.188.473	4.568.668	-82.537.809	18.936.649	-406.000	8.540.047	26.568.778	-1.435.354	-9.020.673
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-803.662	-1.261.642	1.207.508	-379.874	2.863.000	2.779.195	1.747.601	70.352	-2.764.583
<b>5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)</b>		<b>18.751.595</b>	<b>29.349.676</b>	<b>-73.744.613</b>	<b>16.552.308</b>	<b>3.193.000</b>	<b>12.038.232</b>	<b>33.346.102</b>	<b>5.723.212</b>	<b>-709.499</b>
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-21.242.776	-45.518.318	-1.019.992	-4.370.223	-346.000	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
7. Cobros por desinversiones (+)		9.214.435	15.988.741	161.549.442	2.755.340	n.d.	263	1.554	1.065.946	21.170
<b>8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)</b>		<b>-12.028.341</b>	<b>-29.529.577</b>	<b>160.529.450</b>	<b>-1.614.884</b>	<b>-346.000</b>	<b>263</b>	<b>1.554</b>	<b>1.065.946</b>	<b>21.170</b>
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		-35.913	2.283.661	-49.257.451	414.365	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		-8.726.219	3.316.177	-17.678.841	-15.318.165	-2.862.000	-6.835.287	-29.261.551	-2.058.206	6.049.348
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		n.d.	-6.856.337	-16.896.044	n.d.	n.d.	-5.238.067	-4.093.455	-4.729.813	-5.363.475
<b>12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)</b>		<b>-8.762.132</b>	<b>-1.256.500</b>	<b>-83.832.336</b>	<b>-14.903.800</b>	<b>-2.862.000</b>	<b>-12.073.354</b>	<b>-33.355.006</b>	<b>-6.788.020</b>	<b>685.873</b>
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		<b>-2038877,46</b>	<b>-1436400,89</b>	<b>-142444,39</b>	<b>33623,9</b>	<b>-15000</b>	<b>-34859,88</b>	<b>-7349,35</b>	<b>1138,39</b>	<b>-2485,88</b>

XXII. Balance de Situación de Leche Celta, S.L

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		124.217.162	114.357.849	107.012.413	99.382.767	94.463.095	92.153.586	87.773.207	84.718.280	44.659.095
<i>Activo circulante</i>		62.368.375	55.729.209	59.141.219	61.585.317	56.680.307	72.326.149	76.466.709	68.164.177	61.920.203
<b>Total activo</b>		<b>186.585.537</b>	<b>170.087.058</b>	<b>166.153.632</b>	<b>160.968.084</b>	<b>151.143.402</b>	<b>164.479.735</b>	<b>164.239.916</b>	<b>152.882.457</b>	<b>106.579.298</b>
<i>Fondos propios</i>		51.634.495	54.308.912	54.078.439	96.761.067	92.494.157	93.090.154	92.506.348	94.749.589	61.007.563
<i>Pasivo fijo</i>		47.873.120	40.894.731	35.435.871	1.665.079	1.356.054	11.701.619	11.467.288	11.613.514	11.266.426
<i>Pasivo líquido</i>		87.077.922	74.883.415	76.639.322	62.541.938	57.293.191	59.687.962	60.266.280	46.519.354	34.305.309
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>186.585.537</b>	<b>170.087.058</b>	<b>166.153.632</b>	<b>160.968.084</b>	<b>151.143.402</b>	<b>164.479.735</b>	<b>164.239.916</b>	<b>152.882.457</b>	<b>106.579.298</b>

XXIII. Cuenta de Resultado de Leche Celta, S.L

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		333.089.194	274.916.454	247.006.404	273.487.444	275.751.639	310.762.345	328.898.181	291.923.771	241.384.948
Importe neto Cifra de Ventas		333.055.607	274.754.959	246.884.796	272.753.675	275.626.753	310.654.305	328.755.615	291.758.363	240.912.961
<b>Resultado Explotación</b>		<b>8.503.528</b>	<b>6.999.528</b>	<b>2.230.898</b>	<b>-1.771.322</b>	<b>-2.708.285</b>	<b>2.995.149</b>	<b>1.596.728</b>	<b>4.736.841</b>	<b>583.664</b>
Ingresos financieros		414.609	274.620	152.693	89.231	20.191	92.653	11.293	11	1.257
Gastos financieros		5.539.674	2.197.765	1.549.801	1.763.281	1.408.054	1.570.151	1.476.331	915.966	386.887
<b>Resultado financiero</b>		<b>-5.125.065</b>	<b>-1.923.145</b>	<b>-1.397.108</b>	<b>-1.674.050</b>	<b>-1.387.863</b>	<b>-1.477.498</b>	<b>-1.465.038</b>	<b>-915.955</b>	<b>-385.630</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>3.378.463</b>	<b>5.076.383</b>	<b>833.790</b>	<b>-3.445.372</b>	<b>-4.096.148</b>	<b>1.517.651</b>	<b>131.690</b>	<b>3.820.886</b>	<b>198.034</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>2.412.946</b>	<b>3.602.261</b>	<b>670.967</b>	<b>-3.157.150</b>	<b>-3.545.851</b>	<b>1.208.911</b>	<b>-187.801</b>	<b>2.628.088</b>	<b>-498.172</b>

XXIV. Estado de Flujo de Efectivo de Leche Celta, S.L

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		3.378.463	5.076.383	833.790	-3.445.372	-4.096.148	1.517.651	131.690	3.820.886	198.034
2. Ajustes del resultado		12.326.380	10.541.374	9.681.366	10.104.175	9.486.905	8.674.768	7.722.760	8.596.205	9.684.112
3. Cambios en el capital corriente		-7.914.260	-10.955.985	-1.883.702	-912.114	3.637.262	-8.404.249	-4.693.272	-1.207.806	-3.223.804
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-4.432.939	-3.397.669	-1.923.941	-1.664.918	-1.571.778	-1.467.043	-1.445.887	-1.447.575	-1.361.215
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		3.357.644	1.264.103	6.707.513	4.081.771	7.456.241	321.127	1.715.291	9.761.710	5.297.127
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-12.398.208	-4.412.617	-3.018.116	-3.942.089	-2.285.913	-7.974.488	-3.423.492	-4.319.218	-3.714.184
7. Cobros por desinversiones (+)		3.630.521	3.178.052	2.102.541	1.181.847	572.796	695.907	618.498	330.319	600.813
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-8.767.687	-1.234.565	-915.575	-2.760.242	-1.713.117	-7.278.581	-2.804.994	-3.988.899	-3.113.371
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		5.006.989	n.d.	320.915	12.850.999	n.d.	n.d.	n.d.	145.890	n.d.
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		-1.619.350	-30.274	-6.116.535	-14.154.181	-5.748.186	8.205.037	88.757	-6.058.128	-2.165.933
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		3.387.639	-30.274	-5.795.620	-1.303.182	-5.748.186	8.205.037	88.757	-5.912.238	-2.165.933
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		<b>-2022404</b>	<b>-736</b>	<b>-3682</b>	<b>18347</b>	<b>-5062</b>	<b>1247583</b>	<b>-1000946</b>	<b>-139427</b>	<b>17823</b>

XXV. Balance de Situación de Esnelat S.L

Balance de Situación		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Inmovilizado</i>		37.179.933	33.445.961	30.731.486	35.317.150	42.005.379	40.900.800	39.475.000	37.287.145	33.815.683
<i>Activo circulante</i>		48.497.564	26.078.647	26.374.725	31.375.328	40.978.795	31.849.427	26.120.252	26.375.753	22.108.178
<b>Total activo</b>		<b>85.677.497</b>	<b>59.524.608</b>	<b>57.106.211</b>	<b>66.692.478</b>	<b>82.984.174</b>	<b>72.750.227</b>	<b>65.595.252</b>	<b>63.662.898</b>	<b>55.923.861</b>
<i>Fondos propios</i>		25.238.343	24.273.217	24.797.260	22.392.410	28.680.747	30.116.644	32.661.298	32.948.006	27.966.504
<i>Pasivo fijo</i>		12.236.916	9.203.697	8.435.115	11.595.774	13.254.108	10.579.775	4.638.414	3.467.393	2.900.779
<i>Pasivo líquido</i>		48.202.238	26.047.694	23.873.836	32.704.294	41.049.319	32.053.808	28.295.540	27.247.499	25.056.578
<b>Total pasivo y capital</b>		<b>85.677.497</b>	<b>59.524.608</b>	<b>57.106.211</b>	<b>66.692.478</b>	<b>82.984.174</b>	<b>72.750.227</b>	<b>65.595.252</b>	<b>63.662.898</b>	<b>55.923.861</b>

XXVI. Cuenta de Resultado de Esnelat S.L

Cuentas de Pérdidas y Ganancias		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<i>Ingresos de explotación</i>		141.417.942	134.875.795	143.456.107	88.737.106	171.422.874	198.501.670	209.079.594	202.386.667	193.164.987
Importe neto Cifra de Ventas		140.886.271	134.690.720	143.331.098	88.681.642	171.383.187	198.337.962	208.640.591	200.874.518	192.469.735
<b>Resultado Explotación</b>		<b>1.890.879</b>	<b>1.301.116</b>	<b>2.313.001</b>	<b>-2.047.220</b>	<b>8.808.625</b>	<b>3.081.557</b>	<b>4.163.101</b>	<b>1.648.394</b>	<b>3.033.561</b>
Ingresos financieros		21.114	10.231	12.781	58.469	36.100	65.820	44.666	18.212	3.611
Gastos financieros		2.873.934	1.179.799	542.084	641.965	904.458	739.531	455.632	181.956	109.964
<b>Resultado financiero</b>		<b>-2.852.820</b>	<b>-1.169.568</b>	<b>-529.303</b>	<b>-583.496</b>	<b>-868.358</b>	<b>-673.711</b>	<b>-410.966</b>	<b>-163.744</b>	<b>-106.353</b>
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>		<b>-961.941</b>	<b>131.548</b>	<b>1.783.698</b>	<b>-2.630.716</b>	<b>7.940.267</b>	<b>2.407.846</b>	<b>3.752.135</b>	<b>1.484.650</b>	<b>2.927.208</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>		<b>-961.941</b>	<b>131.548</b>	<b>1.546.718</b>	<b>-2.393.736</b>	<b>5.720.632</b>	<b>1.733.627</b>	<b>2.887.532</b>	<b>1.066.633</b>	<b>2.107.144</b>

XXVII. Estado de Flujo de Efectivo de Esnelat S.L

Flujos de Estado de Efectivo		31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos		-961.941	131.548	1.783.698	-2.630.716	7.940.267	2.407.846	3.752.135	1.484.650	2.927.208
2. Ajustes del resultado		5.471.385	3.442.853	3.481.272	5.508.608	4.840.668	5.260.153	3.838.978	3.613.485	5.064.920
3. Cambios en el capital corriente		1.804.458	26.681	-1.921.503	2.720.467	-5.249.343	1.822.554	1.786.203	-1.435.655	2.120.878
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		-2.853.578	-1.160.302	-548.497	-573.476	-868.358	-673.711	-410.966	-163.744	-106.353
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3)		3.460.324	2.440.780	2.794.970	5.024.883	6.663.234	8.816.842	8.966.350	3.498.736	10.006.653
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>										
6. Pagos por inversiones (-)		-3.093.333	-1.839.314	-1.588.839	-9.321.805	-9.928.892	-6.645.406	-3.334.673	-3.054.380	-2.716.994
7. Cobros por desinversiones (+)		140.290	102.568	210.708	n.d.	123.699	n.d.	n.d.	483.372	242.293
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)		-2.953.043	-1.736.746	-1.378.131	-9.321.805	-9.805.193	-6.645.406	-3.334.673	-2.571.008	-2.474.701
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		1.050.938	392.247	400.597	206.596	791.998	n.d.	500.576	225.893	418.105
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero		-1.427.918	-1.625.177	-1.708.808	4.033.027	2.477.533	-1.270.821	-7.435.735	-902.077	-7.084.208
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos		n.d.								
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10)		-376.980	-1.232.930	-1.308.211	4.239.623	3.269.531	-1.270.821	-6.935.159	-676.184	-6.666.103
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>		n.d.								
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8)</b>		130301	-528896	108628	-57299	127572	900615	-1303482	251544	865849

Facultad de Economía y Empresa

2019