



## ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS ANÁLISIS CONTABLE I

### Caso Chocolates Valor 2012

*Diagnóstico contable de su  
situación económico-financiera*

Este caso se ha elaborado para facilitar la enseñanza de las asignaturas "Análisis de Estados Financieros" del Grado en Administración y Dirección de Empresas y el Doble Grado en Administración y Dirección de Empresas y Derecho y "Análisis Contable 1" del Grado en Finanzas y Contabilidad, a impartir en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada.

Está basado en el manual utilizado en estas asignaturas, cuya referencia bibliográfica es: Rodríguez Ariza, L., López Pérez, M.V., Román Martínez, I., y Gómez Miranda, M.E. (2016): Diagnóstico Contable de la Solvencia y Rentabilidad de la Empresa, Editorial Técnica Avicam, Granada.



## INFORMACIÓN DISPONIBLE PARA REALIZAR EL ANÁLISIS<sup>1</sup>:

BALANCE FUNCIONAL <i>Datos en miles de euros</i>	CHOCOLATES VALOR, S.A.				Tasa variación
	2012	Peso	2011	Peso	
<b>INVERSIÓN</b>	<b>59.830</b>	<b>100,0%</b>	<b>55.003</b>	<b>100,0%</b>	<b>8,8%</b>
INMOVILIZADO NETO	13.527	22,6%	14.832	27,0%	(8,8%)
Material bruto	42.195	70,5%	40.929	74,4%	3,1%
Intangible bruto	1.125	1,9%	1.126	2,0%	(0,1%)
(Amortizaciones y deterioros)	(31.799)	(53,1%)	(29.687)	(54,0%)	7,1%
Otro inmovilizado neto	2.006	3,4%	2.464	4,5%	(18,6%)
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>46.303</b>	<b>77,4%</b>	<b>40.171</b>	<b>73,0%</b>	<b>15,3%</b>
Existencias	7.117	11,9%	6.674	12,1%	6,6%
Deudores comerciales	13.057	21,8%	14.428	26,2%	(9,5%)
Otro activo circulante	17	0,0%	5	0,0%	240,0%
Efectivo	26.113	43,6%	19.064	34,7%	37,0%
<b>FUENTES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>59.830</b>	<b>100,0%</b>	<b>55.003</b>	<b>100,0%</b>	<b>8,8%</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>49.132</b>	<b>82,1%</b>	<b>44.386</b>	<b>80,7%</b>	<b>10,7%</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>48.837</b>	<b>81,6%</b>	<b>44.024</b>	<b>80,0%</b>	<b>10,9%</b>
Capital desembolsado	6.003	10,0%	6.003	10,9%	0,0%
Reservas	37.146	62,1%	33.037	60,1%	12,4%
Resultado del ejercicio	5.688	9,5%	4.984	9,1%	14,1%
<b>SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS</b>	<b>295</b>	<b>0,5%</b>	<b>362</b>	<b>0,7%</b>	<b>(18,5%)</b>
<b>Pasivo fijo</b>	<b>2.401</b>	<b>4,0%</b>	<b>2.345</b>	<b>4,3%</b>	<b>2,4%</b>
Acreeedores a largo plazo	1.519	2,5%	1.877	3,4%	(19,1%)
Otras deudas a largo plazo	882	1,5%	468	0,9%	88,4%
<b>Pasivo circulante</b>	<b>8.298</b>	<b>13,9%</b>	<b>8.271</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,3%</b>
Acreeedores comerciales	7.696	12,9%	7.687	14,0%	0,1%
Deudas a corto plazo	602	1,0%	584	1,1%	3,0%

CUENTA DE RESULTADOS FUNCIONAL <i>Datos en miles de euros</i>	CHOCOLATES VALOR, S.A.				Tasa variación
	2012	Peso	2011	Peso	
Importe neto de la cifra de negocios	70.402	99,7%	68.082	100,2%	3,4%
+ Otros ingresos de la explotación	210	0,3%	(124)	(0,2%)	269,4%
<b>= INGRESOS DE LA EXPLOTACIÓN</b>	<b>70.612</b>	<b>100,0%</b>	<b>67.958</b>	<b>100,0%</b>	<b>3,9%</b>
- Consumos de la explotación	(31.610)	(44,8%)	(31.401)	(46,2%)	0,7%
- Otros gastos de la explotación	(19.866)	(28,1%)	(19.229)	(28,3%)	3,3%
<b>= VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA</b>	<b>19.136</b>	<b>27,1%</b>	<b>17.328</b>	<b>25,5%</b>	<b>10,4%</b>
- Gastos de personal	(9.301)	(13,2%)	(9.288)	(13,7%)	0,1%
<b>= RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN</b>	<b>9.835</b>	<b>13,9%</b>	<b>8.040</b>	<b>11,8%</b>	<b>22,3%</b>
- Amortización del inmovilizado	(2.136)	(3,0%)	(2.096)	(3,1%)	1,9%
- Deterioro y variación de provisiones	(31)	(0,0%)	0	0,0%	
<b>= RESULTADO NETO DE LA EXPLOTACIÓN</b>	<b>7.668</b>	<b>10,9%</b>	<b>5.944</b>	<b>8,7%</b>	<b>29,0%</b>
+ Ingresos financieros	613	0,9%	399	0,6%	53,7%
- Gastos financieros	(6)	(0,0%)	(44)	(0,1%)	(86,5%)
+/- Diferencias de cambio	176	0,2%	29	0,0%	516,2%
<b>= RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b>	<b>8.451</b>	<b>12,0%</b>	<b>6.327</b>	<b>9,3%</b>	<b>33,6%</b>
+ Imputación subvenciones inmovilizado	97	0,1%	97	0,1%	0,0%
+ Excesos de provisiones	0	0,0%	197	0,3%	(100,0%)
+/- Deterioro y resultado enajenación inmovilizado	(555)	(0,8%)	(489)	(0,7%)	13,6%
+/- Deterioro y resultado enaj. Instr. financieros	(126)	(0,2%)	(174)	(0,3%)	(27,6%)
+/- Otros resultados	(166)	(0,2%)	(21)	(0,0%)	690,5%
<b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>7.701</b>	<b>10,9%</b>	<b>5.938</b>	<b>8,7%</b>	<b>29,7%</b>
- Impuesto sobre beneficios	(2.013)	(2,9%)	(954)	(1,4%)	111,1%
<b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>5.688</b>	<b>8,1%</b>	<b>4.984</b>	<b>7,3%</b>	<b>14,1%</b>

<sup>1</sup> Los modelos funcionales se han elaborado siguiendo la metodología descrita en el manual.

<b>ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO. CHOCOLATES VALOR, S.A.</b>	<b>2012</b>
<i>Datos en miles de euros</i>	
<b>A) FLUJOS EFECTIVO ACTIVIDADES EXPLOTACIÓN</b>	<b>9.957</b>
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>	<b>7.701</b>
<b>2. Ajustes del resultado</b>	<b>2.074</b>
a) Amortización del inmovilizado (+) (dotación a la amortización)	2.136
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	807
c) Variación de provisiones (+/-) (FIJO)	-96
d) Imputación de subvenciones (-)	-97
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-1
g) Ingresos financieros (-)	-613
h) Gastos financieros (+)	6
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	-68
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	<b>1.156</b>
a) Existencias (+/-)	-493
b) Deudores y otras cuentas a cobrar (+/-)	1.193
c) Otros activos corrientes(+/-)	8
d) Acreedores y otras cuentas a pagar(+/-)	448
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>-974</b>
a) Pagos de intereses (-)	-21
b) Cobros de dividendos (+)	604
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (-/+)	-1.557
<b>= 5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (+/-1+/-2+/-3+/-4)</b>	<b>9.957</b>
<b>B) FLUJOS EFECTIVO ACTIVIDADES INVERSIÓN</b>	<b>-1.572</b>
<b>6. Pagos por inversiones (-)</b>	<b>-1.589</b>
c) Inmovilizado material	-1.572
e) Otros activos financieros	-17
<b>7. Cobros por desinversiones (+)</b>	<b>17</b>
a) Empresas del grupo y asociadas	16
c) Inmovilizado material	1
<b>= 8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (7-6)</b>	<b>-1.572</b>
<b>C) FLUJOS EFECTIVO ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>-1.337</b>
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<b>0</b>
<b>10 Cobros y pagos por Instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>-462</b>
a) Emisión:	6
4. Otras deudas (+)	6
b) Devolución y amortización de:	-468
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-154
4. Otras deudas (-)	-314
<b>11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrum. Patrim.</b>	<b>-875</b>
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	-875
<b>= 12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (+/-9+/-10-11)</b>	<b>-1.337</b>
<b>E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO</b>	<b>7.048</b>
Efectivo o equivalente al comienzo del ejercicio	19.064
Efectivo o equivalente al final del ejercicio	26.112

## ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA EMPRESARIAL

- Análisis de la composición de la estructura económica de la empresa en 2012:

Chocolates Valor, empresa dedicada a la fabricación de chocolate, presenta una inversión total en 2012 cercana a los 60 millones de euros. Teniendo en cuenta que posee una plantilla superior a 250 trabajadores y una cifra de negocios de 70,4 millones de euros, vamos a analizar una empresa de gran tamaño.

Centrándonos en su estructura económica, destaca la relevancia del activo circulante, ya que representa el 77,4% del activo total. Llama la atención el escaso peso del inmovilizado, cuando se trata de una empresa industrial que requiere fuertes inversiones en instalaciones y maquinaria. Este hecho se debe a que el inmovilizado de explotación se encuentra muy envejecido (73,4%), lo que indica que la empresa debe plantearse la renovación de su inmovilizado en corto espacio de tiempo. Por otra parte, la empresa dispone de inmovilizado ajeno a la explotación por 2 millones de euros, consistente en inversiones inmobiliarias, que podría liquidar en caso de que lo necesitara.

Ahora bien, como hemos comentado, el activo circulante adquiere mayor relevancia en esta empresa, destacando la partida de efectivo, que supone casi la mitad de la inversión total (43,6%). Este alto volumen de efectivo puede hacer pensar que la empresa está haciendo inversiones poco rentables, pero según se desprende de la memoria, se compone, casi a partes iguales, de tesorería e inversiones a corto plazo de gran liquidez, que le están generando una rentabilidad del 4,7% (nota 11 de la memoria). Le siguen en importancia los deudores comerciales que alcanzan los 13 millones de euros. Teniendo en cuenta que los clientes de Chocolates Valor son las grandes distribuidoras de alimentación, es razonable el alto volumen de deudores comerciales en su balance, que representan un poco más de la quinta parte del total de la inversión. Las existencias, por su parte, suponen el 11,9% y se componen, fundamentalmente, de materias primas y productos terminados.

- Análisis de la evolución de la estructura económica:

La empresa ha visto aumentada su inversión en 4,8 millones de euros, lo que supone un aumento del 8,8%. Este incremento se debe en parte a la renovación que la empresa está realizando en su inmovilizado material (1,2 millones) que se ve compensado con creces con el aumento en la amortización acumulada (2,1 millones), lo que implica que el inmovilizado neto se reduzca un 8,8% y pierda 4,4 puntos porcentuales de peso.

Estos datos adelantan que el activo circulante ha aumentado su importancia en 4,4 puntos porcentuales debido al importante incremento del efectivo, que ha pasado de 19 millones de euros en 2011 a 26,1 millón en 2012 (37,0% de variación). Este aumento se ha visto parcialmente absorbido por la disminución operada en los deudores comerciales, que se han reducido en un 9,5%, perdiendo 4,4 puntos porcentuales de peso. Dado que las ventas se han incrementado, puede decirse que ha aumentado la liquidez de los clientes, ya que han liquidado antes sus deudas con la empresa.

- Análisis de la composición de la estructura financiera de la empresa en 2012:

INDICADORES FINANCIEROS	2012	2011	Tasa var.
Nivel de endeudamiento (Pasivo total / Patrimonio neto)	0,22	0,24	(8,96%)
Composición del endeudamiento (Pasivo fijo / Pasivo circulante)	0,29	0,28	2,04%

La empresa financia sus inversiones fundamentalmente con patrimonio neto (82%), procedente en su mayor parte de resultados acumulados (62%). De esta forma, presenta un grado de endeudamiento muy bajo (0,22), compuesto principalmente de acreedores comerciales (13%). El endeudamiento no comercial supone sólo el 5% del total de las fuentes de financiación y procede en su mayoría de préstamos recibidos de organismos públicos que no tienen asociados gastos financieros. Se observa por tanto que Chocolates Valor presenta una estructura financiera muy conservadora.

- Análisis de la evolución de la estructura financiera:

El análisis del balance pone de manifiesto que la empresa ha financiado sus nuevas inversiones con el resultado generado en el año 2012, ya que prácticamente el pasivo no ha variado. De esta forma, aunque el ratio de endeudamiento se ha reducido ligeramente (de 0,24 a 0,22), se puede decir que la empresa ofrece en 2012 la misma estructura financiera que presentaba en 2011.

- Correlación entre estructura económica y financiera:

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>Tasa var.</b>
Disponibilidad (Efectivo/Pasivo circulante)	3,15	2,30	36,53%
Liquidez (Test ácido) (Activo circulante – Existencias)/Pasivo circulante	4,72	4,05	16,61%
Solvencia (Activo circulante/Pasivo circulante)	5,58	4,86	14,90%
Garantía (Activo / Pasivo total)	5,59	5,18	7,94%

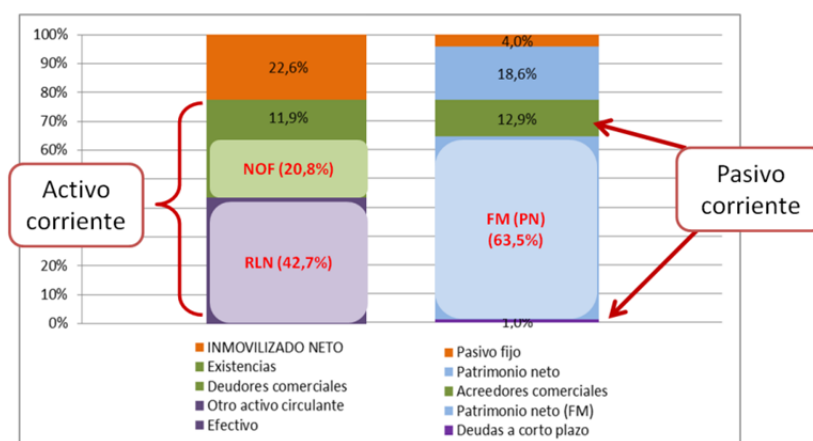
A la vista de los indicadores anteriores puede decirse que, en principio, las inversiones están adecuadamente financiadas, ya que el bajo nivel de deuda conduce a que el activo sea 5,6 veces el pasivo (ratio de garantía)<sup>2</sup>. Además, el activo circulante es 5,6 veces el pasivo circulante (ratio de solvencia), lo que muestra que está financiando gran parte de sus inversiones corrientes con recursos permanentes, dando lugar a un fondo de maniobra positivo. Por su parte, mantiene un alto volumen de efectivo y otros activos líquidos, que llegan a ser 3 veces el importe de sus deudas a corto plazo (ratio de disponibilidad).

<sup>2</sup> Esta afirmación no debe dar lugar a pensar que financiar las inversiones con deuda es una opción desacertada. En ese caso, habría que analizar si la empresa en cuestión puede, o no, devolver a tiempo la deuda asumida para valorar si se encuentra, o no, financieramente equilibrada.

- Cálculo del Fondo de Maniobra (FM), Necesidades Operativas de Financiación (NOF) y los Recursos Líquidos Netos (RLN) para los dos ejercicios e interpretación de los resultados obtenidos:

CHOCOLATES VALOR, S.A.	2012	Peso	2011	Peso	VARIACIÓN ABSOLUTA	Tasa variación
<b>INVERSIÓN</b>	<b>45.123</b>	<b>100,0%</b>	<b>38.573</b>	<b>100,0%</b>	<b>(26)</b>	<b>17,0%</b>
<b>FONDO MANIOBRA</b>	<b>38.006</b>	<b>63,52%</b>	<b>31.900</b>	<b>58,00%</b>	<b>6.106</b>	<b>19,14%</b>
Activo Circulante	46.303	77,39%	40.171	73,03%	6.132	15,27%
Pasivo Circulante	8.298	13,87%	8.271	15,04%	26	0,32%
<b>NOF</b>	<b>12.478</b>	<b>20,86%</b>	<b>13.414</b>	<b>24,39%</b>	<b>-937</b>	<b>-6,98%</b>
Existencias	7.117	11,90%	6.674	12,13%	443	6,64%
Deudores comerciales	13.057	21,82%	14.428	26,23%	-1.371	-9,50%
Acreedores comerciales	7.696	12,86%	7.687	13,98%	9	0,12%
<b>RLN</b>	<b>25.528</b>	<b>42,67%</b>	<b>18.485</b>	<b>33,61%</b>	<b>7.042</b>	<b>38,10%</b>
Otro activo circulante	17	0,03%	5	0,01%	12	240,00%
Tesorería	26.113	43,64%	19.064	34,66%	7.048	36,97%
Deudas con entidades de crédito	602	1,01%	584	1,06%	18	3,01%

### CHOCOLATES VALOR 2012



$$FM (63,5\%) = NOF (20,8\%) + RLN (42,7\%)$$

Como puede observarse en la tabla anterior Chocolates Valor presenta un alto volumen de fondo de maniobra (FM), ya que, en 2012, supone un 63,52% del total de la inversión. Esta situación es debida, como hemos señalado anteriormente, al significativo peso del efectivo (43,64%) y deudores comerciales (21,82%), y la escasa financiación a corto plazo (13,87%) que mantiene la empresa. De esta forma, la empresa ha debido destinar 38.000 mil € de capitales permanentes, concretamente patrimonio neto, a financiar las inversiones corrientes.

Entrando en su descomposición, vemos que son las partidas ajenas a las operaciones corrientes de la empresa las que más importancia tienen dentro del FM. Así, el alto volumen de efectivo y otros activos líquidos de los que dispone la empresa conducen a unos recursos líquidos netos (RLN) de 25.528 mil €, lo que representa el 67% del FM (y el 42,67% del total de la inversión).

Por su parte, las necesidades operativas de financiación (NOF) también son positivas en 12.478 mil €, lo que indica que los acreedores comerciales no han sido suficientes para financiar el total de existencias y deudores comerciales. Observando el gráfico (o el balance) puede decirse que la empresa está recurriendo a financiación básica (más concretamente a patrimonio neto dado el escaso volumen de pasivo fijo que mantiene) para financiar sus inversiones corrientes de explotación que no están siendo financiadas por pasivo comercial.

Con respecto al año 2011 (en el que la importancia y composición del FM es similar a la de 2012) se observa que en 2012 se ha producido un importante incremento de los RLN procedente del aumento del efectivo en 7.048 mil €. Las NOF, en cambio, han sufrido una ligera disminución (-6,98%) debido a la reducción de los deudores comerciales. Compensando ambas variaciones, se llega a un aumento del FM de 6.106 mil €.

## ANÁLISIS DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN

### A) *Análisis de la Cuenta de Resultados – Excedente económico.*

- Interprete los porcentajes verticales. Análisis de la composición del resultado del ejercicio 2012

El Resultado del ejercicio refleja beneficios por 5.688 mil €, que procede fundamentalmente de su actividad principal, ya que su Resultado neto de explotación (RNE) es de 7.668 mil €. Este RNE se obtiene a partir de unos ingresos de explotación (IE) de casi 71 millones de €, lo que supone que el margen de explotación es del 11% (10,9%). Los principales conceptos de gastos en VALOR son los consumos (que suponen el 45% de los IE) y los otros gastos de explotación (28%), lo que hace que esta empresa consiga un alto valor añadido (27% de los IE). Los gastos de personal representan un 13% de los ingresos de explotación, lo que da lugar a un Resultado bruto de explotación (RBE) cercano a los 10 millones de euros (14% de los IE). Las amortizaciones reducen el margen bruto en 3% porcentuales, llegando al RNE señalado anteriormente.

Los resultados financieros obtenidos por esta empresa son positivos, debido al rendimiento que VALOR obtiene con la gestión de sus excedentes de efectivo (otros activos líquidos equivalentes) y a su bajo nivel de endeudamiento financiero. Además, los escasos gastos financieros también obedecen a que las deudas que mantiene son en su mayoría con administraciones públicas y no están remuneradas.

De esta forma, el Resultado de actividades ordinarias (RAO) roza los 8,5 millones de euros, representando el 12% de los IE. Pero, los resultados atípicos negativos (procedentes fundamentalmente de deterioro de inmovilizado) han absorbido prácticamente el margen financiero de manera que el Resultado antes de impuestos (RAT) es equivalente al RNE. Finalmente, al descontar el impuesto sobre beneficio se obtiene un Resultado neto (RN) final de 5,7 millones de €.

- Interprete los porcentajes horizontales. Análisis de la evolución del resultado.

El RNE ha mejorado respecto al año 2011 (aumenta un 29%) por el incremento de los Ingresos de la Explotación (3.9%), unido al buen comportamiento de los Consumos. En concreto, los consumos han reducido su peso en 1,4 puntos porcentuales, lo que pone de manifiesto que la empresa ha sacado un mayor provecho de sus materias primas. El resto de gastos de explotación también han aumentado menos que los IE, lo que indica que la empresa ha sido más eficiente en la realización de su actividad principal.

Además, los ingresos financieros aumentan y los gastos financieros se reducen, consiguiendo que el RAO crezca hasta un 33.6%. Las operaciones excepcionales merman un poco dicho crecimiento, provocando que el incremento del RAT sea un poco menor (29.7%). No obstante, estos resultados son irrelevantes. Ha sido el fuerte incremento operado en el impuesto sobre beneficio (111%) lo que ha impedido que el RN de 2012 sea aún mejor, registrando un aumento de solo el 14%.

B) Análisis de los recursos y tesorería generada por la empresa – Excedentes financieros:

- Calcule los Fondos Generados por las Operaciones (FGO) de los dos ejercicios, aplicando los métodos directo e indirecto.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS FUNCIONAL <i>Datos en miles de euros</i>	FONDOS GENERADOS OPERACIONES			
	2012		2011	
	Directo	Indirecto	Directo	Indirecto
Importe neto de la cifra de negocios	70.402		68.082	
+ Otros ingresos de la explotación	210		-124	
- Consumos de la explotación	-31.610		-31.401	
- Otros gastos de la explotación	-19.866		-19.229	
- Gastos de personal	-9.301		-9.288	
- Amortización del inmovilizado		2.136		2.096
- Deterioro y variación de provisiones		31		
+ Ingresos financieros	613		399	
- Gastos financieros	-6		-44	
+/- Diferencias de cambio		-176		-29
+ Imputación de subvenciones inmovilizado no financiero y otras		-97		-97
+ Excesos de provisiones		0		-197
+/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado		555		489
+/- Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros		126		174
+/- Otros resultados	-166		-21	
- Impuesto sobre beneficios	-2.013		-954	
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>		5.688		4.984
<b>FONDOS GENERADOS OPERACIONES</b>	<b>8.262</b>	<b>8.262</b>	<b>7.420</b>	<b>7.420</b>

- Calcule la Tesorería Generada por las Operaciones Corrientes (TGO) para el ejercicio 2012 por el método indirecto.

<b>FONDOS GENERADOS POR LAS OPERACIONES =</b>	<b>8.262</b>
<b>VARIACIÓN NOF =</b>	<b>-937</b>
<i>a) Variación Existencias</i>	<i>443</i>
<i>b) Variación Deudores comerciales</i>	<i>-1.371</i>
<i>c) Variación Acreedores comerciales</i>	<i>9</i>
<b>TGO = FGO - VARIACIÓN NOF =</b>	<b>9.199</b>



- Calcule la capacidad de devolución de la deuda a corto y largo plazo (mediante FGO y TGO). Interprete el resultado.

<b>INDICADORES DE CAPACIDAD DEVOLUCIÓN DEUDA</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>Tasa var.</b>
Capacidad de devolución de deuda a corto plazo (FGO) (FGO / Créditos financiación c/p)	13,74	12,71	8,11%
Capacidad de devolución de deuda total (FGO) (FGO / Total créditos de financiación)	2,75	2,53	8,65%
Capacidad de devolución de deuda a corto plazo (TGO) (TGO / Créditos financiación c/p)	15,29		
Capacidad de devolución de deuda total (TGO) (TGO / Total créditos de financiación)	3,06		
Tiempo devolución de la deuda total (TGO) (Total créditos de financiación / TGO)	0,33		

Mediante el desarrollo de su actividad ordinaria, la sociedad ha generado recursos por valor de 8,2 millones de euros que, unido a la reducción de las necesidades operativas de financiación (causada fundamentalmente por la reducción de los deudores comerciales), han supuesto una entrada de tesorería de 9,2 millones de euros.

Dada la escasa deuda no comercial que mantiene la empresa, estos fondos son más que suficientes para atenderla, tanto a corto como a largo plazo. En concreto, con los fondos generados en el año 2012 (8.262 mil €) podría atender 13,74 veces la deuda a corto plazo (602 mil €). Si se tiene en cuenta la tesorería generada por las operaciones (9.199 mil €) la situación es aún más favorable, ya que su importe triplica el total de sus créditos de financiación (2.401 mil € + 602 mil €). Esto quiere decir que, si se mantiene el actual ritmo de generación de tesorería, Chocolates Valor podría devolver la totalidad de su deuda en 0,33 años (a finales de abril).

### C) Análisis del ciclo de explotación

- Calcule los siguientes indicadores para los años 2012 y 2011. (Considere que los saldos finales del balance de 2011 son representativos de los saldos medios mantenidos durante dicho ejercicio).

<b>PLAZOS MEDIOS</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>Tasa variación</b>
Periodo de almacenamiento (Saldo medio materias primas/Consumo de materias primas)	30,8	27,1	13,7%
Periodo de fabricación (Saldo medio productos curso/Coste producción terminada)	5,0	5,5	-9,1%
Periodo de venta (Saldo medio productos terminados/Coste producción vendida)	19,4	20,0	-3,0%
Periodo de cobro global (Saldo medio cuentas cobrar/ Cobros por ingresos explotación)	67,3	74,9	-10,1%
<b>PERIODO DE MADURACIÓN GLOBAL</b>	<b>122,5</b>	<b>127,5</b>	<b>-3,9%</b>
Periodo de pago global (Saldo medio cuentas pagar /Pagos por compras y gastos)	40,7	40,5	0,5%
<b>PM MADURACIÓN FINANCIERO GLOBAL</b>	<b>81,8</b>	<b>87,0</b>	<b>-5,9%</b>

- Explique el significado del periodo de maduración global y analice su composición.

Por término medio, la empresa tarda 122 días en recuperar la inversión realizada en materias primas, a través del cobro de la venta de los productos terminados. En concreto, tarda un mes en aprovisionarse, probablemente debido a la procedencia de sus materias primas. El proceso de fabricación del chocolates es rápido (5 días), pero en vender sus productos tarda, por término medio, unos 20 días (aunque se trata de productos alimenticios, tienen una fecha de consumo muy amplia). Sin duda, lo más importante es el tiempo de cobro (67 días), que supone la mitad del ciclo de explotación. Esto puede explicarse porque sus clientes son en gran parte grandes superficies que tienen un gran poder de negociación.

- Explique el significado del periodo de maduración financiero.

Teniendo en cuenta que el ciclo de explotación tiene una duración de 122 días, puede decirse que los acreedores comerciales sólo financian una tercera parte del mismo (41 días). De esta forma, la empresa ha recurrido a financiación ajena a la explotación para cubrir los 81 días restantes. En concreto, en Chocolates Valor el periodo de maduración financiero se está financiando con fondos propios, ya que el pasivo fijo es muy bajo y los recursos líquidos netos son positivos (como tuvimos ocasión de ver al analizar la estructura financiera de la empresa).

Desde el punto de vista financiero se puede concluir que la empresa está financiando adecuadamente su actividad principal porque lo hace con recursos estables (Acreedores comerciales y Patrimonio Neto).

- Interprete la información anterior, explicando las implicaciones económico-financieras de las variaciones observadas. Es decir, las variaciones analizadas ¿suponen una mejora o un empeoramiento de la gestión?

El ciclo de explotación se acorta en 5 días, lo cual es positivo para la empresa porque aumenta la liquidez de las inversiones corrientes de la explotación, pero verdaderamente lo hace en tasas muy pequeñas, concretamente, experimenta una reducción del 3,9%.

El periodo de almacenamiento aumenta, lo cual es negativo, porque indica que tardamos más tiempo en incorporar las materias primas a la producción, disminuyendo por tanto la su rotación. Los periodos de fabricación y venta se mantienen estables. Respecto del periodo de cobro vemos que se reduce, lo cual es positivo, porque la empresa tarda menos tiempo en cobrar a sus clientes. Teniendo en cuenta las variaciones señaladas, en total el periodo de maduración se reduce en 5 días.

La empresa mantiene sus días de pago a suministradores de factores productivos. Por ello, la reducción del periodo de maduración global se traslada al periodo medio de maduración financiero, que se ha reducido gracias a la reducción del periodo de cobro, mayor que el aumento del periodo de almacenamiento.

En definitiva, se puede decir que Chocolates Valor ha mantenido o mejorado levemente la buena situación financiera que presentaba en 2011.

## ANÁLISIS DE LA TESORERÍA

- Interprete la información contenida en el Estado de Flujos de Efectivo.

La empresa Chocolates Valor ha visto incrementada su tesorería en 7.048 mil €. Esta tesorería procede en su mayor parte de la actividad principal de la empresa que ha generado fondos por importe de 8.801 mil € (dato obtenido del EFE), lo que unido a la ligera disminución del capital corriente (-1.156 mil €) ha supuesto una entrada neta de tesorería de explotación 9.957 mil €.

En cuanto a las operaciones de capital, la principal salida de tesorería corresponde a la adquisición de nuevo inmovilizado material (1.589 mil €). Además, se han pagado dividendos por 875 mil € y devuelto deuda por 468 mil €. Así, las operaciones anteriores han dado lugar a un incremento de tesorería de 7.048 mil €, lo que supone un aumento del 37%.

Las variaciones producidas en la tesorería de la empresa se podrían explicar también de la siguiente forma:

La actividad de explotación ha supuesto una entrada de tesorería de 9.957 mil €. Esto se debe fundamentalmente a los fondos generados por las operaciones (los datos del EFE permiten aproximar este importe, que asciende a 8.801 mil €) y, en menor medida, a la reducción del capital corriente (-1.156 mil €). Además, se han producido otros cobros de muy poca importancia derivados de la venta por inmovilizado (+1 mil €), la recuperación de inversiones financieras (16 mil €) y la obtención de nueva deuda (6 mil €).

En relación con los pagos, se observa que se ha adquirido inmovilizado por 1.572 mil €, se han realizado nuevas inversiones financieras por 17 mil €, y se ha devuelto deuda por 468 mil €. Además, los accionistas han recibido 875 mil € en concepto de dividendos.

En definitiva, la tesorería generada por la actividad principal se ha utilizado para pagar inmovilizado (en un 16%), para devolver deuda (4,7%) y pagar dividendos (9%), de manera que un volumen importante de la misma (70%) se ha materializado en el efectivo de la empresa.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

- Calcule los siguientes indicadores (para el ejercicio 2011 considere que los saldos finales del balance son representativos de los saldos medios mantenidos durante el ejercicio):

INDICADORES ECONÓMICOS	2012	2011	Tasa variación
Margen de explotación ( <i>Resultado neto explotación / Ingresos de explotación</i> )	10,86%	8,75%	24,16%
Rotación del activo de explotación ( <i>Ingresos de explotación / Activo de explotación medio</i> )	1,28	1,29	(1,06%)
Rentabilidad económica de explotación ( <i>Resultado neto explotación / Activo de explotación medio</i> )	13,90%	11,31%	22,84%
Rentabilidad económica total ( <i>Resultado antes de intereses e impuestos / Activo total medio</i> )	13,42%	10,88%	23,42%

- Analice los indicadores anteriores y su variación.

En el año 2012, la empresa obtiene un rendimiento de las inversiones que mantiene para realizar su actividad principal cercano al 14%. Este rendimiento deriva de que consigue convertir en resultado neto de explotación 10,86 u.m. por cada 100 u.m de ingresos de explotación, unido al hecho de que recupera sus activos de explotación 1,28 veces.

Analizando la evolución de los anteriores indicadores se observa que la empresa ha mejorado su situación económica al ver aumentadas sus tasas de rentabilidad. Dado que la rotación del activo de explotación se ha mantenido prácticamente invariable, la razón se encuentra en la mejora del margen de explotación. Como se ha comentado anteriormente, esto se debe a la contención de los consumos de explotación y gastos de personal, que prácticamente se han mantenido invariables cuando los ingresos de explotación han aumentado un 3,9%.

La rentabilidad del total de sus inversiones (13,42%) es medio punto inferior a la de explotación (13,9%) debido a que el rendimiento de los activos ajenos a la explotación se ha compensado con los resultados extraordinarios, que han sido negativos. Pero, en este punto hay que matizar que los activos muy líquidos a los que se hizo referencia en el análisis patrimonial están incluidos en el valor del "Activo de explotación medio", cuando realmente estas inversiones no son necesarias para el desarrollo de la actividad principal de la empresa. Así, si no se considera esta partida, el ratio de "Rentabilidad económica de explotación" ascendería a 19,31% en 2012 y 15,99% en 2011, valores que reflejan mejor el rendimiento del principal negocio de Chocolates Valor.

- Calcule los siguientes indicadores (para el ejercicio 2011 considere que los saldos finales son representativos de los saldos medios mantenidos durante el ejercicio):

INDICADORES ECONÓMICOS	2012	2011	Tasa variación
Rentabilidad económica total (RE total) (Resultado antes de intereses e impuestos / Activo total medio)	13,42%	10,88%	23,42%
Coste de la financiación no propia (k) ((Gastos financieros / Activo total medio – Fondos propios medios))	0,05%	0,40%	(86,56%)
Grado de endeudamiento (L) (Fondos no ajenos medios / Fondos propios medios)	0,237	0,249	(5,12%)
Tipo impositivo efectivo (t) (Impuesto sobre beneficio / Resultado antes de impuestos)	0,26	0,16	62,76%
Rentabilidad financiera (RF) (Resultado del ejercicio / Fondos propios medios)	12,25%	11,32%	8,20%

- Calcule la rentabilidad financiera utilizando la fórmula que considera todos los componentes que le afectan.

$$RF = [RE + L (RE - k)] (1-t)$$

$$RF = [13,42 + 0,237 (13,42 - 0,05)] (1-0,26) = 12,25\%$$

- Cuantifique e interprete el efecto apalancamiento financiero.

La empresa obtiene una rentabilidad financiera del 12,25% que, aunque es ligeramente inferior a la rentabilidad económica total, muestra un efecto apalancamiento financiero positivo.

En efecto, la empresa se aprovecha del endeudamiento, al ser su coste (0,06%) muy inferior a la rentabilidad que obtiene de sus activos (13,42%). No obstante, dado el bajo grado de endeudamiento que presenta (0,237) sólo consigue añadir a la RE total 3,17 puntos porcentuales, obteniendo una RF antes de impuestos del 16,59%. Finalmente, al tener en cuenta el impuesto sobre beneficio, los accionistas obtienen un rendimiento del 12,25%.

- Analice la evolución de la rentabilidad financiera.

La RF se ha incrementado en un 8,2%, debido a que la empresa ha realizado una mejor gestión de sus activos totales, reflejada en el aumento de la RE total (23,42%). Además, ha disminuido el coste del endeudamiento, por lo que en el año 2012 el endeudamiento ha sido más beneficioso para la empresa. De esta forma, la RF antes de impuestos se ha incrementado 3 puntos porcentuales (16,58% frente a 13,49%). Este buen comportamiento de la empresa se ha visto afectado negativamente por el aumento del tipo impositivo efectivo, de forma que la rentabilidad del accionista en 2012 queda en 12,25%.

- A la vista de los análisis anteriores evalúe la situación económica de la empresa.

La empresa goza de una buena salud económica, ya que ha obtenido resultados positivos en los dos años analizados, consiguiendo mejorar su margen de explotación y, consecuentemente, la rentabilidad de sus inversiones. Además, el efecto apalancamiento financiero positivo beneficia a los accionistas, que consiguen en 2012 una rentabilidad financiera del 12,25%, un 8% superior al del ejercicio anterior.