

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

**Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC**

CURSO 2013/2014

Trabajo Fin de Máster

**ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LOS  
ESTADOS CONTABLES DE CAMPOFRÍO FOOD  
GROUP**

Sara Juan Llamazares

Oviedo, junio de 2014

# ÍNDICE DE CONTENIDO

Introducción.....	6
<b>Capítulo 1: Situación del sector cárnico y de la empresa Campofrío Food Group.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1. El sector de la alimentación cárnica.....</b>	<b>7</b>
1.1.1. La producción cárnica española.....	7
1.1.2. El mercado español de productos cárnicos.....	8
1.1.3. Comercio exterior cárnico.....	9
1.1.4. Aspectos legales.....	10
1.1.5. Perspectivas de futuro.....	11
<b>1.2. Campofrío Food Group.....</b>	<b>12</b>
1.2.1. Orígenes.....	12
1.2.2. Productos y mercados.....	15
1.2.3. Producción y cadena de valor.....	17
1.2.4. Responsabilidad Social Corporativa.....	18
1.2.5. Campofrío España.....	19
1.2.6. Situación actual del Grupo.....	20
<b>Capítulo 2: Análisis Económico-Financiero de Campofrío Food Group.....</b>	<b>22</b>
<b>2.1. Análisis patrimonial.....</b>	<b>22</b>
2.1.1. Porcentajes horizontales y verticales.....	22
2.1.2. Endeudamiento.....	24
2.1.3. Capitalización.....	26
<b>2.2. Análisis financiero.....</b>	<b>27</b>
2.2.1. Análisis de la situación financiera de partida. El fondo de maniobra.....	28
2.2.2. Análisis financiero a corto plazo.....	29
2.2.3. Análisis financiero a largo plazo.....	33
<b>2.3. Análisis económico.....</b>	<b>35</b>
2.3.1. Rentabilidad económica.....	35
2.3.2. Rentabilidad financiera.....	37
2.3.3. Apalancamiento financiero.....	38
<b>2.4. Análisis bursátil.....</b>	<b>40</b>
2.4.1. Beneficio por acción.....	40
2.4.2. Price earnings ratio.....	41
<b>2.5. Análisis comparativo.....</b>	<b>42</b>
2.5.1. Endeudamiento.....	42
2.5.2. Solvencia corriente.....	42
2.5.3. Tesorería.....	43
2.5.4. Garantía de acreedores.....	43
2.5.5. Rentabilidad económica.....	44
2.5.6. Rentabilidad financiera.....	44
<b>Conclusiones.....</b>	<b>45</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>47</b>

## **ÍNDICE DE TABLAS**

### **TABLAS DEL CAPÍTULO 1**

Tabla 1.1: El mercado español de derivados cárnicos .....	8
Tabla 1.2: Principales destinos de las exportaciones españolas de carne .....	9
Tabla 1.3: Portafolio de marcas de Campofrío Food Group .....	16
Tabla 1.4: Principales accionistas del Grupo .....	20

### **TABLAS DEL CAPÍTULO 2**

Tabla 2.1: Evolución de los porcentajes horizontales .....	23
Tabla 2.2: Evolución de los porcentajes verticales .....	23
Tabla 2.3: Evolución del ratio de endeudamiento .....	24
Tabla 2.4: Evolución del ratio calidad de la deuda.....	25
Tabla 2.5: Evolución del ratio de capitalización .....	26
Tabla 2.6: Evolución del fondo de maniobra .....	28
Tabla 2.7: Evolución del ratio de solvencia corriente.....	30
Tabla 2.8: Evolución del test del ácido.....	31
Tabla 2.9: Evolución del ratio de tesorería.....	31
Tabla 2.10: Evolución de la tasa media de conversión en efectivo del activo.....	32
Tabla 2.11: Evolución del ratio de garantía de acreedores .....	33
Tabla 2.12: Evolución del ratio de firmeza .....	34
Tabla 2.14: Evolución de la rentabilidad económica.....	36
Tabla 2.15: Evolución del margen y la rotación .....	37
Tabla 2.16: Evolución de la rentabilidad financiera.....	38
Tabla 2.17: Evolución de la rentabilidad financiera sin deuda, el coste efectivo del endeudamiento y el apalancamiento financiero.....	39
Tabla 2.18: Evolución del beneficio por acción.....	40
Tabla 2.19: Evolución del price earnings ratio .....	41

# **ÍNDICE DE GRÁFICOS**

## **GRÁFICOS DEL CAPÍTULO 1**

Gráfico 1.1: Exportaciones españolas de carnes y derivados cárnicos.....	10
Gráfico 1.2: Porcentaje por productos sobre el total de ventas netas .....	16
Gráfico 1.3: Porcentaje de ventas netas por mercados.....	17
Gráfico 1.4: Oficinas comerciales, centrales y almacenes reguladores .....	18
Gráfico 1.5: Reparto del capital de Campofrío Food Group .....	20

## **GRÁFICOS DEL CAPÍTULO 2**

Gráfico 2.1: Evolución del ratio de endeudamiento .....	25
Gráfico 2.2: Evolución del ratio calidad de la deuda.....	26
Gráfico 2.3: Evolución del ratio de capitalización.....	27
Gráfico 2.4: Fondo de maniobra o capital corriente.....	28
Gráfico 2.5: Evolución del fondo de maniobra o capital corriente.....	29
Gráfico 2.6: Evolución del ratio de solvencia corriente .....	30
Gráfico 2.7: Evolución del test del ácido.....	31
Gráfico 2.8: Evolución del ratio de tesorería .....	32
Gráfico 2.9: Evolución de la tasa media de conversión en efectivo del activo .....	33
Gráfico 2.10: Evolución del ratio de garantía de acreedores.....	34
Gráfico 2.11: Evolución del ratio de firmeza .....	35
Gráfico 2.12: Evolución de la rentabilidad económica .....	36
Gráfico 2.13: Evolución de la rentabilidad financiera.....	37
Gráfico 2.14: Evolución del beneficio por acción .....	40
Gráfico 2.15: Evolución del price earnings ratio.....	41
Gráfico 2.16: Evolución conjunta del endeudamiento.....	42
Gráfico 2.17: Evolución conjunta de la solvencia corriente .....	42
Gráfico 2.18: Evolución conjunta de la tesorería .....	43
Gráfico 2.19: Evolución conjunta de la garantía de acreedores .....	43
Gráfico 2.20: Evolución conjunta de la rentabilidad económica .....	44
Gráfico 2.21: Evolución conjunta de la rentabilidad financiera .....	44

## **ÍNDICE DE ECUACIONES**

Ecuación 2.1: Endeudamiento .....	24
Ecuación 2.2: Calidad de la deuda .....	25
Ecuación 2.3: Capitalización .....	26
Ecuación 2.4: Solvencia corriente .....	29
Ecuación 2.5: Test del ácido .....	30
Ecuación 2.6: Tesorería .....	31
Ecuación 2.7: Tasa media de conversión en efectivo del activo .....	32
Ecuación 2.8: Garantía de acreedores .....	33
Ecuación 2.9: Firmeza.....	34
Ecuación 2.10: Rentabilidad económica .....	35
Ecuación 2.11: Margen de beneficio .....	36
Ecuación 2.12: Rotación de la inversión .....	37
Ecuación 2.13: Rentabilidad financiera .....	37
Ecuación 2.14: Apalancamiento financiero .....	38
Ecuación 2.15: Rentabilidad financiera sin deuda .....	39
Ecuación 2.16: Beneficio por acción .....	40
Ecuación 2.17: Price earnings ratio.....	41

## INTRODUCCIÓN

Con la realización de este trabajo se pretende conocer cuál es la situación económico-financiera de *Campofrío Food Group* (CFG), a partir de la información contenida en sus cuentas anuales, las cuales han sido obtenidas de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Para ello, se ha llevado a cabo un análisis de sus Estados Financieros mediante la aplicación de un conjunto de técnicas e instrumentos analíticos. El análisis ha sido realizado para el periodo comprendido entre los años 2008 y 2013, ambos inclusive.

El análisis ha sido desarrollado utilizando como soporte las cuentas anuales consolidadas del Grupo, así como, las cuentas individuales de la sociedad dominante, a fin de analizar la situación económico-financiera del Grupo y conocer la aportación de las sociedades dependientes y asociadas al mismo.

El trabajo está estructurado en dos grandes capítulos. En el primero de ellos, se recoge información relativa al sector en el que opera la empresa, así como también, información propia de la misma, a fin de lograr una aproximación para posteriormente realizar adecuadamente el análisis e interpretar la información obtenida. En el segundo capítulo, se incluye el análisis económico-financiero propiamente dicho, constituyendo éste, el cuerpo principal del trabajo. El trabajo finaliza con las conclusiones obtenidas tras el análisis realizado.

## **CAPÍTULO 1: SITUACIÓN DEL SECTOR CÁRNICO Y DE LA EMPRESA CAMPOFRÍO FOOD GROUP**

### **1.1. EL SECTOR DE LA ALIMENTACIÓN CÁRNICA**

Las industrias cárnicas son aquellas que tienen como actividad principal la obtención, preparación y conservación de la carne, así como, la elaboración de productos y platos a base de ésta (*Asociación de Investigación de Industrias Cárnicas del Principado de Asturias*).

En base a los últimos datos disponibles (año 2012), el sector de la alimentación cárnica es el cuarto sector industrial de nuestro país, sólo por detrás de los sectores de la industria automovilística, la industria del petróleo y combustibles y la de la producción y distribución de energía eléctrica.

Formado por mataderos, salas de despiece e industrias de elaborados, tiene un tejido industrial constituido principalmente por pequeñas y medianas empresas, las cuales representan aproximadamente el 75% del total de empresas del sector. Con esta dimensión, la industria cárnica ocupa el primer lugar dentro de la industria española de alimentos y bebidas, con una cifra de negocio de 21.506 millones de euros, lo que supone el 25% del sector alimentario español.

Existen alrededor de 700 instalaciones de sacrificio, 2.400 salas de despiece, y algo más de 5.000 establecimientos de transformación, con un número medio de 11 empleados por empresa. En el año 2012, un total de 80.794 personas prestaron sus servicios en ellos.

El consumo de carnes y elaborados es el más importante de la cesta de la compra de los españoles, por encima incluso de productos tan básicos como la leche y sus derivados o la fruta y las hortalizas. En valor, supone un gasto total de 15.329 millones consumidos en el hogar, con un consumo per cápita de 52,85 kg.

#### **1.1.1. La producción cárnica española<sup>1</sup>**

Dentro de la producción cárnica española destacan los volúmenes de carne de porcino, la cual representa el 82,5% de las carnes producidas en nuestro país. Con este volumen de producción, España se consolida como el cuarto mayor productor a nivel mundial de carne de porcino, por detrás de China (que por sí sola produce el 49% de la carne de cerdo de todo el mundo), EE.UU. (que produce el 10% de la producción mundial) y Alemania. Así mismo, si sólo se tiene en cuenta a los países miembros de la Unión Europea, se posiciona en segundo lugar con un 22% de la producción total, por delante de países como Francia o Dinamarca, entre otros.

La carne de vacuno ocupa el tercer lugar en volumen (tras la carne de ave), con el 10,7% de la producción nacional de carnes, si bien, en esta especie España está más

---

<sup>1</sup> Asociación Nacional de Industrias de la Carne de España (2012)

alejada de los puestos de cabeza de la producción mundial, liderada por EE.UU. y Brasil. Lo mismo ocurre con la carne de ovino, cuya producción se encuentra en declive desde hace varios años, a pesar de que en 2010 y 2011 experimentó una leve recuperación.

Con respecto a la producción de elaborados cárnicos, España se sitúa en cuarto lugar dentro de la Unión Europea, con una producción anual de 1,3 millones de toneladas. Por productos destacan, en volumen, los fiambres cocidos y, en valor, los jamones y paletas curados (blancos e ibéricos).

El buen posicionamiento de España como productor cárnico tiene su fundamento en la eficacia de la ganadería intensiva española, un sector competitivo dentro del marco de la Unión Europea. Desde su entrada en ella, los niveles de productividad han aumentado y algunas regiones del país han afianzado su vocación ganadera. Cataluña es la principal productora de carne en todas las especies salvo en ovino. Es notoria también, la producción cárnica en Castilla y León, que se ha incrementado gracias a su gran desarrollo ganadero y su buena ubicación para el suministro a Madrid.

### 1.1.2. El mercado español de productos cárnicos

España es un país con gran tradición en la elaboración y consumo de los más variados embutidos y jamones. Por tipos de productos, las preferencias del consumidor español están encabezadas por los jamones curados, que son los reyes de la producción cárnica española. El valor de las cantidades vendidas de jamones curados representa más de un tercio de las ventas totales de derivados cárnicos.

**Tabla 1.1: El mercado español de derivados cárnicos**

Producto	Volumen de ventas	Valor
Jamón curado blanco	17,4%	23,2%
Jamón curado ibérico	4,1%	12%
Fiambres	29%	21,3%
Yorks	19,5%	16%
Chorizo curado	11,1%	9,9%
Fuet y longaniza	7,2%	6,6%
Salchichón y salami	5,2%	4,9%
Patés y foie-gras	5,1%	4,4%
Otros	1,4%	1,7%

Fuente: ANICE (2012)

Los consumos de carne difieren entre Comunidades Autónomas como consecuencia de las diferentes tradiciones gastronómicas y de la distinta estructura demográfica y social. Así por ejemplo, Castilla y León es la Comunidad Autónoma en la que más carne se consumió en el año 2012, con una media de 63 kilogramos por habitante.

Las principales ventas de productos cárnicos se realizan a través de los grandes supermercados, cuya cuota de mercado alcanza el 38%, y de los supermercados de

tamaño medio, con una cuota del 16,5%. Mientras, los hipermercados van perdiendo fuelle.

En el año 2012, el consumo doméstico de carnes creció un 0,8%, si bien, sólo la familia de las carnes transformadas consiguió incrementar su gasto, produciéndose descensos en el consumo de otras carnes como la de vacuno o cerdo, entre otras.

En lo que al consumo extradoméstico se refiere, se experimentó un crecimiento del 5% en jamones y embutidos, pero en carnes de mayor consumo (porcino, vacuno, pollo), éste cayó de forma significativa.

### 1.1.3. Comercio exterior cárnico

Con este escenario tan complicado en el mercado interior, las exportaciones constituyen la garantía de continuidad del sector. Gracias al desarrollo de los sectores ganaderos, la producción española es excedentaria y por ello, la exportación es tanto una necesidad como una oportunidad de desarrollo y generación de riqueza.

Es el primer sector exportador dentro de la industria alimentaria española, en el que las exportaciones representan el 30% de la producción total. En el año 2012, se exportaron 1,46 millones de toneladas de productos frescos, y 123.000 toneladas de productos elaborados, lo que supuso unas ventas exteriores valoradas en 4.157 millones de euros (un 14% superiores respecto al año anterior). Los principales destinos de las mismas, así como el importe facturado, se recogen en la tabla que se muestra a continuación.

**Tabla 1.2: Principales destinos de las exportaciones españolas de carne**

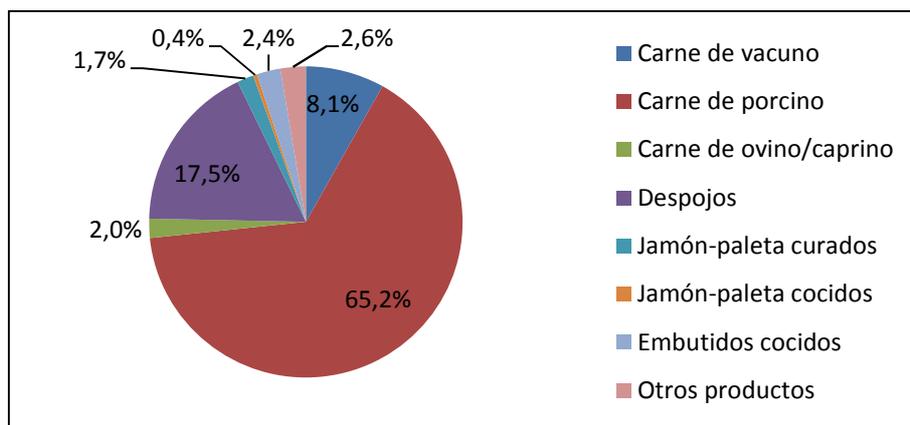
País	Importe
1. Francia	1.051.741
2. Portugal	620.082
3. Italia	453.218
4. Alemania	314.476
5. Rusia	281.780
6. Reino Unido	180.786
7. China	131.353
8. Países Bajos	121.438
9. Japón	110.524
10. Dinamarca	94.658

Fuente: ICEX (2012)

Por tipos de productos, el producto exportado por excelencia fue la carne de porcino, seguida de los despojos<sup>2</sup> y de la carne de vacuno.

<sup>2</sup> Despojo: vientre, asadura, cabeza y manos de las reses muertas; alones, molleja, patas, pescuezo y cabeza de las aves muertas (*Real Academia de la Lengua Española*, 2014)

**Gráfico 1.1: Exportaciones españolas de carnes y derivados cárnicos**



Fuente: elaboración propia con datos de ANICE (2012)

La mayor parte del valor total de las ventas generado, tiene su origen en la venta de carnes y despojos, que supusieron un total de 3.278 millones de euros. Por su parte, los productos elaborados dieron lugar a unas ventas totales por importe de 880 millones.

#### 1.1.4. Aspectos legales

El sector de la alimentación cárnica está sometido en materia legislativa a disposiciones comunitarias y estatales. Dentro de las estatales existen disposiciones de carácter general, normas de calidad y especificaciones propias del mercado de jamones.

##### ✓ Disposiciones comunitarias

En materia legislativa comunitaria está en vigor el Reglamento (CE) 543/2008, en el que se establecen las normas relativas a la comercialización de carne de aves de corral.

Estructurado en 21 capítulos, el Reglamento recoge todo lo relativo al aspecto y peso, la presentación, el nombre con el que deben comercializarse los productos, las condiciones de almacenamiento y transporte, y la necesaria supervisión de tales disposiciones para garantizar su aplicación uniforme en toda la Comunidad.

##### ✓ Disposiciones estatales

En materia legislativa estatal y en relación a las disposiciones de carácter general, está en vigor el Decreto 2484/1967 (última modificación: 28 de diciembre de 2012) por el cual se aprueba el Código Alimentario Español, cuerpo orgánico de normas básicas relativas a los alimentos, condimentos, estimulantes y bebidas, sus primeras materias, utensilios y enseres de uso y consumo doméstico. Su función es determinar las condiciones mínimas que han de reunir éstos, así como, establecer las condiciones básicas de los distintos procedimientos de preparación. En su capítulo número X, se recogen todas las disposiciones que regulan el sector de la alimentación cárnica.

En lo que a las normas de calidad se refiere, existen cuatro. La primera de ellas es la que hace referencia a los productos cárnicos embutidos crudo-curados, aprobada por la Orden de 7 de febrero de 1980. La segunda es la norma genérica de calidad para productos cárnicos tratados por el calor, que fue aprobada por la Orden de 5 de noviembre de 1981. La norma general de calidad para el tocino salado y la panceta curada fue aprobada por la Orden de 29 de octubre de 1986 y finalmente, la norma de calidad para la carne, el jamón, la paleta y la caña de lomo ibérico, es la norma más reciente puesto que ha sido aprobada por el Real Decreto 4/2014, de 10 de enero.

Finalmente, existen especificaciones propias del mercado de jamones que han sido aprobadas por el Real Decreto 1079/2008, encargado de regular el mercado de jamones y paletas, sus periodos de elaboración y su etiquetado.

### **1.1.5. Perspectivas de futuro**

En los últimos años, el sector cárnico español ha crecido en cuanto a su facturación, pero no en cuanto al volumen de compras.

Debido a la importancia y al peso que tiene sobre la economía española, las empresas que operan en este sector siguen luchando por aumentar su competitividad, sin dejar de lado la innovación, clave en un mercado tan exigente como es el de los productos cárnicos.

Consumidores con nuevos gustos, nuevos hábitos de consumo y nuevas exigencias, así como, un entorno cada día más globalizado, han inducido al establecimiento de cinco grandes retos para el año 2014:

- Evitar fraudes:  
Con consumidores cada vez más exigentes, se hace necesario asegurar la información y etiquetado de los productos, garantizando la calidad de los mismos y evitándose así todo tipo de fraudes.
- Anticipación y prevención en temas de seguridad alimentaria:  
La seguridad alimentaria es clave en cualquier sector de la industria alimentaria. Para conseguirla, las empresas tratan de integrarla con sus sistemas de calidad.
- Innovar en procesos:  
La innovación ha de ser constante debido al dinamismo al que se enfrenta cada día el sector. Por ello, las empresas están invirtiendo en tecnologías que les permitan seguir el ritmo diario marcado por el sector.
- Producción de productos naturales:  
Ante consumidores cada vez más preocupados por su bienestar y calidad de vida, se hace precisa una mejora nutricional de los alimentos cárnicos tradicionales. Es por ello que las empresas apuestan cada vez más por eliminar los aditivos artificiales en sus productos, al mismo tiempo que reducen la sal y la grasa que éstos contienen.
- Búsqueda de nuevos mercados:  
Las empresas son conscientes del potencial que la *marca España* tiene en otros mercados, y por tanto, no dudan en explotar la oportunidad que éstos les brindan.

Consecuentemente, el acceso a nuevos mercados constituye uno de los grandes retos para este 2014.

Afrontar los nuevos retos permitirá a las empresas incrementar sus niveles de competitividad y adaptarse mejor a las necesidades y exigencias de los consumidores.

## 1.2. CAMPOFRÍO FOOD GROUP

### 1.2.1. Orígenes<sup>3</sup>

A comienzos del S.XX, los embutidos y conservas cárnicas eran considerados productos de lujo cuyo consumo sólo podían permitírselo las familias más adineradas. Su demanda era satisfecha por carniceros y chacineros a escala local, puesto que las restricciones al tráfico de carnes impuestas por las corporaciones municipales, jueces y partes en el negocio, impedían su comercialización fuera de los límites provinciales. En la década de 1920, la diversificación de la dieta provocó el aumento de la renta disponible, lo que impulsó y abrió nuevos caminos en la comercialización de estos productos.

Durante la Guerra Civil Española hubo serios problemas en el abastecimiento de alimentos cárnicos a cuarteles, hospitales y colegios militares, lo que motivó que el Gobierno incentivara el desarrollo de la industria de productos cárnicos. Sin embargo, la carencia de materias primas entorpeció toscamente el proceso de desarrollo. Ante esta situación, el Ministerio de Industria confió a Gregorio Loste Isern la tarea de crear una gran empresa con esta misión.

Junto con varios inversores burgaleses, catalanes y madrileños, Loste creó en el año 1944 *Conservera Campofrío*, matadero y planta de elaboración de productos cárnicos. A pesar de que parecía un negocio seguro, pues existía un porcentaje de las ventas que estaba garantizado, ya que habían pactado con la Administración el suministro de parte de los mismos, resultó ser un fracaso, consecuencia de la carencia de maquinaria precisa y de que competidores como *La Piara*, consiguieron ganarle terreno en su beneficioso acuerdo con la Administración.

Entre 1939 y 1946 la producción de embutidos cayó enormemente debido a las trabas impuestas por el Gobierno a la producción, el cual se vio obligado a rectificar poco después. Gracias a ello, las empresas del sector consiguieron salir de su letargo, si bien, no pudieron reanudar la producción hasta los niveles que anteriormente venían alcanzando, debido a las dificultades con las que se encontraron en el aprovisionamiento de canales. Fue entonces cuando José Luis Ballvé vio en la venta de carne de cerdo una oportunidad de negocio, que le acabaría llevando hasta la ciudad de Burgos, donde en 1952 adquiriría junto con el empresario Clemente Garay, la fracasada *Conservera Campofrío*. Juntos dieron vida a lo que en futuro acabaría convirtiéndose en una de las mayores empresas del sector cárnico en el mundo.

---

<sup>3</sup> Moreno (2009, p. 103-140)

Ballvé y su socio ofrecieron por primera vez en España el acopio diario de carne fresca de cerdo a productores del norte del país. Ello les supuso la realización de grandes inversiones en activo fijo, pero a pesar de las pérdidas que obtuvieron en los primeros años de actividad, en 1957 consiguieron contabilizar por primera vez beneficios: se habían convertido en el principal suministrador cárnico del país.

A lo largo de la segunda mitad de la década de 1950, surgieron nuevas empresas transformadoras del cerdo como *Argal* en Madrid, *El Pozo* en Murcia o *Casademont* en Girona. Esto supuso serios problemas de competitividad para *Campofrío*, que veía como el precio de sus productos era excesivo en relación al de sus competidores y que su solvencia comenzaba a reducirse. Esto llevó a Ballvé y a Garay a plantearse el hecho de convertir su matadero en un frigorífico y sacrificar no sólo cerdos, sino también vacas y ovejas.

La peste porcina que asoló España en los años 60 empeoró sus resultados. Tanto fue así, que parecía inevitable la liquidación de la empresa. Sin embargo, la entrada en vigor del nuevo *Plan de Red Ganadera de Frío Industrial* mejoró notablemente las expectativas empresariales. Es por ello que Ballvé decidió realizar un cambio en su estrategia, optando por americanizar su empresa. La idea surgió motivada por el hecho de que era en Estados Unidos donde se situaban las grandes empresas del sector, pioneras en el desarrollo tecnológico.

En 1965 amplió la fábrica, completamente automatizada y con una plantilla que superaba el millar de personas, mucha de la cual procedía de su escuela de formación profesional, creada un año antes. Poco después, decidió apostar por la producción de embutidos, y no queriendo competir en la elaboración de chorizo ni jamón ibérico con *Revilla*, uno de sus grandes clientes, optó por especializarse en la elaboración de jamón cocido, un producto de precio asequible y hasta entonces, apenas explotado.

Basó su política comercial en la ausencia de stocks, de tal forma que el producto salía inmediatamente de la planta una vez fabricado. Así, garantizaba el suministro a los clientes, ganaba su fidelidad y se beneficiaba del ahorro en costes de almacenamiento ocasionado. Los resultados fueron extraordinarios, los beneficios se multiplicaron en el periodo comprendido entre 1958 y 1968, y en 1970 *Campofrío* era ya, la mayor cárnica de España.

Poco después, el Gobierno adjudicó el sacrificio de los excedentes porcinos de Galicia y Extremadura a los mataderos de León y Cataluña. Esto hizo que Ballvé tuviera que recurrir a las pequeñas y cada vez más escasas explotaciones ganaderas de Burgos y Palencia para adquirir el ganado, incrementándose notoriamente sus costes. Además, mientras Ballvé optó por la negociación con pequeños criadores, competidores como *El Pozo*, apostaron por la integración vertical, ganando terreno en el mercado.

La crisis de 1973 hizo que el consumo de carne de porcino creciera sensiblemente en detrimento de la carne de vaca y cordero, y que productos como las salchichas, el chopped y la mortadela, estuvieran cada vez más presentes en la dieta de los españoles, debido a su bajo precio. Poco a poco, el sector de los elaborados cárnicos

fue ganando peso, lo que despertó el interés de las grandes transnacionales. Así pues, *Nestlé* se hizo con la segoviana *Acueducto* y la panameña *Beralf* con la *Piara*.

Entre tanto, *Campofrío* fue perdiendo dominio por culpa de su escaso grado de integración vertical hacia atrás y de su pequeña cartera de productos centrada en el jamón cocido. Fue por ello que Ballvé decidió integrarse verticalmente para eliminar la dependencia que tenía en el suministro, y comenzó así, a criar su propio ganado. Para ello, en el año 1974, creó las empresas filiales de *Cebaderos Castellanos*, *Ivanasa*, *Carneiberia*, *Campoverde* y *Degasa*.

También quiso diversificar su cartera de productos, lo que le llevó a buscar respaldo en la norteamericana *Beatrice Foods*, a quien vendió el 50% de la compañía. De inmediato, se embarcó en la producción de salchichas, elaboradas en una nueva planta que habían abierto en la ciudad de Madrid. Esto hizo que *Campofrío* recuperara de nuevo su posición de liderazgo en el sector.

En noviembre de 1985, muere José Luis Ballvé, quien meses antes de su fallecimiento cedió la gestión de la empresa a su hijo Pedro, hasta entonces responsable de los departamentos de marketing y de control de calidad y que a día de hoy, es el actual presidente.

El nuevo responsable centró todo su trabajo en la innovación. A lo largo de 1984 y 1985, desembolsó 1.200 millones de pesetas, que fueron invertidos en nuevas tecnologías.

El crack de la bolsa de Nueva York, de octubre de 1987, provocó una convulsión en el sector cárnico español. Reginal Lewis desembarcó en el accionariado de *Campofrío* tras apropiarse de las participaciones que hasta entonces tenía *Beatrice Foods*, con el objetivo de lucrarse de una hipotética reventa.

Ballvé, consciente de la situación, decidió acudir al Banco Central para obtener un préstamo con el cuál adquirir los derechos que Lewis tenía en la sociedad. A cambio, la entidad financiera pasó a controlar el 25% del capital, mientras que la familia poseía el 75% restante. Superada esta situación, el hijo del fundador de *Campofrío*, modernizó el organigrama de la empresa, formado a partir de entonces por los departamentos de Recursos Humanos, I+D (bajo el nombre de *Campotec*) y Marketing. También puso en marcha un plan de formación en el que participó toda la plantilla en colaboración con el Ministerio de Educación.

En mayo de 1988, la compañía salió a cotizar en Bolsa y lo hizo por el 10% de su capital. Dos años más tarde inició su fase de internacionalización, siendo Europa Occidental su primer objetivo, una vez que España se incorporó a la CEE en 1986 y levantadas, en diciembre de ese año, las restricciones a la importación de productos cárnicos españoles dictadas por las autoridades comunitarias a causa de la peste porcina. Como primer paso, Ballvé firmó un acuerdo con el propietario de *Navidul* para la comercialización conjunta de jamón serrano en Francia.

En marzo de 1996 se detectaron los primeros casos de “vacas locas” en España, que hicieron que el sector perdiera su atractivo. El Banco Central vendió la que hasta entonces era su participación en la compañía a la estadounidense *Hormel Foods*.

Como las perspectivas del mercado interior eran pésimas, Ballvé decidió dar un nuevo impulso a la internacionalización del grupo. Su objetivo era entrar en el mercado de América Latina, más concretamente en Argentina y Bolivia. Sin embargo, la crisis asiática de 1997 contagiada a América Latina, alteró sus planes, siéndole imposible adentrarse en ese mercado. Fue entonces cuando decidió acometer su expansión en Europa del Este, donde se hizo con Montagne Noire (Francia), Fricarnes (Portugal), Morliny (Polonia) y Tabco (Rumania).

Fue tanta la atención que Ballvé dedicó al mercado internacional, que había descuidado por completo el mercado español. Cuando se dio cuenta de ello, en el año 1999, *El Pozo* ostentaba la primera posición como productora nacional cárnica.

En el año 2000, *Campofrío* compró OMSA (Oscar Mayer S.A) y se fusionó con *Navidul*. Ambas operaciones le permitieron recuperar su dominio en el mercado nacional y consolidar su posición en los mercados exteriores. Tres años más tarde, *Hormel Foods* vende su participación en *Campofrío* al gigante *Smithfield Food*, quien en 2004 poseía ya un 22,4% de la compañía. Finalmente, el grupo *Campofrío Food Group* nace de la fusión entre *Campofrío* y *Groupe Smithfield* en el año 2008.

### **1.2.2. Productos y mercados**

El *Grupo Campofrío* vende sus productos en ocho países europeos y en Estados Unidos. Asimismo, exporta a 80 países a través de distribuidores independientes.

Su cartera de productos es amplia y variada. Está compuesta por patés, pizzas y precocinados, jamón curado, jamón cocido, otros productos cocidos, salchichas, productos de ave y embutidos.

Para su gestión, han sido incluidos en dos grupos:

- Productos de ciclo corto: incluyen productos cárnicos elaborados y otros de innovación, focalizados todos ellos en los ejes de salud, comodidad y sabor. Se trata de productos que combinan una visión global con la adaptación a las costumbres locales de los países en los que son comercializados.
- Productos de ciclo largo: en este grupo se incluye principalmente el jamón curado, adaptado también, a las diferentes características locales.

Sus productos son comercializados bajo diferentes marcas en los distintos países en los que tiene presencia. En la actualidad, tiene un portafolio de quince marcas.

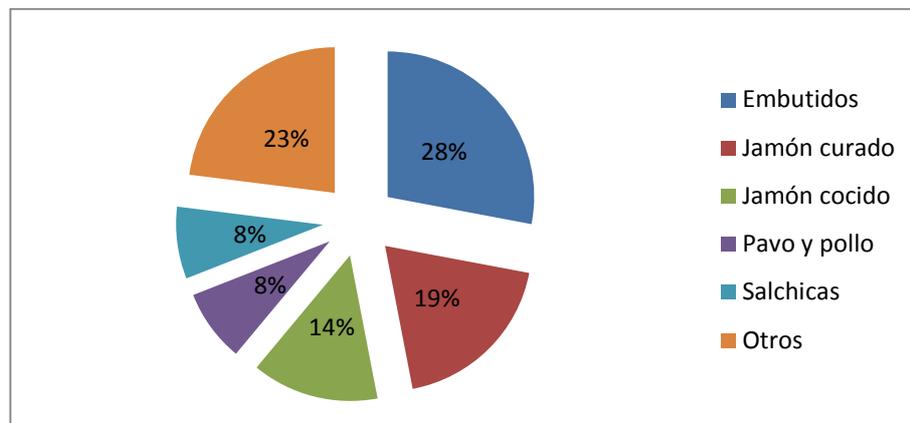
Tabla 1.3: Portafolio de marcas de *Campofrío Food Group*

Marca	País	Productos comercializados
<b>Aoste</b>	Francia, Bélgica, Alemania	Jamón curado (Francia) Salami, jamón curado, embutidos (Bélgica, Alemania)
<b>Campofrío</b>	España	Elaborados cárnicos, pizzas y productos precocinados
<b>Caroli</b>	Rumanía	Elaborados cárnicos fríos
<b>César Moroni</b>	Francia	Chorizo
<b>Cochonou</b>	Francia	Sauccison francés
<b>Fiorucci</b>	Italia	Carnes procesadas
<b>Jean Caby</b>	Francia	Salchichas
<b>Justin Bridou</b>	Francia	Embutidos
<b>Marcassou</b>	Región de las Ardenas	Embutidos y jamón curado
<b>Navidul</b>	España	Jamón curado
<b>Nobre</b>	Portugal	Charcutería tradicional y comidas preparadas
<b>Oscar Mayer</b>	España	Salchichas
<b>Revilla</b>	España	Chorizo
<b>Stegeman</b>	Holanda	Elaborados cárnicos
<b>Weight Watchers</b>	Todos los mercados	Productos bajos en grasa

Fuente: elaboración propia con datos de *Campofrío Food Group* (2014)

El importe en miles de euros de sus ventas netas en el año 2012 (último año para el que existen datos detallados) alcanzó la cifra de 1.918. Por tipos de productos, los embutidos encabezan el importe de sus ventas netas, representando un 28% del total de las mismas.

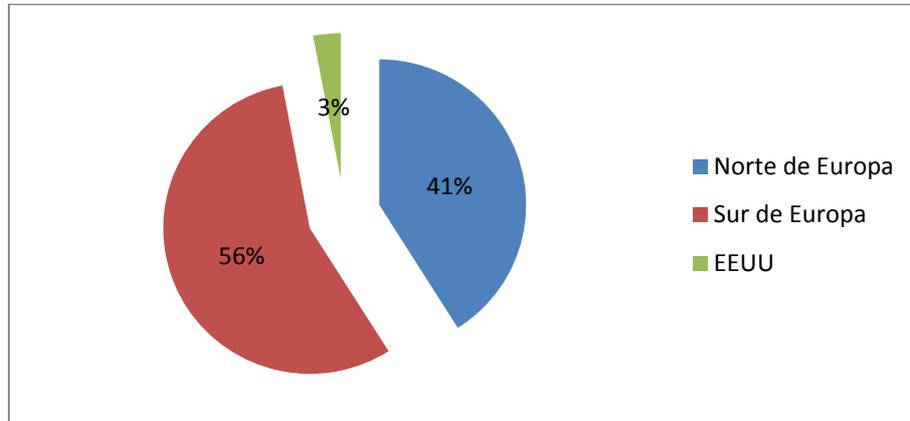
Gráfico 1.2: Porcentaje por productos sobre el total de ventas netas



Fuente: *Campofrío Food Group* (2012)

Durante el ejercicio 2012 todas las áreas geográficas incrementaron su facturación, suponiendo un crecimiento del 5% en las ventas totales de la compañía. La mayor parte de sus ingresos de explotación procedieron de las ventas en los mercados europeos, en especial, del Sur de Europa.

**Gráfico 1.3: Porcentaje de ventas netas por mercados**



Fuente: Campofrío Food Group (2012)

### 1.2.3. Producción y cadena de valor

Su amplia presencia en los mercados de Europa y América es una de sus grandes ventajas competitivas. Opera en Francia y Suiza a través de *Groupe Aoste* y una Joint Venture con *Jean Caby*, en España con *Campofrío*, en Alemania a través de *CFG Deutschland*, en Italia como *Fiorucci*, en Bélgica y Luxemburgo por medio de *Imperial Meat Products*, en Portugal con *Nobre*, en los Países Bajos a través de *Stegeman*, en los Estados Unidos mediante *CFG América* y en Rumania a través de una Joint Venture con *Caroli Foods Group*.

Su modelo de producción se caracteriza por la presencia de elevados costes fijos como consecuencia de la inversión realizada en maquinaria avanzada, la cual le ha permitido aumentar su capacidad productiva y reducir sus costes de mano de obra.

Su estrategia de integración vertical mediante su participación en mataderos y otras empresas de suministro de materias primas, le ha permitido estandarizar la calidad, reducir los costes y conseguir una mayor rapidez en el servicio.

CFG apuesta por un modelo de compras centralizado, de manera que para su abastecimiento recurre a multitud de proveedores a quienes adquiere una misma materia prima. Así mismo, parte de sus servicios son subcontratados a otras empresas.

#### 1.2.4. Responsabilidad Social Corporativa (RSC)

La responsabilidad social corporativa forma parte de la estrategia fundamental del Grupo, el cual toma sus decisiones en base a los impactos que sus acciones generan en la sociedad.

Los pilares básicos sobre los que se apoyan sus actuaciones y proyectos son cinco:

- Los consumidores:  
Su compromiso con los consumidores se centra en la calidad y seguridad de sus productos, de manera que satisfagan las necesidades y expectativas de los mismos a un precio justo. Con sus productos, *Campofrío* busca mejorar e incrementar su calidad de vida, su salud y su bienestar.
- Los empleados:  
Son el pilar fundamental de la organización y de ellos depende en gran medida el logro de los objetivos marcados. Consecuentemente, el objetivo del Grupo en relación a los mismos, radica en mejorar las condiciones de trabajo y fomentar su desarrollo personal y profesional.
- El medioambiente:  
La protección y conservación del entorno son claves en su desarrollo. Su gestión medioambiental busca reducir las externalidades negativas que su actividad genera en la sociedad, haciendo un buen uso de los recursos de los que disponen.
- La comunidad:  
Como miembro activo de las comunidades en las que está presente, la compañía colabora proporcionando su apoyo a programas, colectivos y actividades que desarrollan y fomentan actuaciones y valores positivos para la sociedad.
- El Gobierno Corporativo:  
Clave para conseguir que la responsabilidad social se integre en todo el organigrama de la empresa.

En el ámbito social, la compañía ha donado más de 112 toneladas de alimentos a instituciones y ONGs de países en los que está presente. Destacan las donaciones efectuadas a la Federación de Bancos de Alimentos en España y Portugal, Cáritas España y la ONG Remar. Así mismo, también ha desarrollado iniciativas sociales para fomentar la alimentación sana y para prevenir la obesidad infantil. La más reciente es la que ha iniciado en septiembre de 2013 creando un portal en Internet ('Comerbiencampofrio.es') dedicado a difundir hábitos saludables de alimentación, información sobre las características nutricionales de los alimentos y actualidad del ámbito de la nutrición, entre otros contenidos.

En el ámbito laboral es conocida su ayuda al colectivo social de discapacitados. Junto con la *Fundación Sonsoles Ballvé*, desarrolla proyectos de accesibilidad y actividades de apoyo para ellos y para sus familiares.

En el ámbito medioambiental se está ejecutando el *Plan de Eficiencia Energética* puesto en marcha en 2009 y a través del cual se pretende reducir el consumo de sus tres principales recursos energéticos (electricidad, combustibles, agua). En su compromiso con la reducción del impacto ambiental de sus actividades, se ha puesto

en marcha el programa conocido como *Sustainability Programme* que tiene dos objetivos:

- En primer lugar, la búsqueda de la optimización en la utilización de envases y embalajes, así como el reciclaje de los residuos que se generan en los procesos productivos.
- Y en segundo lugar, la optimización de los procesos logísticos y de la red de distribución.

Su filosofía de RSC queda resumida en su proyecto *TREES (Together, we are Responsible for Ensuring Environmental Sustainability)*, que refleja su compromiso con la sociedad, con sus empleados y con el medioambiente.

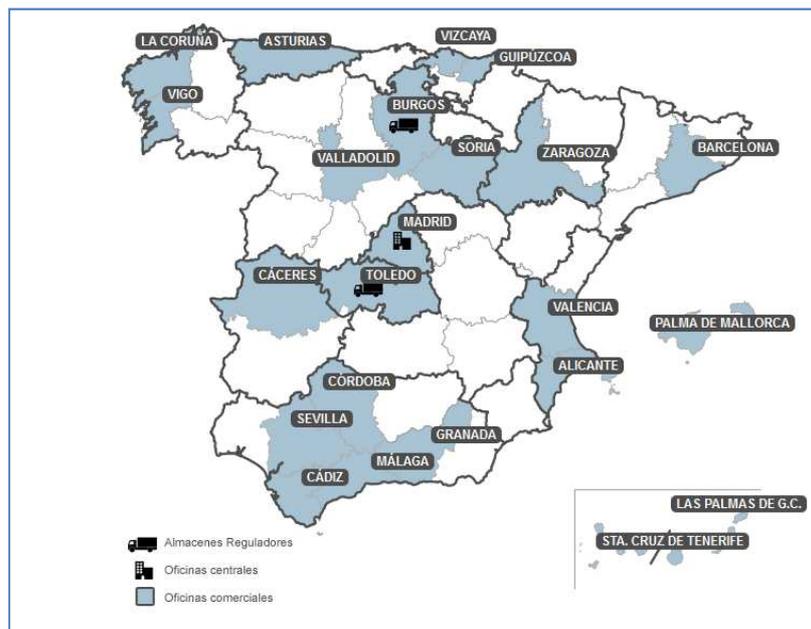
### 1.2.5. Campofrío España

En España un total de 2.866 empleados, de los cuales el 79% son hombres y el 21% mujeres, prestan sus servicios en el Grupo. Su edad media es de 44 años.

Sus productos son fabricados en 8 plantas de producción repartidas por toda la geografía española. Más concretamente, dos plantas en Burgos, dos en Ólvega (Soria), una en Villaverde (Madrid), una en Torrijos (Toledo), una en Trujillo (Cáceres) y una en Torrent (Valencia). Su aportación en miles de euros a las ventas totales del Grupo es de 905.704, lo que representa aproximadamente el 47% de las ventas totales del Grupo.

Además de las plantas de producción, cuenta con oficinas comerciales, oficinas centrales y almacenes reguladores repartidos por el territorio español.

**Gráfico 1.4: Oficinas comerciales, centrales y almacenes reguladores**



Fuente: *Campofrío España* (2014)

### 1.2.6. Situación actual del Grupo

**Tabla 1.4: Principales accionistas del Grupo**

Empresa	% participación
D. Pedro Ballvé Lantero	12,402%
Smithfield Foods	36,990%
OCM European Principal Opportunities Fund LP	16,641%

Fuente: *Campofrío Food Group* (2012)

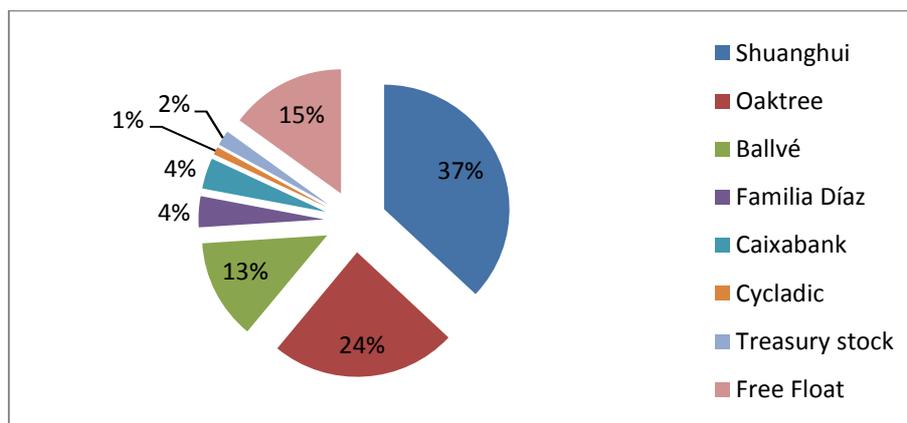
A finales de mayo del 2013, el grupo alimentario chino *Shuanghui International Holdings* alcanzó un acuerdo para adquirir por 7.100 millones de dólares, la estadounidense *Smithfield Foods*, principal accionista de *Campofrío*.

En septiembre de 2013, la Junta General de *Smithfield Foods* convocó una junta extraordinaria para decidir si aceptar o no la operación. Finalmente, con más del 96% de los votos, la operación fue aprobada. La oferta implicaba un desembolso de 4.720 millones de dólares y además, la asunción por parte de *Shuanghui* de la deuda de *Smithfield*.

Una vez cerrada la operación, *Smithfield* dejó de cotizar en bolsa y pasó a formar parte del grupo chino como filial independiente controlada al 100%.

Tras el cambio de propiedad, la compañía china disponía de tres meses para decidir si lanzar una OPA sobre la totalidad de *Campofrío* o bien, reducir su participación por debajo del 30%, tal y como establece la legislación española. Finalmente, la compañía decidió optar por reducir su participación indirecta en el capital de *Campofrío* por debajo del 30%. Tras ello, el capital de la cárnica española quedó repartido como se muestra en el gráfico que aparece a continuación.

**Gráfico 1.5: Reparto del capital de Campofrío Food Group**



Fuente: *Bankia Bolsa* (septiembre 2013)

En noviembre, el grupo mexicano *Sigma*, propiedad del conglomerado *Alfa*, compró una participación del 45% en la alimentaria *Campofrío*. Adquirió las participaciones de *Oaktree*, *La Caixa* y de su presidente Pedro Ballvé, así como de otros accionistas

minoritarios. Como el porcentaje adquirido fue superior al 30% y teniendo en cuenta la normativa española, el grupo *Sigma* se vio obligado a lanzar una OPA sobre el 55% del capital restante.

El 29 de enero de 2014, la Comisión Europea autorizó la oferta pública de adquisición lanzada por el grupo *Sigma*, al considerar la no existencia de riesgo alguno de que se generen impactos negativos sobre la competencia.

El lanzamiento de la OPA trajo consigo la alianza entre el grupo *Sigma* y el grupo *Shuanghui*, que llegaron a un acuerdo para repartirse el control de *Campofrío*. Mediante el acuerdo, *Sigma Europa*, sociedad a través de la cual la mexicana lanzó la OPA, ostentará una participación aproximada del 81,71% del capital social de *Campofrío*, tras la aportación por parte del grupo chino de su participación. Una vez liquidada la oferta, el grupo chino poseerá el 36,99% del capital, no reduciendo su participación por debajo del 30% como inicialmente se había acordado, y el grupo mexicano el 44,72% junto con las posibles acciones adquiridas en la oferta. También se acordó que los consejos de administración de *Sigma Europa* y *Campofrío* estarán compuestos por siete miembros, cuatro de ellos nombrados por *Sigma* y los tres restantes por *Shuanghui*. Por su parte, Ballvé seguirá ostentando el cargo de presidente de la compañía, durante al menos 5 años más.

De esta forma, el grupo mexicano *Sigma* y el grupo chino *Shuanghui* se han convertido en los dos mayores accionistas de CFG.

## **CAPÍTULO 2: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE CAMPOFRÍO FOOD GROUP**

*Campofrío Food Group S.A.* es la sociedad dominante de un grupo de sociedades, las cuales han sido incorporadas en el proceso de consolidación siguiendo los métodos de integración global (sociedades dependientes) y de la participación (sociedades asociadas). El detalle de las mismas se recoge en el *Anexo I*.

El Grupo opera en España, donde se encuentra domiciliada la sociedad dominante, en Francia, Bélgica, Holanda, Portugal, Alemania, Italia, Reino Unido, Estados Unidos y Rumanía.

Para la elaboración de las cuentas consolidadas, se han aplicado las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE), de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento y del Consejo Europeo.

La gestión del Grupo se lleva a cabo a partir de su división en tres segmentos de explotación. El primero de ellos lo constituye Europa del Sur, donde son gestionadas las actividades de explotación de España, Portugal e Italia. El segundo lo conforman los países de Europa del Norte, y el tercero y último, a diferencia de los dos anteriores, incluye las actividades corporativas y operativas llevadas a cabo en Estados Unidos y Rumanía.

### **2.1. ANÁLISIS PATRIMONIAL**

El análisis patrimonial tiene como finalidad estudiar la estructura y la composición del activo (estructura económica) y del patrimonio neto y pasivo (estructura financiera), así como, las relaciones que se producen entre las diferentes masas patrimoniales.

#### **2.1.1. Porcentajes horizontales y verticales**

##### *✓ Porcentajes horizontales*

Los porcentajes horizontales son una técnica de análisis de Estados Financieros utilizada para medir la variación absoluta (expresada en cifras) o relativa (expresada en porcentajes) experimentada por cada una de las partidas en un periodo respecto a otro. El resultado obtenido revela cuál ha sido el crecimiento o decrecimiento sufrido por una partida en un periodo determinado.

En este caso concreto, los porcentajes horizontales han sido calculados con el objetivo de conocer la variación relativa experimentada por las partidas que aparecen recogidas en la tabla que se encuentra situada debajo, tomando como referencia el año anterior.

Tabla 2.1: Evolución de los porcentajes horizontales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activo no corriente</b>	148,81%	-0,80%	2,00%	14,60%	2,59%	4,33%
<b>Activo corriente</b>	30,60%	-5,21%	1,03%	16,76%	-7,57%	-4,51%
<b>Patrimonio neto</b>	87,96%	1,26%	2,91%	-10,06%	1,40%	1,74%
<b>Pasivo no corriente</b>	73,90%	16,83%	-5,22%	23,07%	-3,62%	-4,32%
<b>Pasivo corriente</b>	101,11%	-23,46%	9,91%	33,85%	0,15%	7,33%

Fuente: elaboración propia

Las partidas analizadas no presentan una tendencia firme en su evolución: todas ellas han experimentado tanto aumentos como descensos a lo largo del periodo de estudio. No obstante, es preciso destacar que en el año 2008 experimentaron un fuerte crecimiento, siendo éste superior al 50%, salvo en el caso del activo no corriente, que fue del 30,60%. Dicho crecimiento se frenó al año siguiente para las partidas de activo no corriente, activo corriente y pasivo corriente, las cuales vieron reducida su participación dentro de la estructura económico-financiera del Grupo. Por su parte, el patrimonio neto y el pasivo no corriente mantuvieron su tendencia alcista.

Puede observarse que en el último año, todas las grandes masas patrimoniales que constituyen la estructura económico-financiera del Grupo experimentaron aumentos, salvo el activo corriente y el pasivo no corriente, que como ya venían mostrando desde hace un año, mantuvieron una tendencia a la baja.

✓ *Porcentajes verticales*

Los porcentajes verticales permiten conocer cuál es el peso que una partida, epígrafe o masa patrimonial tiene sobre otra de mayor nivel.

Tabla 2.2: Evolución de los porcentajes verticales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activo no corriente</b>	63,74%	64,78%	65,00%	64,58%	66,92%	68,85%
<b>Activo corriente</b>	36,26%	35,22%	35,00%	35,42%	33,08%	31,15%
<b>Patrimonio neto</b>	31,52%	32,70%	33,11%	25,81%	26,44%	26,53%
<b>Pasivo no corriente</b>	32,93%	39,42%	36,75%	39,21%	38,18%	36,02%
<b>Pasivo corriente</b>	35,55%	27,88%	30,14%	34,97%	35,38%	37,45%

Fuente: elaboración propia

En este caso, los porcentajes verticales han sido calculados para conocer el peso que las partidas de activo no corriente y activo corriente tienen sobre el total del activo del Grupo, y que las partidas de patrimonio neto, pasivo no corriente y pasivo corriente tienen sobre el total de patrimonio neto más pasivo.

Dentro de la estructura económica, el activo no corriente ha ido ganando peso a lo largo de los años, en detrimento del activo corriente, cuya participación dentro del activo total se ha visto reducida. Es por tanto, que la estructura económica de *Campofrío Food Group* se apoya fundamentalmente en activos susceptibles de convertirse en efectivo en periodos superiores a un año, lo que puede ocasionarle problemas de liquidez en el corto plazo. Podría decirse también, que el protagonismo inversor del Grupo recae sobre el activo no corriente, siendo la masa patrimonial que más financiación absorbe.

Dentro de la estructura financiera, el patrimonio neto, representante de los fondos propios del Grupo, se ha visto reducido en 5 puntos porcentuales durante el periodo de análisis. En relación al pasivo, en los últimos años, el Grupo ha aumentado su financiación a base de recursos ajenos cuya devolución tiene lugar en el corto plazo y ha disminuido su financiación a largo plazo.

### 2.1.2. Endeudamiento

El ratio de endeudamiento informa sobre el equilibrio de fuerzas existente entre los aportantes de recursos ajenos (acreedores) y los aportantes de recursos propios (propietarios). Es un ratio idóneo para caracterizar el estilo o la estructura financiera de las empresas.

Su cálculo se realiza aplicando la siguiente expresión:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio neto}}$$

*Ecuación 2.1*

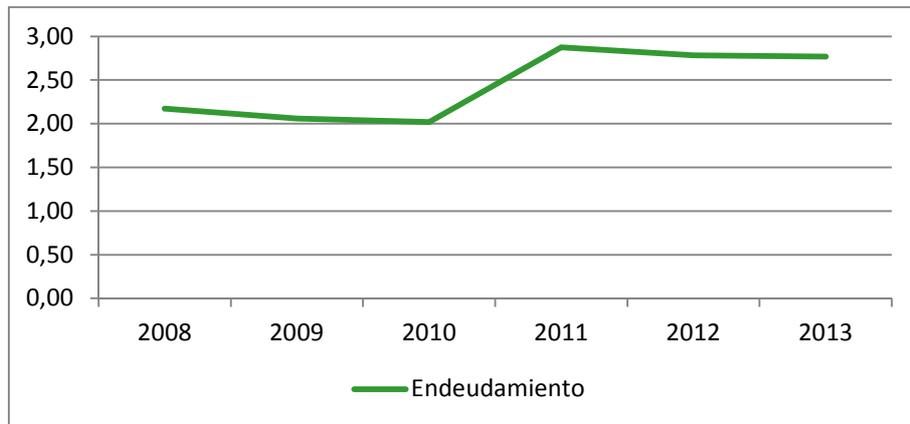
Sobre este ratio no existe a priori, un valor ideal, pudiéndose hablar sólo de valores altos o bajos de endeudamiento.

**Tabla 2.3: Evolución del ratio de endeudamiento**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento general</b>	2,17	2,06	2,02	2,87	2,78	2,77

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.1: Evolución del ratio de endeudamiento**



Fuente: elaboración propia

Durante el periodo de análisis, el ratio de endeudamiento es muy superior a la unidad: el pasivo supera al patrimonio neto. Así, la estructura financiera del Grupo está liderada por el pasivo, siendo los acreedores, los principales aportantes de recursos financieros.

El análisis de su evolución a lo largo de los años desvela que el valor del ratio desciende tras el año 2008, alcanzando valores similares en los dos años posteriores. En el año 2011, experimenta un fuerte crecimiento, que se mantiene a lo largo del 2012 y del 2013.

Tras conocer que la estructura financiera de CFG está liderada por el pasivo, es importante saber cuál es la composición de las deudas, es decir, si predominan los recursos ajenos a largo plazo (pasivo no corriente) o los recursos ajenos a corto plazo (pasivo corriente). Las deudas a largo plazo proporcionan un mayor grado de estabilidad en el tiempo, ya que tienen un vencimiento más lejano, otorgando a las empresas mayor margen de tiempo para operar. Por tanto, la deuda es de mayor calidad, cuanto más a largo plazo sea. El ratio que informa sobre ello, es el ratio de calidad de la deuda, que revela cuál es el peso que las deudas a corto plazo tienen sobre el total pasivo, de tal forma, que cuanto menor sea su valor, mayor será la calidad de la deuda de la empresa.

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Total Pasivo}}$$

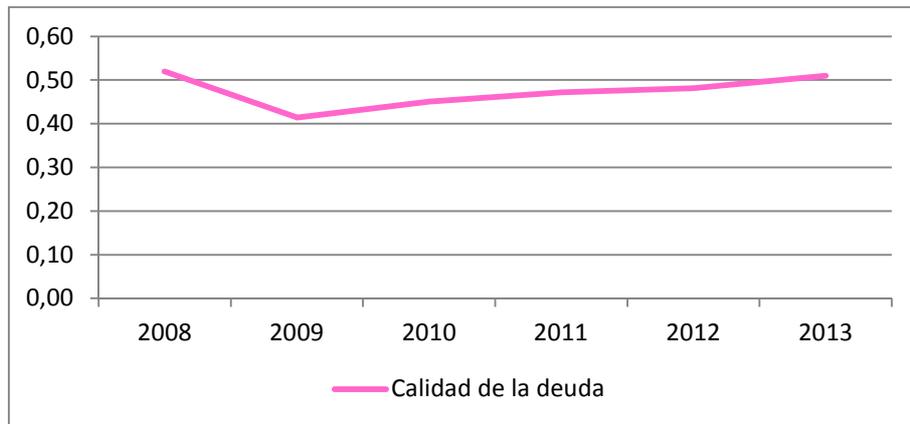
Ecuación 2.2

**Tabla 2.4: Evolución del ratio calidad de la deuda**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Calidad de la deuda</b>	0,52	0,41	0,45	0,47	0,48	0,51

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.2: Evolución del ratio calidad de la deuda**



Fuente: elaboración propia

A pesar de los aumentos y las disminuciones experimentados, el ratio alcanza valores que oscilan alrededor de 0,5 durante los seis años de estudio. Es un valor que pone de manifiesto la equidad existente en la composición de las deudas, pues tanto las deudas a corto plazo como las deudas a largo plazo, comparten protagonismo dentro del pasivo del Grupo.

### 2.1.3. Capitalización

Este ratio informa de la forma elegida por los propietarios del Grupo para fortalecer sus fondos propios, de modo que pueden hacerlo recurriendo a la capitalización interna, o bien, a la capitalización externa. En el primer caso, los fondos propios crecen con cargo a recursos generados por la propia empresa, mientras que en el segundo, crecen gracias a las aportaciones de los propietarios surgidas como consecuencia de ampliaciones de capital.

$$\text{Capitalización} = \frac{\text{Capitalización interna}}{\text{Capitalización externa}}$$

Ecuación 2.3

El numerador está representado por la capitalización interna, es decir, por las reservas con origen en la retención de beneficios, mientras que el denominador, está representado por la capitalización externa (capital y prima de emisión).

**Tabla 2.5: Evolución del ratio de capitalización**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Capitalización</b>	0,17	0,16	0,20	0,26	0,14	0,17

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.3: Evolución del ratio de capitalización**

Fuente: *elaboración propia*

El ratio de capitalización alcanza siempre valores inferiores a la unidad. La capitalización externa tiene mayor protagonismo en la formación de los fondos propios, residiendo la fortaleza de los mismos, en las aportaciones realizadas por los socios.

Es en los años 2010 y 2011 cuando el ratio alcanza los valores más elevados, siendo éstos los que más próximos se encuentran a la unidad. Esto es así porque en dichos años aumentaron considerablemente las reservas con origen en la retención de beneficios, y consecuencia de ello es que el ratio alcanza valores más próximos a la unidad.

## 2.2. ANÁLISIS FINANCIERO

El análisis financiero estudia la solvencia empresarial, entendida ésta como la capacidad de una empresa para hacer frente a sus compromisos de pago. La solvencia empresarial es analizada desde una doble vertiente temporal: por un lado, la solvencia a largo plazo, que dictamina si existe seguridad en el pago, y por otro lado, la solvencia a corto plazo, que informa si existe o no, puntualidad en el pago.

La solvencia a largo plazo dependerá fundamentalmente de que la estructura financiera sea equilibrada y estable, así como de la capacidad de la empresa para generar recursos financieros por sí misma y de forma regular. Por su parte, la solvencia a corto plazo dependerá del grado de proporcionalidad entre la estructura económica y financiera, de forma que exista una adecuada sincronización temporal entre los plazos de conversión en liquidez de los activos y los de exigibilidad de los pasivos utilizados para la financiación de ellos; del nivel de autonomía o de dependencia financiera y de la capacidad de autofinanciación de la empresa (*Cabal et al.: 2010, p. 89 y p. 107*)

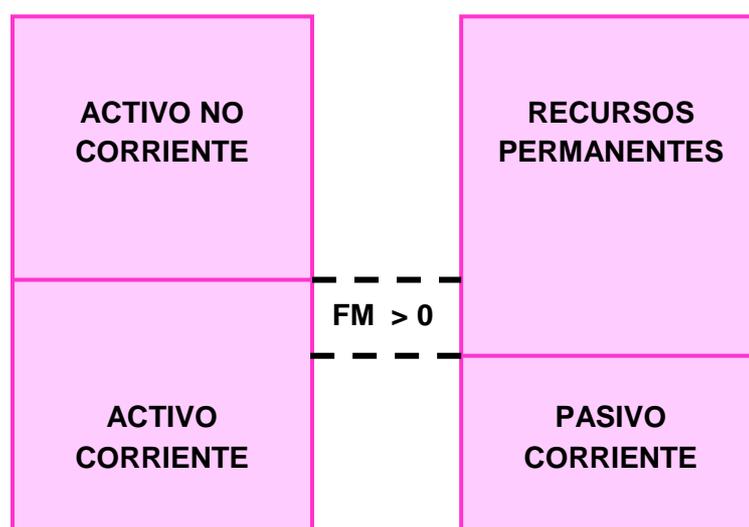
### 2.2.1. Análisis de la situación financiera de partida. El fondo de maniobra

El fondo de maniobra o capital circulante, es la parte del activo corriente financiada con recursos permanentes (patrimonio neto y pasivo no corriente).

Se asemeja a un colchón financiero o fondo de previsión, ya que tiene como finalidad, proteger y amortiguar a las empresas ante los desfases transitorios que surgen entre cobros y pagos por operaciones realizadas en el corto plazo.

Su cálculo se realiza como diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente y gráficamente se representa como se muestra a continuación.

**Gráfico 2.4: Fondo de maniobra o capital circulante**



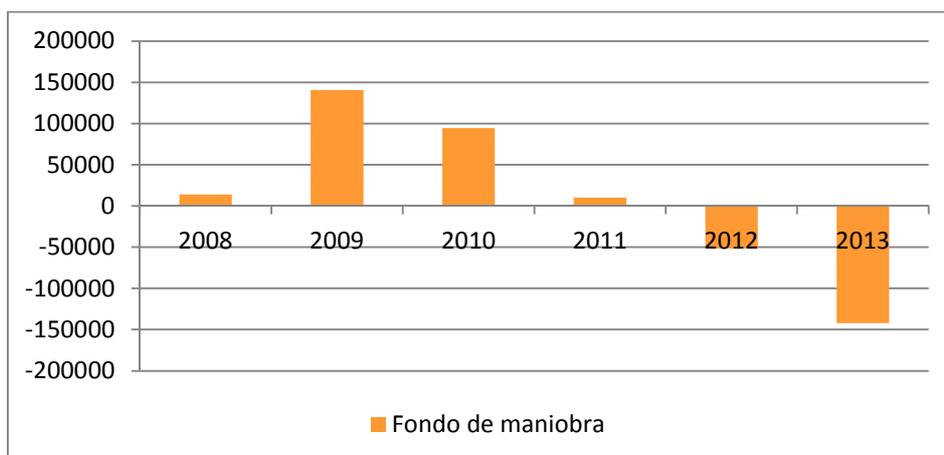
Fuente: *elaboración propia*

Puede ser positivo, negativo o nulo. Cuanto mayor sea, mejor estará preparada la empresa para atender sus obligaciones.

**Tabla 2.6: Evolución del fondo de maniobra**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Fondo de maniobra</b>	13953	140481	94538	10099	-51300	-142093

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.5: Evolución del fondo de maniobra**

Fuente: *elaboración propia*

Durante el periodo objeto de estudio, el fondo de maniobra ha sido positivo los cuatro primeros años, alcanzando su mayor valor en el año 2009. Sin embargo, en 2012 comenzó su descenso, llegando a alcanzar una cifra negativa de -142093 millones de euros en el año 2013. Esto pone de manifiesto la situación de inestabilidad financiera ante la que se encuentra a día de hoy el Grupo, pues se están financiando inversiones del activo no corriente con pasivo corriente. Existe un desajuste temporal entre el plazo de conversión de liquidez a largo plazo del activo no corriente y la exigibilidad a corto plazo del pasivo corriente. La capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago en el corto plazo puede verse resentida, ya que son mayores las deudas que vencen a corto plazo que las inversiones que generan liquidez en el corto plazo. La empresa no es capaz de generar la liquidez suficiente en el tiempo necesario.

### 2.2.2. Análisis financiero a corto plazo

#### ✓ *Solvencia corriente*

El ratio de solvencia corriente mide la capacidad de una empresa para hacer frente a sus compromisos de pago en el corto plazo.

$$\text{Solvencia corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

*Ecuación 2.4*

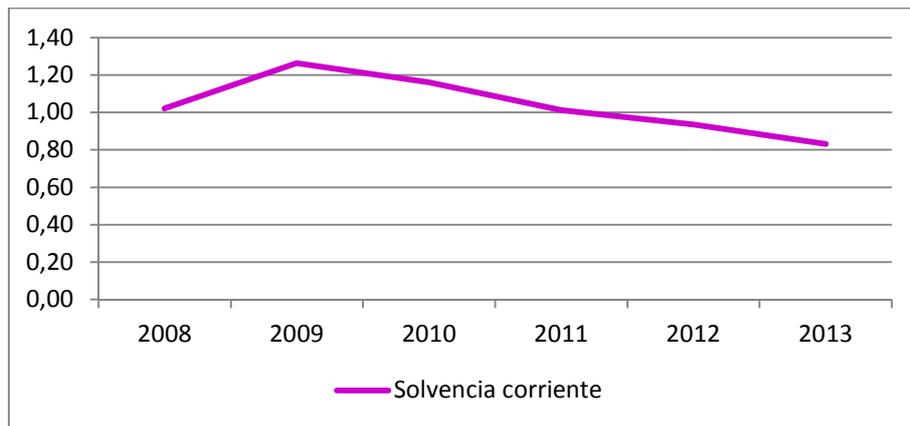
Cuanto mayor sea el valor del ratio, mayor será la capacidad de la empresa para afrontar el pago de sus deudas en el corto plazo, pues dispondrá de suficientes bienes y derechos convertibles en liquidez en el corto plazo como para hacer frente a ellas. Valores superiores a la unidad son indicativos de que la empresa es solvente en el corto plazo.

**Tabla 2.7: Evolución del ratio de solvencia corriente**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Solvencia corriente</b>	1,02	1,26	1,16	1,01	0,93	0,83

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.6: Evolución del ratio de solvencia corriente**



Fuente: *elaboración propia*

Como puede observarse, la solvencia del Grupo ha ido disminuyendo a lo largo del periodo, alcanzando valores inferiores a la unidad en los dos últimos años. Se confirma así, lo que el análisis del fondo de maniobra había adelantado: la empresa es incapaz de hacer frente a sus compromisos de pago en el corto plazo.

✓ *Test del ácido*

Teniendo en cuenta que los componentes del pasivo corriente son plenamente ciertos en cuanto a su exigibilidad, pero los del activo corriente no lo son tanto en cuanto a su convertibilidad en liquidez, se calcula este ratio en el que no se tienen en cuenta ni las existencias ni los activos no corrientes mantenidos para la venta (ANCMV), al considerarse las rúbricas menos líquidas del activo corriente, pues su conversión en liquidez está condicionada a su previa venta y posterior cobro.

$$\text{Test del ácido} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias} - \text{ANCMV}}{\text{Pasivo corriente}}$$

*Ecuación 2.5*

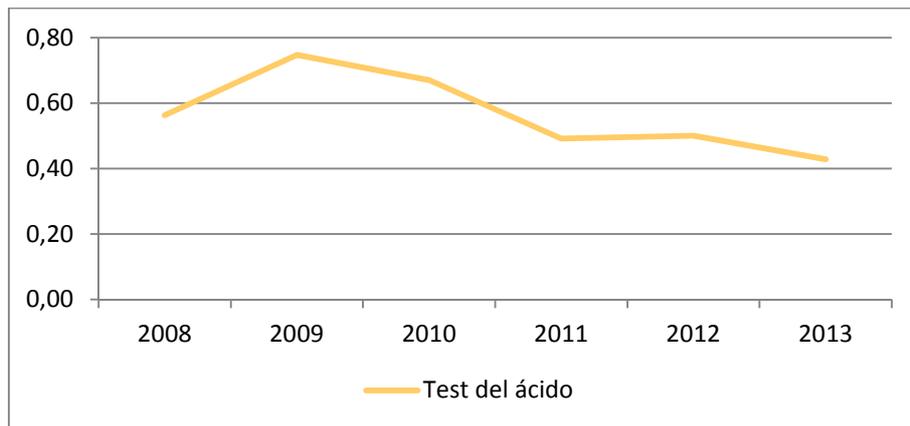
Valores muy bajos evidencian un mayor riesgo de suspensión de pagos y muy elevados el de mantener activos corrientes ociosos con posibles mermas en la rentabilidad (*Cabal et al.: 2010, p. 80*)

**Tabla 2.8: Evolución del test del ácido**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Test del ácido</b>	0,56	0,75	0,67	0,49	0,50	0,43

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.7: Evolución del test del ácido**



Fuente: elaboración propia

Si no se tienen en cuenta las rúbricas del activo corriente menos líquidas, la solvencia del Grupo es aún menor, no alcanzando en ninguno de los años, valores superiores a la unidad. Este ratio sirve para confirmar de nuevo, que el Grupo no es solvente a corto plazo: no existe puntualidad en el pago.

✓ *Tesorería*

$$Tesorería = \frac{Efectivo\ y\ equivalentes + Inversiones\ financieras\ a\ corto\ plazo}{Pasivo\ corriente}$$

Ecuación 2.6

Este ratio es utilizado para conocer cuál es la capacidad de respuesta inmediata de una empresa a sus compromisos de pago derivados de deudas con vencimiento en el corto plazo. Expresa la liquidez de una empresa de forma más inmediata.

**Tabla 2.9: Evolución del ratio de tesorería**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Tesorería</b>	0,17	0,30	0,29	0,18	0,22	0,17

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.8: Evolución del ratio de tesorería**



Fuente: *elaboración propia*

Se observa que es en los años 2009 y 2010 cuando el Grupo dispone de mayor liquidez para hacer frente a sus compromisos de pago de forma inmediata. Por su parte, en los años 2008 y 2013, el ratio alcanza sus valores más bajos.

✓ *Tasa media de conversión en efectivo del activo (TMCEA)*

Esta tasa es utilizada para conocer cuál es la proporción existente entre el total disponible generado por las operaciones ordinarias y el total activo. Mide la rapidez con la que el activo se convierte en liquidez, por lo que cuanto más elevado sea su valor, en mejor situación se encontrará la empresa.

$$TMCEA = \frac{\text{Flujos de efectivo de las actividades de explotación}}{\text{Total activo}}$$

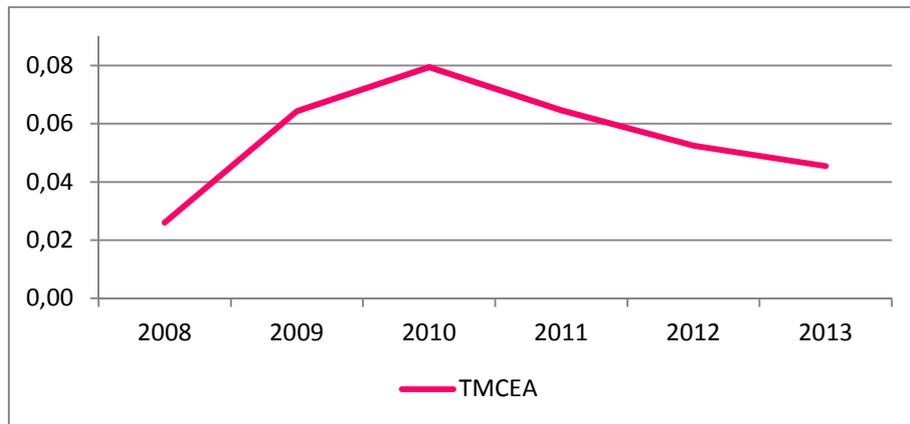
*Ecuación 2.7*

**Tabla 2.10: Evolución de la TMCEA**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>TMCEA</b>	0,03	0,06	0,08	0,06	0,05	0,05

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.9: Evolución de la TMCEA**



Fuente: *elaboración propia*

La tasa creció hasta el año 2010, a partir del cual comenzó a descender, manteniéndose constante durante los dos últimos años. No obstante, a pesar de su descenso, los valores alcanzados durante el periodo han sido próximos entre sí.

### 2.2.3. Análisis financiero a largo plazo

#### ✓ *Garantía de acreedores*

Este ratio es utilizado para comprobar si existe inversión suficiente para asegurar a los acreedores el pago total de sus deudas.

$$\text{Garantía de acreedores} = \frac{\text{Total Activo}}{\text{Total Pasivo}}$$

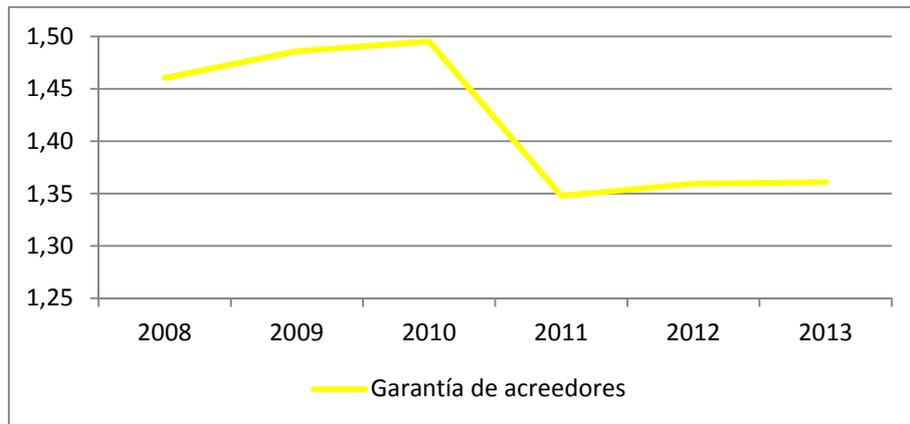
*Ecuación 2.8*

**Tabla 2.11: Evolución del ratio de garantía de acreedores**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Garantía de acreedores</b>	1,46	1,49	1,49	1,35	1,36	1,36

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.10: Evolución del ratio de garantía de acreedores**



Fuente: *elaboración propia*

El ratio arroja siempre valores superiores a la unidad, de tal forma que por cada euro de deuda, existe más de un euro de inversión que asegura su cancelación o reembolso. La deuda del Grupo se encuentra avalada por un patrimonio de cuantía superior, existiendo así, garantía de acreedores. No obstante, se ha de señalar, que esta garantía se ha visto reducida a partir del año 2011, si bien, se ha mantenido constante durante los subsiguientes años.

✓ **Firmeza**

El ratio de firmeza, calculado como cociente entre el activo no corriente y el exigible a largo plazo (pasivo no corriente), indica qué proporción de activos fijos son financiados con recursos ajenos a largo plazo.

$$Firmeza = \frac{Activo\ no\ corriente}{Pasivo\ no\ corriente}$$

*Ecuación 2.9*

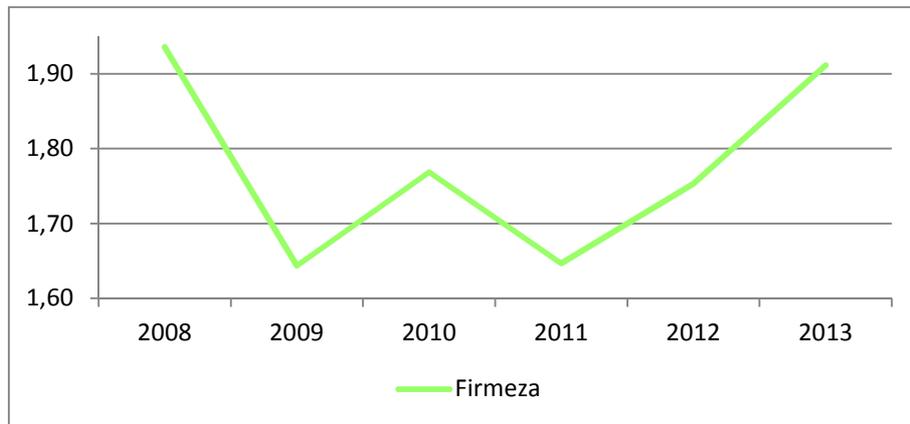
Se trata de un ratio que analiza la situación futura de la empresa, al ser indicativo del grado de seguridad que la empresa ofrece a sus acreedores a largo plazo. Valores superiores a la unidad son prueba de que la empresa ofrece seguridad a sus acreedores en el pago de sus deudas a largo plazo, pues revelan la existencia de suficientes activos no corrientes como para hacer frente a ellas.

**Tabla 2.12: Evolución del ratio de firmeza**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Firmeza</b>	1,94	1,64	1,77	1,65	1,75	1,91

Fuente: *elaboración propia*

**Gráfico 2.11: Evolución del ratio de firmeza**



Fuente: elaboración propia

Durante el periodo de análisis, el ratio alcanza siempre valores por encima de la unidad: por cada euro de pasivo a largo plazo existe más de un euro de activo a largo plazo que garantiza su reembolso. En relación a su evolución, se puede destacar que tanto en 2009 como en 2011, sus valores caen considerablemente respecto al año anterior, si bien, en los últimos años ha mantenido una tendencia alcista.

### 2.3. ANÁLISIS ECONÓMICO

El análisis económico es el encargado de estudiar la rentabilidad de las empresas, es decir, la capacidad de las mismas para generar beneficios. Su estudio va a permitir conocer cuál es la relación que se establece entre lo que se ha invertido en una operación y el rendimiento económico que ésta ha generado.

#### 2.3.1. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica, conocida también como rentabilidad de los activos o de las inversiones, analiza la rentabilidad de la estructura económica de la empresa, es decir, del activo.

Su cálculo se realiza dividiendo el beneficio obtenido antes del pago de intereses (gastos financieros) e impuestos (impuesto sobre beneficios), conocido como BAIT, entre la inversión total realizada en activo. Los valores obtenidos son indicativos de la rentabilidad obtenida por los activos utilizados por la empresa, con independencia de quién los financie y del efecto fiscal sobre el resultado de la empresa.

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Activo total promedio durante el ejercicio}}$$

Ecuación 2.10

La interpretación de este ratio supone comparar la rentabilidad de la empresa antes de descontar la retribución de los recursos utilizados (intereses para los acreedores,

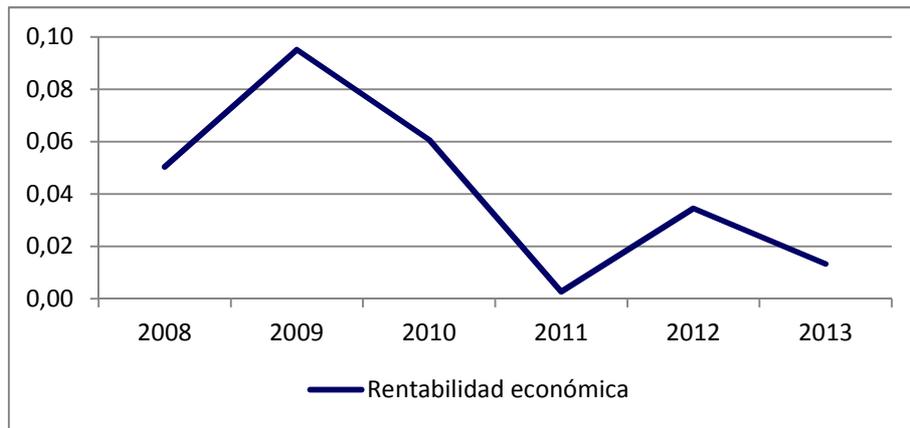
dividendos para los accionistas) y el impuesto sobre el beneficio, con las inversiones reales utilizadas en su obtención (Garrido e Íñiguez: 2010, p. 391).

**Tabla 2.14: Evolución de la rentabilidad económica**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rentabilidad económica</b>	5,04%	9,51%	6,07%	0,28%	3,46%	1,33%

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.12: Evolución de la rentabilidad económica**



Fuente: elaboración propia

Durante el periodo de análisis, la rentabilidad que el Grupo ha obtenido de sus activos, ha ido decreciendo, alcanzando su menor valor, en el año 2011. Este hecho es especialmente llamativo, pues la rentabilidad obtenida, ni siquiera llega al 1%. Los tres primeros años, la rentabilidad económica alcanza sus mayores valores, valores que no se mantienen en los años sucesivos. En el último año, la rentabilidad se encuentra próxima a cero, por lo que el rendimiento que el Grupo está sacando de su activo no es elevado.

La rentabilidad económica también puede ser estudiada, como producto de dos cocientes (*Desglose Du Pont*). El primero de ellos, conocido como margen de beneficio, relaciona el BAIT con la cifra neta de negocios, mientras que el segundo, conocido como rotación de la inversión, relaciona la cifra neta de negocios con el activo total. Esta descomposición se lleva a cabo porque una empresa puede incidir sobre la rentabilidad económica a través del margen de beneficios (aumentando el precio de venta, reduciendo los costes o ambos a la vez) o a través de la rotación del activo (vendiendo más cantidad, reduciendo el volumen de activo o ambos a la vez).

El margen de beneficio, informa sobre los euros de beneficio que proporciona cada euro de ingresos, es decir, el beneficio por unidad de venta.

$$\text{Margen de beneficio} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Cifra neta de negocios}}$$

Ecuación 2.11

Su valor numérico ha de ser entendido como el beneficio que queda una vez han sido cubiertos todos los gastos asociados a los factores productivos utilizados en la obtención de los productos vendidos o de los servicios prestados.

La rotación de la inversión informa sobre los euros de ingresos generados por cada euro de capital invertido. Expresa el número de veces que se ha vendido y repuesto el activo, o dicho de otro modo, el nivel de ventas alcanzado para una determinada inversión.

$$\text{Rotación de la inversión} = \frac{\text{Cifra neta de negocios}}{\text{Activo total promedio durante el ejercicio}}$$

Ecuación 2.12

**Tabla 2.15: Evolución del margen y la rotación**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Margen</b>	8,22%	9,99%	6,40%	0,32%	4,02%	1,56%
<b>Rotación</b>	61,28%	95,25%	94,83%	87,20%	85,89%	85,24%

Fuente: *elaboración propia*

Durante el periodo de estudio, por cada unidad de producto vendida, el Grupo obtuvo márgenes de beneficio inferiores al 10%. Llama la atención el margen de beneficio obtenido en el año 2011, que no llega al 1%. Así mismo, puede observarse como dicho margen se ha reducido a lo largo de los años, hasta alcanzar un 1,56% en el año 2013.

En lo que a la rotación de la inversión se refiere, se observa que a partir del año 2008, se produce un aumento de la misma, que se mantiene relativamente constante durante los años sucesivos. En cualquier caso, el nivel de ventas alcanzado para la inversión realizada, alcanza porcentajes que oscilan entre el 85 y el 95%.

### 2.3.2. Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera, calculada como cociente entre el resultado del ejercicio y el patrimonio neto, es el beneficio que obtienen los accionistas de una empresa por cada unidad monetaria invertida en ella.

$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Patrimonio neto promedio}}$$

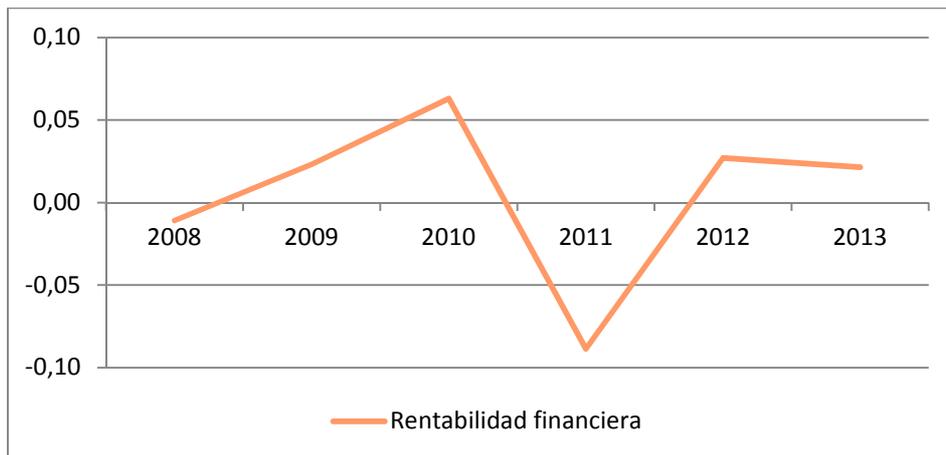
Ecuación 2.13

**Tabla 2.16: Evolución de la rentabilidad financiera**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rentabilidad financiera</b>	-1,09%	2,31%	6,31%	-8,87%	2,69%	2,15%

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.13: Evolución de la rentabilidad financiera**



Fuente: elaboración propia

La rentabilidad financiera es negativa en los años 2008 y 2011, como consecuencia de que el resultado consolidado del ejercicio fue negativo. En estos dos años, la inversión que los accionistas realizaron no les reportó rentabilidad. Cuando decidieron invertir en *Campofrío*, rechazaron otras alternativas de inversión, incurriendo en lo que se conoce como coste de oportunidad. De esta forma, renunciaron a la posibilidad que les brindaban otro tipo de inversiones, tales como las inversiones sin riesgo, de obtener una rentabilidad superior.

Salvo en el año 2010, en el que la rentabilidad financiera alcanzó su máximo valor, podría decirse, que los accionistas del Grupo han obtenido una rentabilidad similar durante el periodo de estudio, alcanzando valores comprendidos entre el 2 y el 3%.

### 2.3.3. Apalancamiento financiero (AFI)

Desde una perspectiva económica, la utilización de fondos ajenos puede ser beneficiosa si los rendimientos de las inversiones de la empresa son superiores al coste efectivo de dicha deuda, ya que en este caso el endeudamiento dejará un margen suplementario en beneficio de los socios o propietarios (*Cabal et al.: 2010, p. 95*).

Con el análisis del apalancamiento financiero se puede conocer si la utilización de deuda por parte de una empresa para financiar sus inversiones, ha beneficiado o ha perjudicado a sus accionistas (incrementado o reduciendo la rentabilidad financiera).

$$AFI = \text{Rentabilidad financiera con deuda} - \text{Rentabilidad financiera sin deuda}$$

La rentabilidad financiera sin deuda es una rentabilidad hipotética, pues muestra la rentabilidad que hubiera obtenido una empresa en el caso de que no hubiese empleado deuda para financiarse.

$$\text{Rentabilidad financiera sin deuda} = \frac{\text{Resultado del ejercicio} + GF (1 - t)}{FP + FA \text{ remunerables}}$$

Ecuación 2.15

Siendo:

- GF: gastos financieros
- t: tipo impositivo
- FP: fondos propios en su estado medio
- FA remunerables: fondos ajenos remunerables en su estado medio

Si la rentabilidad financiera con deuda es superior a la rentabilidad financiera hipotética que se habría conseguido en el caso de haber sustituido toda la deuda por capitales propios, entonces el endeudamiento habría sido beneficioso para los accionistas; en caso contrario, el endeudamiento habría resultado perjudicial.

Que el apalancamiento financiero sea positivo o negativo y que su efecto sobre la rentabilidad conseguida por los accionistas sea beneficioso o perjudicial, dependerá de que el coste efectivo del endeudamiento (tipo de interés medio asociado a las deudas) sea superior o inferior a la rentabilidad financiera sin deuda, de tal forma que:

- Si el coste efectivo del endeudamiento es superior a la rentabilidad económica o rentabilidad financiera sin deuda, la empresa habrá obtenido un diferencial positivo, al obtener una rentabilidad de sus inversiones mayor de lo que le han costado los recursos necesarios para poder llevarlas a cabo.
- En caso contrario, el diferencial será negativo, obteniendo una rentabilidad de sus inversiones inferior al coste en el que ha incurrido para ello.

**Tabla 2.17: Evolución de la rentabilidad financiera sin deuda, el coste efectivo del endeudamiento y el apalancamiento financiero**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rentabilidad financiera sin deuda</b>	3,20%	5,42%	7,20%	-1,01%	4,74%	4,32%
<b>Coste efectivo del endeudamiento</b>	7,76%	8,91%	8,23%	7,39%	6,68%	6,45%
<b>AFI</b>	-4,30%	-3,11%	-0,89%	-7,86%	-2,04%	-2,17%

Fuente: *elaboración propia*

El coste efectivo del endeudamiento es superior a la rentabilidad financiera sin deuda, y como consecuencia de ello, el apalancamiento financiero es negativo. La utilización de deuda para financiar las inversiones del Grupo ha perjudicado a los accionistas, los

cuales han obtenido una rentabilidad inferior a la que podrían haber obtenido, en el hipotético caso de que el Grupo no se hubiese endeudado.

## 2.4. ANÁLISIS BURSÁTIL

El análisis bursátil es llevado a cabo por los analistas financieros en empresas que cotizan en bolsa, con el objetivo de evaluar su rendimiento, de cara a realizar una posible inversión en las mismas.

En el caso concreto de CFG, se hace preciso mencionar, que como consecuencia de que su resultado consolidado del ejercicio fue negativo en los años 2008 y 2011, los ratios que van a permitir llevar a cabo el análisis bursátil, no serán calculados para dichos ejercicios, pues no aportarían información útil.

### 2.4.1. Beneficio por acción (BPA)

El beneficio por acción o EPS (*earnings per share*) es el cociente entre el resultado del ejercicio y el número de acciones en circulación, por lo que muestra el beneficio relativo a cada acción (*Garrido e Íñiguez: 2010, p. 391*).

$$BPA = \frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Número de acciones en circulación}}$$

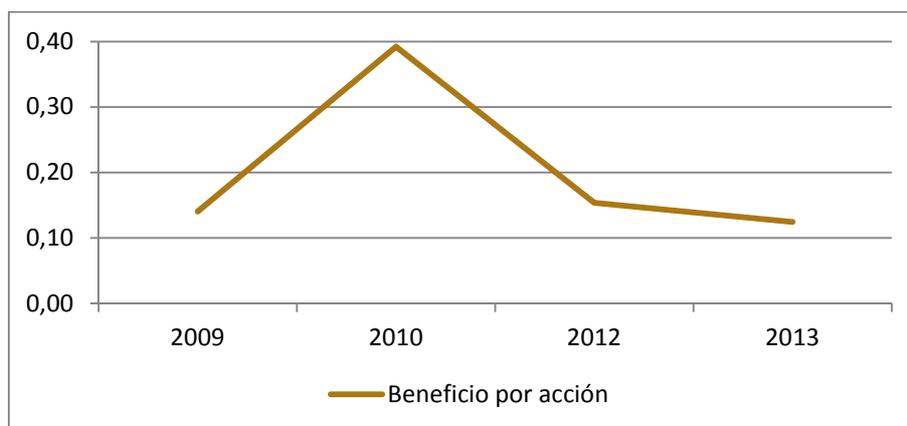
Ecuación 2.16

Tabla 2.18: Evolución del BPA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>BPA</b>	-	0,14	0,39	-	0,15	0,12

Fuente: *elaboración propia*

Gráfico 2.14: Evolución del BPA



Fuente: *elaboración propia*

Entre 2009 y 2010, el beneficio por acción creció un 25%. Sin embargo, este crecimiento no se mantuvo en los años siguientes, en los que fue descendiendo hasta alcanzar en el año 2013, un beneficio de 0,12 euros por acción.

### 2.4.2. Price earnings ratio (PER)<sup>4</sup>

El PER recoge la relación existente entre el valor de mercado de un título, medido por la cotización del mismo, y el beneficio por acción alcanzado en el ejercicio (Garrido e Íñiguez: 2010, p. 393).

$$PER = \frac{\text{Valor cotización de la acción}}{BPA}$$

Ecuación 2.17

Mide el número de veces que el valor de cotización de una acción supera el beneficio contable de dicha acción. Dicho de otro modo, cuánto paga el mercado por cada unidad monetaria de ganancia de la empresa (Garrido e Íñiguez: 2010, p. 393).

**Tabla 2.19: Evolución del PER**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PER</b>	-	47,45	18,94	-	31,54	55,42

Fuente: elaboración propia

**Gráfico 2.15: Evolución del PER**



Fuente: elaboración propia

Tras el descenso producido en el año 2010, el PER ha experimentado un fuerte crecimiento, siendo más intenso en el año 2013. Esto se debe a que el mercado estima que la empresa tiene elevadas expectativas de crecimiento. Es muy probable que esta optimista estimación, sea consecuencia de la entrada de *Sigma* y del grupo *Shuanghui* en el capital de *Campofrío*, pues la dimensión empresarial de ambos y la cuantía de la operación son dos factores que hacen de *Campofrío* una empresa atractiva.

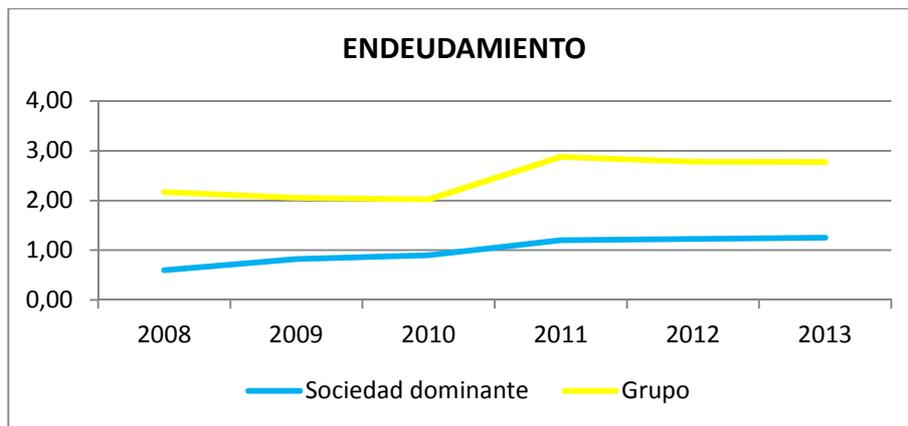
<sup>4</sup> Para su cálculo se ha tomado como valor de referencia, el valor de la última cotización del ejercicio.

## 2.5. ANÁLISIS COMPARATIVO

A continuación se procederá a calcular los ratios más importantes que permiten conocer cuál es la situación económico-financiera de una empresa, utilizando para ello las cuentas individuales de la sociedad dominante y las cuentas consolidadas del Grupo, para conocer si existen cambios en la misma, así como, cuál es la aportación de las sociedades dependientes y asociadas al Grupo.

### 2.5.1. Endeudamiento

**Gráfico 2.16: Evolución conjunta del endeudamiento**

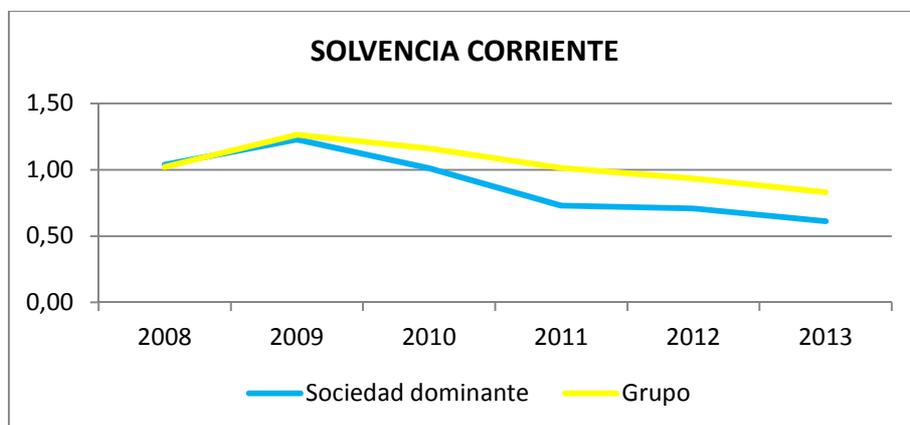


Fuente: elaboración propia

Existen grandes diferencias en el nivel de endeudamiento. Así pues, la sociedad dominante alcanza valores inferiores a la unidad hasta el año 2010, inclusive. Durante este periodo, su estructura financiera estaba dominada por el patrimonio neto y eran los propietarios, los principales aportantes de fondos. A partir de entonces, y hasta el día de hoy, son los acreedores quienes se constituyen como principales aportantes. Por su parte, la estructura financiera del Grupo siempre ha estado liderada por los recursos ajenos.

### 2.5.2. Solvencia corriente

**Gráfico 2.17: Evolución conjunta de la solvencia corriente**

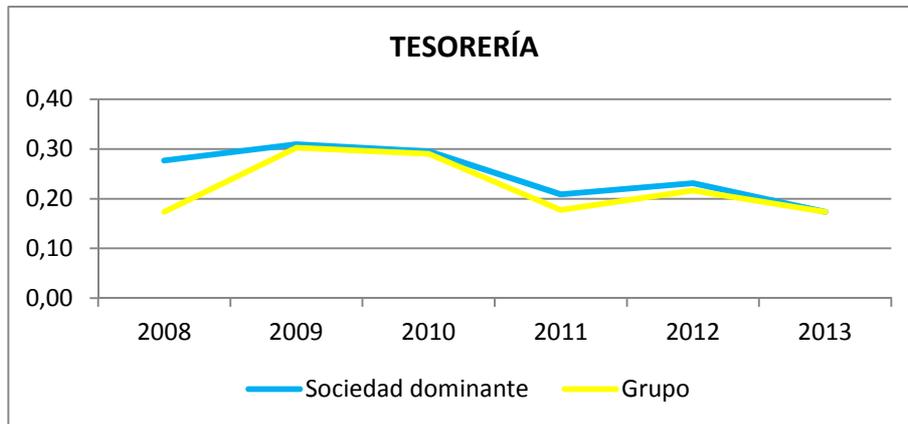


Fuente: elaboración propia

La capacidad para hacer frente a los compromisos de pago en el corto plazo, es mayor en el Grupo, salvo en 2008 y 2009, que es muy similar entre ambos. En cualquier caso, se reduce la capacidad tanto de la sociedad dominante como del Grupo.

### 2.5.3. Tesorería

**Gráfico 2.18: Evolución conjunta de la tesorería**

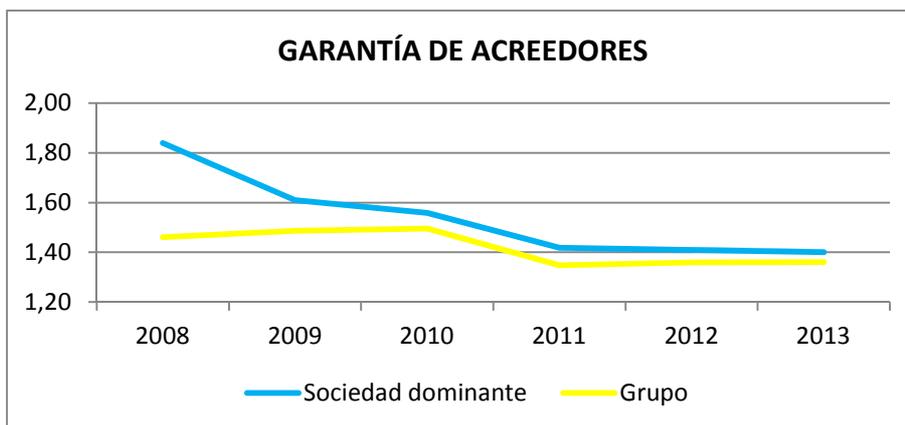


Fuente: elaboración propia

La sociedad dominante posee mayor liquidez para hacer frente a sus compromisos de pago en el corto plazo de forma inmediata. Si bien, en el último año, el valor del ratio coincide en ambos casos.

### 2.5.4. Garantía de acreedores

**Gráfico 2.19: Evolución conjunta de la garantía de acreedores**



Fuente: elaboración propia

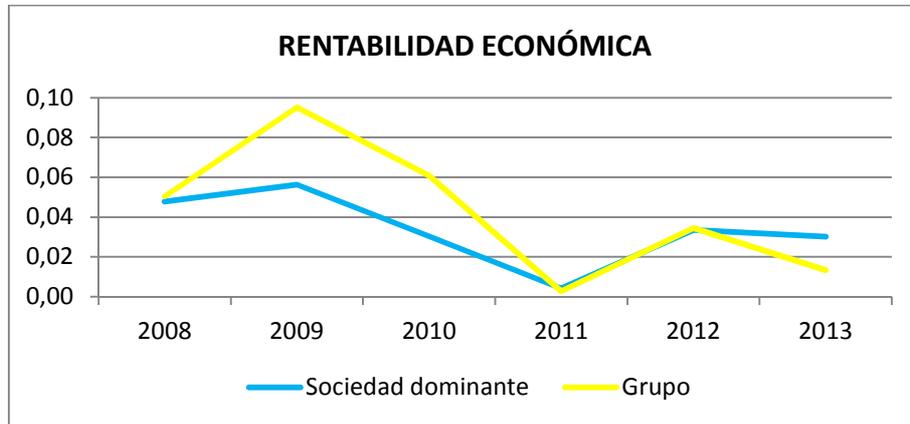
En ambos casos el ratio alcanza siempre valores superiores a la unidad, por lo que tanto sociedad dominante como Grupo, cuentan con patrimonio suficiente como para asegurar a los acreedores el pago de sus deudas con vencimiento a largo plazo.

Si se observa la evolución del ratio a lo largo del periodo de análisis, puede observarse que la garantía se ha reducido, siendo en el caso de la sociedad dominante, más

agudo este descenso. No obstante, como se mencionó anteriormente, a pesar del descenso, sigue existiendo seguridad en el pago de las deudas.

### 2.5.5. Rentabilidad económica

**Gráfico 2.20: Evolución conjunta de la rentabilidad económica**

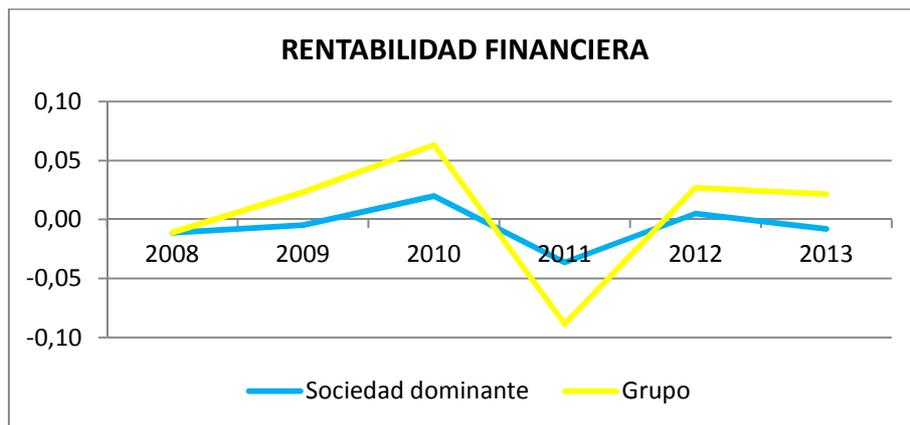


Fuente: elaboración propia

Durante los tres primeros años, la rentabilidad económica obtenida es mayor en el Grupo. Entre 2011 y 2012 alcanza valores muy parejos y en 2013, disminuye en el Grupo y se mantiene constante en la sociedad dominante, que en este caso, obtiene una mayor rentabilidad de sus activos.

### 2.5.6. Rentabilidad financiera

**Gráfico 2.21: Evolución conjunta de la rentabilidad financiera**



Fuente: elaboración propia

La rentabilidad obtenida por los accionistas es negativa en los años 2008, 2011 y 2013 en la sociedad dominante, y en los años 2008 y 2011, en el Grupo. Si bien, es preciso destacar que en el Grupo es donde se reduce más drásticamente, pues entre el año 2010 y 2011 pasa de un 6% a un -10%.

## CONCLUSIONES

Se exponen a continuación las principales conclusiones que, a mi parecer, se derivan de este trabajo:

### Conclusiones del primer capítulo:

- Las perspectivas que ofrece el mercado español, marcadas por la actual crisis económica que atraviesa el país, han hecho que las exportaciones se conviertan no sólo en una oportunidad, sino también, en una necesidad. Es por ello que las empresas españolas que operan en este sector se han visto obligadas a buscar oportunidades de negocio en los mercados exteriores, aprovechando el potencial que la *marca España* tiene en los mismos. Gracias a ello, las empresas cárnicas españolas han podido mantener sus niveles de producción y España se sigue manteniendo en los puestos de cabeza de la producción cárnica mundial.
- En este contexto, *Campofrío Food Group* se constituye como un grupo empresarial, que a pesar de las arduas perspectivas ofrecidas por el mercado español, consigue generar casi el 50% de sus ingresos por ventas en dicho mercado.
- Con la llegada de Pedro Ballvé a la dirección de *Campofrío*, se comienza a construir la base de la filosofía de la empresa, centrada en la innovación. En su búsqueda de satisfacer mejor las diferentes necesidades de los clientes, la empresa ha apostado por la innovación, creando diferentes marcas, difusoras de una alta imagen de calidad y prestigio, que le han permitido transmitir garantía y confianza a sus clientes. Al mismo tiempo, su amplia y variada cartera de productos, adaptada a las características locales de cada uno de los mercados en los que tiene presencia, le ha permitido consolidar su posición en el mercado nacional e internacional, convirtiéndose en una de las empresas de referencia del sector cárnico.

### Conclusiones del segundo capítulo:

- El análisis patrimonial revela un estilo financiero orientado hacia los recursos ajenos, los cuales constituyen la principal fuente de financiación del Grupo.
- El análisis financiero desvela que su estructura financiera no es equilibrada. Sus inversiones no están siendo financiadas adecuadamente. El Grupo está financiando inversiones permanentes y a largo plazo con deudas cuyo vencimiento tiene lugar en el corto plazo, por lo que existe un desajuste temporal entre los plazos de conversión del activo en liquidez y los plazos de exigibilidad de las deudas, que ha llevado al Grupo ante una situación de inestabilidad financiera que impide que sea capaz de atender sus compromisos de pago en el corto plazo. No

obstante, el Grupo posee patrimonio suficiente como para asegurar la cancelación o el reembolso de sus deudas. Por tanto, podría concluirse que existe seguridad en el pago, pero, no puntualidad.

- El análisis económico pone de manifiesto que el Grupo obtiene de su endeudamiento una rentabilidad inferior a su coste y como consecuencia de ello, el apalancamiento financiero es negativo. El uso de pasivo perjudica a los accionistas, los cuales habrían obtenido una mayor rentabilidad de su inversión, en el caso de que el Grupo hubiese optado por financiar sus inversiones con capitales propios.
- De la capacidad de una empresa para generar beneficios depende la capacidad de la misma para hacer frente a sus compromisos de pago. Al mismo tiempo, la rentabilidad obtenida va a estar condicionada por la forma elegida para financiarse. Es por ello, que de las tres vertientes anteriores de análisis, puede concluirse que la utilización de financiación externa es la desencadenante de los problemas de liquidez a corto plazo del Grupo, ya que ha incidido negativamente en la capacidad del mismo para generar beneficios y como consecuencia de ello, su capacidad para hacer frente a sus compromisos de pago se ha visto resentida.
- El análisis comparativo muestra diferencias en el nivel de endeudamiento de la sociedad dominante y del Grupo. Así pues, aunque puede afirmarse que el estilo financiero del Grupo está orientado hacia los recursos ajenos, no puede decirse lo mismo de la sociedad dominante, en la que hasta el año 2010, inclusive, era el patrimonio neto quien lideraba su estructura financiera. En lo que a la solvencia se refiere, tanto sociedad dominante como Grupo cuentan con un patrimonio lo suficientemente grande como para avalar el pago de sus deudas; sin embargo, a corto plazo, presentan dificultades a la hora de hacer frente a sus compromisos de pago.
- Durante los tres primeros años, la aportación de las sociedades dependientes y asociadas al Grupo fue positiva, puesto que gracias a la agregación de las mismas, la rentabilidad que se obtuvo de las inversiones realizadas, fue superior. Los dos años siguientes, su presencia dentro del Grupo resultó indiferente, ya que la rentabilidad obtenida fue prácticamente la misma y el último año, su aportación fue nula, pues la sociedad dominante por sí misma, obtuvo una mayor rentabilidad que el Grupo.

## BIBLIOGRAFÍA

### Documentos en Internet:

Moreno, J., 2009. Investigaciones de Historia Económica. *Formación e Internacionalización de la Gran Empresa Cárnica Española, 1944-2008: Campofrío* [online], primavera 2009. Disponible en:

<http://ihe.aehe.net/articulo.php?id=4&num=14> [consultado 12 de febrero de 2014]

Asociación de Investigación de Industrias Cárnicas del Principado de Asturias. Estudio del estado actual y tendencias tecnológicas del sector cárnico. *La formación continua en el sector cárnico y los nuevos mercados* [online]. Disponible en:

[http://www.magmastore.com/consejo/ficheros/documentos/1293613903.02\\_2\\_Situacion del Sector Carnico resumen.pdf](http://www.magmastore.com/consejo/ficheros/documentos/1293613903.02_2_Situacion_del_Sector_Carnico_resumen.pdf) [consultado 4 de febrero de 2014]

### Informes:

Campofrío Food Group, 2012. *Informe anual 2012* [online].

### Libros:

Garrido, P. e Íñiguez, R., 2010. *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Madrid: Grupo Anaya, S.A.

Cabal, E., Cuervo, J.C., De Andrés, J. y García, V., 2010. *Manual de Análisis Contable*. Oviedo: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Oviedo.

### Legislación:

Decreto 2484/1967, de 21 de septiembre, por el que se aprueba el texto del Código Alimentario Español (BOE, nº248, de 17 de octubre de 1967).

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE, nº278, de 20 de noviembre de 2007).

### Páginas web:

Asociación Nacional de Industria de la Carne. Disponible en: [www.anice.es](http://www.anice.es)

Agrodigital, 2014. Seis grandes retos del sector cárnico para 2014 [online]. Disponible en: <http://www.agrodigital.com/PIArtStd.asp?CodArt=92146> [consultado 11 de febrero de 2014]

Agronews Castilla y León, 2013. Los castellanoleoneses los españoles que más carne consumen [online] Disponible en: <http://www.agronewscastillayleon.com/los-castellanoleoneses-los-espanoles-que-mas-carne-consume> [consultado 4 de febrero de 2014]

Ainiaactualidad, 2014. Los retos del sector cárnico analizados en la jornada coorganizada por Ainia y Anice [online] Disponible en: <http://actualidad.ainia.es/web/ainiaactualidad/notas-prensa/notas-de-prensa-de-ainia/-/articulos/Tc1/content/los-retos-del-sector-carnico-analizados-en-la-jornada-co-organizada-por-ainia-y-anice> [consultado 11 de febrero de 2014]

Campofrío. Disponible en: [www.campofrio.es](http://www.campofrio.es)

Campofrío Food Group. Disponible en: [www.campofriofoodgroup.com](http://www.campofriofoodgroup.com)

CdeComunicación.es, 2014. El sector cárnico crece en precio pero no en volumen [online]. Disponible en: <http://carnica.cdecomunicacion.es/noticias/8253/el-sector-carnico-crece-en-precio-pero-no-en-volumen> [consultado 11 de febrero de 2014]

Comisión Nacional del Mercado de valores. Disponible en: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

Diario ABC, 2014. Campofrío, la pequeña empresa burgalesa que se comió el mundo [online]. Disponible en: <http://www.abc.es/economia/20131125/abci-campofrio-historia-venta-201311221717.html> [consultado 12 de febrero de 2014]

Diario Cinco Días, 2011. Los dueños de Campofrío excluirán la compañía de Bolsa [online]. Disponible en: [http://cincodias.com/cincodias/2011/04/06/empresas/1302256746\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2011/04/06/empresas/1302256746_850215.html) [consultado 24 de febrero de 2014]

Diario El País, 1987. La familia Ballvé toma el control del 100% de Campofrío, al recuperar el 50% en manos de Beatrice Foods. Disponible en: [http://elpais.com/diario/1987/12/02/economia/565398007\\_850215.html](http://elpais.com/diario/1987/12/02/economia/565398007_850215.html) [consultado 12 de febrero de 2014]

Diario La Vanguardia, 2014. Un 10% de las empresas cárnicas españolas exportan al mercado internacional [online]. Disponible en: <http://www.lavanguardia.com/economia/20140303/54401969072/un-10-de-las-empresas-carnicas-espanolas-exportan-al-mercado-internacional.html> [consultado 7 de febrero de 2014]

Don Dividendo, 2013. Análisis de Campofrío Food Group (CFG) [online]. Disponible en: <http://www.dondividendo.com/2013/01/analisis-de-campofrio-food-group-cfg.html> [consultado 14 de febrero de 2014]

Europa express, 2013. Campofrío lanza un portal de nutrición en Internet para “fomentar una alimentación saludable” [online]. Disponible en: <http://www.europapress.es/nacional/noticia-rsc-campofrio-lanza-portal-nutricion-internet-fomentar-alimentacion-saludable-20130910144308.html> [consultado 19 de febrero de 2014]

ICEX. Disponible en: [www.icex.es](http://www.icex.es)

Instituto Nacional de Estadística. Disponible en: <http://www.ine.es>

Invertia, 2013. Los accionistas de Smithfield deciden hoy si Campofrío será china [online]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/accionistas-smithfield-deciden-campofrio-sera-china-2904054.htm> [consultado 24 de febrero de 2014]

Invertia, 2013. ¿Opa o vender acciones? La china Shuanghui ya es el primer accionista de Campofrío [online]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/opa-vender-acciones-china-shuanghui-accionista-campofrio-2904244.htm#lyF3LW0ZZ2wV9de> [consultado 24 de febrero de 2014]

Invertia, 2013. Ballvé, favorito para adquirir el 7% de Shuanghui en Campofrío, según analistas [online]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/ballve-favorito-adquirir-shuanghui-campofrio-analistas-2905489.htm> [consultado 24 de febrero de 2014]

Invertia, 2013. Grupo mexicano Sigma compra 40% Campofrío, prepara opa-diario [online]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/grupo-mexicano-sigma-compra-campofrio-prepara-opa-diario-2922539.htm> [consultado 24 de febrero de 2014]

Invertia, 2013. La mexicana Sigma y la china Shuanghui se asocian para controlar Campofrío [online]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/mexicana-sigma-china-shuanghui-asocian-controlar-campofrio-2936291.htm> [consultado 24 de febrero de 2014]

Microal. Disponible en: <http://www.microal.com/>

Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio ambiente. Disponible en: [www.magrama.gob.es](http://www.magrama.gob.es)

## ANEXO I: CAMPOFRÍO FOOD GROUP, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Detalle del Grupo de sociedades a 31 de diciembre de 2013

DENOMINACIÓN DE LA SOCIEDAD	DOMICILIO SOCIAL	% PARTICIPACIÓN
La Montanera, S.A.U.	España	100%
Valpro Alimentación, S.A.U.	España	100%
Total Meat Marketing, S.R.L.	Rumanía	100%
S.C. Camporom Productie, S.R.L.	Rumanía	100%
Carnes Selectas 2000, S.A.U.	España	100%
Gecalial, S.L.U.	España	100%
Campofrío Food Group Holding, S.L.	España	100%
Campofrío Food Group Deutschland GMBH	Alemania	100%
Campofrío Food Group Belgium BVBA	Bélgica	100%
Imperial Meat Products, VOF	Bélgica	100%
Imperial Coordinación Center BVBA	Bélgica	100%
Groupe Smithfield Netherlands Holding, B.V.	Holanda	100%
Campofrío Food Group Netherlands, B.V.	Holanda	100%
Stegeman, CV	Holanda	100%
Inter Food Services, Ltd.	Reino Unido	100%
Campofrío Food Group France Holding, SAS	Francia	100%
Aoste España, S.A.	España	100%
Aoste Libre Service Pretranche, SNC	Francia	100%
Aoste, SNC	Francia	100%
Aoste Filiale Suisse, SARL	Suiza	100%
SEC, SNC	Francia	100%
G-SEC GIE	Francia	100%
Nobre Alimentação, S.A.	Portugal	100%
Salaisons Moroni	Francia	100%
Cesare Fiorucci S.p.A.	Italia	100%
Fiorucci Foodservice S.r.l.	Italia	100%
Fiorucci Foods Inc.	EEUU	100%
Fuirucci UK Ltd.	Reino Unido	100%
Fiorucci S.A.M.	Mónaco	99,99%
Luigi Ugolotti S.r.l.	Italia	100%
Fiorucci Deutschland GMBH	Alemania	100%
Cucina Facile S.r.l.	Italia	100%
Sapori d'Abruzzo	Italia	100%
Nuova Mondial S.p.A.	Italia	50%
Cogeneradora Burgalesa, S.L.	España	50%
Desarrollos Porcinos de Castilla y León, S.L.	España	42%
Caroli Foods Group, B.V.	Holanda	49%
SC Tabco Campofrío, S.A.	Rumanía	49%
Caroli Foods Group, S.r.l.	Rumanía	49%
Coroli Foods Brands, S.r.l.	Rumanía	49%
Caroli Food S.r.l. Moldova	Rumanía	49%
Coroli Management Services S.r.l.	Rumanía	49%
Jean Caby SAS	Francia	49%
Financière de la Charcuterie JV, S.a.r.l.	Luxemburgo	49%
Financière de la Charcuterie S.a.r.l.	Luxemburgo	49%
Jean Caby Holding SAS	Francia	49%