



universidad  
de león  
Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de empresas.  
Curso 2013/2014

Análisis económico-financiero del Grupo Vidrala S.A (2008-2013)  
Economic and financial analysis Vidrala Group SA (2008-2013)

Realizado por el alumno D. Alberto Miranda Diez

Tutelado por el Profesor Dña. Cristina Gutiérrez López

León, 07 de julio de 2014

## INDICE

1.	RESUMEN .....	5
2.	ABSTRACT .....	5
3.	INTRODUCCION .....	7
4.	OBJETIVO .....	9
5.	METODOLOGIA.....	11
6.	ANALISIS DE LA EMPRESA.....	12
6.1.	LA EMPRESA Y EL SECTOR.....	12
6.1.1.	Vidrala S.A .....	12
6.1.2.	El sector .....	15
6.2.	ANALISIS FINANCIERO.....	20
6.2.1.	Aspectos Generales.....	20
6.2.2.	Análisis de la información contable .....	20
6.2.3.	Equilibrio patrimonial .....	21
6.2.4.	Fondo de maniobra o capital circulante.....	23
6.2.5.	Análisis por ratios de la situación financiera.....	25
6.3.	ANÁLISIS ECONOMICO.....	35
6.3.1.	Aspectos generales .....	35
6.3.2.	Análisis de la información contable .....	35
6.3.3.	El crecimiento. ....	36
6.3.4.	Análisis de la rentabilidad.....	41
6.3.5.	El apalancamiento operativo .....	49
6.3.6.	El efecto apalancamiento financiero .....	49
7.	CONCLUSIONES.....	56
8.	BILIOGRAFÍA.....	60
9.	ANEXOS .....	62

## INDICE DE TABLAS

Tabla 6.1: Balance situación funcional.....	21
Tabla 6.2. Evolución fondo maniobra .....	24
Tabla 6.3. Ratio de solvencia. ....	27
Tabla 6.4. Ratio tesorería.....	28
Tabla 6.5. Ratio Liquidez inmediata .....	30
Tabla 6.6.Ratio Garantía.....	31
Tabla 6.7. Ratio endeudamiento .....	32
Tabla 6.8. Ratio autonomía financiera.....	34
Tabla 6.9. Resumen y % cuenta resultados. ....	36
Tabla 6.10: Rentabilidad activos totales.....	43
Tabla 6.11: Margen de beneficio y rotación de activos.....	44
Tabla 6.12. Inverso del ratio RA .....	45
Tabla 6.13. Evolución ratio RAN.....	45
Tabla 6.14. Rentabilidad recursos propios .....	47
Tabla 6.15. Recursos ajenos remunerados.....	48
Tabla 6.16. Apalancamiento operativo.....	49
Tabla 6.17. Deuda Neta Vidrala .....	51
Tabla 6.18. Resultado financiero.....	52
Tabla 6.19. Valores magnitudes EAF.....	53
Tabla 6.20. Apalancamiento financiero.....	53
Tabla 6.21. Valores RAT y RRP .....	54
Tabla 9.1: Balance ordenado funcionalmente 2008 - 2013 .....	62
Tabla 9.2: Balance de situación 2008 - 2013.....	62
Tabla 9.3. Cuenta de pérdidas y ganancias 2008 - 2013 .....	63
Tabla 9.4. Cuenta de pérdidas y ganancias ordenada funcionalmente 2008 - 2013.....	63
Tabla 9.5. Tasa impositiva anual .....	64
Tabla 9.6. Crecimiento empresarial.....	64
Tabla 9.7. Ratios Análisis Financiero.....	64
Tabla 9.8. Ratios análisis económico. ....	64
Tabla 9.9. Ventas del sector por toneladas .....	64
Tabla 9.10: Resultados Financieros.....	65

## **INDICE DE GRÁFICOS**

Gráfico 6.1: Datos estadísticos del sector del vidrio .....	18
Gráfico 6.2: Balances de situación de 2008 y 2013 .....	22
Gráfico 6.3 Representación del fondo de maniobra 2008 - 2013.....	24
Gráfico 6.4. Evolución del ratio de solvencia .....	27
Gráfico 6.5. Evolución de ratio de tesorería.....	29
Gráfico 6.6. Evolución ratio disponibilidad .....	30
Gráfico 6.7. Evolución ratio de Garantía.....	32
Gráfico 6.8. Evolución ratio Endeudamiento .....	33
Gráfico 6.9. Evolución ratio A. Financiera .....	34
Gráfico 6.10: Evolución CNN.....	37
Gráfico 6.11. Evolución RE .....	38
Gráfico 6.12. Evolución RP.....	39
Gráfico 6.13. Evolución CI.....	39
Gráfico 6.14: Crecimiento medios anuales. ....	40
Gráfico 6.15. Rentabilidad recursos propios. ....	47
Gráfico 6.16. Coste Efectivo Recursos Ajenos .....	48
Gráfico 6.17. Deuda neta Vidrala.....	51
Gráfico 6.18. Resultado financiero.....	52
Gráfico 6.19. Efecto apalancamiento financiero .....	53
Gráfico 6.20. Comparativa RAN vs CERA.....	55

## **INDICE ILUSTRACIONES**

Ilustración 6.1: fuente Vidrala .....	13
Ilustración 6.2. Fuente Vidrala S.A .....	14
Ilustración 6.3: Matriz Segmentos mercado .....	15
Ilustración 6.4: Fuente Anfevi. ....	16
Ilustración 6.5. Fuente ANFEVI.....	17
Ilustración 6.6. Ratios utilizados para el análisis. ....	26
Ilustración 6.7: Ratios para calcular rentabilidad empresarial .....	42

## **1. RESUMEN**

A lo largo de este análisis se realizará un estudio de la situación financiera y económica del Grupo Vidrala S.A, cuya actividad principal es la fabricación y distribución de envases de vidrio.

Con el objetivo de contextualizar el trabajo, previamente, se resumirá brevemente la información más relevante de la empresa y del sector en el que opera para conocer así el entorno que condiciona la actividad de la entidad objeto de estudio.

A partir de este punto, el trabajo se estructura a través de los dos componentes básicos del análisis contable: financiero y económico.

En primer lugar, se elaborará un análisis de la situación financiera del grupo, considerando tanto el largo como el corto plazo. A continuación se abordará el análisis económico del grupo, centrado fundamentalmente en el estudio de la rentabilidad y valoración de su apalancamiento financiero.

Bajo estas líneas generales, y para desarrollar una completa evaluación económico-financiera de la empresa, se considerará un periodo temporal de 6 años (2008-2013) que permita analizar su trayectoria y las cifras más relevantes de los indicadores y ratios seleccionados. La interpretación de estos resultados permitirá evaluar la situación contable de Vidrala en el periodo seleccionado.

## **2. ABSTRACT**

Throughout this analysis, a study of the economic and financial situation of the Group Vidrala SA, whose main activity is the manufacture and distribution of glass containers is performed.

In order to contextualize the work previously briefly summarize the most relevant information of the company and the sector in which it operates in order to understand the environment that determines the activity of the entity under study.

From this point, the work is structured through two basic components of accounting analysis: financial and economic.

First, an analysis of the financial position of the group draw, considering both the long and the short term. Following the economic analysis group, focused mainly on the study of the profitability and valuation of financial leverage will be addressed.

Under those guidelines, and to develop a comprehensive economic-financial enterprise, evaluation will be considered a temporary period of 6 years (2008-2013) in order to analyze its history and the most relevant figures of selected indicators and ratios. The interpretation of these results allow assessing the accounting position of the selected period Vidrala

### **3. INTRODUCCION**

Hoy en día existe una gran incertidumbre en torno a la eficiencia empresarial y a si tendrán buenos resultados a corto y a largo plazo. En la sociedad actual se generan nuevos negocios, cambian las estructuras productivas, aparecen nuevos competidores, nuevos productos, nuevas tecnologías, lo cual en conjunto provoca una incertidumbre a la hora de tomar de decisiones en la gestión empresarial.

Según argumenta Hodie (2010), la incertidumbre se ha convertido en una característica intrínseca de las organizaciones empresariales actuales, en la que una adecuada gestión del cambio continuo y la capacidad de dar respuesta rápida y eficaz a situaciones imprevistas se convierte en una de las claves fundamentales de éxito futuro.

Uno de los principales objetivos de las empresas es crecer y generar riqueza. Pero para ello los gestores o directivos de las empresas tienen que realizar su labor en un mundo de competencia y constantes cambios, y para poder tomar decisiones eliminando el mayor riesgo posible utilizan la información contable interna de la empresa y la información externa a la empresa para poder valorar su comportamiento pasado y presente, para poder predecir su comportamiento futuro, procurando eliminar el mayor riesgo posible.

El entorno empresarial viene sufriendo cambios cada vez más rápidos e intensos a causa del creciente aumento de la competitividad, la reducción en el ciclo de la vida de los productos, los avances tecnológicos sin precedentes, etc, los cuales, a su vez, están provocando modificaciones en la contabilidad, especialmente, en la contabilidad de gestión encargada de suministrar las informaciones requeridas por los gestores para llevar a cabo su tarea directiva. (Ott, 1998)

La situación económica actual no favorece la actuación de las empresas, incluso muchas empresas están intentando mantenerse y están cerrando. Esta situación supone un aumento considerable de la incertidumbre para la toma de decisiones, tanto para los miembros de las empresas (directivos, ejecutivos), como para los actuales y los posibles inversores (accionistas) y para los grupos de interés de la empresa o stakeholders. Esta situación justifica el interés por realizar este proyecto sobre un informe analítico de la situación económico-financiera de una empresa, que opera en este mercado, en los últimos 6 años (2008-2013).

La importancia de la información contable se demuestra cuando dada la situación del país a lo largo de los últimos años, en la que empresas con una amplia trayectoria empresarial, se encuentran con dificultades e incluso algunas han cesado su actividad, hay empresas que no solo se mantienen, sino que crecen.

Según indican Sánchez-Silva y Fernández (2013) en medio de una crisis que dura ya cinco años y cuyo horizonte todavía no se ve despejado, destaca un grupo de compañías que van muy por delante del mercado, que prepararon el terreno tiempo atrás para ser capaces de crecer y lograron expandirse cuando la economía les era propicia y ahora que no lo es.



#### **4. OBJETIVO**

El mayor problema que se plantea a la hora de tomar una decisión es la falta de información. A nivel empresarial el mayor problema que se plantea a la hora de tomar decisiones es la incertidumbre, y los riesgos que supone la falta de información a la hora de invertir en una empresa, en qué empresa invertir y por qué. Es por este motivo que la información contable tiene una gran importancia, ya que nos muestra la situación en la que se encuentra una empresa. Sin embargo, esta información no es siempre comprensible al 100% para todos los usuarios.

“El requisito previo para una toma de decisiones eficaz es, conocer los hechos, pero los hechos relacionados con la situación financiera y los resultados de las operaciones de una empresa rara vez aparecen expresados en lenguaje llano. Por tanto el primer paso esencial para conocer los hechos es, conocer el lenguaje y traducir a partir de él, el sentido de los hechos” (Fernández y Rodríguez, 2013:16)

Por este motivo el objetivo principal de este proyecto es realizar un diagnóstico a partir la información contable de los últimos 6 años (2008-2013) del Grupo Vidrala S.A, con el fin de que cualquier persona, ajena a la empresa, que tenga o que no tenga conocimiento alguno de contabilidad o de finanzas, sea capaz, después de leer este análisis, de tomar una decisión en relación a la situación actual de la empresa y de la evolución que ha tenido a la largo de los últimos años, y estimar una valoración futura sobre esta.

El propósito principal de este estudio es procesar la información contable publicada por la empresa a los largo de los años de estudio para poder evaluar la actuación de la gestión empresarial, analizando de forma principal los resultados financieros y los resultados económicos alcanzados por el grupo, estableciendo unas conclusiones a partir de los datos obtenidos.

La importancia de la información contable se demuestra en que, a través del dominio de las herramientas de análisis financiero que permiten identificar y analizar las relaciones y factores financieros y operativos más importantes, se puede llegar a conclusiones fundamentadas de la situación empresarial pudiendo estimarse comportamientos futuros.

A modo de resumen, se establecen a continuación las principales magnitudes a estimar para la valoración de la situación del Grupo Vidrala S.A

- La situación de liquidez o capacidad de pago de la empresa.
- El endeudamiento total de la empresa.
- La independencia financiera de la empresa frente a las entidades de crédito
- La garantía que tiene la empresa frente a terceros.

## **5. METODOLOGIA**

Para llevar a cabo este proyecto el enfoque se estructura a partir de un contenido descriptivo sobre la empresa objeto de estudio y el sector en que opera, para continuar con el análisis económico-financiero desde una doble perspectiva: descripción de su utilidad y los indicadores y/o ratios que lo componen, y aplicación práctica a partir de la información contenida en las cuentas anuales de la empresa.

Las técnicas utilizadas para el tratamiento de la información, para la realización del análisis han sido principalmente el estudio de la solvencia, liquidez y rentabilidades, valiéndose para ello de las cuentas anuales publicadas por la empresa en su página web, las cuales consisten en los Balances de Situación y las Cuentas de Pérdidas y Ganancias consolidadas del Grupo Vidrala S.A.

Se ha comenzado el estudio en el año 2008 por ser este el primer año de aplicación del nuevo plan contable, evitando así las dificultades en la comparación de los datos de haber comenzado antes, y porque se ha considerado que 6 años son un periodo de estudio suficiente para obtener datos significativos y representativos.

Se han estudiado todos los datos relevantes de la misma e informado de sus puntos fuertes y débiles. Para la ejecución del mismo, se ha configurado una ordenación funcional tanto del Balance de Situación como de la Cuenta de Resultados, agrupando estos en función de los principales datos necesarios para el estudio. A demás, se han elaborado tablas en las que se muestran los valores obtenidos para los ratios y/o magnitudes estudiadas, y se ha representado gráficamente su evolución.

Finalmente se establece a modo de conclusión, un resumen de los principales datos alcanzados a lo largo del estudio, estableciéndose una valoración de la situación de la empresa en un futuro a corto plazo.

## 6. ANALISIS DE LA EMPRESA.

### 6.1. LA EMPRESA Y EL SECTOR

#### 6.1.1. Vidrala S.A

- **Historia**

A mediados de la década de 1960 se creó la empresa llamada Vidrierías de Álava, es una empresa española con sede en Llodio (Álava) cuya actividad principal consiste en la fabricación y venta de envases de vidrio para bebidas y productos alimenticios, principalmente botellas y tarros.

Desde el principio ha experimentado un fuerte crecimiento, debido a sus importantes políticas de inversión tecnológica, incorporando a sus instalaciones los últimos desarrollos tecnológicos en fabricación y control del producto terminado. En 1966 se creó Vidrierías de Álava S.A, introdujeron un horno de fundición y dos máquinas, con una capacidad de producción de 25.000 toneladas anuales y ampliando su gama de productos en una docena de modelos.

En el año 1967 empezaron con sus primeras exportaciones. A lo largo de 1981 y gracias a las ventas en el extranjero consiguieron llegar a tener una producción de 130.000 toneladas anuales, iniciándose en este año el proceso de transformación de sus hornos, conservando su capacidad productiva. También fue a lo largo de este año cuando se cambió su denominación social, pasando de llamarse Vidrierías de Álava S.A a llamarse desde entonces Vidrala S.A. Casi un lustro más tarde, en el año 1985 Vidrala sacó acciones a bolsa comenzando a cotizar con éxito en los mercados de valores de Madrid y Bilbao. Cuatro años más tarde, en 1989 abrieron su empresa filial Crisnova, la cual tenía su sede principal en Caudete (Albacete). Esta filial estaba provista con un horno para su actividad con una capacidad de producción de 95.000 toneladas anuales, lo que supuso que el Grupo aumentara su capacidad productiva anual hasta las 225.000 toneladas, teniendo ya en funcionamiento tres hornos. Una década más tarde se pone en funcionamiento un tercer horno en Aiala, el cual tenía una capacidad de producción anual de 110.000 toneladas, lo que permitió que el Grupo pasara a tener una producción total de 340.000 toneladas anuales. Durante 1998 Crisnova aumentó sus instalaciones

poniendo en funcionamiento un segundo horno, con el que el Grupo alcanzó una producción de 450.000 toneladas anuales.

A lo largo del año 2003 adquieren la empresa Ricardo Gallo, Vidro de Embalagem, que era una empresa portuguesa situada en Marinha Grande, que llevaba operando 100 años. Fue con esta empresa con la que el Grupo inicia su proceso de internalización. Con esta nueva incorporación la capacidad de producción se ha incrementado hasta las 610.000 toneladas anuales. A comienzos del año 2005, compró a la compañía norteamericana O-I (Owens-Illinois), las plantas de BSN Glasspack en Castellar del Vallés (España) y de Avir en Corsico (Italia), siguiendo así el Grupo con su plan estratégico de internacionalización y alcanzando este una capacidad de producción en la Península Ibérica de 805.000 toneladas anuales y 950.000 en el total del Grupo.

Tras esta adquisición el grupo creó las sociedades Valvitrum S.A. y CorsicoVetro S.r.l.



En el año 2006 se estableció Vidrala como la empresa cabecera del grupo, integrado por las plantas productivas Aiala Vidrio, Crisnova Vidrio, Castellar Vidrio, Gallo Vidro y CorsicoVetro y lanzando la nueva imagen corporativa del grupo.

Ilustración 6.1: fuente Vidrala

En Septiembre 2.007 tras haber adquirido las instalaciones productivas de Verlipack, absorbieron la empresa de la Manufacture du Verre SA, una vidriera belga fundada el 4 de junio de 2000.

- **Misión, Visión y Valores**

“En Vidrala favorecemos, dentro del sector del envase, el desarrollo de nuestros clientes dando respuesta a sus necesidades satisfaciendo sus expectativas, y construyendo un futuro con valor sostenible para accionistas, empleados, colaboradores y sociedad en general”. (Vidrala, 2013)

“Ser empresa de referencia en el sector del envase, creando futuro y anticipándonos a los cambios, sobre la base de nuestro equipo humano y capacidad de innovación.” (Vidrala, 2013)

Futuro, Ética, Creación de valor, son los principales valores corporativos (Vidrala,2013)

- **Planificación y distribución.**

El Grupo Vidrala es un holding empresarial cuya empresa principal es Vidrala S.A.

Consta actualmente de 6 plantas de producción, repartidas por toda Europa:

 **En España**

**Aiala Vidrio**

Barrio Munegazo, 22  
01400 Llodio.  
Spain

**Crisnova Vidrio**

Polígono Los Villares S/N  
02660 Caudete.  
Spain

**Castellar Vidrio**

Berguedá, 67  
08211 Castellar del Vallés.  
Spain

 **En Europa**

**Gallo Vidro**

Rua Vieira de Leiria, 1  
2430-300 Marinha  
Grande Portugal

**Vidrala Italia**

ViaAlzaia Trieste, 45  
20094 Corsico.  
Italy

**Md Verre**

Rue Des Ayettes, 2  
7011 Ghlin.  
Belgium

Además, consta de 3 oficinas principales o delegaciones, que son las encargadas de dirigir o gestionar las respectivas zonas.

**FRANCE: Bureau commercial**

La Porte de Bègles 1,  
Quai Wilson

**PORTUGAL: Escritório comercial**

Rua Vieira de Leiria, 1

**ITALIA: Ufficcommerciali**

ViaAlzaia Trieste 45  
Corsico, (Mi)  
Marinha Grande



Ilustración 6.2. Fuente Vidrala S.A

- **Productos y Clientes**

El grupo Vidrala, es fabricante de una diversa variedad de envases de vidrio para una amplia gama de productos para distintas bebidas y conservas, desde zumos hasta licores.

Entre los principales productos que fabrican se encuentran envases y botellas para:

Vinos, cavas, sidras, licores, aceites y vinagres, conservas, zumos, aguas, y cervezas.

Es la principal proveedora de alguna de las empresas más representativas de España en sus respectivos sectores. Entre las compañías a las que suministra sus productos se

encuentran: *Freixenet, Mahou, Osborne, Schweppes, Vega Sicilia, Borges, Pepsi-Bitterkas. Conservas Cidacos, Heinekken, Zumos pascual, aceites La Española.*

### 6.1.2. El sector

La industria de envases de vidrio está compuesta por la producción de envases para alimentos, botellas para vinos, licores y cervezas y frascos para droguería. Su evolución se encuentra muy estrechamente vinculada a la producción de cerveza, licores, agua, productos farmacéuticos y agroindustria.

El sector de la fabricación de envases de bebidas está marcado por la utilización de cuatro principales alternativas tecnológicas en lo relativo a los materiales utilizados, (Vidrio, Cartón complejo, plástico y metal). La utilización de un tipo de material u otro, se debe principalmente al segmento del mercado al que vaya dirigido, estando estos segmentos diferenciados claramente en: refrescos, bebidas alcohólicas (vinos, cervezas y licores), lácteos, zumos o agua. Según nos indican, Ventura, Marbella y Fernández (2000) el grado de importancia de cada uno de ellos en el mercado se puede apreciar en la siguiente matriz.

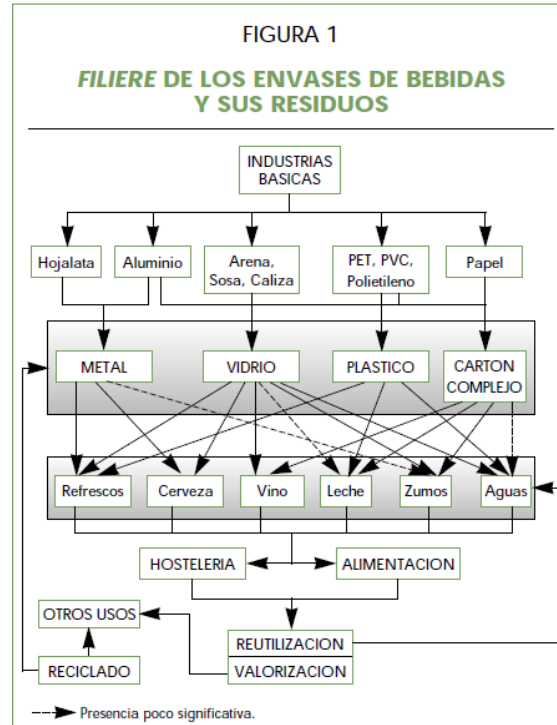


Ilustración 6.3: Matriz Segmentos mercado

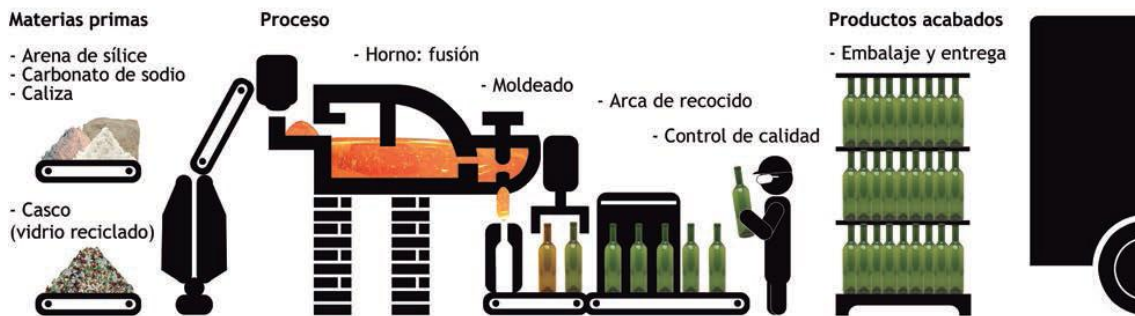
La empresa objeto de este estudio, El Grupo Vidrala S.A, está diferenciada y especializada en el sector del vidrio, fabricando envases de vidrio para refrescos, alimentos, zumos, licores, vinos, cervezas y agua.

“El **vidrio** es un material inorgánico que se ha enfriado hasta alcanzar un estado rígido sin experimentar cristalización. Se encuentra en la naturaleza aunque también puede ser producido de forma intencionada” (Anfevi, 2013:6)

El vidrio se ha ido incorporando a la cultura de las diferentes civilizaciones a lo largo del tiempo, llegando a ser el envase de vidrio el más universal. Está presente prácticamente en la totalidad de los segmentos del mercado y no tiene ninguna contradicción de uso y los consumidores lo valoran como el más próximo al envase ideal.

## El proceso de fabricación del Vidrio

### FABRICACIÓN DE ENVASES DE VIDRIO



Durante la década de los años sesenta, el sector de envases en general y el del vidrio en particular, sufrió una transformación. Por un lado, el mercado se hacía cada vez más competitivo y, por otro, las ventas de productos a granel experimentaron un descenso a favor de productos envasados. Estas dos circunstancias, hicieron que las principales compañías españolas dedicadas a la fabricación de envases de vidrio - vidrio hueco - decidieran asociarse creando ANFEVI, la *Asociación Nacional de Empresas de Fabricación Automática de Envases de Vidrio*, con el objetivo de representar y defender los intereses de la industria vidriera española, así como para difundir e impulsar el empleo de los envases de vidrio ante los diversos sectores.



En este sector del mercado hay muy pocos participantes, en España las empresas que se dedican a la producción de envases de vidrio son 5, y todas ellas forman parte de Anfevi. Esta situación implica que sea un sector de características oligopolísticas, lo que supone que estas empresas tienen una gran representatividad en el mercado.



Ilustración 6.5. Fuente ANFEVI

Es un sector en el que las empresas trabajan muy estrechamente en asociación con las empresas que se dedican al envasado de bebidas y demás productos. “Junto con los envasadores se desarrollan proyectos en los que todos los elementos del marketing están presentes” (Anfevi, 2013:29)

Entre las empresas más importantes del sector, se encuentra el Grupo Vidrala S.A que como se puede apreciar en la ilustración 6.5 posee 3 fábricas en España. Por delante solo se encuentra Verallia que tiene cinco fábricas, mientras que BA vidrio y O-I tienen dos plantas cada una.

Una de las principales características del sector del envase de vidrio es la estabilidad. Esto se puede observar en la evolución de las ventas de los últimos años. Se puede apreciar que el mayor nivel de las ventas son ventas interiores, mientras que las exportaciones suponen una pequeña parte del total de sus ventas. Sin embargo, las exportaciones se están incrementando, de lo que se deduce que quieren expandirse hacia mercados exteriores.

## Ventas Sector

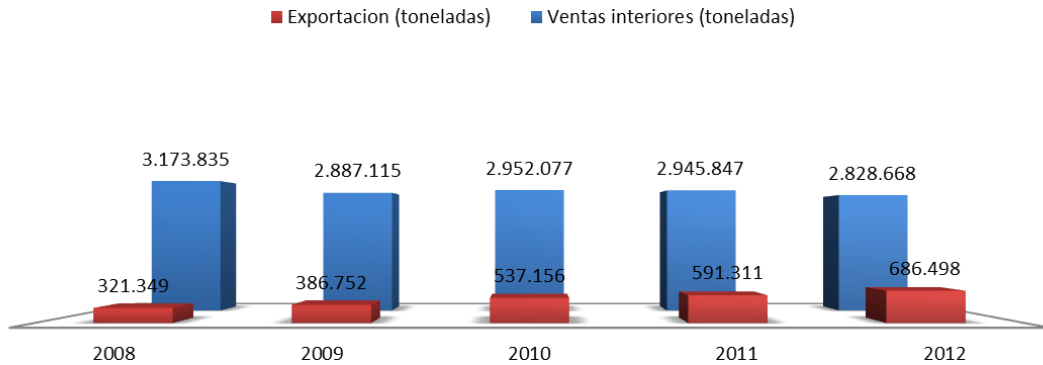


Gráfico 6.1: Datos estadísticos del sector del vidrio

Las ventas a nivel nacional o interiores se han reducido en un 11% desde el 2008, sin embargo las ventas exteriores o exportaciones se han incrementado en un 114% respecto del 2008.

La sociedad evoluciona y con ella las necesidades de los consumidores, el estilo de vida de los consumidores cambia, cada vez son más exigentes y demandan productos que ofrezcan una mejor imagen, calidad y/o comodidad. Los consumidores se preocupan cada vez más por su salud y demandan productos higiénicos y libres de aditivos químicos. La mayor diversidad de productos hace que en el sector se requiera una mayor variedad de tamaños y formas. Debido a esto, el sector impulsa las acciones de I+D+i, haciendo que las empresas innoven y desarrollen nuevos productos. La industria vidriera está preparada para afrontar un mercado en constante evolución y que exige ideas y soluciones innovadoras. Centros de Investigación y Desarrollo, apoyados en las nuevas tecnologías, están dedicados en exclusiva a la evolución de los envases de vidrio frente a las exigencias de las marcas y los consumidores. Un ejemplo de esta evolución es que, según se expone en el informe anual de Anfevi (2013), en la década de los años cincuenta una botella de vino de 75 cl tenía un peso de 650 gramos, en los años sesenta de 550 gramos, y en la actualidad se puede bajar de los 300 gramos sin ninguna dificultad.

Además, este es un sector altamente comprometido con el medio ambiente: todas las fábricas disponen de la correspondiente *Autorización Ambiental Integrada*<sup>1</sup> y todas operan desde los parámetros establecidos.

<sup>1</sup> La Autorización Ambiental Integrada (AAI): es una resolución que permite explotar la totalidad o parte de una instalación industrial bajo determinadas condiciones en España. Está definida en el artículo 3 de la Ley 16/2002 (Ley IPPC).

El proceso de fabricación de envases de vidrio está calificado como un sistema no tóxico ni peligroso, tanto las materias primas utilizadas como los envases fabricados son absolutamente inocuos. Asimismo en los procesos de producción se han reducido las emisiones, los residuos y el consumo de agua, y se ha aumentado la eficiencia energética. Debido a este compromiso con el medio ambiente y a que el vidrio puede ser reciclado fácilmente, es uno de los materiales que más demandan los consumidores.

“El vidrio en la actualidad es uno de los materiales óptimos para su reciclado, además de ser pionero en esta actividad” (Ventura, Marbella, Fernández, 2000:121)

## 6.2. ANALISIS FINANCIERO.

### 6.2.1. Aspectos Generales

El análisis financiero es el proceso por el cual se evalúa la situación financiera, presente y pasada, y los resultados de las operaciones de una empresa, con el objetivo de poder establecer las mejores estimaciones y/o predicciones posibles sobre las acciones y sus resultados futuros.

Un análisis financiero es el estudio que se hace de la información contable de una empresa (Balance de situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias), y mediante técnicas analíticas, por ejemplo ratios, obtener de ella medidas que sirvan para la toma de decisiones. Dependiendo de cómo se enfoque el análisis, este puede ser de selección, de previsión o de diagnóstico.

“El análisis financiero no aminora la necesidad de emplear la capacidad de discernimiento, sino que establece una base firme y sistemática para su aplicación racional” (Fernández y Rodríguez, 2013:7)

### 6.2.2. Análisis de la información contable

Con el fin de que el análisis de los datos contables de la empresa sea lo más claro y sencillo posible, se han elaborado las “*cuentas funcionales*”<sup>2</sup>, que facilitan el cálculo de diversas magnitudes, que se irán comentando a lo largo del análisis. Todos los datos originales de la empresa se encuentran recogidos al final en el apartado de Anexos.

El **balance de situación** es un documento que informa sobre la situación financiera de una empresa en un momento determinado, que incluye sus recursos económicos (activos), sus obligaciones económicas (pasivos), y sus fondos propios.

La tabla siguiente presenta el Balance de situación de Vidrala ordenado funcionalmente, expresando los valores en miles de €, y calculando los porcentajes de las masas patrimoniales<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Cuentas funcionales: Son los distintos balances y cuentas de resultados de la empresa ordenados funcionalmente.

<sup>3</sup> Masas patrimoniales: Agrupaciones de elementos patrimoniales con características económicas o financieras homogéneas.

Tabla 6.1: Balance situación funcional.

	2013	%	2012	%	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%
Activo Fijo	443.753 €	63,8%	456.400 €	65,6%	465.000 €	66,7%	466.874 €	66,8%	480.247 €	68,8%	464.940 €	67,6%
Activo circulante	256.235 €	36,8%	239.100 €	34,4%	231.700 €	33,3%	232.483 €	33,2%	217.376 €	31,2%	223.130 €	32,4%
Existencias	126.464 €	18,2%	112.600 €	16,2%	100.800 €	14,5%	106.156 €	15,2%	114.797 €	16,5%	108.656 €	15,8%
Realizable	129.655 €	18,6%	125.600 €	18,1%	130.800 €	18,8%	126.287 €	18,1%	100.131 €	14,4%	113.733 €	16,5%
Disponible	116 €	0,0%	900 €	0,1%	100 €	0,0%	40 €	0,0%	2.448 €	0,4%	741 €	0,1%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>695.500 €</b>	<b>100%</b>	<b>695.500 €</b>	<b>100%</b>	<b>696.700 €</b>	<b>100%</b>	<b>699.357 €</b>	<b>100%</b>	<b>697.623 €</b>	<b>100%</b>	<b>688.070 €</b>	<b>100%</b>
Patrimonio neto	374.527 €	53,9%	338.500 €	48,7%	311.800 €	44,8%	287.190 €	41,1%	251.588 €	36,1%	226.318 €	32,9%
Pasivo Fijo	144.639 €	20,8%	156.000 €	22,4%	194.500 €	27,9%	214.905 €	30,7%	263.722 €	37,8%	249.384 €	36,2%
Pasivo Circulante	180.822 €	26,0%	201.000 €	28,9%	190.400 €	27,3%	197.262 €	28,2%	182.313 €	26,1%	212.368 €	30,9%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>695.500 €</b>	<b>100%</b>	<b>695.500 €</b>	<b>100%</b>	<b>696.700 €</b>	<b>100%</b>	<b>699.357 €</b>	<b>100%</b>	<b>697.623 €</b>	<b>100%</b>	<b>688.070 €</b>	<b>100%</b>

En una primera valoración se observa que la estructura del balance presenta una situación equilibrada y saneada, con una tendencia creciente.

Se observa que el activo circulante es mayor que el pasivo circulante a lo largo de los 6 años, lo cual significa que tiene un capital circulante positivo, el cual se analizará de forma más detallada en el epígrafe 6.2.4.

Los capitales propios o fondos propios, representan entorno al 40% del total del pasivo, lo que supone que la empresa está suficientemente capitalizada, y que su endeudamiento no es excesivo, además se observa una tendencia creciente a lo largo de los 6 años.

Sin embargo se presenta una particularidad respecto al activo disponible, como se puede apreciar, representa en torno al 0,1% del activo, lo que supone que la empresa no tiene casi efectivo para hacer frente a la deudas inmediatas que le puedan surgir, lo que puede implicar problemas a la hora de atender pagos.

En lo referente al pasivo, hay un crecimiento del patrimonio neto, y una disminución de la deuda, tanto a corto plazo como a largo plazo, pero principalmente de la deuda a largo. Esto puede significar que la empresa se está capitalizando y que está reduciendo su nivel de endeudamiento, con el fin de tener una mayor independencia a nivel financiero.

### 6.2.3. Equilibrio patrimonial

El patrimonio está compuesto por dos grupos de elementos claramente diferenciados, los que constituyen el origen o fuente de financiación (PASIVO) y el conjunto de bienes y derechos resultantes de la aplicación de aquéllos (ACTIVO).

Mediante el análisis patrimonial, se hace un estudio de la situación de las relaciones entre las masas patrimoniales que constituyen el balance de la compañía y su comportamiento, poniendo de manifiesto la situación real en relación con la estructura patrimonial óptima. Toda empresa ha de encontrar el equilibrio adecuado entre el activo y el pasivo.

“La estructura patrimonial óptima será, pues, aquella que minimice la capacidad necesaria para un nivel óptimo de actividad dado y siempre que esté soportada por una estructura financiera estable en el tiempo.” (Fernández y Rodríguez, 2013:67)

Tiene que establecerse una relación equilibrada entre las distintas partes de las masas patrimoniales, dándose una situación donde el activo no corriente y una parte del activo corriente debe estar financiada por capitales permanentes o a largo plazo, es decir por patrimonio neto (fondos propios) y pasivo no corriente (fondos ajenos a largo plazo), mientras que el activo corriente debe estar financiado por el pasivo corriente con el fin de garantizar la liquidez de la empresa a la hora de hacer frente a sus deudas más inmediatas.

En el gráfico 6.2, se representa de manera comparativa la situación del equilibrio patrimonial de Vidrala S.A, referente a los años 2008 y 2013.

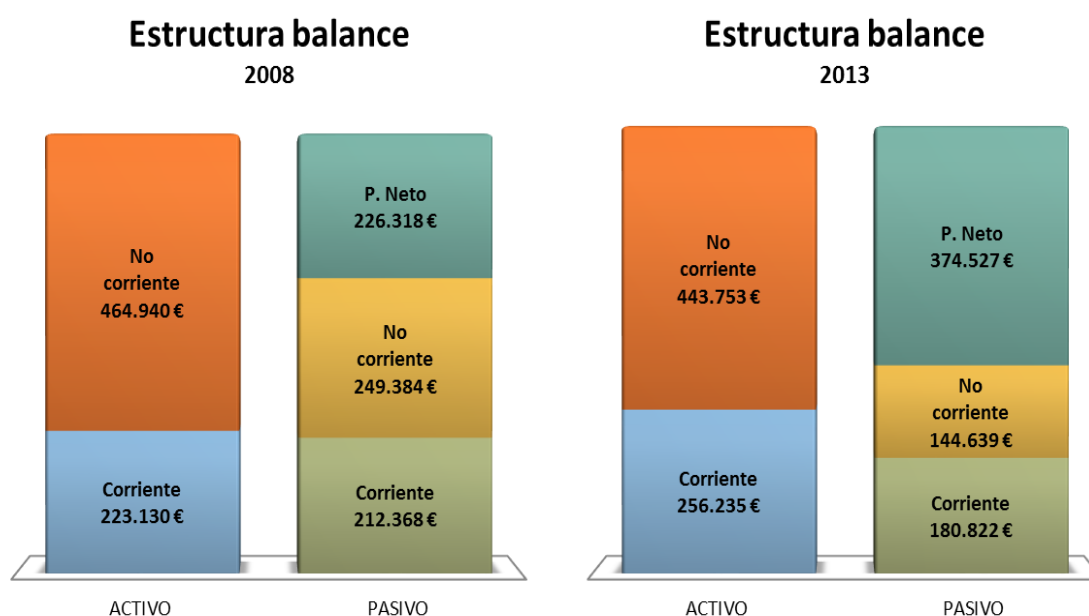


Gráfico 6.2: Balances de situación de 2008 y 2013

“**Situación normal.** Se caracteriza por el empleo combinado de financiación propia y ajena, así como el hecho de que los recursos propios están financiando simultáneamente una parte de las inversiones circulantes y otra parte de las permanentes, esto es, existe capital circulante o fondo de maniobra positivo.” (Fernández y Rodríguez, 2013:68)

Como se puede apreciar, en la representación gráfica del equilibrio patrimonial, se da una situación normal de equilibrio para ambos años.  $\{PN + PNC > ANC\}$

Esta situación implica que el activo fijo de la empresa se encuentra financiado con los capitales permanentes, y que el activo circulante está financiado con el pasivo circulante y parte de los capitales permanentes de la empresa. Además, se aprecia un claro crecimiento del activo circulante en 2013, lo que supone una mejora de la estructura financiera de la empresa a la hora de hacer frente a los pagos de sus deudas más inmediatas. Se aprecia también un claro crecimiento del Patrimonio neto y una reducción importante del pasivo fijo, lo cual implica que se ha producido una capitalización y una significativa reducción del endeudamiento.

En una primera valoración de se puede apreciar una estructura financiera sólida, bien financiada, sin que aparentemente haya problemas de liquidez, y en la que los activos de la empresa están financiados correctamente con los pasivos.

#### **6.2.4. Fondo de maniobra o capital circulante**

El capital circulante vendrá dado por aquel volumen de inversión en activo circulante requerido para mantener un determinado nivel de producción y venta, que no puede ser financiado de manera espontánea por los agentes que intervienen en el ciclo de explotación de la empresa.

El Fondo de Maniobra, desde un punto de vista financiero, se podría definir como la parte del Activo circulante no financiada con Pasivo circulante, es decir financiada con capitales permanentes.

El estudio del fondo de maniobra es una etapa indispensable del análisis financiero, ya que permite conocer la estructura patrimonial que más conviene a una determinada empresa. Tener un fondo de maniobra suficiente es una garantía para la estabilización la empresa. En general, tener un fondo de maniobra positivo implica que el activo fijo se encuentra financiando con exigible a corto plazo, lo cual reduce la

probabilidad de suspender pagos. Sin embargo, tener un fondo de maniobra negativo implica que el activo fijo no se encuentra financiando con exigible a corto plazo, lo cual aumenta la probabilidad de suspender pagos.

El fondo de maniobra ha de ser positivo porque hay una parte del activo circulante, como el stock de seguridad o el saldo mínimo necesario de disponible, que a causa de su permanencia en el tiempo podría considerarse como una inversión a largo plazo. Precisamente esta parte del activo circulante, que en cierto modo es una inversión a largo plazo, ha de ser financiada con recursos permanentes, es decir, con un fondo de maniobra positivo.

En la tabla 6.2, se recogen los valores de capital circulante del grupo a lo largo de los 6 años de estudio.

Tabla 6.2. Evolución fondo maniobra

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>FONDO MANIOBRA</b>	75.413 €	38.063 €	41.300 €	35.221 €	35.063 €	10.762 €

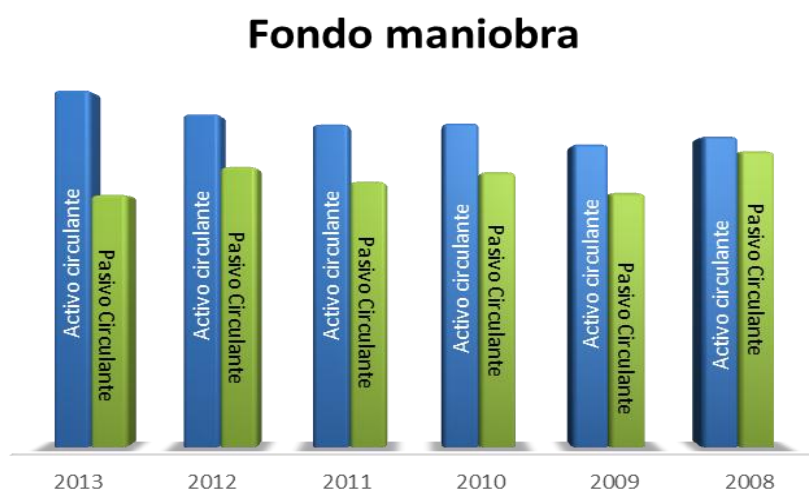


Gráfico 6.3 Representación del fondo de maniobra 2008 - 2013

Como se puede observar la tendencia del capital circulante es siempre creciente, con valores positivos del mismo para todos los años, lo que en un principio indica que la empresa se encuentra en una buena situación de liquidez y de solvencia, lo que muestra que Vidrala se encuentra en una situación de estabilidad, con una baja probabilidad de suspensión de pagos. No obstante esta condición no es absoluta para afirmar nada.



### **6.2.5. Análisis por ratios de la situación financiera**

La solvencia a corto plazo de una empresa se mide por el grado en el que puede cumplir sus obligaciones a corto plazo. La liquidez implica la capacidad para convertir activos en tesorería o para obtener tesorería a corto plazo, entendiendo por corto plazo un periodo de tiempo menor o igual a un año, incluso en determinadas empresas se considera el ciclo de explotación normal de una empresa, es decir, el tiempo que abarca el ciclo de compra-producción-venta-cobro que realiza una empresa.

Según establecen Fernández y Rodríguez (2013), la importancia de estas dos magnitudes se puede entender examinando las repercusiones que se derivan de la incapacidad para cumplir con sus obligaciones a corto plazo.

- Una falta de liquidez grave, significa que la empresa es incapaz de satisfacer sus deudas y obligaciones corrientes. Ello puede dar lugar a la venta forzosa de inversiones y activos a largo plazo y, en su forma más grave, a insolvencia y quiebra.
- Una falta de solvencia para los acreedores de la empresa, puede significar retraso en el cobro de los intereses y de las deudas, o puede significar la pérdida parcial o total de los importes adeudados.

El tiempo es una magnitud muy importante a la hora de realizar el análisis financiero, por ello el análisis se hace estableciendo dos partes principales, la situación financiera a Corto Plazo, y la situación financiera a Largo Plazo.

El análisis se llevará a cabo mediante el cálculo de ratios financieros, calculando y analizando los principales ratios tanto para el corto plazo como para el largo plazo.

Los principales ratios escogidos para el análisis se encuentran recogidos en la ilustración 6.6, donde se explican brevemente cada uno de ellos, en función del periodo temporal al que pertenezcan.



### Análisis a C/P

**R. Solvencia:** Indicador de la capacidad que tiene la empresa para pagar sus deudas a corto plazo.  $\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$

**R. Prueba acida:** Indicador de la capacidad inmediata o a corto plazo que tiene la empresa para atender las deudas a su vencimiento.  $\frac{\text{Activo circulante} - \text{existencias}}{\text{Pasivo circulante}}$

**R. tesorería:** Indicador de la cantidad de efectivo o tesorería de la que dispone la empresa en un momento determinado para atender las obligaciones corrientes.

$$\frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo circulante}}$$



### Análisis a L/P

**R. Garantía:** Indicador de la garantía que ofrece la empresa a sus acreedores a la hora de cobrar sus créditos.  $\frac{\text{Activo}}{\text{P.Exigible}}$

**R. Endeudamiento:** Indicador de la relación del nivel de endeudamiento que tiene la empresa a largo plazo.  $\frac{\text{Recursos ajenos}}{\text{Recursos propios}}$

**R. autonomía financiera:** Indicador del grado de independencia que tiene la empresa en función de la procedencia de los recursos financieros que utiliza.  $\frac{\text{Recursos propios}}{\text{Recursos ajenos}}$

Ilustración 6.6. Ratios utilizados para el análisis.

### *Situación financiera a corto plazo*

A través del análisis de la situación financiera a corto plazo se analizan tres ideas generales.

La liquidez de los activos de la empresa, es decir, su capacidad para transformarse en dinero y así satisfacer las deudas a corto plazo, con el fin de establecer la capacidad que tiene la empresa para dar respuesta a sus compromisos financieros.

Además se comprueba el equilibrio financiero para establecer si la empresa es capaz de generar dinero suficiente y a tiempo para atender sus pagos más inmediatos.

Mediante este análisis se vigila si hay exceso de recursos porque pueden llegar a ser ociosos, como la falta de los mismos, que puede suponer costes adicionales.

Los ratios más utilizados para medir la situación financiera a corto plazo o inmediata de una empresa son:

- R. Solvencia
- R. Prueba acida
- R. tesorería o liquidez inmediata.

### Coefficiente de solvencia

Este ratio es el más relevante a la hora de medir la liquidez de la empresa. Se le conoce como el principal indicador de la capacidad que tiene la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. Este ratio mide el margen de seguridad que tiene una empresa para cubrir posibles mermas en el activo circulante y la reserva de fondos líquidos en relación con las obligaciones a corto plazo.

Su cálculo se establece mediante un cociente entre el activo circulante y el pasivo circulante.

$$\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Los valores de este ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio son:

Tabla 6.3. Ratio de solvencia.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>SOLVENCIA</b>	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1

Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 periodos de estudio con el fin de analizar su tendencia de una forma más clara.

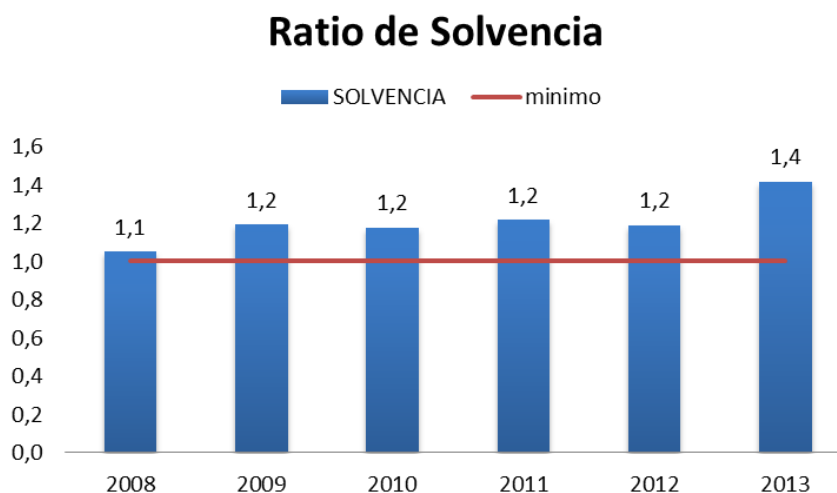


Gráfico 6.4. Evolución del ratio de solvencia

Como se puede observar el ratio se mantiene más o menos constante a lo largo de los 6 años, manteniéndose en torno a 1,2 lo que implica que el grado con el que los activos circulantes cubren los pasivos circulantes es bueno. Esto quiere decir que la empresa tenía en 2008 1,1€ para hacer frente a cada 1€ de deuda, y esta capacidad se ha incrementado hasta 1,4€ para hacer frente a cada 1€ de deuda en 2013.

Representado con una línea roja se encuentra el valor mínimo del ratio (1), este es el valor necesario del ratio para que la empresa pueda hacer frente a sus deudas a su vencimiento por debajo del cual, los activos corrientes son insuficientes para cubrir las obligaciones del activo no corriente. Se observa que los valores del ratio están por encima del valor mínimo, lo cual supone que la empresa tiene un cierto fondo de seguridad frente a las pérdidas que puedan producirse en la enajenación o liquidación de los activos circulantes distintos de tesorería, o posibles imprevistos que puedan surgir a lo largo de su actividad empresarial. Sin embargo, los valores del ratio no son muy elevados ya que se considera un valor ideal entorno al 1,5-2.

### Ratio prueba acida o tesorería

El ratio de tesorería o prueba ácida muestra la capacidad inmediata o a corto plazo que tiene la empresa para atender las deudas a su vencimiento, en el caso de que no hubiera vendido sus existencias. Se calcula mediante un cociente entre el activo circulante discriminando las existencias y el pasivo circulante.

$$\frac{\text{Activo circulante} - \text{existencias}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Los valores de este ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio son:

Tabla 6.4. Ratio tesorería

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>TESORERIA</b>	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5

La exclusión del numerador de las existencias se basa en la creencia de que son el componente menos líquido del activo circulante.

Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 años de estudio con el fin de analizar su tendencia de una forma más clara y visual.

## Ratio de Tesorería

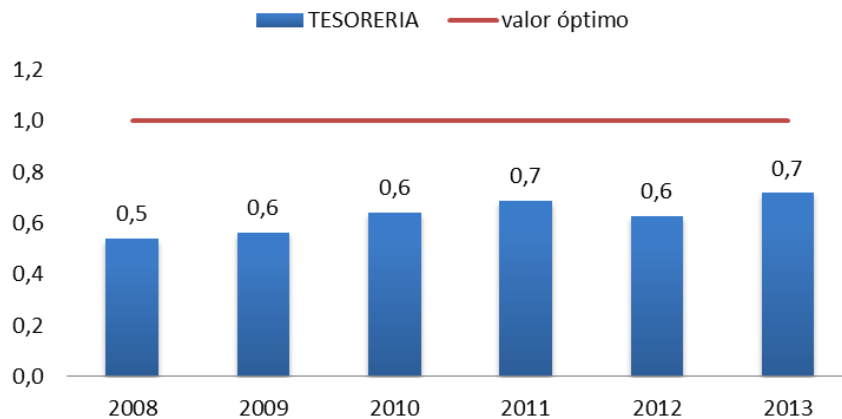


Gráfico 6.5. Evolución de ratio de tesorería

Los valores de este ratio son estables entorno al 0,6, esto significa que por cada 1€ que debe la empresa a corto plazo, posee 0,6 € para atenderlas a su vencimiento, lo que significa, que no puede hacer frente a sus deudas si no vende sus existencias.

Está representado con una línea roja el que se considera el valor óptimo para este ratio, cuyo valor es 1. No obstante, que la tendencia del ratio este por debajo de la unidad, no implica que tenga problemas de liquidez, ya que los valores de este han aumentado, pasando de 0,5 en 2008 a 0,7 en 2013, llegando a estar estos muy próximos al valor óptimo.

### Ratio de Liquidez inmediata

El ratio de liquidez inmediata mide la cantidad de efectivo o tesorería de la que dispone la empresa en un momento determinado para atender sus obligaciones corrientes, es decir, indica la capacidad de respuesta inmediata que posee la empresa para atender los compromisos de pago de las deudas corrientes. Este ratio es una relación que indica que cantidad representa el disponible en el pasivo circulante.

Se calcula mediante un cociente entre el disponible del activo circulante y el pasivo circulante.

$$\frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Los valores del ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio son:

Tabla 6.5. Ratio Liquidez inmediata

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>DISPONIBILIDAD</b>	0,001	0,004	0,001	0,000	0,013	0,003

Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 periodos de estudio con el fin de analizar su tendencia, de una forma más clara y visual.

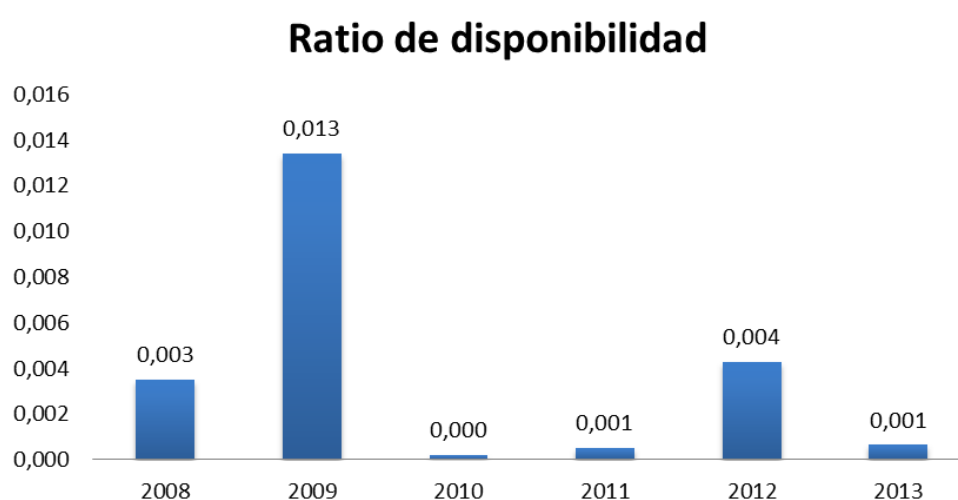


Gráfico 6.6. Evolución ratio disponibilidad

A primera vista lo que se observa es que son valores muy bajos, y con tendencia irregular habiendo una diferencia significativa entre los distintos años de estudio. Esto implica que la empresa puede tener problemas a la hora de hacer frente a las deudas de sus acreedores más inmediatas.

### ***Situación financiera a largo plazo***

Consiste en un análisis de la composición de los pasivos y cómo han sido aplicados o invertidos. El análisis ha de hacerse desde una perspectiva estática y dinámica.

Las mediciones y los indicadores resultantes habrán de tomarse con cautela y no sacar conclusiones precipitadas.

En el análisis a largo plazo hay que introducir la variable resultados.

Hay una serie de elementos clave que intervienen en la evaluación de la solvencia a largo plazo de una empresa. El análisis de la estructura de capital se ocupa de los tipos

de fondos de capital utilizados para financiar la empresa, que abarcan desde el capital en acciones y permanente, hasta fondos a corto plazo, que son una fuente temporal y, por ello, de mucho mayor riesgo.

A largo plazo, los beneficios y la rentabilidad (que implica una capacidad recurrente para generar tesorería procedente de las operaciones en el futuro) son algunos de los indicadores más importantes y fiables del potencial financiero disponible. Los beneficios son los orígenes de tesorería más deseables y fiables para el pago de intereses y el reembolso de principal a más largo plazo. Como sustitutivo de la tesorería generada por las operaciones, los beneficios son el criterio con el que se mide la cobertura de intereses y otros gastos fijos. Además, una tendencia firme y estable de beneficios es una de las mejores garantías en cuanto a la capacidad de una empresa para contraer préstamos en momentos de escasez de tesorería, y de su consiguiente capacidad para escapar a las circunstancias que originan la insolvencia.

Para establecer la situación financiera a largo plazo los ratios o relaciones más utilizados son:

- R. Garantía
- R. Endeudamiento.
- R. autonomía financiera

### Ratio de Garantía

Este ratio es representativo de la garantía o fiabilidad que ofrece la empresa a sus acreedores a la hora de cobrar sus créditos, es decir, es un indicativo de si la empresa es capaz de pagar sus deudas a su vencimiento.

El ratio de garantía se calcula mediante un cociente entre el activo y el pasivo exigible.

$$\frac{\text{Activo}}{\text{P. Exigible}}$$

Los valores de este ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio son:

Tabla 6.6. Ratio Garantía

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>GARANTIA</b>	2,2	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5

Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 periodos de estudio con el fin de analizar su tendencia.

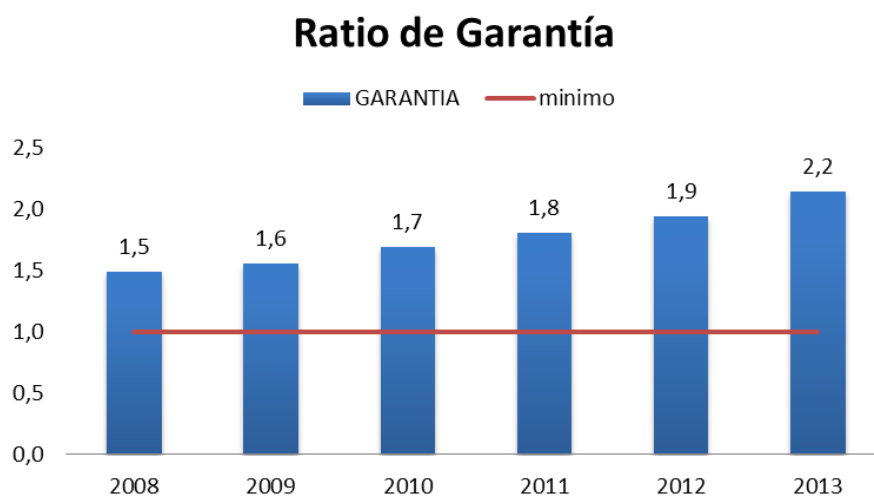


Gráfico 6.7. Evolución ratio de Garantía

Hay una clara y marcada tendencia creciente en los valores a lo largo de los 6 años, estando todos por encima del 1. Esto es debido principalmente a la reducción de la empresa de su endeudamiento, sobre todo de su deuda largo plazo. Que la empresa obtenga estos valores para este ratio implica que no tiene un riesgo cercano de quiebra y que cada año obtiene menos financiación ajena, es decir, recurre menos al crédito.

### Ratio de endeudamiento

El ratio de endeudamiento establece la relación del nivel de endeudamiento que tiene la empresa a largo plazo.

Su cálculo se realiza mediante un cociente entre el Fondos propios y los fondos ajenos.

$$\frac{\text{Recursos ajenos}}{\text{Recursos propios}}$$

Los valores de este ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio es:

Tabla 6.7. Ratio endeudamiento

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7



Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 periodos de estudio con el fin de analizar su tendencia, de una forma más clara y visual.

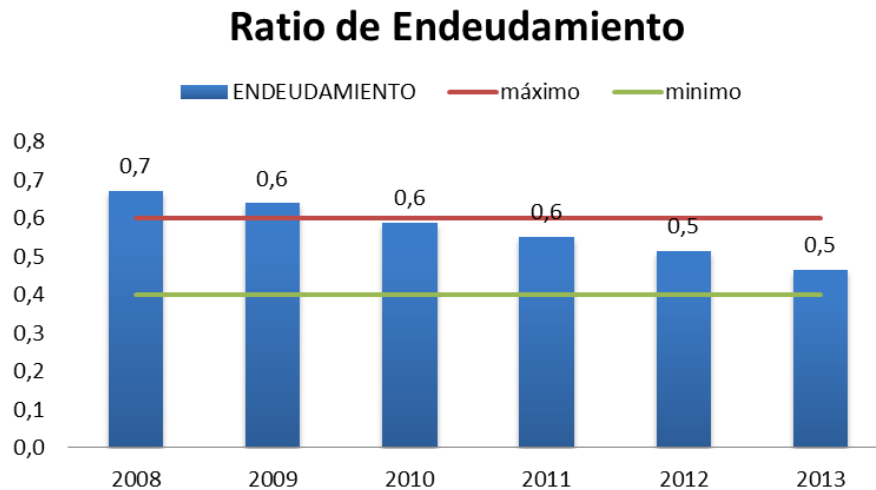


Gráfico 6.8. Evolución ratio Endeudamiento

Se aprecia una tendencia decreciente y muy marcada de valor del ratio, el cual se reduce un 0,21 desde el 2008 hasta el 2013, es decir, que mientras que en 2008 por cada 1€ que tenía la empresa de recursos propios, 0,67€ eran de deuda, en 2013 por cada 1€ de recursos propios que tiene la empresa, 0,46€ son deuda. Esto confirma el análisis anteriormente expuesto, de que la empresa está reduciendo su deuda. Esto se puede interpretar así porque la empresa en 2008 se encontraba con un nivel excesivo de deuda, por encima del valor máximo de 0,6 que se considera seguro para el endeudamiento empresarial, lo cual le hacía perder autonomía financiera.

Se han representado los niveles que se consideran máximos y mínimos del endeudamiento para que la empresa no tenga problemas, como se aprecia en el gráfico 6.8 Vidrala ha ido reduciendo el nivel de sus deudas y en 2013 se encuentra con unos niveles aceptables, del 0,5.

### Ratio de autonomía financiera

Mediante el ratio de autonomía financiera se establece el grado de independencia económica que tiene la empresa en función de la procedencia de los recursos financieros que utiliza. Es un indicador de la intensidad de capitales propios empleados por cada unidad de deuda. Se utiliza también para establecer o elegir la forma de financiarse más adecuada.

Este ratio se calcula mediante un cociente entre los fondos propios y fondos ajenos

$$\frac{\text{Recursos propios}}{\text{Recursos ajenos}}$$

Los valores de este ratio en el caso de Vidrala a lo largo de los 6 años de estudio son:

Tabla 6.8. Ratio autonomía financiera

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>AUTONOMIA</b>	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5

Se ha representado el cálculo del ratio a lo largo de los 6 periodos de estudio con el fin de analizar su tendencia, de una forma más clara y visual.

### Autonomía financiera

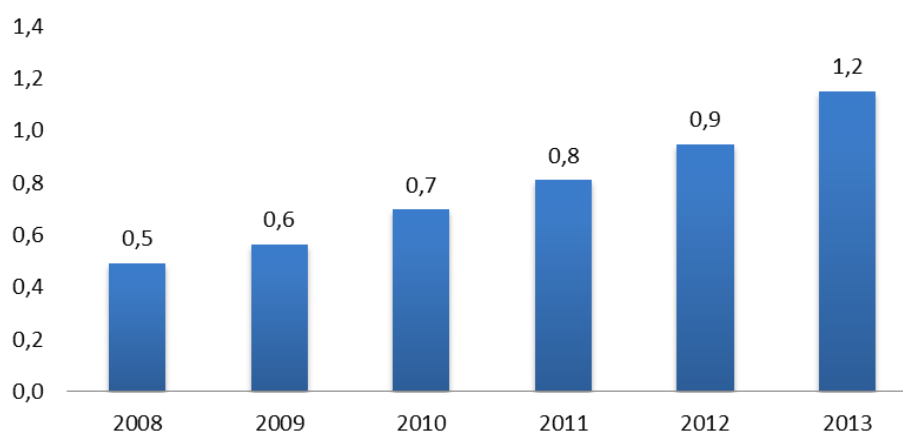


Gráfico 6.9. Evolución ratio A. Financiera

Hay una tendencia creciente y muy marcada pasando de un valor del ratio de 0,5 en 2008 a un valor de 1,2 en 2013. Esto quiere decir que la empresa está reduciendo su nivel de endeudamiento y aumentando sus fondos propios, se está capitalizando. Como se ha comentado anteriormente la empresa ha estado reduciendo su nivel de deuda y aumentando su patrimonio neto, con el fin de conseguir una mayor independencia financiera, para no depender tanto de agentes ajenos a la empresa a la hora de financiar sus operaciones.

## 6.3. ANÁLISIS ECONOMICO.

### 6.3.1. Aspectos generales

El análisis económico estudia la estructura y evolución de los resultados de la empresa, es decir, los ingresos, los gastos, y la rentabilidad de los capitales utilizados, con el fin de poder establecer, entre otras varias cuestiones, cuál es el beneficio neto de la empresa, qué estabilidad de ingresos y gastos presenta, qué capacidad posee la empresa para generar beneficio, y cuál es el rendimiento de los capitales ajenos utilizados por la empresa.

Un análisis económico es el estudio que se hace de la información contable de una empresa (Balance de situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias), principalmente de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, para establecer cuáles son sus principales ingresos y gastos, y cuál es su resultado en función de ellos.

La cuenta de resultados presenta, de forma resumida, los resultados de las operaciones de una empresa a lo largo de su periodo contable, o ciclo de explotación. Esos resultados son importantes en la determinación del valor y solvencia empresarial.

A la hora de realizar un análisis de una empresa, el resultado es con frecuencia la magnitud más importante de los valores de los títulos; por ello, la medición y proyección del resultado figuran entre los objetivos analíticos más importantes.

Según establecen Fernández y Rodríguez (2013) para el análisis de la cuenta de resultados de una empresa se utilizan unas determinadas herramientas de análisis adecuadas a los componentes de la cuenta de resultados, y la interpretación de los datos obtenidos con esas medidas analíticas. Con la aplicación de estas herramientas se pretende alcanzar objetivos de análisis de los resultados de las operaciones como la proyección del beneficio, la evaluación de su estabilidad y calidad, y la estimación de la capacidad de generación de beneficios.

### 6.3.2. Análisis de la información contable

El análisis se va a realizar a partir de las *cuentas funcionales* elaboradas a partir de la información contable de la empresa, las cuales están recogidas en el apartado de Anexos.

En la tabla 6.9 se encuentran recogidos y resumidos los datos de la cuenta de resultados ordenada funcionalmente, y los porcentajes obtenidos a través del estudio porcentual vertical de la misma.

Tabla 6.9. Resumen y % cuenta resultados.

	2013	%	2012	%	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%
<b>VN</b>	<b>493.089 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>474.202 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>440.700 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>407.296 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>404.653 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>425.713 €</b>	<b>100,0%</b>
C. Ventas	-379.194 €	-76,9%	-369.720 €	-78,0%	-340.400 €	-77,2%	-306.722 €	-75,3%	-314.807 €	-77,8%	-333.590 €	-78,4%
<b>MB</b>	<b>113.895 €</b>	<b>23,1%</b>	<b>104.482 €</b>	<b>22,0%</b>	<b>100.300 €</b>	<b>22,8%</b>	<b>100.574 €</b>	<b>24,7%</b>	<b>89.846 €</b>	<b>22,2%</b>	<b>92.123 €</b>	<b>21,6%</b>
C. Comerciales	-41.586 €	-8,4%	-39.181 €	-8,3%	-39.300 €	-8,9%	-37.643 €	-9,2%	-34.863 €	-8,6%	-32.469 €	-7,6%
<b>BAIT</b>	<b>72.309 €</b>	<b>14,7%</b>	<b>65.301 €</b>	<b>13,8%</b>	<b>61.000 €</b>	<b>13,8%</b>	<b>62.931 €</b>	<b>15,5%</b>	<b>54.983 €</b>	<b>13,6%</b>	<b>59.654 €</b>	<b>14,0%</b>
c. Financieros	-4.868 €	-1,0%	-6.165 €	-1,3%	-6.300 €	-1,4%	-3.828 €	-0,9%	-8.201 €	-2,0%	-13.184 €	-3,1%
<b>BAI</b>	<b>67.441 €</b>	<b>13,7%</b>	<b>59.136 €</b>	<b>12,5%</b>	<b>54.700 €</b>	<b>12,4%</b>	<b>59.103 €</b>	<b>14,5%</b>	<b>46.782 €</b>	<b>11,6%</b>	<b>46.470 €</b>	<b>10,9%</b>
Impuestos	-15.178 €	-3,1%	-12.620 €	-2,7%	-11.000 €	-2,5%	-9.525 €	-2,3%	-5.858 €	-1,4%	-5.821 €	-1,4%
<b>RE</b>	<b>52.263 €</b>	<b>10,6%</b>	<b>46.516 €</b>	<b>9,8%</b>	<b>43.700 €</b>	<b>9,9%</b>	<b>49.578 €</b>	<b>12,2%</b>	<b>40.924 €</b>	<b>10,1%</b>	<b>40.649 €</b>	<b>9,5%</b>

En un primer análisis de la cuenta de resultados se observa que hay un incremento en la cifra de ventas de 67.376 € y los costes de ventas se han reducido en un 2,5% en 2013 con relación al 2008, mientras que los costes comerciales ha aumentado en un 0,8%. Los gastos financieros se han reducido en un -2,1%, mientras que la carga impositiva se ha incrementado en un 1,7% a lo largo de los últimos 6 años.

Todas estas variaciones a lo largo de los últimos 6 años implican que el resultado del ejercicio se ha incrementado, es decir, el beneficio obtenido en 2013 ha sido un 1,1% mayor en comparación con el beneficio obtenido en 2008, teniendo un resultado de 52.263€ (10,6%) en 2013 frente a los 40.649€ (9,5%) del 2008.

### 6.3.3. El crecimiento.

Lo que realmente preocupa a los gestores, directivos, economistas o inversores de la sociedad, es la tasa de crecimiento de la economía, pues se considera que este crecimiento es el que se espera obtener en el desarrollo particular de las diferentes empresas que componen esa economía. La idea principal consiste en que a mayor crecimiento económico mayor será la actividad económica, lo que favorecerá la producción de más bienes y servicios, lo que finalmente mejorará la riqueza de las empresas, y por consiguiente su bienestar.

A nivel macroeconómico el crecimiento económico se entiende como el incremento sostenido a largo plazo de la producción un país, midiéndose este a través del producto interior bruto.

Desde un punto de vista de crecimiento empresarial, las empresas son parte fundamental de la actividad económica y sus gestores o directivos esperan crecer al mismo ritmo de la economía, ya que obviamente son ellos parte de dicho crecimiento. (Ramírez, 2011)

---

(VN) Ventas netas; (MB) margen bruto; (BAIT) Beneficio antes de impuestos e intereses; (BAI) Beneficio antes de impuestos; (RE) Resultado del ejercicio

El crecimiento empresarial normalmente se mide en torno unas magnitudes que se consideran las más relevantes para esta cuestión, las cuales son:

- Cifra neta de negocio (CNN): Ventas netas anuales del grupo
- Resultado del ejercicio (RE): resultado de la empresa descontando los costes.
- Recursos propios (RP):
- Capital invertido (CI), entendiendo este por la inversión actual de la empresa, tanto en activos fijos, como en activos circulantes.

En el caso de Vidrala se observa un crecimiento muy marcado e importante a lo largo de los últimos años de estudio, como ya se ha visto a lo largo del análisis financiero.

- **La Cifra Neta de Negocio**

Se entiende por cifra neta de negocio la cantidad resultante de las actividades (ordinarias y extraordinarias) que realiza la empresa, normalmente a lo largo de un año, sin deducir los costes, tasas e impuestos, que soporta para llevar a cabo esa actividad, es decir, los ingresos brutos que obtiene por ventas o prestación de servicios

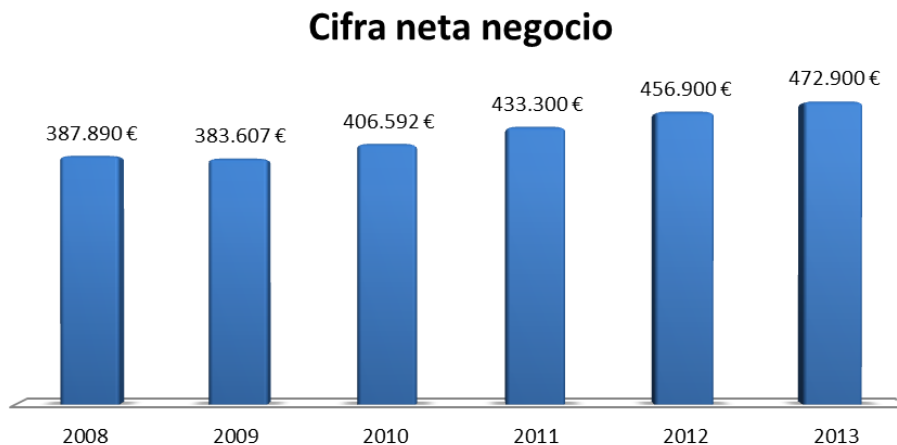


Gráfico 6.10: Evolución CNN

Como se puede apreciar, en 2009 se produjo una disminución de la cifra de ventas, las cuales se redujeron en 4,2 millones € respecto al 2008, lo que supuso una disminución del 1,1% de la CNN, sin embargo, se produce un aumento continuado

desde el 2009 hasta el 2013, aumentando en 2013 en 85,01 millones €, lo que supuso un incremento del 21,9% respecto del 2008.

- **Resultados del ejercicio**

El resultado del ejercicio es la cantidad resultante de las actividades (ordinarias y extraordinarias) que realiza la empresa, normalmente a lo largo de un año, una vez deducidos los costes, tasas e impuestos, que soporta para llevar a cabo esa actividad, es decir, los ingresos que obtiene por ventas o prestación de servicios una vez descontados los diferentes costes, y los impuestos.

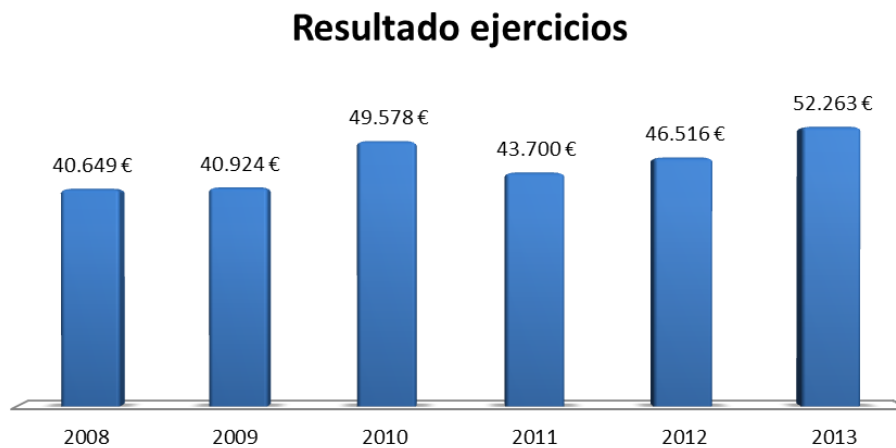


Gráfico 6.11. Evolución RE

En lo referente al resultado del ejercicio, se puede observar que hay una tendencia de crecimiento a lo largo de los 3 primeros años. No obstante en 2011 se produjo un descenso del resultado de 5,8 millones €, lo que supone un decrecimiento del (-11,86%). En 2013 se ha incrementado el beneficio neto obtenido en 11,6 millones €, es decir, en el 2013 se ha producido un crecimiento del 28,6% respecto del 2008.

- **Fondos propios**

Se denomina fondos propios a la parte del pasivo que no se debe a financiación externa sino a las aportaciones de los socios y a los beneficios generados por la empresa en ejercicios anteriores. Es la suma del capital social, las reservas y resultados de ejercicios anteriores.

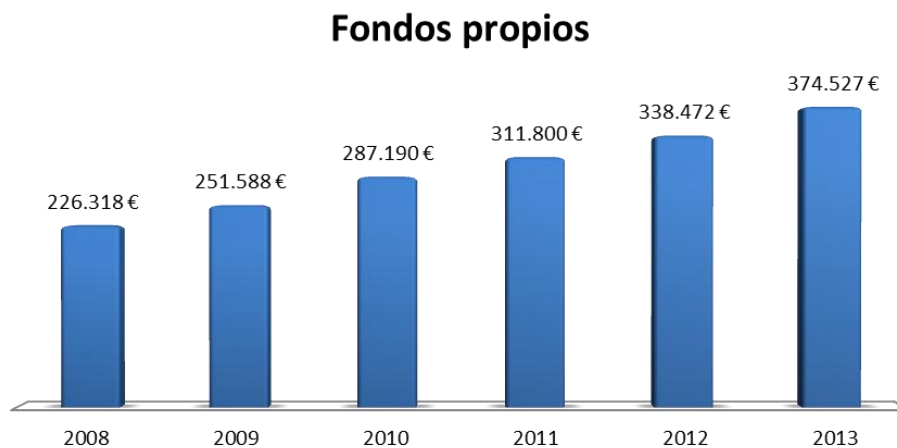


Gráfico 6.12. Evolución RP

La empresa ha incrementado significativamente en los últimos años sus recursos propios o fondos propios, el cual cuantitativamente ha supuesto un incremento de 148,2 millones € en 2013 desde el 2008, es decir, que en los últimos 6 años la empresa ha incrementado sus fondos propios en un 65,5%. Esto puede ser debido principalmente a su reducción de nivel de deuda, con el fin de aumentar su autonomía financiera, como ya se ha comentado.

- **Capitales invertidos**

El Capital Invertido por lo general refleja el desembolso realizado por los propietarios e inversionistas para crear una empresa y a las adiciones de capital realizadas durante su actividad.

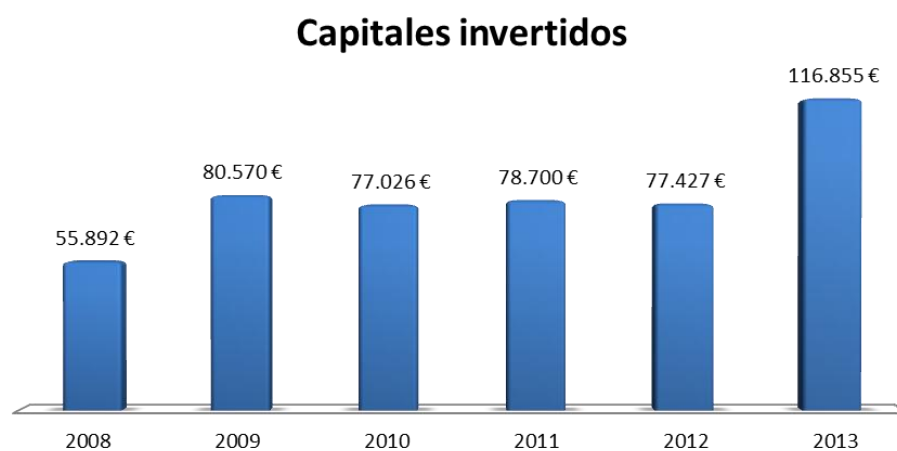


Gráfico 6.13. Evolución CI

En un principio en el año 2009, la empresa aumento sus inversiones en 24,6 millones € (44,15%). Sin embargo a partir del 2009 se produce una disminución de la inversión, es decir, un descenso de su endeudamiento, como se vio en el análisis de la estructura patrimonial donde se redujo considerablemente el pasivo fijo. Cuantitativamente la empresa ha reducido en 2012 su capital invertido en 3,07 millones € (-4,03%), respecto del año 2009.

Finalmente y a modo de resumen, se expone gráficamente la evolución porcentual del crecimiento de las 4 magnitudes.

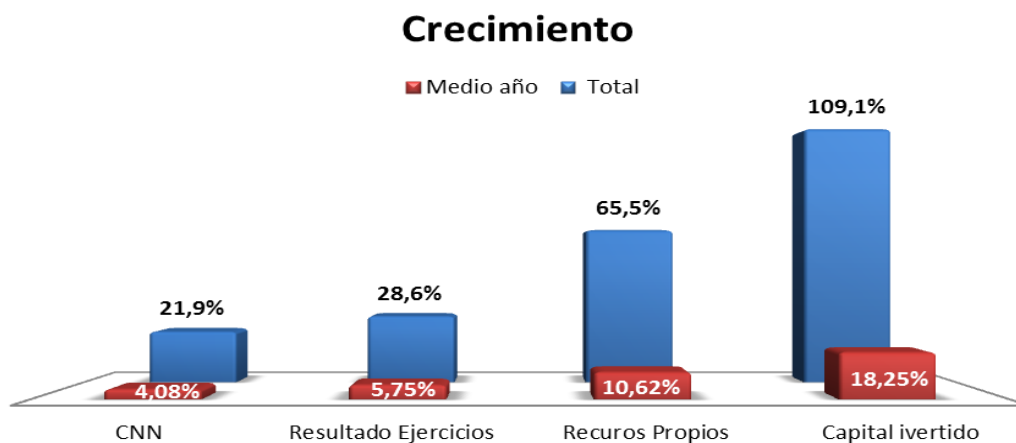


Gráfico 6.14: Crecimiento medios anuales.

La Cifra neta de negocio ha aumentado un 21,9% en los 6 años del estudio, lo que supone una media de 4,08% anual. El Resultado del ejercicio ha aumentado un 28,6% en los 6 años, lo que supone una media de 5,75% anual. Los recursos propios han aumentado un 65,5% en los 6 años, lo que supone una media de 10,62% anual. Finalmente los Capitales invertidos, el relación al 2008 estos aumentan un 38,7% como se observa en la gráfica, sin embargo, hay que considerar el descenso que se produce desde el 2009, y este ha sido de un -3,81% en total de los 4 años, lo que supone un -1,25% por año.



#### 6.3.4. Análisis de la rentabilidad.

La preocupación principal de los gestores, accionistas y stakeholders es el crecimiento empresarial, pero también la idea principal que preocupa a los gestores e inversores es saber si los proyectos de inversión en los que se ve involucrada la empresa como consecuencia de su interés de crecimiento son adecuados o no lo son, es decir, quieren saber si estos proyectos generan las rentas suficientes como para recuperar el capital invertido y obtener un rendimiento a mayores, para poder retribuir a los propietarios, a los prestamistas y demás grupos. Resumiendo esto en una idea general, el análisis de la rentabilidad económica lo que busca es saber si los proyectos en los que se implica la empresa son rentables hasta un punto que les compense llevarlos a cabo. El análisis de la rentabilidad trata de establecer si es conveniente mantener o no mantener la inversión, y en función de los resultados del mismo los gestores, directivos etc, decidirán si siguen financiando ese proyecto o no.

La rentabilidad es la relación entre los resultados logrados en un ejercicio económico con los elementos que, directa o indirectamente, han propiciado su inversión.

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Capitales invertidos}}$$

Tradicionalmente se han distinguido dos tipos de rentabilidad, según para que grupo o stakeholder se analice la rentabilidad de la inversión.

1. **Rentabilidad económica (ROI; *Return On Investment*):** esta rentabilidad es la que le interesa principalmente a los gestores o directivos de las empresas, quienes tienen un interés económico independiente de los propietarios. Es decir, les interesa la capacidad de generar rentas económicas con los capitales que se han invertido.
2. **Rentabilidad financiera (ROE; *Return On Equity*):** esta rentabilidad le interesa principalmente a los propietarios, accionistas, e inversores externos, es

decir, lo que les interesa principalmente es su rentabilidad particular y personal. Les interesa la capacidad de los capitales invertidos para generar retornos financieros<sup>5</sup>.

El análisis de la rentabilidad de la empresa, tanto económica como financiera, se realiza a través de ratios y relaciones de los valores obtenidos a partir de la cuenta de resultados y de los balances de situación de la empresa. Los principales ratios y relaciones que se suelen utilizar para el estudio o análisis de la rentabilidad de la empresa se encuentran recogidos en el organigrama siguiente.

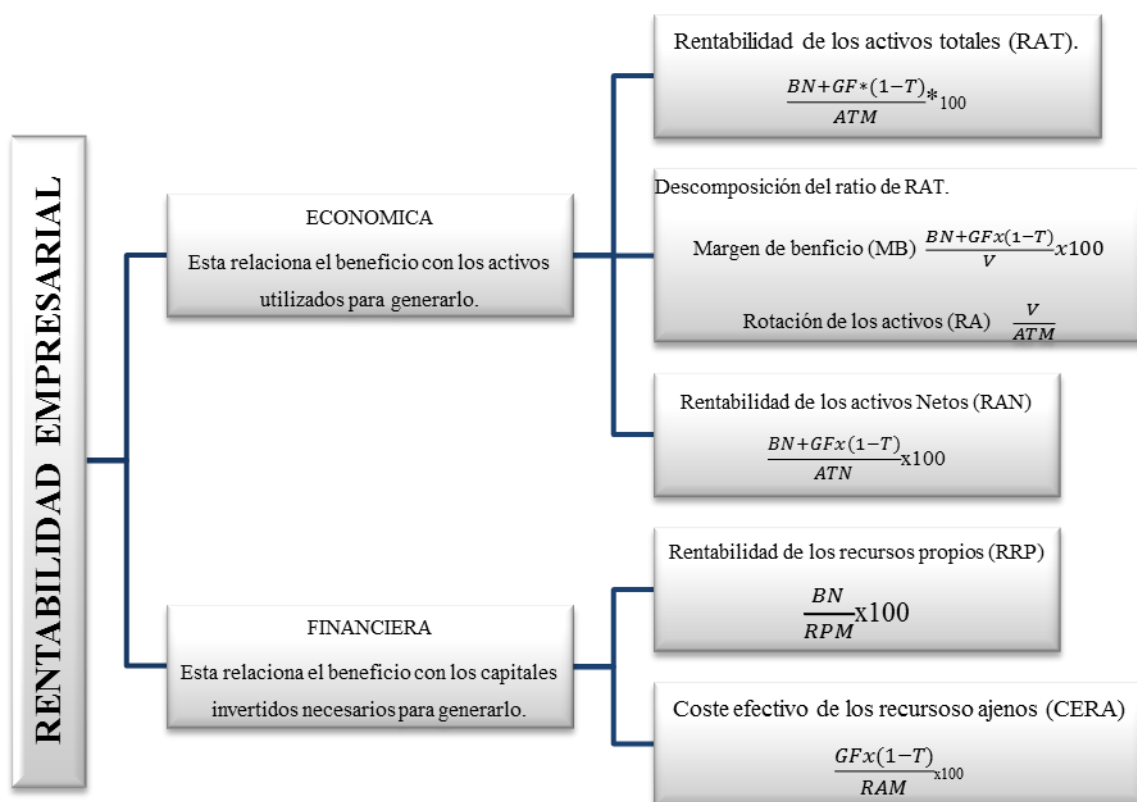


Ilustración 6.7: Ratios para calcular rentabilidad empresarial

### ***La rentabilidad económica (ROI).***

Se entiende por rentabilidad económica la capacidad de la empresa para generar rentas económicas capaces de remunerar a propietarios y prestamistas conservando el capital económico de la misma. (Ramírez, 2011)

El ratio de la rentabilidad económica trata de medir el rendimiento de las inversiones, es decir, el grado de aprovechamiento de los activos y el nivel de eficiencia

<sup>5</sup> Retornos financieros: Cantidad de beneficio económico, que reporta una inversión.

en el desarrollo de las funciones operativas: aprovisionamiento, fabricación y distribución.

A pesar de la simplicidad de este concepto, las dificultades radican en la delimitación de los componentes a incluir en el numerador y denominador del cociente. Tales componentes varían dependiendo de los objetivos perseguidos en el análisis, por lo que se procede a la descomposición del ratio.

**a) La rentabilidad de los activos totales (RAT)**

La rentabilidad de los activos totales mide el rendimiento obtenido por la empresa en relación con todos los activos que posee. Es, por tanto, la tasa a la que la empresa remunera a los capitales que utiliza para financiar las inversiones generadoras del beneficio.

Como el objetivo es el conocimiento del rendimiento derivado de la estructura económica de la empresa, es decir, de los activos puestos a disposición de la dirección, el cálculo ha de ser independiente de la estructura financiera de la empresa, consiguiendo así una homogeneidad que posibilita la realización de comparaciones con otras empresas del mismo sector, independientemente de que sus estructuras financieras difieran en gran medida.

En la tabla 6.10 se recogen los valores del ratio a lo largo de los últimos años.

Tabla 6.10: Rentabilidad activos totales

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
RAT	8,0%	7,4%	7,0%	7,7%	7,2%	8,4%

Según Fernández y Rodríguez (2013), esta medida de la rentabilidad constituye, quizás, el indicador más cualificado de la eficiencia operativa de la entidad, pues al eliminar de su cálculo el efecto del método utilizado en la financiación de los activos, permite determinar la efectividad lograda por la dirección en la gestión de los activos puestos a su disposición.

El análisis e interpretación de la rentabilidad de los activos totales requiere una especial cautela dada la multitud de componentes que influyen en la misma, por ello, a continuación se procede a la descomposición y análisis de sus componentes. Puesto que las ventas constituyen un índice fundamental de la actividad de la empresa, la

rentabilidad de los activos totales se puede descomponer en el producto del **margen de beneficio** antes de gastos financieros (**MB**) por la **rotación de activos (RA)**.

- El margen de beneficio (MB) nos muestra el porcentaje de beneficio que se deriva de cada unidad monetaria de ingresos por ventas netas, en definitiva la rentabilidad de las ventas.
- La rotación de los activos (RA), por su parte, permite determinar la efectividad lograda por la empresa en la utilización de los activos, ya que mide el importe de ventas que se ha conseguido por cada unidad monetaria invertida en el activo.

Tabla 6.11: Margen de beneficio y rotación de activos

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Margen de beneficio (MB)	11,4%	10,9%	11,1%	13,3%	12,3%	12,8%
Rotacion de los activos (Ra)	0,71	0,68	0,63	0,58	0,58	0,66

Lo primero que se observa al analizar el margen de beneficio, es que este siempre se encuentra por encima del 10%, lo cual implica que Vidrala trabaja con unos márgenes altos de beneficios, ya que como se ha comentado anteriormente en el epígrafe 6.1.2 opera en un sector con muy poca competencia, siendo uno de los grupos más importantes de este sector. El margen de beneficio que obtiene Vidrala a lo largo de los 6 años tiene una tendencia decreciente con una pequeña recuperación en el último año. Esto quiere decir que el grupo en el año 2008 obtenía 0,128 €, una vez cubiertos los costes salvo los financieros, por cada 1 € de venta. Mientras que en el 2013 el grupo obtuvo una rentabilidad de 0,114 € por cada 1€ de venta, una vez satisfechos todos los gastos salvo los financieros.

En lo referente a la rotación de los activos, se observa que se encuentra siempre por debajo de la unidad, es decir, es menor que 1. Esto implica que que tiene una rotacion baja del capital invertido, lo que significa que la empresa no consigue vender por un importe superior al tamaño de su activo o de su inversión, es decir, el valor total del importe de sus ventas es menor al valor total del importe de su inversión. No tiene dinamismo, por lo que no consigue dar una vuelta completa al capital inverido en los activos.

La tendencia de este ratio es irregular, ya que en un principio desde el 2008 hasta el 2010 los valores descendieron pasando de un valor de 0,66 en 2008 a un 0,58 en

2010. Sin embargo, a partir de este año el valor del ratio se ha ido incrementando hasta alcanzar un valor de 0,71. A través de este ratio puede establecerse que por cada 1€ que la empresa ha invertido, la eficacia alcanzada con las ventas ha sido de un 71% en el caso de 2013, es decir, que la empresa por cada euro que ha invertido, ha recuperado 0,71 € a través de las ventas.

Dicho de otro modo, para una mejor y más clara comprensión por parte del lector, si invertimos el ratio, es decir  $\frac{1}{RA}$  significa la cantidad de euros que son necesarios invertir para obtener un 1€ de ventas.

Tabla 6.12. Inverso del ratio RA

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>1/RA</b>	1,42	1,47	1,58	1,71	1,71	1,52

Esto quiere decir que el 2008 necesito invertir en activo 1,52€ para poder vender 1€, mientras que en 2013 tuvo que invertir en activo 1,42€ para poder vender 1€,

#### **b) La rentabilidad de los activos netos (RAN)**

A continuación se expone el cálculo de la evolución del ratio de los recursos activos netos (RAN). Para el cálculo de este ratio se deducen los activos sin coste financiero explícito, por lo que en el pasivo quedan exclusivamente el patrimonio neto y las deudas con coste financiero explícito.

Este ratio por sí solo no tiene mucha representatividad a la hora del análisis, sin embargo, se ha calculado por su importancia a la hora de analizar el apalancamiento financiero, el cual se analizará en el epígrafe 6.3.6. Los valores de este ratio se compararán con los valores de coste efectivo de los recursos ajenos.

Tabla 6.13. Evolución ratio RAN

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>RAN</b>	8,0%	8,1%	8,4%	10,3%	10,7%	14,7%

En un primer análisis solo se puede establecer que tiene una tendencia decreciente, y que se ha reducido en un 6%, a lo largo de los últimos 6 años.

### ***La rentabilidad financiera (ROE).***

Se entiende por rentabilidad financiera la capacidad de la empresa para generar rentas financieras que remuneren a los propietarios-inversores. (Ramírez, 2011)

Las personas o sujetos que invierten en la empresa necesitan conocer cuál es la rentabilidad que perciben por las aportaciones que han realizado, realizan, y quieren realizar a la empresa. Normalmente, cuando la empresa cotiza en bolsa, estas personas o sujetos a los que nos referimos son los accionistas o propietarios, pero en otras ocasiones, simplemente son inversores privados, y finalmente hay un último grupo, a los cuales también les interesa mucho saber la capacidad que tiene la empresa a la hora de generar rentabilidad económica, estos son los prestamistas.

Cada uno de estos grupos demanda que la empresa obtenga una rentabilidad mínima de la inversión que realizan.

La rentabilidad mínima que es exigida por:

- los propietarios-accionistas-inversores, se conoce como rentabilidad de los recursos propios (RRP).
- Los prestamistas se conoce como coste medio de la deuda o coste efectivo de los recursos ajenos remunerados (CERA).

La rentabilidad financiera va a depender de la capacidad para generar beneficios por parte de la empresa, a través del proceso económico de producción y venta, es decir, por la eficiencia en la gestión de la estructura económica de la empresa, del tipo de interés medio del capital ajeno, de la tasa impositiva sobre los beneficios y del nivel de endeudamiento.

#### **a) La rentabilidad de los recursos propios (RRP)**

La rentabilidad de los recursos propios mide el rendimiento de la inversión realizada en la empresa por los propietarios, por lo que presenta un interés especial para los accionistas.

El cálculo de la rentabilidad de los recursos propios presenta un gran interés para los propietarios de la empresa al poner en relación por cociente el beneficio neto y el montante total de su aportación. Efectivamente, al dividir el beneficio después de impuestos entre los fondos propios a su estado medio, se obtiene la rentabilidad de la inversión realizada en la empresa por los propietarios.

Su cálculo matemático es:

$$RRP = \frac{BN}{RPM} \times 100$$

La rentabilidad de los recursos propios de Vidrala durante los últimos 6 años se expone en la siguiente tabla:

Tabla 6.14. Rentabilidad recursos propios

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
RRP	14,7%	14,3%	14,6%	18,4%	17,1%	19,1%

Se puede observar que los valores tienen una tendencia decreciente, lo que indica que la rentabilidad que está obteniendo la empresa de los capitales invertidos es menor. Esto puede deberse principalmente a que la empresa está reduciendo su nivel de endeudamiento y aumentando su autonomía financiera.

Gráficamente se observa de una manera más clara la tendencia del ratio.

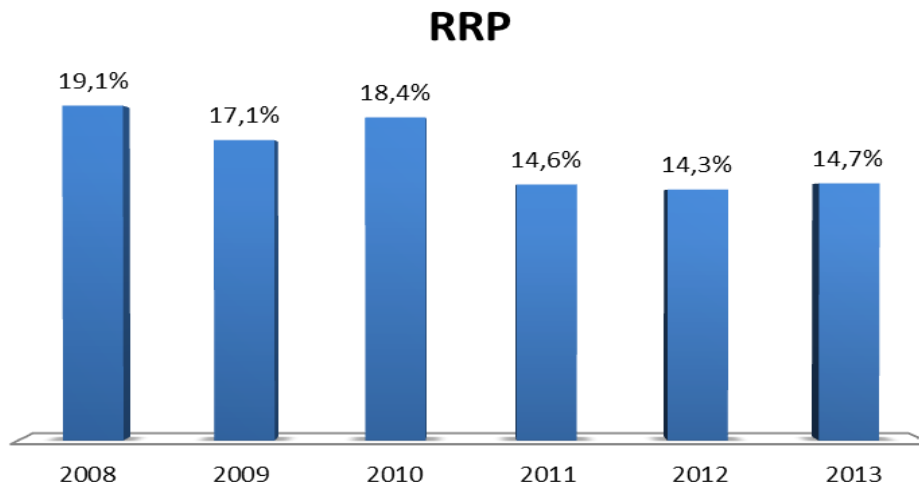


Gráfico 6.15. Rentabilidad recursos propios.

La rentabilidad se ha reducido, pasando de un 19,1% en 2008 a un 14,7% en 2013, lo cual significa una reducción de un 4,4% en los últimos años. No obstante, esta sigue siendo positiva, y por lo tanto la empresa sigue teniendo una buena rentabilidad cara a los inversores.

### b) Coste efectivo de los recursos ajenos remunerados (CERA)

El coste efectivo de los recursos ajenos refleja lo que le cuesta realmente a la empresa la utilización de recursos ajenos explícitamente remunerados teniendo en cuenta el ahorro impositivo al ser los intereses un gasto deducible en el impuesto de sociedades.

Matemáticamente su cálculo se realiza a través de la siguiente relación matemática:

$$CERA = \frac{GFx(1 - T)}{RAM} x 100$$

Los valores de esta magnitud calculados para el caso de Vidrala se recogen en la tabla siguiente.

Tabla 6.15. Recursos ajenos remunerados

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
CERA	1,1%	1,6%	1,8%	1,7%	3,9%	8,8%

El coste que soporta la empresa por la utilización de recursos ajenos a ella, se ha reducido de manera significativa desde el 2008, estando entonces el valor de este ratio en un 8,8%, llegando a estar en el año 2013 en un 1,1%.

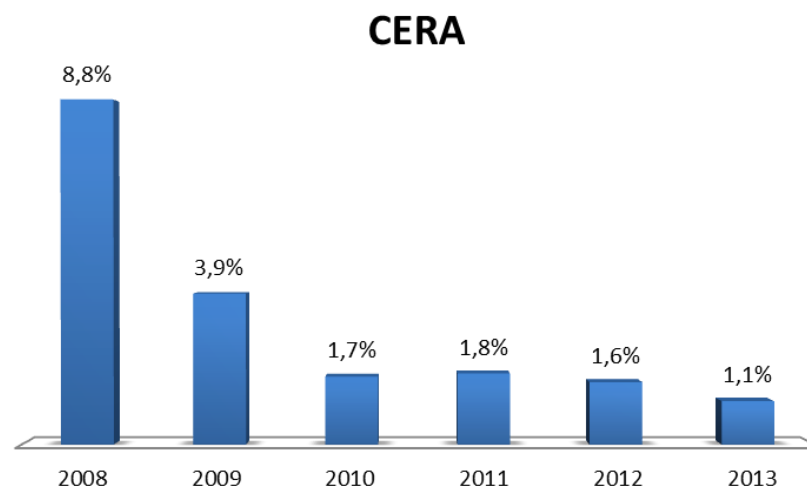


Gráfico 6.16. Coste Efectivo Recursos Ajenos

Se produce una importante disminución del valor de este ratio, habiendo una marcada caída a partir del 2008, disminuyéndose este en un 7,7% desde el 2008 hasta el 2013.



### 6.3.5. El apalancamiento operativo

El apalancamiento operativo se dedica al estudio de la evolución del resultado económico ante variaciones en la cifra de negocios, desde un nivel que se tome como base, consecuencia de la existencia de costes fijos, ya que de no existir estos, el resultado evolucionaría proporcionalmente a la cifra de negocios.

Este se define como el porcentaje de variación del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), ante las variaciones que se producen en la cifra de ventas.

Este efecto implica que ante las variaciones que se producen en la cifra de ventas, se produce una variación más que proporcional en la actividad ordinaria antes de intereses e impuestos (BAIT), y este se produce en ambos sentidos, positivo y negativo.

Matemáticamente se expresa mediante una relación entre el beneficio antes de interés e impuestos o BAIT, y la cifra de ventas (V).

$$A_o = \frac{\frac{\Delta BAIT}{BAIT}}{\frac{\Delta V}{V}}$$

En el caso de Vidrala el apalancamiento operativo a lo largo de los años de estudio es:

Tabla 6.16. Apalancamiento operativo.

	2013	2012	2011	2010	2009
Ao	3,06	1,29	-0,45	2,35	6,32

### 6.3.6. El efecto apalancamiento financiero

Según establecen Fernández y Rodríguez (2013) una de las cuestiones más difíciles de resolver en la gestión financiera de las empresas es la determinación de la combinación óptima de financiación propia y ajena. Las características de una y otra fuente de financiación difieren considerablemente y la dirección ha de buscar el equilibrio entre las ventajas de rentabilidad que depara la utilización de financiación ajena en unas condiciones adecuadas, por la actuación del efecto apalancamiento financiero, y el riesgo de insolvencia inherente al aumento de las deudas.

El ratio de endeudamiento nos indica el grado de solvencia de la empresa dependiendo de su valor. En función del valor del ratio, la empresa puede tener una imagen positiva o

negativa, por ejemplo, si es muy elevado, tiene efectos negativos en la imagen de la empresa, ya que este significa una reducción del grado de solvencia de la misma. Sin embargo, este proceso de endeudamiento puede entenderse como una manera de explotación de los recursos propios, es decir, que el hecho de endeudarse puede proporcionar resultados favorables para la empresa, y reportar una buena imagen, lo que supone una mejor posición en el mercado cara a futuros negocios e inversores. A este proceso de obtener rendimientos positivos mediante el endeudamiento se le conoce como efecto apalancamiento financiero.

El efecto apalancamiento financiero (EAF), es el efecto que se produce en la rentabilidad de los capitales propios como consecuencia del empleo de la deuda a un coste fijo en la estructura financiera de la empresa, y esto es debido a:

- Que siempre que el rendimiento de las inversiones del activo supere el coste efectivo de los recursos ajenos utilizados, ese exceso de rendimiento se acumula en beneficio de los accionistas.



(+) Cuando el **AF es positivo** se produce una transferencia de rentabilidad desde los prestamistas a los propietarios.

(-) Cuando el **AF es negativo** se produce una transferencia de rentabilidad desde los propietarios a los prestamistas.

(Ø) Si **no hay AF**, no hay transferencia.

- Que los intereses se consideran un gasto deducible de la base imponible del impuesto de sociedades lo que ocasiona un ahorro fiscal que no se produce al financiarse mediante fondos propios.

Para analizar el nivel de apalancamiento financiero, lo que primero se ha de analizar es el nivel de deuda que tiene la empresa, y los gastos e ingresos financieros de la misma.

En el caso de Vidrala, la empresa está reduciendo su nivel de endeudamiento y está financiando sus proyectos a través de recursos propios, con lo que pretende aumentar su autonomía financiera. No obstante, aunque esta decisión repercute en el nivel de apalancamiento financiero, esto no quiere decir que porque se esté reduciendo la deuda con terceros, esta no siga siendo una manera rentable de financiación.

En la tabla siguiente se recoge, en millones de €, la evolución de la deuda neta de Vidrala a lo largo de los últimos.

Tabla 6.17. Deuda Neta Vidrala

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Deuda Neta</b>	118	160	189	219	257	251

Como se puede apreciar hay una clara disminución del endeudamiento de la empresa pasando de 251 millones de € de deuda en 2008 a 118 millones de € en 2013.

Esta disminución supone que la empresa ha rebajado su deuda en 133 millones de € en 2013 respecto del 2008, lo que supone una disminución del 53% de su nivel de endeudamiento. Esto significa que se ha ido reduciendo la deuda a una media anual de 16 millones de €, es decir, a un ritmo de un 8,1% anual.

A continuación se representa la evolución de la deuda.



Gráfico 6.17. Deuda neta Vidrala

Otra parte muy importante a la hora de analizar el apalancamiento financiero es el resultado financiero, es decir, los ingresos por operaciones que realiza la empresa y los gastos que ocasiona la deuda que posee la empresa. Evidentemente, tanto los ingresos como los gastos se reducen como consecuencia del menor nivel de endeudamiento.



Gráfico 6.18. Resultado financiero

Se aprecia una clara diferencia entre los gastos a los que la empresa tiene que hacer frente por sus operaciones financieras y los ingresos que obtiene de ellas. Vidrala tiene unos elevados gastos financieros que aunque se van reduciendo, siguen siendo muy superiores a los ingresos financieros, lo que le ocasiona unos resultados financieros en la cuenta de resultados negativos.

En la siguiente tabla se muestra el resultado financiero de Vidrala:

Tabla 6.18. Resultado financiero.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-4.868 €</b>	<b>-6.165 €</b>	<b>-6.300 €</b>	<b>-3.828 €</b>	<b>-8.201 €</b>	<b>-13.184 €</b>

Para calcular cuantitativamente el apalancamiento financiero, se utiliza una expresión matemática que relaciona cuatro magnitudes,

- Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
- Beneficio antes de intereses (BAI)
- Activo total (Activo)
- Fondos propios (RP)

$$EAF = \frac{BAIT}{BAI} \times \frac{ACTIVO}{RP}$$

A continuación se recoge una tabla resumen con los valores de las cuatro magnitudes:

Tabla 6.19. Valores magnitudes EAF

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>BAIT</b>	72.309 €	65.301 €	61.000 €	62.931 €	54.983 €	59.654 €
<b>BAI</b>	67.441 €	59.136 €	54.700 €	59.103 €	46.782 €	46.470 €
<b>ACT</b>	699.988 €	695.488 €	696.700 €	699.357 €	697.623 €	688.070 €
<b>RP</b>	374.527 €	338.472 €	311.800 €	287.190 €	251.588 €	226.318 €

Los valores del apalancamiento financiero a lo largo de todos los años del estudio se recogen en la tabla siguiente:

Tabla 6.20. Apalancamiento financiero

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>A. Financiero</b>	1,74	1,86	2,00	2,29	2,36	2,37

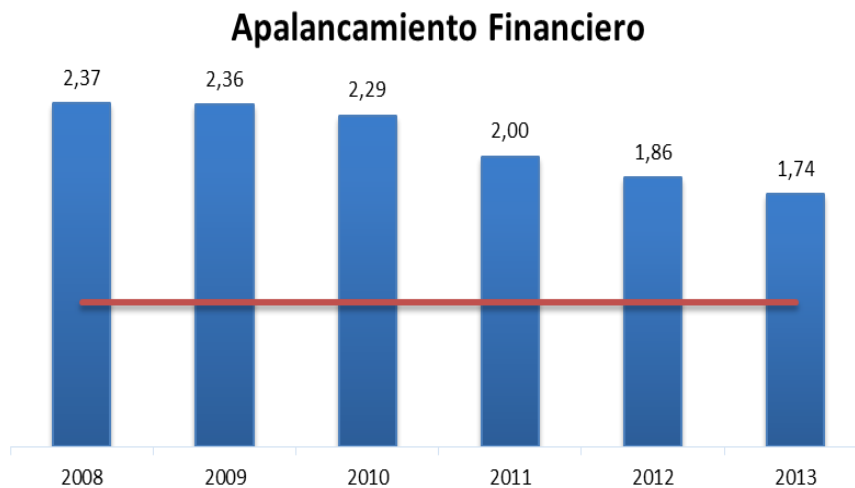


Gráfico 6.19. Efecto apalancamiento financiero

Los valores del apalancamiento financiero tienen una tendencia decreciente, lo que implica que la rentabilidad obtenida por la utilización de recursos ajenos disminuye

cada año, sin embargo, se encuentra por encima del nivel mínimo para que sea rentable este tipo de financiación, (1), el cual se encuentra representado con una línea roja.

Se puede observar que la rentabilidad en 2008 era de 2,37%, la cual era buena, muy por encima de la unidad, sin embargo en 2013 este valor se ha reducido hasta 1,74%. Esto supone un descenso importante de la rentabilidad de los recursos ajenos, pero sigue siendo rentable y aconsejable para la empresa utilizar este tipo de financiación, ya que la rentabilidad obtenida sigue siendo mayor que 1.

En una primera valoración de EAF, puede establecerse que tiene unos valores superiores al nivel mínimo de rentabilidad, es decir, desde el 2008 hasta el 2013, el valor de este es superior a 1. Esto significa que hay una situación favorable en el uso de recursos ajenos para financiarse, lo que supone que el coste financiero de los recursos ajenos que emplea la empresa es inferior a la rentabilidad económica que obtiene de ello.

Para los valores del BAIT que obtiene en todos los años de estudio, la Rentabilidad de los Recursos Propios (RRP) supera el Rendimiento de los Activos Totales (RAT) y el índice de apalancamiento financiero es positivo.

Tabla 6.21. Valores RAT y RRP

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>RAT</b>	8,0%	7,4%	7,0%	7,7%	7,2%	8,4%
<b>RRP</b>	14,7%	14,3%	14,6%	18,4%	17,1%	35,9%

Otra manera de comprobar la actuación del apalancamiento financiero es, comparando la RAN con el CERA.

- Si  $RAN > CERA$ , el AF es positivo, se produce una transferencia de rentabilidad desde los prestamistas a los propietarios.
- Si  $RAN < CERA$ , el AF es negativo, se produce una transferencia de rentabilidad desde los propietarios a los prestamistas.
- Si  $RAN = CERA$ , no hay AF, no hay transferencia

## RAN vs CERA

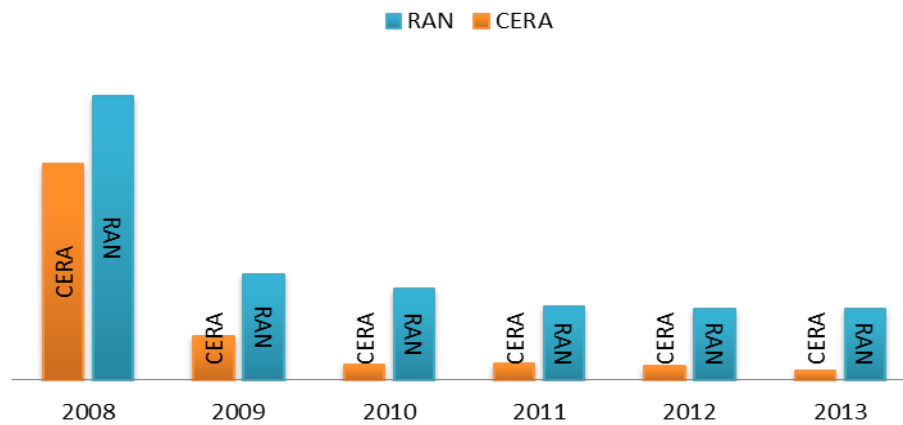


Gráfico 6.20. Comparativa RAN vs CERA

La rentabilidad de los recursos netos o RAN, es mayor que el coste efectivo de los recursos ajenos o CERA. Esto implica que se produce un efecto de apalancamiento financiero positivo, lo cual significa que se produce una transferencia de la rentabilidad desde los prestamistas a los propietarios, es decir, la empresa está generando más beneficio financiando sus inversiones mediante deuda, que si utilizara sus propios recursos.

## 7. CONCLUSIONES

A lo largo de este análisis se han calculado, evaluado e interpretado los diferentes factores y magnitudes que son de gran importancia a la hora de determinar la situación de una empresa.

La empresa objeto de este análisis es El Grupo Vidrala S.A, de la que se pueden establecer las ideas generales de que es una empresa con una amplia experiencia en su actividad, la cual ha crecido a lo largo de su historia, llegando a absorber a otras empresas más pequeñas del sector y ampliando sus ventas hacia mercados extranjeros.

El sector de la producción de envases de vidrio es un sector en el que intervienen un número muy reducido de empresas, en el caso de España, sólo hay 5 empresas que se dediquen a esta actividad, lo cual supone que sea un mercado de características oligopolísticas. Además en el mercado español, destacan principalmente dos empresas, las cuales son las principales productores de este tipo de productos y son las que dominan el mercado, siendo una de ellas el Grupo Vidrala S.A. Que sea un mercado de características oligopolísticas implica que al ser Vidrala una de las empresas más importantes, es capaz de influir en el precio de mercado. Además, estas empresas, incluida Vidrala, mantienen una estrecha comunicación, ya sea directa o indirecta con sus competidores y con sus clientes, llegando a desarrollar campañas o proyectos conjuntamente.

Para comprender mejor la situación y las estrategias que desarrolla la empresa, se ha realizado un análisis financiero y un análisis económico.

Al realizar un análisis financiero se ha podido ver claramente que la empresa se encuentra en una situación de estabilidad financiera, la cual ha evolucionado muy positivamente a lo largo de los últimos años, encontrándose su balance de situación en una situación de equilibrio patrimonial, es decir, se encuentra en una *situación normal*, combina la financiación propia y ajena, con una estructura en la que los recursos propios están financiando simultáneamente una parte de las inversiones circulantes y otra parte de las permanentes, es decir, existe capital circulante o fondo de maniobra positivo, lo que muestra que Vidrala se encuentra en una situación de estabilidad, con una baja probabilidad de suspensión de pagos. Analizando una comparativa de los balances de situación de 2008 y 2013 se puede ver claramente que la empresa ha reducido su pasivo no corriente y su pasivo corriente, aumentando su activo no



corriente, de lo que se puede establecer que la empresa está reduciendo su nivel de endeudamiento.

Para poder realizar un análisis más en profundidad, se han calculado los ratios de la situación financiera de la empresa, tanto a largo plazo como a corto plazo. Estos ratios han demostrado que la empresa se encuentra en una buena situación de solvencia para hacer frente a sus deudas. Sin embargo, aunque los valores son buenos y se ha incrementado a la largo de los últimos años, se encuentran por debajo de los valores que se establecen como óptimos. Aunque presenta un nivel de tesorería bueno, los valores del ratio son un poco bajos con una disponibilidad inmediata para hacer frente a sus acreedores más inmediatos muy bajos e incluso nulos, lo cual le puede ocasionar problemas si la empresa tuviera que hacer frente a pagos repentinos a acreedores. También se puede observar que la empresa está disminuyendo su nivel de endeudamiento, reduciendo sus deudas notablemente en los últimos años, no obstante, se encuentra siempre dentro de los niveles aceptables. El Grupo Vidrala S.A pretende aumentar su autonomía financiera frente a terceros, es decir, la empresa está disminuyendo su nivel de deudas, tanto a largo plazo como a corto plazo, pero principalmente a largo, con el objetivo de tener una mayor independencia financiera y no depender tanto de terceros para las inversiones de sus proyectos empresariales. Sin embargo, y a pesar de todo lo dicho anteriormente, Vidrala presenta un nivel de garantía o fiabilidad elevada, lo que significa que es capaz de pagar sus deudas a su vencimiento. Que obtenga valores por encima de 1 para este ratio, implica que no tiene riesgo cercano de quiebra y que cada año obtiene menos financiación ajena, lo cual implica que recurre menos al crédito o préstamos.

Al realizar el análisis económico, se ha obtenido como resultado que el grupo objeto de estudio presenta una cuenta de resultados favorable año tras año, incrementando siempre su cifra de negocio anual y obteniendo resultados del ejercicio positivos. Se produce una reducción de los costes tanto de ventas como financieros pero un aumento de los costes comerciales, eso quiere decir que la empresa ha aumentado su fuerza de ventas, reduciendo sus costes de producción, y recurriendo menos a la financiación ajena. Esta estrategia le ha permitido aumentar sus ventas netas y obtener mejores cifras en sus resultados del ejercicio.

Vidrala presenta un claro crecimiento desde el 2008, de su cifra neta de negocio, de los resultados del ejercicio, de sus fondos propios, y de su capital invertido.

Analizando tanto la rentabilidad económica como la financiera de la empresa mediante los ratios pertinentes, se obtienen siempre valores elevados y que se consideran buenos para ambas rentabilidades. A través de la rentabilidad de los activos totales se obtiene que el rendimiento de la empresa en relación con todos los activos que posee es favorable, con un margen de beneficio elevado, lo que supone que hay una buena rentabilidad de las ventas. Sin embargo, no obtiene una buena rotación de los activos siempre obteniendo valores por debajo de lo que se considera lo normal. En definitiva, la empresa tiene la capacidad para generar rentas económicas capaces de poder remunerar a sus acreedores y prestamistas conservando el capital económico de la misma.

Analizando la rentabilidad financiera, se obtienen valores para la rentabilidad de los recursos propios siempre positivos y elevados, mientras que el coste efectivo de los recursos ajenos siempre obtiene valores bajos y constantes. Esto quiere decir, que la empresa tiene la capacidad para generar rentas financieras que remuneren a los propietarios-inversores-accionistas, con un coste bajo de los recursos ajenos utilizados.

En la última parte del análisis se ha estudiado el rendimiento que obtiene la empresa a través de su apalancamiento financiero. A través del apalancamiento financiero se mide la correcta gestión por parte de la empresa de la combinación entre su financiación propia y ajena, es decir, si está obteniendo los mejores resultados del dinero que adquiere de terceros ajenos a la empresa. En el caso de Vidrala S.A siempre obtiene resultados positivos por encima del valor mínimo que se considera para que sea más rentable financiarse a través de terceros que de capitales propios, realizando una buena combinación de los recursos propios y los recursos ajenos. Para entender esto de una forma más clara se ha comparado el RAN con el CERA, siendo  $RAN > CERA$ , a lo largo de todos los años del estudio, lo que significa que el Apalancamiento Financiero es positivo y se produce una transferencia de rentabilidad desde los prestamistas a los propietarios.

Una vez analizadas todas las variables principales, calculados los ratios y comparados con los que se consideran los valores mínimos u óptimos, se puede establecer que El Grupo Vidrala S.A, es una empresa solvente, ya que se encuentra en una situación de estabilidad, con una baja probabilidad de suspensión de pagos, y presenta niveles aceptables de tesorería, aunque podría presentar problemas de disponibilidad inmediata para poder pagar sus deudas más inmediatas y no previstas.

Además de esto, la empresa presenta una autonomía financiera y una garantía de pago elevada frente a los acreedores, lo que supone una imagen fuerte en el mercado. Vidrala ha experimentado un crecimiento importante a la largo de los últimos 6 años y además tiene una buena capacidad para generar rentas económicas capaces de remunerar a prestamistas y para generar rentas financieras que remuneren a los propietarios e inversores. Y por último presenta una estructura financiera bien constituida y saneada que le permite establecer un equilibrio de su financiación a través de recursos ajenos y recursos propios, mediante la cual obtiene beneficios.

Tras este análisis y basándose en los datos obtenidos se puede establecer, que El Grupo Vidrala S.A es una empresa con una fuerte y sólida imagen en el mercado, solvente y estable, con recursos suficientes para atender a sus acreedores, en la que su dirección y gestores están realizando una buena gestión, tomando decisiones que les permitirán seguir realizando su actividad empresarial, obteniendo beneficios y teniendo buenos resultados que les permitirán seguir creciendo en el futuro.

## 8. BILIOGRAFÍA

- Amat, O. (2002). *Análisis de los estados financieros*. Barcelona: Ediciones Gestion.
- Anfevi. (2013). *Informe sectorial 2013*.
- Arroyo, G. S. (2002). *Analisis e interpretacion de la información contable*. Madrid: Ediciones Piramide.
- Banegas Ochovo, P. (1998). *Análisis por ratios de los estados contables financieros: (análisis externo)*. Madrid: Cívitas.
- Fernández Fernández, J. y Rodríguez Pérez, Alicia (2013). *Analisis de los estados financieros. Teoria*. León: Universidad de León.
- Hodie, Q. (2010). Dirigir en la incertidumbre. *Qualitas hodie*, 50-58.
- J.Woelfel, C. (1993). *Analisis de estados financieros*. Barcelona: Ediciones S.
- Ott, E. (1998). *La informacion contable y el proceso de la toma de decisiones*. Bilbao: Tesis.
- Rojo Ramírez, A. A. (2011). *Un analisis desde los datos contables*. Madrid: Ibergarceta publicaciones SL.
- Rivero Torre, P. (1998). *Analisis por ratios de los estados contables financieros*. Madrid: Civitas.
- Rivero Torre, P. (2009). *Análisis de balance y estados complementarios*. Madrid: Anaya.
- Ventura, J., Marbella, F., & Fernandez, R. (2000). El sector de envases de bebidas. *ICE: Revista de economia*, 119-132.
- Departamento de contabilidad y finanzas. (2005). *Fundamentos de análisis financiero*. Barcelona: Granica, SA.
- Vidrala. (2008 - 2013). *Memoria Vidrala Online*. Álava.

## **RECURSOS ELECTRONICOS**

- <http://www.contabilidad.tk/> Pagina de contabilidad
- <http://www.elpais.es>. Articulo de Triunfadoras en un entorno hostil.
- <http://www.friendsofglass.com>
- <http://www.vidrala.es> Pagina oficial del Grupo Vidrala S.A
- <http://www.expansion.es>
- <http://www.anfevi.com/> Página oficial de la asociación empresas fabricantes envases vidrio
- <http://www.ine.es>. Instituto nacional de estadística.
- <http://dialnet.unirioja.es/> Servicio sobre publicación de contenidos científicos.

## 9. ANEXOS

Tabla 9.2: Balance de situación 2008 - 2013

Datos en miles €	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>443.753 €</b>	<b>456.397 €</b>	<b>465.000 €</b>	<b>466.874 €</b>	<b>480.247 €</b>	<b>464.940 €</b>
Inmovilizado material	331.542 €	345.312 €	354.300 €	351.745 €	359.793 €	342.277 €
Fondo de comercio	59.233 €	59.233 €	59.200 €	59.233 €	59.233 €	59.492 €
Otros activos intangibles	11.469 €	12.349 €	13.800 €	12.663 €	13.905 €	17.351 €
Otros activos financieros	8 €	8 €	0 €	7 €	7 €	7 €
Activos por impuestos diferidos	41.041 €	39.082 €	37.400 €	41.749 €	45.322 €	44.314 €
Instrumentos financieros derivados	393 €	274 €	0 €	49 €	178 €	809 €
Otros activos no corrientes	67 €	139 €	300 €	1.428 €	1.809 €	690 €
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>256.235 €</b>	<b>239.091 €</b>	<b>231.700 €</b>	<b>232.483 €</b>	<b>217.376 €</b>	<b>223.130 €</b>
Existencias	126.464 €	112.627 €	100.800 €	106.156 €	114.797 €	108.656 €
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	106.092 €	96.900 €	98.400 €	100.564 €	85.652 €	102.063 €
Activos por impuestos sobre ganancias corrientes	1.532 €	802 €	2.000 €	525 €	14.479 €	11.670 €
Otros activos corrientes	22.031 €	27.899 €	30.400 €	25.198 €	0 €	0 €
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	116 €	863 €	100 €	40 €	2.448 €	741 €
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>699.988 €</b>	<b>695.488 €</b>	<b>696.700 €</b>	<b>699.357 €</b>	<b>697.623 €</b>	<b>688.070 €</b>
<b>PASIVO</b>						
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>374.527 €</b>	<b>338.472 €</b>	<b>311.800 €</b>	<b>287.190 €</b>	<b>251.588 €</b>	<b>226.318 €</b>
Capital social	24.452 €	24.452 €	25.000 €	24.383 €	23.222 €	23.222 €
Otras reservas	5.605 €	5.605 €	5.200 €	6.206 €	7.367 €	2.723 €
Ganancias acumuladas	363.066 €	322.527 €	298.700 €	276.684 €	238.018 €	212.868 €
Acciones propias	- 6.125 €	- 2.748 €	- 5.700 €	- 9.667 €	- 7.911 €	- 4.256 €
Otro resultado global	- 1.060 €	- 1.412 €	- 1.800 €	- 1.138 €	- 670 €	- 122 €
Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	- 11.411 €	- 9.952 €	- 9.600 €	- 9.278 €	- 8.438 €	- 8.117 €
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>144.639 €</b>	<b>155.988 €</b>	<b>194.500 €</b>	<b>214.905 €</b>	<b>263.722 €</b>	<b>249.384 €</b>
Ingresos diferidos	26.784 €	27.752 €	27.700 €	31.875 €	29.537 €	32.668 €
Pasivos financieros con entidades de crédito	72.389 €	94.293 €	112.800 €	130.299 €	180.987 €	158.121 €
Instrumentos financieros derivados	1.472 €	1.815 €	2.500 €	1.581 €	931 €	0 €
Pasivos por impuestos diferidos	37.942 €	26.277 €	26.200 €	26.132 €	26.022 €	26.838 €
Provisiones	6.052 €	5.851 €	25.300 €	25.018 €	26.205 €	31.757 €
Otros pasivos no corrientes	- €	0 €	0 €	0 €	40 €	0 €
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>180.822 €</b>	<b>201.028 €</b>	<b>190.400 €</b>	<b>197.262 €</b>	<b>182.313 €</b>	<b>212.368 €</b>
Pasivos financieros con entidades de crédito	45.635 €	66.129 €	76.400 €	88.587 €	78.061 €	93.014 €
Instrumentos financieros derivados	- €	146 €	0 €	0 €	857 €	169 €
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	104.786 €	107.658 €	98.200 €	92.520 €	81.723 €	101.326 €
Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	3.712 €	5.245 €	5.100 €	5.856 €	7.146 €	6.810 €
Provisiones	1.307 €	2.654 €	1.400 €	0 €	4.382 €	101 €
Otros pasivos corrientes	25.382 €	19.196 €	9.300 €	10.299 €	10.144 €	10.948 €
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>699.988 €</b>	<b>695.488 €</b>	<b>696.700 €</b>	<b>699.357 €</b>	<b>697.623 €</b>	<b>688.070 €</b>

Tabla 9.1: Balance ordenado funcionalmente 2008 - 2013

Datos en miles de €	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Activo Fijo</b>	<b>443.753 €</b>	<b>456.397 €</b>	<b>465.000 €</b>	<b>466.874 €</b>	<b>480.247 €</b>	<b>464.940 €</b>
Fondo comercio	59.233 €	59.233 €	59.200 €	59.233 €	59.233 €	59.492 €
Inmovilizado Intangible	11.469 €	12.349 €	13.800 €	12.663 €	13.905 €	17.351 €
Inmovilizado Material	331.542 €	345.312 €	354.300 €	351.745 €	359.793 €	342.277 €
Inmovilizado financiero	41.442 €	39.364 €	37.400 €	41.805 €	45.507 €	45.130 €
Inmovilizado en curso	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Otros activos no corrientes	67 €	139 €	300 €	1.428 €	1.809 €	690 €
<b>Activo circulante</b>	<b>256.235 €</b>	<b>239.091 €</b>	<b>231.700 €</b>	<b>232.483 €</b>	<b>217.376 €</b>	<b>223.130 €</b>
Existencias	126.464 €	112.627 €	100.800 €	106.156 €	114.797 €	108.656 €
Realizable	129.655 €	125.601 €	130.800 €	126.287 €	100.131 €	113.733 €
Disponible	116 €	863 €	100 €	40 €	2.448 €	741 €
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>699.988 €</b>	<b>695.488 €</b>	<b>696.700 €</b>	<b>699.357 €</b>	<b>697.623 €</b>	<b>688.070 €</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>374.527 €</b>	<b>338.472 €</b>	<b>311.800 €</b>	<b>287.190 €</b>	<b>251.588 €</b>	<b>226.318 €</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>374.527 €</b>	<b>338.472 €</b>	<b>311.800 €</b>	<b>287.190 €</b>	<b>251.588 €</b>	<b>226.318 €</b>
Capital suscrito	24.452 €	24.452 €	25.000 €	24.383 €	23.222 €	23.222 €
Prima de emisión	- 6.125 €	- 2.748 €	- 5.700 €	- 9.667 €	- 7.911 €	- 4.256 €
Reservas	5.605 €	5.605 €	5.200 €	6.206 €	7.367 €	2.723 €
Resultado ejercicio	362.006 €	321.115 €	296.900 €	275.546 €	237.348 €	212.746 €
Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	- 11.411 €	- 9.952 €	- 9.600 €	- 9.278 €	- 8.438 €	- 8.117 €
<b>Ajustes por cambios de valor</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>
<b>Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>	<b>0 €</b>
<b>Pasivo Fijo</b>	<b>144.639 €</b>	<b>155.988 €</b>	<b>194.500 €</b>	<b>214.905 €</b>	<b>263.722 €</b>	<b>249.384 €</b>
Recursos ajenos a L/p	72.389 €	94.293 €	112.800 €	130.299 €	180.987 €	158.121 €
Provisiones a L/p	6.052 €	5.851 €	25.300 €	25.018 €	26.205 €	31.757 €
Acreedores comerciales a L/p	66.198 €	55.844 €	56.400 €	59.588 €	56.490 €	59.506 €
Otros pasivos no corrientes	0 €	0 €	0 €	0 €	40 €	0 €
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>180.822 €</b>	<b>201.028 €</b>	<b>190.400 €</b>	<b>197.262 €</b>	<b>182.313 €</b>	<b>212.368 €</b>
Acreedores comerciales c/p	104.786 €	107.658 €	98.200 €	92.520 €	81.723 €	101.326 €
Provisiones a C/p	1.307 €	2.654 €	1.400 €	0 €	4.382 €	101 €
Recursos ajenos a C/p	0 €	146 €	0 €	0 €	857 €	169 €
Pasivos financieros	49.347 €	71.374 €	81.500 €	94.443 €	85.207 €	99.824 €
Otros pasivos a C/p	25.382 €	19.196 €	9.300 €	10.299 €	10.144 €	10.948 €
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>699.988 €</b>	<b>695.488 €</b>	<b>696.700 €</b>	<b>699.357 €</b>	<b>697.623 €</b>	<b>688.070 €</b>

Tabla 9.3. Cuenta de pérdidas y ganancias 2008 - 2013

Datos en miles de €	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>OPERACIONES CONTINUADAS</b>						
Importe neto de la cifra de negocios (CNN)	472.900 €	456.900 €	433.300 €	406.592 €	383.607 €	387.890 €
Prestación de servicios	700 €	900 €	700 €	- €	- €	- €
Otros ingresos de explotación	5.610 €	8.575 €	12.500 €	10.292 €	13.517 €	17.111 €
Variación de existencias de P. terminados y en curso de fabricación	13.879 €	7.827 €	- 5.800 €	- 10.294 €	6.617 €	20.712 €
Trabajos realizados por la empresa para su activo		- €	- €	706 €	912 €	- €
Aprovisionamientos	- 170.961 €	- 164.278 €	- 143.400 €	- 122.828 €	- 128.392 €	- 143.882 €
Gastos de personal	- 99.980 €	- 99.768 €	- 96.300 €	- 91.222 €	- 91.351 €	- 84.837 €
Amortización de Inmovilizado	- 38.092 €	- 38.135 €	- 39.300 €	- 37.643 €	- 34.863 €	- 32.469 €
perdidas por deterioro de valor de activos no corrientes	- 3.518 €	- 1.046 €	- €	- €	- €	- €
Otros gastos de explotación	- 108.253 €	- 105.674 €	- 100.700 €	- 92.672 €	- 95.064 €	- 104.871 €
Exceso de provisiones	24 €	- €				
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>72.309 €</b>	<b>65.301 €</b>	<b>61.000 €</b>	<b>62.931 €</b>	<b>54.983 €</b>	<b>59.654 €</b>
Ingresos financieros	36 €	204 €	200 €	1.453 €	1.815 €	2.634 €
Gastos financieros	- 4.904 €	- 6.369 €	- 6.500 €	- 5.281 €	- 10.016 €	- 15.818 €
Diferencias de cambio						
<b>RESULTADOS FINANCIEROS</b>	<b>- 4.868 €</b>	<b>- 6.165 €</b>	<b>- 6.300 €</b>	<b>- 3.828 €</b>	<b>- 8.201 €</b>	<b>- 13.184 €</b>
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>67.441 €</b>	<b>59.136 €</b>	<b>54.700 €</b>	<b>59.103 €</b>	<b>46.782 €</b>	<b>46.470 €</b>
Impuestos sobre beneficios	- 15.178 €	- 12.620 €	- 11.000 €	- 9.525 €	- 5.858 €	- 5.821 €
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>52.263 €</b>	<b>46.516 €</b>	<b>43.700 €</b>	<b>49.578 €</b>	<b>40.924 €</b>	<b>40.649 €</b>
Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas						
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>52.263 €</b>	<b>46.516 €</b>	<b>43.700 €</b>	<b>49.578 €</b>	<b>40.924 €</b>	<b>40.649 €</b>

Tabla 9.4. Cuenta de pérdidas y ganancias ordenada funcionalmente 2008 - 2013

Datos expresados en miles €	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIO (CNN)</b>	<b>472.900 €</b>	<b>456.900 €</b>	<b>433.300 €</b>	<b>406.592 €</b>	<b>383.607 €</b>	<b>387.890 €</b>
Variación de existencias de P.terminados y en curso	13.879 €	7.827 €	-5.800 €	-10.294 €	6.617 €	20.712 €
prestación de servicios	700 €	900 €	700 €	0 €	0 €	0 €
Trabajos realizados por la empresa	0 €	0 €	0 €	706 €	912 €	0 €
Otros ingresos de explotación	5.610 €	8.575 €	12.500 €	10.292 €	13.517 €	17.111 €
<b>VALOR DE LA PRODUCCION (VP)</b>	<b>493.089 €</b>	<b>474.202 €</b>	<b>440.700 €</b>	<b>407.296 €</b>	<b>404.653 €</b>	<b>425.713 €</b>
Aprovisionamientos	-170.961 €	-164.278 €	-143.400 €	-122.828 €	-128.392 €	-143.882 €
Otros gastos de explotación	-108.253 €	-105.674 €	-100.700 €	-92.672 €	-95.064 €	-104.871 €
Gastos de personal	-99.980 €	-99.768 €	-96.300 €	-91.222 €	-91.351 €	-84.837 €
<b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION (RBE)</b>	<b>113.895 €</b>	<b>104.482 €</b>	<b>100.300 €</b>	<b>100.574 €</b>	<b>89.846 €</b>	<b>92.123 €</b>
Amortización del inmovilizado	-38.092 €	-38.135 €	-39.300 €	-37.643 €	-34.863 €	-32.469 €
Imputación de subvenciones de inmo. No financiero	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Excesos de provisiones	24 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
perdidas por deterioro de valor de activos no corrientes	-3.518 €	-1.046 €	0 €	0 €	0 €	0 €
<b>RESULTADO NETO DE EXPLOTACION (RNE)</b>	<b>72.309 €</b>	<b>65.301 €</b>	<b>61.000 €</b>	<b>62.931 €</b>	<b>54.983 €</b>	<b>59.654 €</b>
Ingresos financieros	36 €	204 €	200 €	1.453 €	1.815 €	2.634 €
Gastos financieros	-4.904 €	-6.369 €	-6.500 €	-5.281 €	-10.016 €	-15.818 €
Variación valor instrumentos financieros	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Diferencias de cambio	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Deterioro y resultado por enajenaciones inst. financieros	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
<b>RESULTADO FINANCIERO (RF)</b>	<b>-4.868 €</b>	<b>-6.165 €</b>	<b>-6.300 €</b>	<b>-3.828 €</b>	<b>-8.201 €</b>	<b>-13.184 €</b>
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	<b>67.441 €</b>	<b>59.136 €</b>	<b>54.700 €</b>	<b>59.103 €</b>	<b>46.782 €</b>	<b>46.470 €</b>
Impuestos sobre beneficios	-15.178 €	-12.620 €	-11.000 €	-9.525 €	-5.858 €	-5.821 €
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO (RE) O BENEFICIO NETO (BN)</b>	<b>52.263 €</b>	<b>46.516 €</b>	<b>43.700 €</b>	<b>49.578 €</b>	<b>40.924 €</b>	<b>40.649 €</b>

Tabla 9.5. Tasa impositiva anual

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Tasa impuestos</b>	<b>-23%</b>	<b>-21%</b>	<b>-20%</b>	<b>-16%</b>	<b>-13%</b>	<b>-13%</b>

Tabla 9.6. Crecimiento empresarial

Crecimiento	2013	2012	2011	2010	2009	2008	Total	Annual
<b>CNN</b>	472.900 €	456.900 €	433.300 €	406.592 €	383.607 €	387.890 €	85.010 €	
Tasa %	3,50%	5,45%	6,57%	5,99%	<b>-1,10%</b>		21,9%	4,08%
<b>Resultado Ejercicios</b>	52.263 €	46.516 €	43.700 €	49.578 €	40.924 €	40.649 €	11.614 €	
Tasa %	12,35%	6,44%	<b>-11,86%</b>	21,15%	0,68%		28,6%	5,75%
<b>Recursos Propios</b>	374.527 €	338.472 €	311.800 €	287.190 €	251.588 €	226.318 €	148.209 €	
Tasa %	10,65%	8,55%	8,57%	14,15%	11,17%		65,5%	10,62%
<b>Capital invertido</b>	116.855 €	77.427 €	78.700 €	77.026 €	80.570 €	55.892 €	60.963 €	
Tasa %	50,92%	<b>-1,62%</b>	2,17%	<b>-4,40%</b>	44,15%		109,1%	18,25%

Tabla 9.7. Ratios Análisis Financiero

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	valor ideal
<b>SOLVENCIA</b>	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	<b>1,5-2</b>
<b>TESORERIA</b>	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	<b>~ 1</b>
<b>DISPONIBILIDAD</b>	0,001	0,004	0,001	0,000	0,013	0,003	<b>0,3</b>
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	<b>0,4-0,6</b>
<b>AUTONOMIA</b>	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	<b>0,7-1,5</b>
<b>GARANTIA</b>	2,2	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	<b>&lt; 1</b>

Tabla 9.8. Ratios análisis económico.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Rentabilidad Económica (ROI)</b>						
<b>RAT</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,4%</b>
Margen de beneficio (MB)	11,4%	10,9%	11,1%	13,3%	12,3%	12,8%
Rotacion de los activos (Ra)	0,71	0,68	0,63	0,58	0,58	0,66
<b>RAN</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>32,1%</b>
<b>Rentabilidad Financiera (ROE)</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,0%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,3%</b>	<b>18,0%</b>
RRP	14,7%	14,3%	14,6%	18,4%	17,1%	35,9%
CERA	1,1%	1,6%	1,8%	1,7%	5,0%	24,5%
<b>A. Financiero</b>	<b>1,74</b>	<b>1,86</b>	<b>2,00</b>	<b>2,29</b>	<b>2,36</b>	<b>2,37</b>
<b>Apalancamiento operativo</b>	<b>2,53</b>	<b>0,93</b>	<b>-0,42</b>	<b>19,46</b>	<b>1,63</b>	<b>1,00</b>

Tabla 9.9. Ventas del sector por toneladas

Toneladas	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas interiores	3.173.835	2.887.115	2.952.077	2.945.847	2.828.668
Exportacion	321.349	386.752	537.156	591.311	686.498
<b>Total mercado</b>	<b>3.495.184</b>	<b>3.273.867</b>	<b>3.489.233</b>	<b>3.537.158</b>	<b>3.515.166</b>



Tabla 9.10: Resultados Financieros

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Ingresos financieros	36 €	204 €	200 €	1.453 €	1.815 €	2.634 €	1.633 €
Gastos financieros	4.904 €	6.369 €	6.500 €	5.281 €	10.016 €	15.818 €	11.676 €
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-4.868 €</b>	<b>-6.165 €</b>	<b>-6.300 €</b>	<b>-3.828 €</b>	<b>-8.201 €</b>	<b>-13.184 €</b>	<b>-10.043 €</b>