

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

CURSO ACADÉMICO 2014/2015

Trabajo Fin de Máster

**ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS: CODORNÍU
vs. FREIXENET**

Lorenza Ada Bicoro Nguema

Oviedo, a Mayo 2015

1. INTRODUCCIÓN.....	3
1.1 Codoníu S.A.	4
1.2 FREIXENET S.A.....	4
2. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO.....	5
2.1 Análisis del Balance	5
2.2 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias	17
2.3 Análisis de actividad	25
2.3.1 Periodo medio de cobro a clientes.....	25
2.4 Análisis de liquidez	27
2.4.1 Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo.....	27
2.4.2 Ratio de la prueba ácida o acid test	28
2.4.3 Ratio de tesorería	29
2.5 Análisis de la solvencia.....	31
2.5.1 Ratio de endeudamiento	31
2.5.2 Ratio de calidad de la deuda.....	33
2.5.3 Ratio de garantía	34
2.5.4 Ratio de firmeza.....	35
2.5.5 Cobertura de los gastos financieros	36
2.6 Análisis de rentabilidad.....	38
2.6.1 Rentabilidad Económica	38
2.6.2 Rentabilidad Financiera	41
2.6.3 Apalancamiento financiero	42
3. CONCLUSIONES.....	45
4. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	47

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo consiste en llevar a cabo un análisis económico-financiero de empresas pertenecientes al sector vitivinícola español. El análisis se centra fundamentalmente en los espumosos, en concreto el “cava” y las empresas analizadas son Freixenet y Codoníu. El estudio se realiza a partir de la información que aparece en sus estados financieros, los cuales se han obtenido mediante SABI (Sistemas de análisis de Balances Ibéricos). Con el objetivo de valorar la situación de ambas empresas a lo largo de los últimos cinco ejercicios de los cuáles existen datos disponibles, se ha llevado a cabo un análisis comparativo de liquidez, solvencia y rentabilidad, entre otros aspectos, con el fin de poder realizar conclusiones a partir de datos obtenidos.

En los últimos años las empresas del cava han experimentado una disminución de las ventas como consecuencia de la caída del consumo nacional. Según datos oficiales, las ventas exteriores hacen que estas empresas sigan obteniendo beneficios en estos momentos de crisis económica y logran compensar el descenso de las ventas nacionales. Se ha escogido a estas dos empresas porque son referentes a nivel nacional del vino espumoso de calidad. Llevan siglos ejerciendo la actividad de elaboración y comercialización de vinos espumosos.

El análisis se desarrolla para un periodo comprendido entre 2010 y 2013, ambos inclusive. Se han seleccionado las cuentas no consolidadas de cada empresa para llevar a cabo una comparación entre empresas y no entre grupos.

La estructura del trabajo se configura de la siguiente manera. En primer lugar, se comentan las características del sector y se realiza una presentación de las empresas. Seguidamente se aborda el análisis económico-financiero propiamente dicho. Esta constituye la parte principal del trabajo. Finalmente se comentan las conclusiones derivadas del estudio, constituyendo este el último punto del trabajo.

1.1 Codonú S.A.

Codonú S.A. es una sociedad que se constituyó en 1551. El código CNAE 2009 describe su actividad como “Elaboración y comercialización de vinos espumosos” tanto dentro como fuera de España. La sociedad está presidida por María del Mar Raventós Chalbaud y el director ejecutivo es Xavier Pages Font.

La sociedad Codonú forma parte del grupo Codonú, cuya matriz global es Unideco. El grupo está presente en más de diez países, aunque sus principales mercados son Reino Unido, Estados Unidos, Argentina, Brasil, Alemania y China. Es una de las exitosas empresas del sector vitivinícola tanto en España, como a nivel mundial.

La principal clave del éxito de Codonú se basa en una constante innovación en la elaboración de vinos y cavas. También ha sabido adaptarse a los cambios del mercado y a los gustos de los clientes. Se han superado con la variedad de productos y siguen conservando el prestigio que les caracteriza desde hace varias décadas. En los últimos años ha lanzado más de 21 nuevos productos y su producto estrella desde hace muchos años es “Anna” de Codonú. La empresa es 100% familiar, dado que todos sus accionistas son descendientes de los fundadores.

1.2 Freixenet S.A.

Freixenet S.A. es una sociedad que se constituyó en 1889. De acuerdo con el código CNAE 2009 su actividad se describe como “Elaboración y comercialización de vinos espumosos” tanto dentro como fuera de España. Está presidida por José Luis Bonet Ferrer y su director ejecutivo es Pedro Ferrer Noguera.

La sociedad Freixenet forma parte del grupo Freixenet y es la matriz global del grupo. Está presente en siete países, ubicados en tres continentes. Es una empresa 100% familiar. Actualmente ostenta el puesto de líder mundial en la elaboración de vinos espumosos.

La clave del liderazgo de Freixenet se basa en la calidad e innovación con la que se elaboran los vinos. La diversificación y la internacionalización también han contribuido a que la empresa sobreviva en los momentos actuales. Los resultados demuestran que la crisis económica le ha afectado en menor medida, dado que la sociedad ha obtenido beneficios en los ejercicios analizados, a diferencia de su principal competidor Codonú que desde 2009 ha experimentado pérdidas en tres ejercicios, de los cinco que componen el análisis.

2. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

En primer lugar, se presenta la estructura de los principales estados financieros, con sus porcentajes horizontales y verticales. Los estados contables que se analizan son: Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Se ha descartado el estudio del Estado de Flujos de Efectivo (EFE) debido a que no ha sido posible disponer de información detallada de este estado financiero. Los datos han sido extraídos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

2.1 Análisis del Balance

El balance se puede definir como un estado contable que recoge de manera separada los bienes y derechos que forman parte del activo, así como las fuentes de financiación compuestas por el patrimonio neto y pasivo. El activo forma parte de la estructura económica de la empresa, mientras que el patrimonio neto y el pasivo componen la estructura financiera. Se trata de un documento estático.

El Patrimonio Neto es el resultado de minorar a los activos todos los pasivos. Incluye aportaciones realizadas por los socios, tanto en la constitución de la organización como en momentos posteriores y los resultados de ejercicios acumulados. El pasivo está compuesto por las obligaciones de pago que tiene una organización.

En la estructura económica, el activo aparece ordenado de menor a mayor liquidez. Mientras que las partidas de la estructura financiera aparecen ordenadas de menor a mayor exigibilidad.

Con el objetivo de llevar a cabo un análisis de la estructura del Balance, se han calculado porcentajes verticales y horizontales. Los porcentajes verticales indican la proporción que una partida representa sobre otra de gran escala. Respecto a los porcentajes horizontales reflejan variaciones de una partida en un ejercicio, con respecto a otro que se toma como referencia. El periodo de análisis está comprendido entre 2009 y 2013.

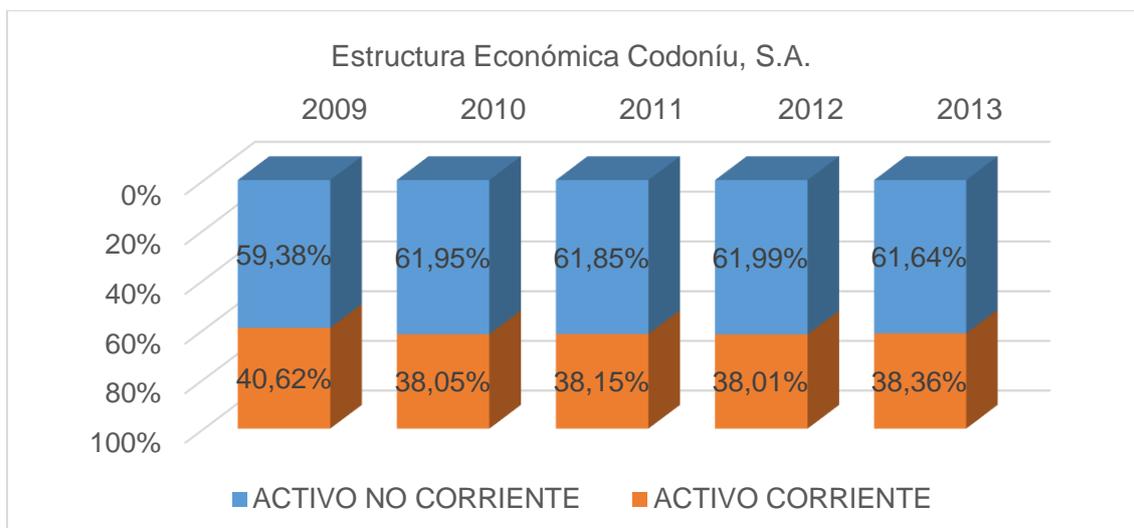
A continuación se muestran los porcentajes verticales y horizontales del Balance de ambas empresas.

TABLA 2.1: Balance porcentajes verticales Codoníu S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

ACTIVO	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
ACTIVO NO CORRIENTE	217.448.833	59,38%	224.600.073	61,95%	219.517.079	61,85%
Inmovilizado intangible	333.286	0,09%	452.577	0,12%	804.856	0,23%
Inmovilizado material	51.693.758	14,12%	50.411.694	13,91%	50.692.596	14,28%
Otros activos fijos	165.421.789	45,17%	173.735.802	47,92%	168.019.627	47,34%
ACTIVO CORRIENTE	148.751.313	40,62%	137.927.347	38,05%	135.428.592	38,15%
Existencias	87.930.910	24,01%	82.820.722	22,85%	77.259.301	21,77%
Deudores	56.703.462	15,48%	47.220.738	13,03%	50.064.984	14,10%
Otros activos líquidos	4.116.941	1,12%	7.885.887	2,18%	8.104.307	2,28%
Efectivo y equivalentes	984.608	0,27%	1.671.366	0,46%	785.194	0,22%
TOTAL ACTIVO	366.200.146	100,00%	362.527.420	100,00%	354.945.671	100,00%

ACTIVO	30/06/2012		30/06/2013	
ACTIVO NO CORRIENTE	228.558.439	61,99%	232.968.028	61,64%
Inmovilizado intangible	1.050.733	0,28%	1.188.057	0,31%
Inmovilizado material	53.882.841	14,61%	56.733.170	15,01%
Otros activos fijos	173.624.865	47,09%	175.046.801	46,31%
ACTIVO CORRIENTE	140.137.027	38,01%	145.002.721	38,36%
Existencias	74.277.955	20,15%	76.033.382	20,12%
Deudores	47.752.750	12,95%	49.866.776	13,19%
Otros activos líquidos	18.106.322	4,91%	19.102.563	5,05%
Efectivo y equivalentes	924.115	0,25%	1.485.494	0,39%
TOTAL ACTIVO	368.695.466	100,00%	377.970.749	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.1: Estructura económica CODONÍU S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

El análisis de los porcentajes verticales de la estructura económica de Codoníu S.A. refleja que el activo no corriente presenta una mayor proporción del total activo, es decir, de todas las inversiones realizadas por la empresa, las de largo plazo son significativas, ya que en el periodo analizado el inmovilizado fijo alcanza valores que rondan el 60%, existen pocas variaciones por lo que la tendencia es estable. En cambio, el activo corriente de la empresa presenta un peso ligeramente inferior al inmovilizado fijo, a lo largo del periodo analizado, su valor se sitúa en torno al 40%. Dentro de la partida otros activos fijos, la empresa presenta una mayor inversión en empresas del grupo y asociadas a largo plazo.

Se puede apreciar un continuo aumento del inmovilizado intangible, que pasa de presentar un valor del 0,09% del total activo en 2009 a un 0,31% en 2013, esto se debe a que Codoníu en los últimos años está invirtiendo en la experimentación enológica y en I+D. El inmovilizado material aumenta en los últimos años debido porque la empresa ha realizado notables inversiones en instalaciones para la recepción y elaboración de vinos de alta gama.

Destaca la partida “otros activos fijos” compuesto mayormente por inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo. Dicha partida refleja una evolución creciente, debido al aumento de la participación cuya estrategia es expandirse a nivel internacional. El menor peso lo presenta el inmovilizado intangible, pero su evolución es creciente.

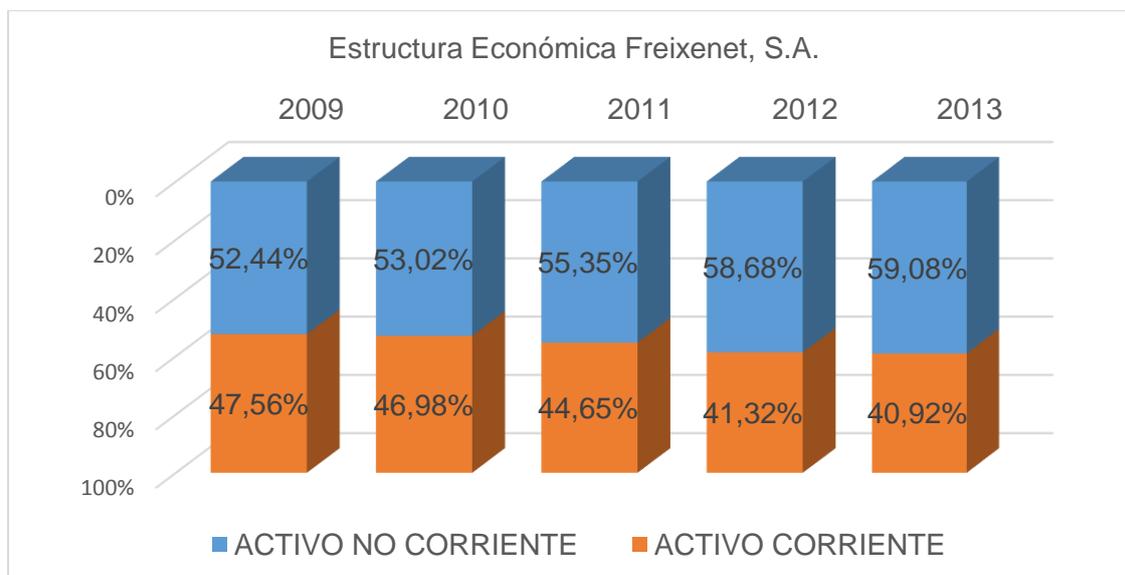
Dentro del activo corriente, las existencias presentan un peso significativo, dicho valor ronda el 25% a lo largo del periodo analizado, pero disminuye conforme pasan los años. Las existencias alcanzan mayor proporción en el activo corriente porque los plazos de existencias son largos, porque los vinos de calidad requieren un proceso largo de elaboración, lo cual hace que la rotación sea baja. En principio la empresa presenta indicios de baja liquidez inmediata, ya que esta depende principalmente de las existencias. Los deudores tienen un peso ligeramente inferior al de las existencias, pero dicho peso es también significativo, su valor se sitúa en torno al 15%, esto es así porque en el sector los cobros no son al contado. El efectivo presenta un valor bajo.

TABLA 2.2: Balance porcentajes verticales Freixenet S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

ACTIVO	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
ACTIVO NO CORRIENTE	200.681.367	52,44%	206.989.070	53,02%	204.388.565	55,35%
Inmovilizado intangible	2.231.867	0,58%	3.995.230	1,02%	3.718.506	1,01%
Inmovilizado material	56.117.277	14,66%	56.970.254	14,59%	54.967.040	14,89%
Otros activos fijos	142.332.222	37,19%	146.023.585	37,41%	145.703.019	39,46%
ACTIVO CORRIENTE	182.014.903	47,56%	183.391.632	46,98%	164.881.066	44,65%
Existencias	101.837.069	26,61%	99.388.170	25,46%	87.096.587	23,59%
Deudores	68.593.815	17,92%	55.721.126	14,27%	25.634.109	6,94%
Otros activos líquidos	11.584.018	3,03%	28.282.335	7,24%	52.150.370	14,12%
Efectivo y equivalentes	327.962	0,09%	119.619	0,03%	175.223	0,05%
TOTAL ACTIVO	382.696.269	100,00%	390.380.701	100,00%	369.269.631	100,00%

ACTIVO	30/06/2012		30/06/2013	
ACTIVO NO CORRIENTE	206.211.278	58,68%	200.047.128	59,08%
Inmovilizado intangible	3.526.513	1,00%	3.014.801	0,89%
Inmovilizado material	52.899.232	15,05%	51.442.608	15,19%
Otros activos fijos	149.785.533	42,62%	145.589.719	43,00%
ACTIVO CORRIENTE	145.193.380	41,32%	138.550.409	40,92%
Existencias	93.990.875	26,75%	91.556.088	27,04%
Deudores	15.343.284	4,37%	13.850.899	4,09%
Otros activos líquidos	35.859.221	10,20%	33.143.421	9,79%
Efectivo y equivalentes	716.565	0,20%	70.514	0,02%
TOTAL ACTIVO	351.404.658	100,00%	338.597.537	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.2: Estructura Económica, FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos reflejan que a diferencia de Codornú, los valores del activo no corriente de Freixenet rondan los 50%, mientras que su principal competidor presentaba valores en torno al 60%. Se observa una tendencia creciente del activo no corriente respecto del total. Los componentes del activo no corriente de Freixenet aumentan a lo largo del periodo igual que los de Codornú. El inmovilizado intangible de Freixenet presenta valores superiores a Codornú.

El caso del activo corriente, es distinto en Freixenet comparado con Codornú, su peso se sitúa en torno a 48%, pero su valor va disminuyendo a lo largo del periodo. Las existencias toman mayor peso en Freixenet superando los 25% en casi todos los ejercicios. Todo indica que Freixenet depende más de las existencias para obtener liquidez, ya que su proporción de existencias dentro del activo corriente es superior a la que presenta Codornú. Llama la atención la continua disminución de "Deudores", lo cual indica que Freixenet ha variado la gestión del cobro de sus ventas, es decir, menos ventas se realizan a crédito. Otra partida que presenta diferencias entre Freixenet y Codornú es el efectivo y otros activos líquidos. Los valores de Freixenet varían entre 0,09% en 2009 y 0,02% en 2013, mientras que su principal competidor presenta valores en torno al 0,4%.

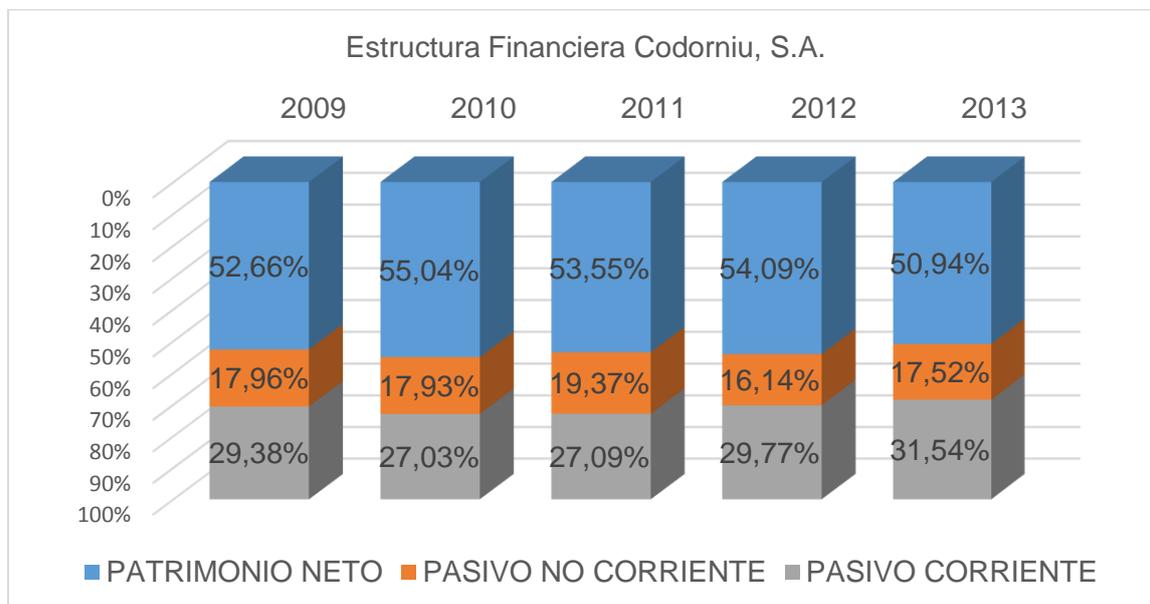
Cabe destacar que ambas empresas presentan una estructura económica en la que el activo no corriente es mayor que el activo corriente, esto se debe a que en el sector es habitual realizar altas inversiones en bodegas, construcciones de almacenes de crianza, terrenos, instalaciones para la conservación de viñedos, investigación...con el fin de obtener un producto de mayor calidad.

TABLA 2.3: Balance porcentajes verticales Codonú S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
PATRIMONIO NETO	192.827.912	52,66%	199.551.912	55,04%	190.066.598	53,55%
Capital suscrito	32.323.350	8,83%	32.323.350	8,92%	32.323.350	9,11%
Reservas	163.498.186	44,65%	160.601.145	44,30%	167.176.758	47,10%
Resultado del ejercicio	-2.993.624	-0,82%	6.627.417	1,82%	-9.433.510	-2,66%
PASIVO NO CORRIENTE	65.774.123	17,96%	64.990.237	17,93%	68.738.628	19,37%
Acreeedores a largo plazo	53.278.883	14,55%	55.829.623	15,40%	60.094.175	16,93%
Otros pasivos no corrientes	12.495.240	3,41%	9.160.614	2,53%	8.644.453	2,44%
Provisiones a l/p	3.506.969	0,96%	574.754	0,16%	240.417	0,07%
PASIVO CORRIENTE	107.598.111	29,38%	97.985.271	27,03%	96.140.445	27,09%
Deudas a c/p con entidades de crédito	48.781.473	13,32%	28.610.808	7,89%	35.521.212	10,01%
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	29.231.716	7,98%	31.491.810	8,69%	24.056.520	6,78%
Otros pasivos corrientes	29.584.922	8,08%	37.882.653	10,45%	36.562.713	10,30%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	366.200.146	100,00%	362.527.420	100,00%	354.945.671	100,00%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	30/06/2012		30/06/2013	
PATRIMONIO NETO	199.415.645	54,09%	192.550.402	50,94%
Capital suscrito	32.323.350	8,77%	32.323.350	8,55%
Reservas	158.074.567	42,87%	166.132.541	43,95%
Resultado del ejercicio	9.017.728	2,45%	-5.905.489	-1,56%
PASIVO NO CORRIENTE	59.508.113	16,14%	66.217.560	17,52%
Acreeedores a largo plazo	49.439.486	13,41%	55.933.078	14,80%
Otros pasivos no corrientes	10.068.627	2,73%	10.284.482	2,72%
Provisiones a l/p	256.703	0,07%	251.709	0,07%
PASIVO CORRIENTE	109.771.708	29,77%	119.202.787	31,54%
Deudas a c/p con entidades de crédito	34.638.845	9,39%	38.662.817	10,23%
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	28.587.994	7,75%	27.508.036	7,28%
Otros pasivos corrientes	46.544.869	12,62%	53.031.934	14,03%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	368.695.466	100,00%	377.970.749	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.3: Estructura Financiera, CODONÍU S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

El análisis de los porcentajes verticales del patrimonio neto y el total pasivo de Codoníu refleja que su estructura de patrimonio se mantiene casi igual a lo largo de los años, experimenta ligeras variaciones, pero la tendencia es estable.

El patrimonio neto presenta valores por encima del 50%, lo cual indica que la empresa está suficientemente capitalizada. Se observa una disminución de este a lo largo del periodo debido en gran parte a las pérdidas obtenidas. El capital suscrito es el mismo todos los años. Las masas patrimoniales que varían son reservas y resultado del ejercicio. Las reservas presentan datos que varían en función del resultado del ejercicio, es decir, estas aumentan cuando la empresa obtiene beneficios y disminuyen cuando incurre en pérdidas, lo cual indica que no reparte el resultado, sino que lo reinvierte. El resultado del ejercicio presenta bruscas variaciones, ya que la empresa obtiene pérdidas en tres ejercicios de los cinco analizados. El resultado neto es la partida con menor peso dentro del patrimonio neto.

El pasivo no corriente se mantiene por debajo del 20% a lo largo del periodo analizado, por tanto su tendencia es casi estable aunque se observa un pequeño aumento al final del periodo. Los valores del pasivo corriente oscilan en torno al 30%, pero existen pocas variaciones. Dentro del grupo de pasivo corriente, se observa que en 2009 el mayor peso lo ostentan las deudas con entidades de crédito, la situación se invierte en 2010 porque el mayor peso se traspasa a otros pasivos corrientes y las deudas financieras pasan al segundo puesto. La mayor parte de la deuda de la entidad se concentra a corto plazo, lo cual puede resultar arriesgado, porque implica menor margen para su devolución.

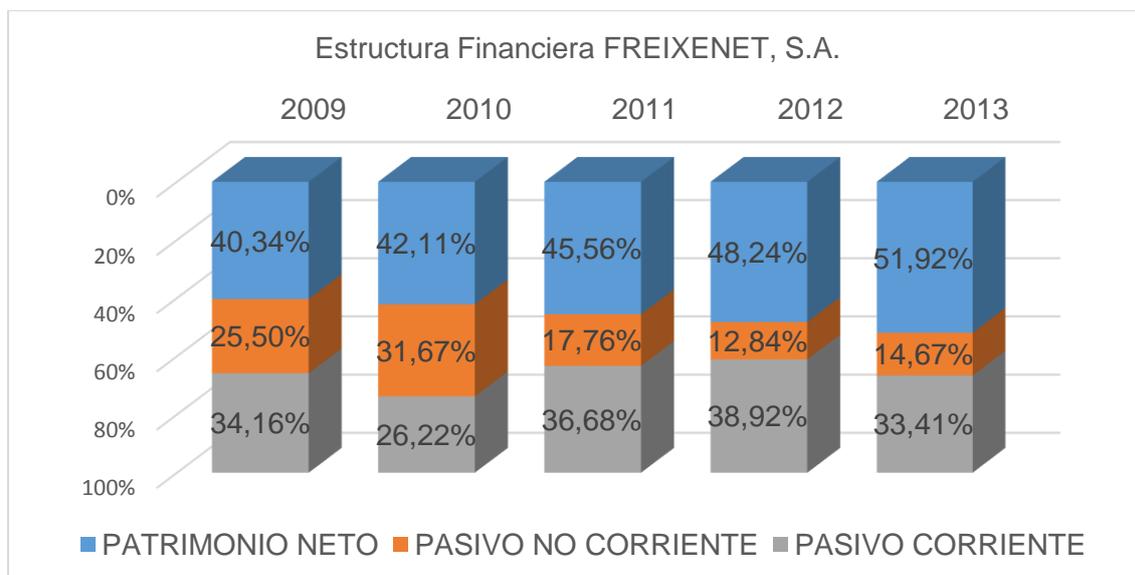
Cabe destacar que el activo corriente de Codoníu es superior al pasivo corriente en todo el periodo analizado, lo cual indica que la empresa no parece presentar problemas de liquidez; cuestión que se comprobará posteriormente con los ratios de liquidez.

TABLA 2.4: Balance porcentajes verticales Freixenet S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
PATRIMONIO NETO	154.388.415	40,34%	164.401.648	42,11%	168.244.966	45,56%
Capital suscrito	17.196.560	4,49%	17.196.560	4,41%	17.196.560	4,66%
Reservas	130.408.306	34,08%	138.786.956	35,55%	146.597.727	39,70%
Resultado del ejercicio	6.783.569	1,77%	8.418.132	2,15%	4.450.679	1,20%
PASIVO NO CORRIENTE	97.592.662	25,50%	123.626.179	31,67%	65.580.976	17,76%
Acreedores a largo plazo	93.434.115	24,41%	119.800.578	30,69%	62.938.879	17,04%
Otros pasivos no corrientes	4.158.548	1,09%	3.825.601	0,98%	2.642.097	0,72%
PASIVO CORRIENTE	130.715.192	34,16%	102.352.874	26,22%	135.443.689	36,68%
Deudas a c/p con entidades de crédito	46.538.260	12,16%	31.336.003	8,03%	62.469.610	16,92%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	24.928.522	6,51%	26.968.955	6,91%	28.399.196	7,69%
Otros pasivos corrientes	59.248.410	15,48%	44.047.916	11,28%	44.574.884	12,07%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	382.696.269	100,00%	390.380.701	100,00%	369.269.631	100,00%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	30/06/2012		30/06/2013	
PATRIMONIO NETO	169.508.819	48,24%	175.802.390	51,92%
Capital suscrito	17.196.560	4,89%	17.196.560	5,08%
Reservas	145.724.697	41,47%	153.758.028	45,41%
Resultado del ejercicio	6.587.562	1,88%	4.847.802	1,43%
PASIVO NO CORRIENTE	45.134.938	12,84%	49.665.631	14,67%
Acreedores a largo plazo	42.719.208	12,16%	48.316.354	14,27%
Otros pasivos no corrientes	2.415.730	0,69%	1.349.277	0,40%
PASIVO CORRIENTE	136.760.901	38,92%	113.129.516	33,41%
Deudas a c/p con entidades de crédito	33.496.814	9,53%	22.997.691	6,79%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	30.223.802	8,60%	31.944.552	9,43%
Otros pasivos corrientes	73.040.285	20,79%	58.187.272	17,18%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	351.404.658	100,00%	338.597.537	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.4: Estructura Financiera FREIXENET, S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Freixenet S.A. presenta ligeros aumentos en el patrimonio neto a lo largo de los años. Comienza en 2009 con un 40,34%, va aumentando hasta que en 2013 alcanza el 51,92%, poco más de la mitad de la estructura financiera. Los datos demuestran que los fondos propios de Freixenet presentan una menor proporción en la estructura financiera que Codonú, es decir, en principio su nivel de endeudamiento es superior al de Codonú. La empresa presenta el mismo capital suscrito en todos los ejercicios, igual que Codornú. Cabe destacar que las reservas aumentan a lo largo del periodo pasando de tener un 34,08% en 2009 a un 45,41% al final del periodo, esto se debe a que en los últimos años la empresa no ha repartido dividendos. El resultado del ejercicio, a pesar de presentar ligeras disminuciones, se mantiene positivo a lo largo del periodo de análisis. Freixenet S.A. obtiene beneficios en todos los ejercicios analizados, a diferencia de su principal competidor. Esto se debe a que la empresa está más internacionalizada que Codonú ya que más del 80% de su negocio se encuentra fuera de España, por lo que las exportaciones hacen que mejore el resultado del ejercicio.

Por su parte el pasivo no corriente decrece a lo largo de los años. Las variaciones son descendentes, a pesar de experimentar un aumento en 2010 pasando de un 25,50% a un 31,67% y en los siguientes años, su valor cae pero en el último ejercicio se puede apreciar un ligero aumento. A diferencia del pasivo no corriente, el pasivo corriente presenta una evolución creciente a lo largo del periodo, excepto en el ejercicio 2010 que es cuando pasa del 34,16 al 26,22%. Dentro del pasivo corriente, se observa cómo las deudas con entidades de crédito aumentan progresivamente, pasando de un 8,03% en 2010, a alcanzar el doble en 2011 con un valor de 16,92%.

Los valores del pasivo corriente de Freixenet S.A. son inferiores al activo corriente, por lo que la empresa no parece presentar problemas de liquidez, pero dicha afirmación se va a comprobar en otro apartado del trabajo. Se observa que en 2009 utiliza más fondos ajenos para financiar el activo, lo cual provoca un aumento de la deuda, pero dicha situación se va invirtiendo conforme pasan los años hasta que el patrimonio neto alcanza el 51,92% en 2013. Igual que Codonú, la deuda de Freixenet también se concentra a corto plazo.

TABLA 2.5: Balance porcentajes horizontales Codonú S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
ACTIVO NO CORRIENTE	217.448.833	100,00%	224.600.073	103,29%	219.517.079	100,95%
ACTIVO CORRIENTE	148.751.313	100,00%	137.927.347	92,72%	135.428.592	91,04%
TOTAL ACTIVO	366.200.146	100,00%	362.527.420	99,00%	354.945.671	96,93%
PATRIMONIO NETO	192.827.912	100,00%	199.551.912	103,49%	190.066.598	98,57%
PASIVO NO CORRIENTE	65.774.123	100,00%	64.990.237	98,81%	68.738.628	104,51%
PASIVO CORRIENTE	107.598.111	100,00%	97.985.271	91,07%	96.140.445	89,35%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	366.200.146	100,00%	362.527.420	99,00%	354.945.671	96,93%

	30/06/2012		30/06/2013	
ACTIVO NO CORRIENTE	228.558.439	105,11%	232.968.028	107,14%
ACTIVO CORRIENTE	140.137.027	94,21%	145.002.721	97,48%
TOTAL ACTIVO	368.695.466	100,68%	377.970.749	103,21%
PATRIMONIO NETO	199.415.645	103,42%	192.550.402	99,86%
PASIVO NO CORRIENTE	59.508.113	90,47%	66.217.560	100,67%
PASIVO CORRIENTE	109.771.708	102,02%	119.202.787	110,79%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	368.695.466	100,68%	377.970.749	103,21%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos obtenidos se han calculado tomando como referencia el ejercicio 2009. Se observa que el activo no corriente de Codonú crece a lo largo del periodo hasta alcanzar un 107,14% en 2013, lo que supone un 7,14% más que en 2009. Las inversiones a largo plazo crecen debido a la necesidad de mejorar la calidad y diferenciarse de productos de marca blanca, que cada vez aparecen en el sector del cava.

Los valores del activo corriente presentan disminuciones a lo largo del periodo de análisis. Los valores más bajos se observan en el ejercicio 2010 y 2011, ya que las disminuciones fueron de 7,28% y 8,96% respectivamente. Como consecuencia del aumento progresivo del activo no corriente y la continua disminución del activo corriente, el total activo cae por debajo del 1% en 2010 y cerca del 4% en 2011. En el ejercicio 2012 se observa un ligero aumento siendo este del 0,68% y finalmente en 2013 alcanza su mayor valor, que son 3,21% más que en 2009.

El patrimonio neto presenta variaciones bruscas, a lo largo del periodo los valores de este se sitúan por encima del 100% y en ocasiones caen por debajo de ese valor. La caída más notable se observa en 2011 debido a las pérdidas significativas obtenidas. Los valores del pasivo no corriente decrecen a lo largo de los años, pero al final del periodo se observa un ligero aumento, lo cual indica que la empresa aumenta su deuda

de largo plazo. El caso del pasivo corriente es distinto, porque presenta una caída consecutiva en 2010 y 2011, pero a partir de 2012 el aumento es continuo.

TABLA 2.6: Balance porcentajes horizontales Freixenet S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
ACTIVO NO CORRIENTE	200.681.367	100,00%	206.989.070	103,14%	204.388.565	101,85%
ACTIVO CORRIENTE	182.014.903	100,00%	183.391.632	100,76%	164.881.066	90,59%
TOTAL ACTIVO	382.696.269	100,00%	390.380.701	102,01%	369.269.631	96,49%
PATRIMONIO NETO	154.388.415	100,00%	164.401.648	106,49%	168.244.966	108,98%
PASIVO NO CORRIENTE	97.592.662	100,00%	123.626.179	126,68%	65.580.976	67,20%
PASIVO CORRIENTE	130.715.192	100,00%	102.352.874	78,30%	135.443.689	103,62%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	382.696.269	100,00%	390.380.701	102,01%	369.269.631	96,49%

	30/06/2012		30/06/2013	
ACTIVO NO CORRIENTE	206.211.278	102,76%	200.047.128	99,68%
ACTIVO CORRIENTE	145.193.380	79,77%	138.550.409	76,12%
TOTAL ACTIVO	351.404.658	91,82%	338.597.537	88,48%
PATRIMONIO NETO	169.508.819	109,79%	175.802.390	113,87%
PASIVO NO CORRIENTE	45.134.938	46,25%	49.665.631	50,89%
PASIVO CORRIENTE	136.760.901	104,63%	113.129.516	86,55%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	351.404.658	91,82%	338.597.537	88,48%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

En la tabla anterior, se observa que el activo no corriente de Freixenet presenta variaciones a lo largo del periodo, pero su evolución es decreciente. El activo corriente también disminuye, pero en mayor medida. A diferencia de Codonú, el activo de Freixenet muestra una clara tendencia ya que a partir de 2010 se observa un continuo descenso de los valores. De modo que las inversiones disminuyen año tras año, en total un 11,52% menos que en 2009. El patrimonio neto muestra una evolución creciente, llegando a alcanzar el 113,87% en 2013. En lo referente al pasivo no corriente, este desciende a lo largo del periodo, pero en 2013 se observa un ligero aumento. Por último el pasivo corriente también disminuye durante el periodo de análisis.

Los porcentajes horizontales muestran que el total activo de Codonú aumenta a lo largo del periodo, mientras que las inversiones de Freixenet caen año tras año. Se observa un continuo aumento del patrimonio neto de Freixenet en comparación con Codonú. El pasivo no corriente de Codonú experimenta un ligero aumento, mientras que el de Freixenet desciende. Por último el pasivo corriente de Codonú aumenta en los últimos años y el de Freixenet disminuye al final del periodo, por tanto Freixenet reduce la concentración de su deuda a corto plazo.

2.2 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias es un estado contable que refleja el resultado obtenido por una empresa a lo largo de un ejercicio económico. El resultado se obtiene por diferencia entre los ingresos y gastos. Los ingresos provocan incrementos en el patrimonio neto, siempre que no procedan de aportaciones de los socios. Por el contrario los gastos provocan disminuciones del valor patrimonial de la empresa, siempre que no provengan de distribuciones de capital entre los socios. Tanto los ingresos como los gastos aparecen desglosados con sus diferentes partidas, separando la parte que corresponde a las actividades continuadas, que son habituales en la empresa y las operaciones interrumpidas, que son aquellos componentes que la empresa ha vendido, transferido o clasificado como mantenido para la venta. El resultado generado por las operaciones continuadas, está formado por el resultado de explotación y el resultado financiero.

Según Amat Salas (2008, pp. 65-66) el estudio de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias permite conocer la forma en que una empresa genera resultados y cómo mejorarlos. Dicho análisis se centra fundamentalmente en los resultados ordinarios, debido a que los extraordinarios no son representativos de la actividad empresarial. Los datos obtenidos reflejan la evolución de las ventas, el margen bruto y los gastos de estructura y financiación.

TABLA 2.7: Cuenta de Pérdidas y Ganancias porcentajes verticales Codoniu S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
Importe neto de la Cifra de Ventas	185.287.022	100,00%	185.571.706	100,00%	181.674.661	100,00%
Otros ingresos de explotación	2.733.208	1,48%	3.041.367	1,64%	2.418.676	1,33%
Aprovisionamientos	(63.028.459)	(34,02%)	(66.127.022)	(35,63%)	(63.771.492)	(35,10%)
Gastos de personal	(29.372.673)	(15,85%)	(23.107.887)	(12,45%)	(22.222.505)	(12,23%)
Amortización del inmovilizado	(6.063.576)	(3,27%)	(5.749.387)	(3,10%)	(5.658.589)	(3,11%)
Otros gastos de explotación	(94.375.956)	(50,94%)	(87.699.885)	(47,26%)	(88.480.826)	(48,70%)
Resultado de Explotación	(4.820.434)	(2,60%)	5.928.892	3,19%	3.959.925	2,18%
Ingresos financieros	5.967.326	3,22%	5.509.947	2,97%	338.739	0,19%
Gastos financieros	(5.692.450)	(3,07%)	(2.747.985)	(1,48%)	(17.856.978)	(9,83%)
Resultado Financiero	274.876	0,15%	2.761.962	1,49%	(17.518.239)	(9,64%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	(4.545.558)	(2,45%)	8.690.854	4,68%	(13.558.314)	(7,46%)
Impuestos sobre sociedades	1.551.934	0,84%	(2.063.437)	(1,11%)	4.124.804	2,27%
Resultado del Ejercicio	(2.993.624)	(1,62%)	6.627.417	3,57%	(9.433.510)	(5,19%)

	30/06/2012		30/06/2013	
Importe neto Cifra de Ventas	180.363.161	100,00%	173.941.203	100,0%
Otros ingresos de explotación	3.420.867	1,90%	3.799.457	2,18%
Aprovisionamientos	(65.105.448)	(36,10%)	(74.650.208)	(42,92%)
Gastos de personal	(23.236.794)	(12,88%)	(22.129.855)	(12,72%)
Amortización del inmovilizado	(5.778.116)	(3,20%)	(5.745.510)	(3,30%)
Otros gastos de explotación	(85.345.299)	(47,32%)	(76.169.220)	(43,79%)
Resultado Explotación	4.318.371	2,39%	(954.133)	(0,55%)
Ingresos financieros	13.300.357	7,37%	708.398	0,41%
Gastos financieros	(4.898.735)	(2,72%)	(8.359.959)	(4,81%)
Resultado financiero	8.401.622	4,66%	(7.651.561)	(4,40%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	12.719.993	7,05%	(8.605.694)	(4,95%)
Impuestos sobre sociedades	(3.702.265)	(2,05%)	2.700.205	1,55%
Resultado del Ejercicio	9.017.728	5,00%	(5.905.489)	(3,40%)

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los porcentajes verticales muestran los distintos valores que representan los ingresos y gastos sobre el total de ventas. El análisis de los porcentajes verticales de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Codonú muestra que dentro del total de ingresos de explotación, el importe neto de la cifra de negocios posee un mayor peso y parte de estos ingresos sirven para cubrir en mayor medida “otros gastos de explotación”, que suponen casi el 50% del importe de las ventas. La segunda variable con mayor proporción son los aprovisionamientos cuyo valor se sitúa en torno al 35% del total de ventas. Se observa que el resultado de explotación se sitúa en torno al 3% de la cifra de negocios, lo cual indica que de cada 100 unidades monetarias de ventas 3 se obtienen como resultado. El resultado financiero presenta valores superiores al resultado de explotación en algunos ejercicios, como en el ejercicio 2012, reportando así beneficios a la empresa.

Se aprecia un continuo descenso de las ventas como ya se venía advirtiendo al principio del análisis, lo cual afecta negativamente al resultado ordinario. En líneas generales las ventas disminuyen, mientras que los gastos en aprovisionamientos aumentan. En algunos ejercicios los gastos de explotación superan a los ingresos, lo cual hace que el resultado de explotación sea negativo. Por su parte el resultado financiero también disminuye a lo largo del periodo, lo cual hace que el resultado del ejercicio presente una tendencia decreciente.

Con el objetivo de mejorar los resultados, Codonú ha realizado importantes inversiones en publicidad para fomentar el consumo del cava en otros momentos del año y no solo en épocas navideñas. En el sector del cava español existe una estacionalidad de las ventas, ya que es habitual que en navidades las principales empresas de vino espumoso lancen campañas publicitarias. La empresa no prevé variaciones significativas en los precios de sus productos. Está enfocada en los productos de mayor valor que suponen dos grandes innovaciones que son: “Anna Blanc de Blancs” y “Cuvée 1872”, un producto hecho como los primeros cavas.

Gráfico 2.5: Evolución del resultado del ejercicio de CODONÍU, S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

TABLA 2.8: Cuenta de Pérdidas y Ganancias porcentajes verticales Freixenet S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
Importe neto de Ventas	250.669.730	100,00%	203.819.404	100,00%	256.500.781	100,00%
Otros ingresos de explotación	940.967	0,38%	4.503.062	2,21%	6.320.460	2,46%
Aprovisionamientos	(145.386.129)	(58,00%)	(114.942.103)	(56,39%)	(126.999.971)	(49,51%)
Gastos de personal	(20.758.135)	(8,28%)	(19.092.846)	(9,37%)	(19.242.076)	(7,50%)
Amortización del inmovilizado	(5.477.981)	(2,19%)	(4.837.831)	(2,37%)	(5.046.433)	(1,97%)
Otros gastos de explotación	(70.558.053)	(28,15%)	(60.613.516)	(29,74%)	(106.868.773)	(41,66%)
Resultado Explotación	9.430.399	3,76%	8.836.171	4,34%	4.663.989	1,82%
Ingresos financieros	6.001.724	2,39%	5.302.324	2,60%	5.362.723	2,09%
Gastos financieros	(6.926.082)	(2,76%)	(3.784.604)	(1,86%)	(4.677.414)	(1,82%)
Resultado financiero	(924.357)	(0,37%)	1.517.720	0,74%	685.308	0,27%
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	8.506.042	3,39%	10.353.891	5,08%	5.349.297	2,09%
Impuestos sobre sociedades	(1.722.493)	(0,69%)	(1.935.759)	(0,95%)	(898.618)	(0,35%)
Resultado del Ejercicio	6.783.549	2,71%	8.418.132	4,13%	4.450.679	1,74%

	30/06/2012		30/06/2013	
Importe neto Cifra de Ventas	243.288.172	100,00%	217.683.168	100,00%
Otros ingresos de explotación	6.429.980	2,64%	7.541.202	3,46%
Aprovisionamientos	(122.243.091)	(50,25%)	(100.587.234)	(46,21%)
Gastos de personal	(19.947.670)	(8,20%)	(19.168.932)	(8,81%)
Amortización del inmovilizado	(4.587.962)	(1,89%)	(4.208.639)	(1,93%)
Otros gastos de explotación	(90.065.369)	(37,02%)	(91.124.370)	(41,86%)
Resultado Explotación	12.874.060	5,29%	10.135.194	4,66%
Ingresos financieros	4.021.550	1,65%	1.689.550	0,78%
Gastos financieros	(8.280.701)	(3,40%)	(5.502.818)	(2,53%)
Resultado financiero	(4.259.151)	(1,75%)	(3.813.267)	(1,75%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	8.614.910	3,54%	6.321.927	2,90%
Impuestos sobre sociedades	(2.027.347)	(0,83%)	(1.474.125)	(0,68%)
Resultado del Ejercicio	6.587.562	2,71%	4.847.802	2,23%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

A diferencia de Codonú, los porcentajes verticales de Freixenet reflejan que del valor total de las ventas, la mayor parte de esos ingresos se destinan a aprovisionamientos cuyos importes superan la mitad del valor de las ventas. En Codonú los gastos de personal rondaban los 13%, pero en Freixenet dicho valor no alcanza el 10% en ningún ejercicio, lo cual indica que Codonú destina más importe de la cifra neta de ventas a los costes laborales en términos porcentuales. El resultado financiero de Freixenet presenta un porcentaje bajo dentro de la cuenta de resultados. Además su evolución es decreciente.

Se observa una continua disminución de las ventas en Freixenet, lo mismo pasa en Codonú. Cabe destacar que la mayor partida de gastos de Codonú eran "otros gastos de explotación" cuya partida principal son servicios exteriores, mientras que en Freixenet la mayor partida son "aprovisionamientos", los cuales disminuyen de forma sucesiva. El resultado de explotación se mantiene positivo a lo largo del periodo porque a pesar de descender las ventas, la empresa logra reducir gastos como aprovisionamientos y amortizaciones. Se puede apreciar ligeros descensos del resultado del ejercicio, pero en ningún momento alcanza valores negativos a pesar de caer las ventas y es principalmente porque disminuyen los costes de explotación.

Las medidas que está llevando a cabo Freixenet para mejorar los resultados son subir los precios de forma proporcional a los costes. Su estrategia comercial se basa en potenciar marcas en supermercados, hostelería, tiendas especializadas y restaurantes con el fin de fomentar el consumo.

Gráfico 2.6: Evolución del resultado del ejercicio de FREIXENET, S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Para finalizar con el análisis, se han calculado los porcentajes horizontales con el objetivo de observar la evolución de cada una de las principales partidas de la cuenta de resultado. Se como referencia el ejercicio 2009.

TABLA 2.9: Cuenta de Pérdidas y Ganancias porcentajes horizontales CODONÍU S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
Ingresos de explotación	188.020.230	100,00%	188.613.073	100,32%	184.093.337	97,91%
Gastos de explotación	(192.840.664)	(100,00%)	(182.684.181)	(94,73%)	(180.133.412)	(93,41%)
Resultado de Explotación	(4.820.434)	(100,00%)	5.928.892	122,99%	3.959.925	82,15%
Ingresos financieros	5.967.326	100,00%	5.509.947	92,34%	338.739	5,68%
Gastos financieros	(5.692.450)	(100,00%)	(2.747.985)	(48,27%)	(17.856.978)	(313,70%)
Resultado financiero	274.876	100,00%	2.761.962	1004,80%	(17.518.239)	(6373,14%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	(4.545.558)	(100,00%)	8.690.854	191,19%	(13.558.314)	(298,28%)
Impuestos sobre sociedades	1.551.934	100,00%	(2.063.437)	(132,96%)	4.124.804	265,78%
Resultado del Ejercicio	(2.993.624)	(100,00%)	6.627.417	221,38%	(9.433.510)	(315,12%)

	30/06/2012		30/06/2013	
Ingresos de explotación	183.784.028	97,75%	177.740.660	94,5%
Gastos de explotación	(179.465.657)	(93,06%)	(178.694.793)	(92,7%)
Resultado Explotación	4.318.371	89,58%	(954.133)	(19,79%)
Ingresos financieros	13.300.357	222,89%	708.398	11,9%
Gastos financieros	(4.898.735)	(86,06%)	(8.359.959)	(146,9%)
Resultado financiero	8.401.622	3056,51%	(7.651.561)	(2783,64%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	12.719.993	279,83%	(8.605.694)	(189,32%)
Impuestos sobre sociedades	(3.702.265)	(238,56%)	2.700.205	173,99%
Resultado del Ejercicio	9.017.728	301,23%	(5.905.489)	(197,27%)

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos de la tabla anterior muestran que los ingresos de explotación de Codonú disminuyen de forma sucesiva en los tres últimos ejercicios, por lo cual la empresa experimenta una disminución del valor del patrimonio. Los gastos de explotación también descienden. El resultado de explotación presenta ligeras disminuciones, debido a que los gastos de explotación superan a los ingresos. Se puede decir que el resultado de explotación empeora a lo largo del periodo, debido a que caen las ventas que son el principal componente de los ingresos de explotación.

En lo referente a los ingresos financieros, estos presentan variaciones bruscas a lo largo del periodo. El aumento más significativo se observa en 2012, mientras que la caída más notable se aprecia en 2011. Los gastos financieros al igual que los ingresos también presentan variaciones bruscas. Se puede observar que en 2011 el valor alcanzado triplica el valor inicial y al final del periodo el valor llega a ser poco menos que el doble. El resultado financiero experimenta mayores cambios, ya que en 2009 parte de valores que rondan los 275.000 euros y finalmente se observan pérdidas de 7.651.561 euros, lo cual hace que se observen variaciones de 1000%.

Los resultados ordinarios antes de impuestos comienzan en 2009 con pérdidas, a lo largo del periodo no presentan una tendencia firme. En 2010 se observa un aumento significativo, siendo este del 91,19%, también en 2012 vuelve a experimentar un notable aumento. Los resultados ordinarios antes de impuestos disminuyen igual que el resultado de explotación. Como consecuencia de este comportamiento, el resultado del ejercicio presenta la misma variación. La empresa presenta cifras de pérdidas significativas en varios ejercicios.

TABLA 2.10: Cuenta de Pérdidas y Ganancias porcentajes horizontales FREIXENET S.A. Cuentas no consolidadas, datos en euros.

	30/06/2009		30/06/2010		30/06/2011	
Ingresos de explotación	251.610.698	100,00%	208.322.467	82,80%	262.821.241	104,46%
Gastos de explotación	(242.180.298)	(100,00%)	(199.486.296)	(82,37%)	(258.157.252)	106,60%
Resultado Explotación	9.430.399	100,00%	8.836.171	93,70%	4.663.989	49,46%
Ingresos financieros	6.001.724	100,00%	5.302.324	88,35%	5.362.723	89,35%
Gastos financieros	(6.926.082)	(100,00%)	(3.784.604)	(54,64%)	(4.677.414)	(67,53%)
Resultado financiero	(924.357)	(100,00%)	1.517.720	164,19%	685.308	74,14%
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	8.506.042	100,00%	10.353.891	121,72%	5.349.297	62,89%
Impuestos sobre sociedades	(1.722.493)	(100,00%)	(1.935.759)	(112,38%)	(898.618)	(52,17%)
Resultado del Ejercicio	6.783.549	100,00%	8.418.132	124,10%	4.450.679	65,61%

	30/06/2012		30/06/2013	
Ingresos de explotación	249.718.152	99,25%	225.224.370	89,51%
Gastos de explotación	(236.844.092)	(97,80%)	(215.089.176)	(88,81%)
Resultado Explotación	12.874.060	136,52%	10.135.194	107,47%
Ingresos financieros	4.021.550	67,01%	1.689.550	28,15%
Gastos financieros	(8.280.701)	(119,56%)	(5.502.818)	(79,45%)
Resultado financiero	(4.259.151)	(460,77%)	(3.813.267)	(412,53%)
Rtdos. ordinarios antes Impuestos	8.614.910	101,28%	6.321.927	74,32%
Impuestos sobre sociedades	(2.027.347)	(117,70%)	(1.474.125)	(85,58%)
Resultado del Ejercicio	6.587.562	97,11%	4.847.802	71,46%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

En la tabla anterior se puede observar que los ingresos de explotación de Freixenet disminuyen, igual que en Codornú pero los descensos de Codornú son mayores a nivel porcentual. El resultado de explotación aumenta porque a pesar de disminuir las ventas, los gastos de explotación también caen. Por su parte los ingresos financieros presentan descensos y los gastos financieros también se mantienen por debajo del 100%. Como consecuencia de la notable caída de los ingresos financieros y los ligeros descensos de los gastos financieros el resultado financiero disminuye.

El resultado del ejercicio presenta una evolución decreciente, dado que existe una alternación de aumentos y descensos respecto de 2009, finalmente en 2013 la caída es de un 28,54%. Se puede decir que la caída de las ventas que afecta al sector del cava, ha tenido un peor impacto en Codonú que en Freixenet porque a diferencia de Codonú, Freixenet no ha experimentado pérdidas durante el periodo analizado.

2.3 Análisis de actividad

El análisis de actividad, también conocido como gestión del circulante trata de reflejar las diferentes fases por las que transcurre el ciclo de explotación. Las fases de un ciclo de explotación difieren en función de si la empresa es industrial o comercial. En este estudio las empresas analizadas son industriales, porque transforman la materia prima para obtener el producto final. El estudio de la actividad también se puede considerar como una medida de eficiencia de la empresa en el uso de sus activos, comparando las ventas u otro nivel de actividad con las inversiones realizadas, según manifiesta Archel Domench et al. (2010, p.389).

El propósito inicial del trabajo era llevar a cabo un análisis de los periodos medios de materias primas, productos en curso y productos terminados con sus respectivas rotaciones, pero esto no ha sido posible, ya que a pesar de tratarse de empresas industriales, la base de datos SABI no ofrece información con suficiente detalle como para calcular estos ratios de forma separada. También se ha descartado el periodo medio de pago porque no se cuenta con los datos de compras netas de mercaderías de forma específica.

Por los motivos comentados no es posible calcular los periodos medios tanto económicos como financieros.

2.3.1 Periodo medio de cobro a clientes

El periodo medio de cobro indica el número de días que se tardan en cobrar a los clientes. Dicho periodo se obtiene a partir de la rotación de los clientes, el cual se calcula como el cociente formado por el importe neto de la cifra de negocios y el saldo medio de clientes.

$$\text{I. R clientes} = \frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios}}{\text{Saldo medio de clientes}}$$

El periodo medio de cobro es el resultado del cociente formado por 360 días que se toma como referencia del año comercial y la rotación de los clientes.

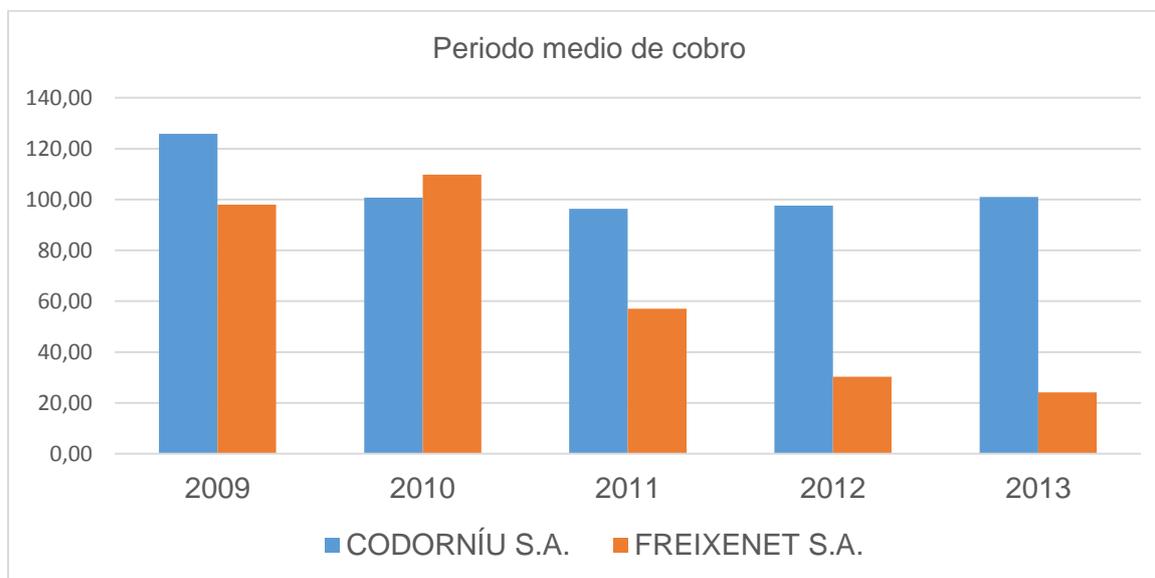
$$\text{Periodo medio de cobro} = \frac{360}{\text{I. R de clientes}}$$

Cuanto menor sea este ratio, mejor para la empresa porque indica que se cobra antes a los clientes, por lo cual su liquidez aumenta.

TABLA 2.11: Evolución del periodo medio de cobro CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

PERIODO MEDIO DE COBRO	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	125,85	100,80	96,36	97,62	101,02
FREIXENET S.A.	97,93	109,79	57,09	30,32	24,14

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.7: Evolución del periodo medio de cobro CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Mediante los datos arriba reflejados, se pudo observar que Freixenet presenta menores periodos de cobro a clientes en comparación con Codoníu. Freixenet experimenta en 2010 un ligero aumento del periodo de cobro, el aumento es de 12 días más que en 2009. A partir de 2010 se observa un continuo descenso de los plazos de cobro, llegando a alcanzar unos 25 días al final del periodo, lo cual es positivo para la empresa, ya que logra reducir los periodos de cobros en unos 73 días menos en 2013. Freixenet parece poseer una política de cobros eficiente. En cambio Codoníu presenta valores que se sitúan en torno a los 100 días y dichos periodos son relativamente superiores a los que presenta Freixenet sobre todo al final del periodo analizado, lo cual podría afectar negativamente a la liquidez de la empresa.

2.4 Análisis de liquidez

La liquidez hace referencia a la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo. Para ello se pueden utilizar los ratios que a continuación se calculan.

2.4.1 Ratio de circulante o de solvencia a corto plazo

El ratio de circulante relaciona el activo corriente de una empresa con su pasivo corriente.

$$\text{Ratio circulante} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

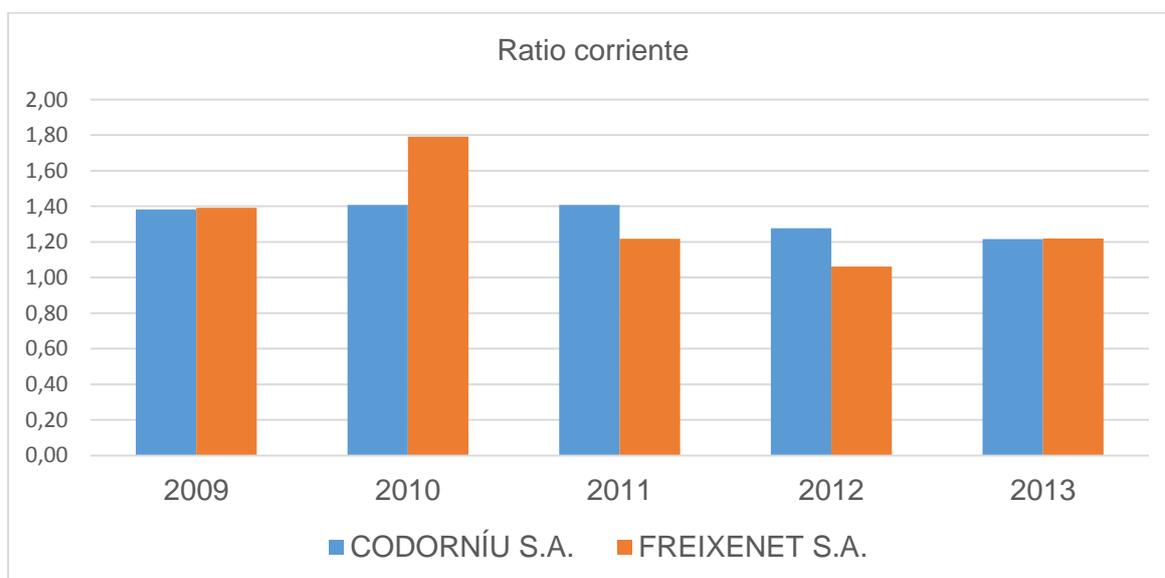
Podría pensarse que cuanto mayor sea este ratio, mejor para la empresa, ya que tendrá mayor capacidad para hacer frente a las deudas u obligaciones a corto plazo. De acuerdo con Álvarez Pérez et al. (2014, p.159) valores elevados de este ratio podrían significar un exceso de inversión del circulante, es decir, la empresa tiene activos corrientes ociosos lo cual podría implicar una gestión ineficiente de los recursos, porque se está perdiendo rentabilidad. En cambio valores próximos a la unidad hacen pensar que la empresa atenderá las deudas corrientes sin problemas. Sin embargo hay que tener en cuenta la baja liquidez que presentan los derechos de cobro y las existencias, ya que la cuenta de “clientes” presenta riesgo de morosidad y las existencias presentan la dificultad de vender la totalidad en el corto plazo debido a de la estacionalidad de las ventas.

TABLA 2.12: Evolución del ratio circulante CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RATIO CIRCULANTE	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	1,38	1,41	1,41	1,28	1,22
FREIXENET S.A.	1,39	1,79	1,22	1,06	1,22

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.8: Evolución del ratio circulante CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Se observa que la liquidez de Freixenet presenta variaciones a lo largo del periodo analizado. En 2010 se aprecia un claro aumento, pero a partir de ahí la liquidez disminuye hasta alcanzar un valor de 1,22 en 2013, por tanto la tendencia es decreciente a pesar de experimentar un ligero aumento al final del periodo. En cambio Codonú presenta una ligera estabilidad, ya que tanto los aumentos como las disminuciones son leves.

Los valores de liquidez que presentan ambas empresas son cercanos a la unidad. No obstante cabe precisar que ello no supone ningún problema porque tanto Codonú como Freixenet son empresas ya consolidadas, por tanto disponen de suficientes recursos para cubrir las obligaciones a corto plazo.

2.4.2 Ratio de la prueba ácida o acid test

El ratio de la prueba ácida o *acid test* mide la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus compromisos a corto plazo, sin tener que recurrir a las existencias. A diferencia del ratio corriente, este ratio mide la liquidez inmediata debido a que excluye las existencias por ser el componente menos líquido del activo corriente, ya que su liquidez está condicionada a la producción y venta de las mismas y en empresas industriales como las analizadas, dicho proceso es largo. A mayor valor del ratio, mayor solvencia inmediata de la empresa.

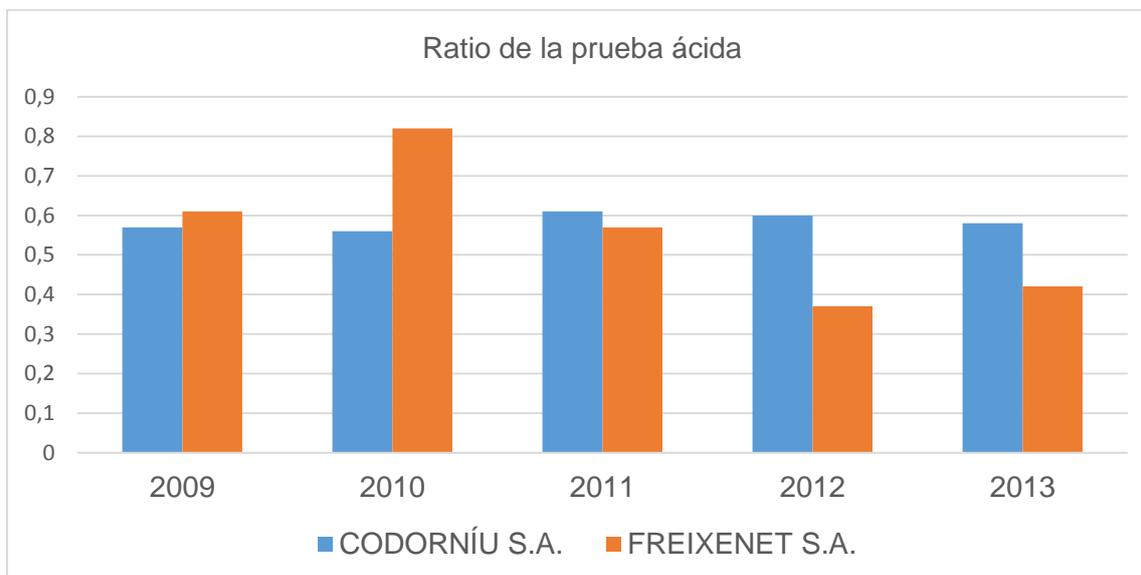
$$\text{Prueba del ácido} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$$

TABLA 2.13: Evolución del ratio prueba ácida CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RATIO PRUEBA ÁCIDA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,57	0,56	0,61	0,60	0,58
FREIXENET S.A.	0,61	0,82	0,57	0,37	0,42

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.9: Evolución del ratio de la prueba ácida CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Codonú presenta valores estables del ratio de la prueba ácida, mientras que los valores de Freixenet descienden a lo largo del periodo objeto de análisis. Cabe destacar que ambas empresas presentan valores del acid test inferiores a la unidad, lo cual indica que tras excluir las existencias, el pasivo corriente pasa a ser superior que el activo corriente y por lo tanto surgen problemas de liquidez para cubrir las deudas corrientes.

La liquidez de ambas empresas disminuye al eliminar las existencias, pero los valores de Freixenet son inferiores porque esta presenta mayor proporción de las existencias en el Balance, lo cual implica mayor dependencia en las existencias para obtener liquidez a diferencia de Codornú.

2.4.3 Ratio de tesorería

El ratio de tesorería mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo considerando únicamente los activos más líquidos.

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Tesorería y otros activos equivalentes} + \text{Inv. financieras a c/p}}{\text{Pasivo corriente}}$$

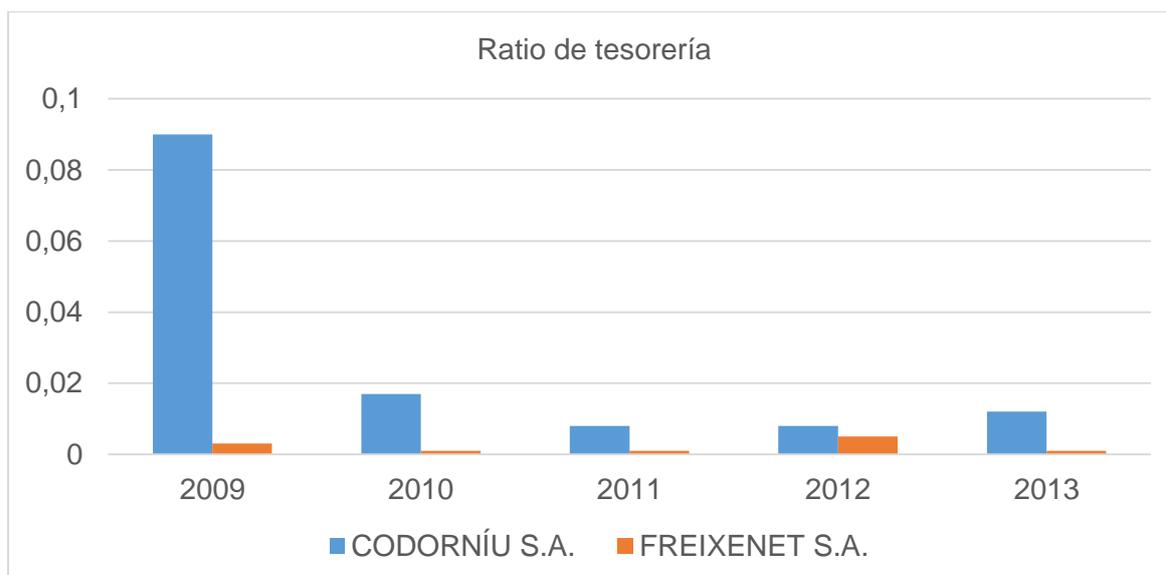
No existen valores de referencia para este ratio, pero valores muy bajos evidencian falta de liquidez. En cambio valores elevados provocan exceso de liquidez, lo cual supone un coste de oportunidad, porque dicha liquidez se podría invertir y obtener mayor rentabilidad.

TABLA 2.14: Evolución del ratio de tesorería CODONÚ S.A. vs FREIXENET S.A.

RATIO TESORERÍA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÚ S.A.	0,09	0,017	0,008	0,008	0,012
FREIXENET S.A.	0,003	0,001	0,001	0,005	0,001

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.10: Evolución del ratio de tesorería CODONÚ S.A. vs FREIXENET S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Codorníu presenta valores superiores de tesorería en comparación con Freixenet, lo cual indica que la empresa posee más efectivo sin invertir. Por lo que estaría perdiendo rentabilidad y eficiencia. Los valores de Codorníu han ido aumentando hasta alcanzar en 2013 un valor de 0,012. En cambio los valores de Freixenet caen año tras año.

Los datos obtenidos reflejan que ambas empresas presentan una liquidez suficiente para cubrir las obligaciones corrientes. En cambio, la liquidez inmediata no es suficiente para hacer frente al pasivo corriente, pero ello no supone ningún problema porque cuentan con suficientes recursos que se podrían enajenar y obtener liquidez.

2.5 Análisis de la solvencia

La solvencia hace referencia al nivel de endeudamiento y sirve para conocer el equilibrio que presentan las empresas a nivel financiero, es decir, la capacidad de estas para cubrir los compromisos de pago tanto a corto plazo como a largo.

2.5.1 Ratio de endeudamiento

Este ratio indica el peso que tienen los fondos ajenos dentro de la estructura financiera, es decir, en qué medida la empresa se financia con fondos ajenos.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Cuanto mayor sea este ratio, peor solvencia presenta la empresa, es decir, más depende la empresa de los acreedores para financiarse. Otro inconveniente asociado al endeudamiento es el coste adicional que conlleva, debido a que hay que devolver el principal y los intereses de deuda.

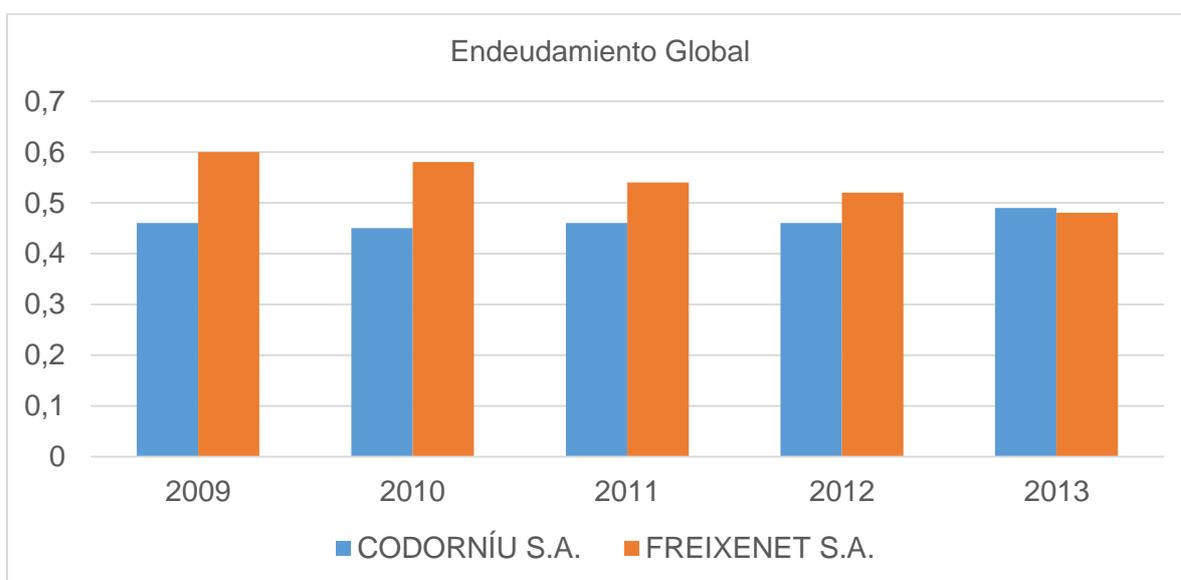
En el análisis del Balance de ambas empresas se observó que los fondos propios representan más del 50% del total patrimonio neto y pasivo, lo cual indica un menor endeudamiento.

TABLA 2.15: Evolución del ratio de endeudamiento CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RATIO ENDEUDAMIENTO	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,46	0,45	0,46	0,46	0,49
FREIXENET S.A.	0,60	0,58	0,54	0,52	0,48

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.11: Evolución del ratio de endeudamiento CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos muestran que estas empresas están lo suficientemente capitalizadas ya que presentan valores de endeudamiento que oscilan en torno al 50%, por tanto están poco endeudadas. El nivel de endeudamiento de Freixenet disminuye a lo largo del tiempo, mientras que el de Codoníu se mantiene casi estable. El descenso del endeudamiento de Freixenet se debe a que la empresa incrementa las reservas a lo largo del periodo y logra reducir el pasivo, por lo que aumenta el Patrimonio Neto. Se observa que a lo largo del periodo el endeudamiento de Codoníu es menor que el Freixenet, pero en el último ejercicio la situación se invierte y Freixenet pasa a tener menor endeudamiento, debido a que Codoníu refleja una disminución de los fondos propios provocado por las pérdidas en las que incurre durante los cinco años analizados.

Es habitual utilizar otra versión del ratio de endeudamiento, es el ratio de endeudamiento remunerado y consiste en valorar únicamente los pasivos cuya naturaleza es financiera, es decir, el pasivo contraído con los acreedores financieros, de ahí el nombre de fondos ajenos remunerados. La teoría utilizada por Jaime Eslava (2008, p.104) es que los analistas utilizan el 50% como referencia del porcentaje de los fondos ajenos, es decir, que las empresas se han de financiar a partes iguales, mitad por parte de los socios y la otra mitad con fondos provenientes de los acreedores.

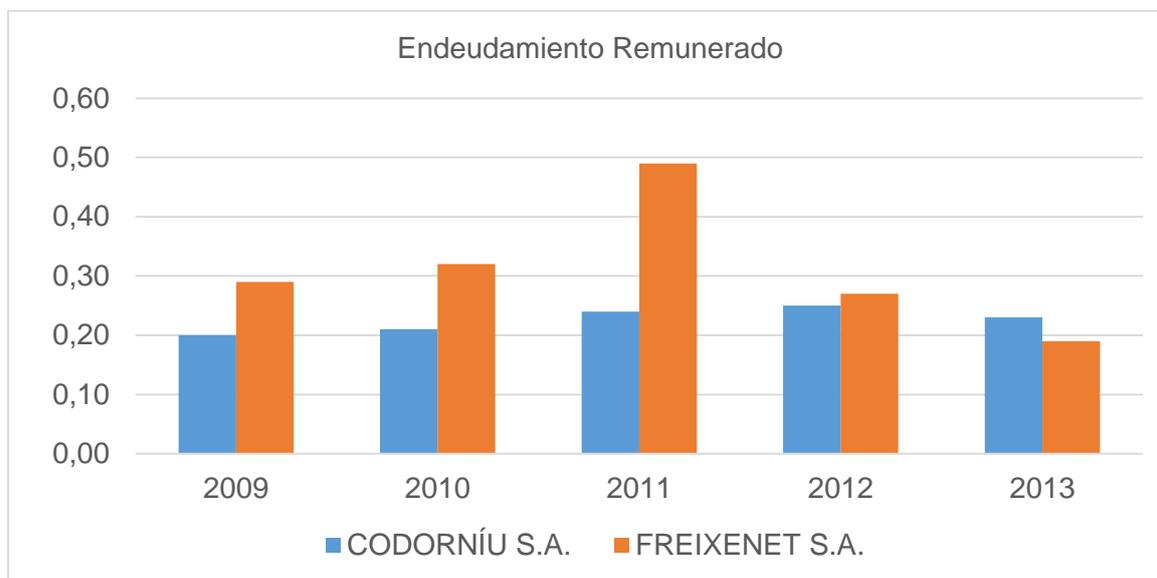
$$\text{Endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Fondos Ajenos remunerables}}{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Cuanto menor sea el valor de este indicador, menores cargas financieras soportará la entidad y menor debería ser su riesgo de insolvencia.

TABLA 2.16: Evolución del ratio de endeudamiento remunerado CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RATIO ENDEUDAMIENTO REMUNERADO	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,20	0,21	0,24	0,25	0,23
FREIXENET S.A.	0,29	0,32	0,49	0,27	0,19

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.12: Evolución del ratio de endeudamiento remunerado CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

El endeudamiento remunerado de Codorníu toma valores comprendidos entre 0,20 en 2009 y 0,23 en 2013, lo cual refleja un aumento de las deudas financieras, es decir, la empresa aumenta la deuda con entidades de crédito a lo largo del periodo. En cambio Freixenet presenta valores superiores a Codorníu al principio del periodo, pero consigue reducir los fondos ajenos remunerables durante los cinco ejercicios analizados, por tanto gestiona mejor su deuda.

2.5.2 Ratio de calidad de la deuda

El ratio de calidad de la deuda se utiliza para determinar la proporción de las deudas a corto plazo sobre el total, es decir, indica el nivel de endeudamiento a corto plazo. Se obtiene mediante el cociente formado por el pasivo corriente y las deudas totales.

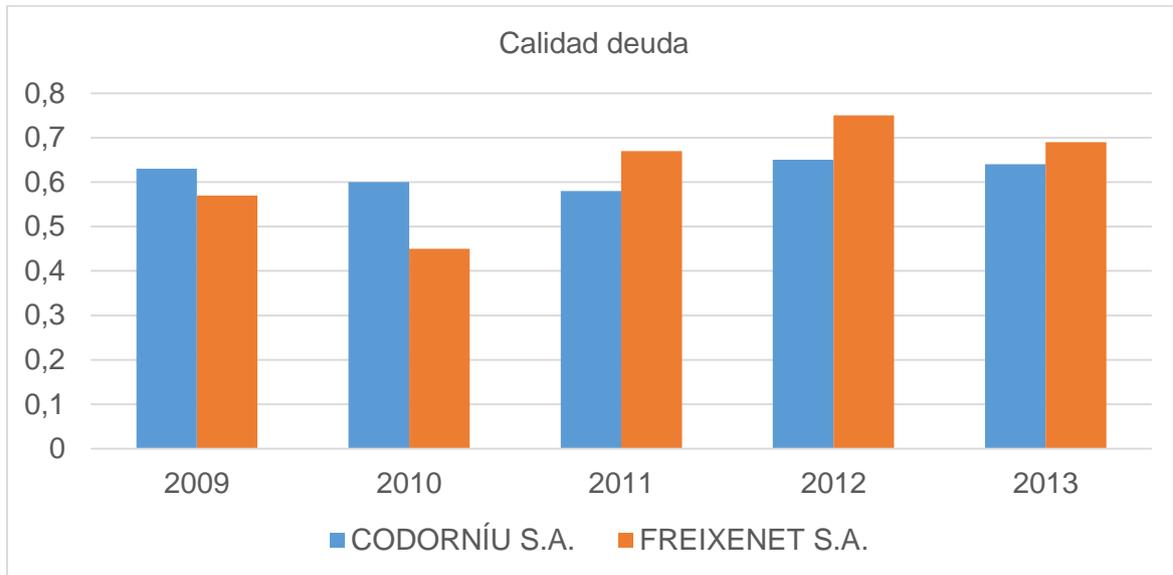
$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Cuanto menores sean los valores de este ratio, mayor calidad presenta la deuda en cuanto a plazo se refiere. Muchas empresas tienen problemas para acceder a la financiación a largo plazo, ya sea por tamaño o por la actividad que desarrollan, lo cual hace que sólo puedan contraer deudas a corto plazo con la consecuencia de un menor margen para su devolución (Amat Salas, 2008, p. 54).

TABLA 2.17: Evolución del ratio de calidad de la deuda CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

CALIDAD DE LA DEUDA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,63	0,60	0,58	0,65	0,64
FREIXENET S.A.	0,57	0,45	0,67	0,75	0,69

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.13: Evolución del ratio de calidad de la deuda CODORNÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos reflejan que ambas empresas presentan un ratio de calidad de deuda cuyos valores superan el 50%, lo cual indica que existe poco equilibrio entre el pasivo corriente y el no corriente. Los porcentajes verticales del balance ya venían mostrando la concentración de la deuda a corto plazo, por tanto ambas presentan baja calidad de la deuda. La calidad de la deuda de ambas empresas es casi la misma aunque al final del periodo la de Codorníu es ligeramente mejor que la de Freixenet. Se observa un aumento del pasivo corriente de Freixenet, por tanto puede decirse que su calidad de deuda empeora a lo largo del periodo.

2.5.3 Ratio de garantía

El ratio de garantía mide la capacidad que tiene una empresa para hacer frente al pago de sus deudas a través de la liquidación de los activos, es decir, mide la proximidad de la empresa respecto de la quiebra.

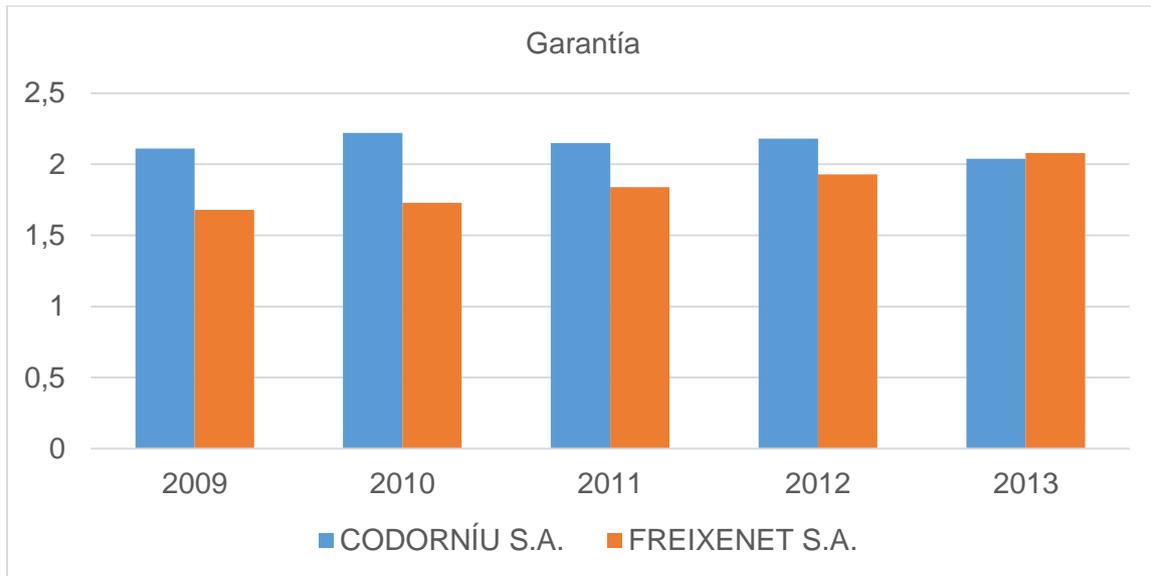
$$\text{Garantía deuda} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo total}}$$

Este ratio se utiliza para ofrecer garantías patrimoniales a terceros que en este caso son acreedores. Sin embargo se debería excluir del total activo aquellos componentes denominados activos ficticios como las acciones propias. Con el nuevo PGC ya no debería haber gastos amortizables ni socios con desembolso pendiente en el Balance (Amat Salas 2008, p. 53). Valores que oscilan en torno a la unidad indican proximidad a la quiebra. Interesa que los valores sean elevados, ya que implica lejanía de la quiebra y mayor garantía de cobro para los acreedores.

TABLA 2.18: Evolución del ratio de garantía CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

GARANTÍA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	2,11	2,22	2,15	2,18	2,04
FREIXENET S.A.	1,68	1,73	1,84	1,93	2,08

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.14: Evolución del ratio de garantía CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos de ambas empresas reflejan valores superiores a la unidad, lo cual indica que poseen suficiente inversión para cubrir las deudas contraídas, es decir, el pago de las deudas está asegurado en el caso de que estas empresas fueran liquidadas.

Codoníu presenta un ratio de garantía superior que Freixenet, por tanto este posee más activos para cubrir las obligaciones. Codorníu experimenta un ligero descenso durante el periodo analizado. En cambio los valores de Freixenet aumentan de forma continua, hasta alcanzar en 2013 un valor de 2,08, por lo que Freixenet logra reducir el pasivo total y al final del periodo presenta una garantía superior a la de Codorníu. La garantía de estas empresas es más que suficiente, debido a que presentan valores superiores a la unidad.

2.5.4 Ratio de firmeza

A diferencia del ratio de garantía, que analiza la seguridad del pago de deuda total, el ratio de firmeza mide la seguridad de pago a largo plazo.

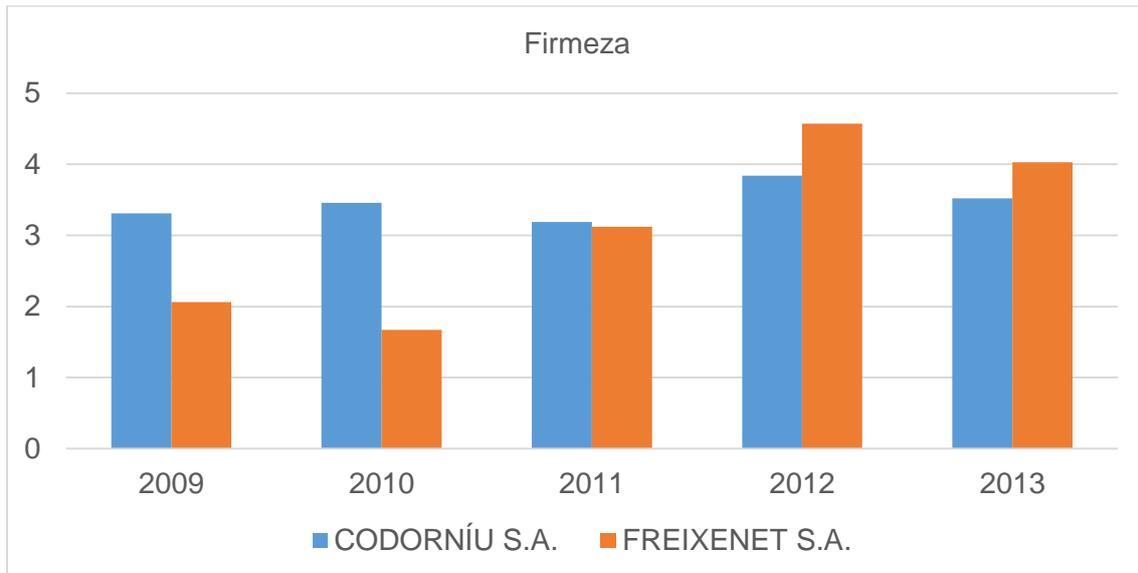
$$\text{Firmeza} = \frac{\text{Activo no corriente}}{\text{Pasivo no corriente}}$$

Cuanto mayor sean los valores de este ratio, mayores recursos no corrientes posee la empresa para hacer frente a las obligaciones a largo plazo.

TABLA 2.19: Evolución del ratio de firmeza CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

GARANTÍA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	3,31	3,46	3,19	3,84	3,52
FREIXENET S.A.	2,06	1,67	3,12	4,57	4,03

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.15: Evolución del ratio de firmeza CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos obtenidos arrojan que ambas empresas presentan una estabilidad en el pago a los acreedores de largo plazo. Llama la atención que Codoníu comienza en 2009 con unos valores que superan a los de Freixenet. En 2011 se observa un notable aumento en Freixenet y el valor de Codoníu disminuye ligeramente, lo cual crea un punto de inflexión dado que a partir de 2012 los valores se invierten y la firmeza de Freixenet pasa a ser mayor que el de Codoníu y así hasta el final del periodo. Freixenet posee una mayor seguridad de pago a los acreedores a largo plazo.

2.5.5 Cobertura de los gastos financieros

El análisis de la deuda se ha de complementar con el pago de los intereses de deuda, es decir, se trata de estudiar si la empresa genera un resultado suficiente para cubrir las cargas financieras anuales que derivan de la deuda. El ratio de cobertura de gastos financieros determina si el resultado generado antes de intereses e impuestos (BAIT) sirve para cubrir los intereses de deuda soportados en un ejercicio económico.

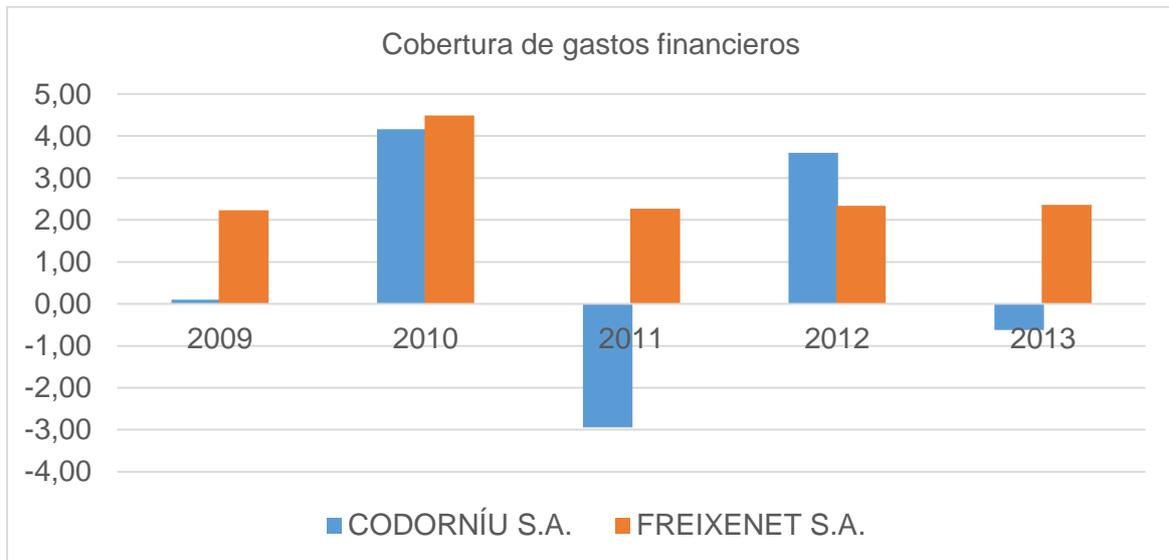
$$\text{Cobertura de gastos financieros} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Cargas Financieras}}$$

Cuanto mayor sea el ratio, mayor cobertura posee la empresa para hacer frente a las cargas financieras.

TABLA 2.20: Evolución de los gastos financieros CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

COBERTURA GASTOS FINANCIEROS	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,10	4,16	-2,94	3,60	-0,62
FREIXENET S.A.	2,23	4,49	2,27	2,34	2,36

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.16: Evolución de los gastos financieros CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

La estructura de cobertura de gastos financieros de estas empresas difiere ya que Freixenet presenta una cobertura holgada y creciente a lo largo de los cinco ejercicios analizados, Codoníu en cambio presenta valores negativos, por lo que la empresa no genera resultados suficientes para cubrir los gastos financieros y se debe principalmente a las pérdidas obtenidas.

Se observa que estas empresas presentan un nivel bajo de endeudamiento, debido a que utilizan más fondos propios para financiarse. La calidad de la deuda es baja porque las deudas se concentran a corto plazo y en pasivo corriente predominan las deudas acreedores comerciales. Se aprecia unos valores elevados de firmeza y la explicación radica en el mayor porcentaje del activo no corriente en la estructura económica y el bajo volumen del pasivo a largo plazo.

Por lo que se refiere a la cobertura de los gastos financieros, se observa que Freixenet es capaz de cubrir las cargas financieras con el resultado obtenido, mientras que Codoníu genera resultados negativos, por tanto es incapaz de hacer frente al pago de los intereses de la deuda.

2.6 Análisis de rentabilidad

Según la teoría clásica, el objetivo principal de una empresa es obtener beneficios o lo que es lo mismo, maximizar la rentabilidad de la inversión. La rentabilidad de una empresa hace referencia a la capacidad de esta para generar beneficios. Permite conocer la relación existente entre los flujos invertidos y los flujos que genera dicha inversión, es decir, mide el nivel de eficiencia de la empresa en el uso de los activos y los fondos propios, según manifiesta Rivero Torre (1998, pp. 314-315).

Una fórmula utilizada habitualmente para calcular la rentabilidad o el rendimiento es la siguiente:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Resultado}}{\text{Inversión}}$$

Una adecuada combinación entre inversión y resultado permite obtener dos magnitudes importantes dentro del análisis de la rentabilidad que son: La rentabilidad económica y la rentabilidad financiera.

2.6.1 Rentabilidad Económica

La rentabilidad económica, también conocida como la rentabilidad de los activos, determina el resultado generado por las inversiones realizadas, por tanto indica el rendimiento generado en el ámbito económico de la empresa.

Una de las formas del cálculo de la rentabilidad económica es el cociente formado por el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) y el activo total medio, por tanto se tiene en cuenta el resultado generado por los activos antes de las cargas financieras e impositivas.

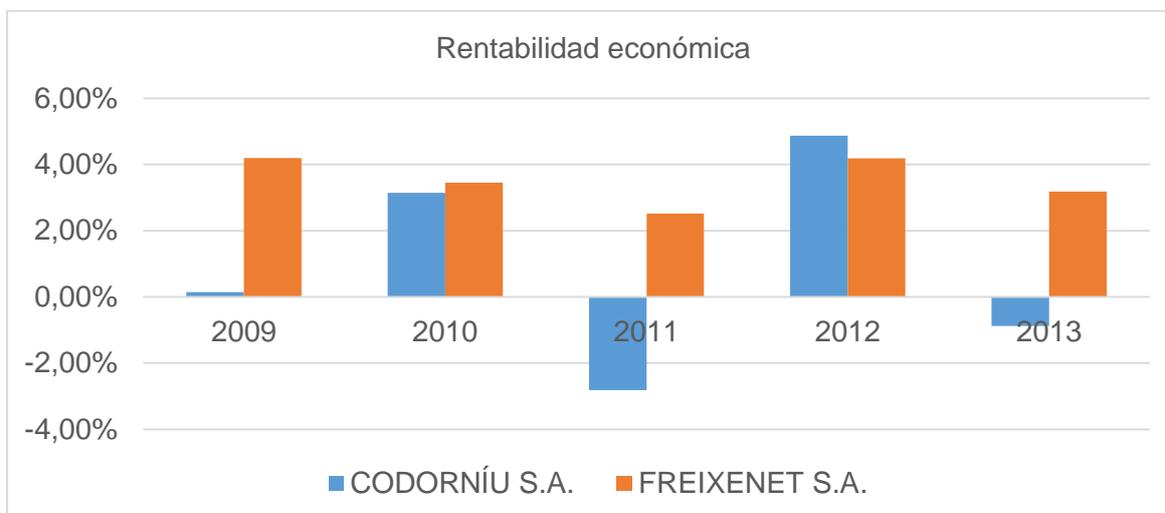
$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Activo total medio}}$$

Cuanto más elevada sea la rentabilidad mejor, ya que indica mayor productividad del activo. En ocasiones este índice presenta valores negativos, lo cual significa que la empresa obtiene pérdidas. Por eso Urías Valiente (2004, pp. 325-328) considera que este ratio es relevante en la decisión de las empresas de ejecutar un proyecto de inversión, ya que permite comparar la rentabilidad con el coste de financiación. Este ratio valora el resultado generado por la estructura económica de la empresa, con independencia de cómo se financia. De modo que si la rentabilidad supera a los costes de financiación, el beneficio obtenido es suficiente para atender los costes financieros. En caso contrario, el resultado no será suficiente para hacer frente a los costes financieros.

TABLA 2.21: Evolución de la rentabilidad económica CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RENTABILIDAD ECONÓMICA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU S.A.	0,14%	3,14%	-2,82%	4,87%	-0,88%
FREIXENET S.A.	4,19%	3,45%	2,52%	4,18%	3,18%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.17: Evolución de la rentabilidad económica CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Se observa que Freixenet presenta una evolución decreciente, pero con valores estables. En cambio Codoníu presenta variaciones bruscas y sus valores disminuyen forma drástica a lo largo del periodo, la caída es de 0,75% aproximadamente, debido principalmente a la disminución del Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Se puede decir que Freixenet es más rentable a nivel económico.

La rentabilidad económica también se puede desglosar en el producto formado por el margen y la rotación. El margen indica el resultado que se obtienen de las ventas, es decir, el beneficio que se obtiene por cada unidad vendida o servicio prestado. Mientras que la rotación refleja la proporción de las ventas sobre el activo total. Estos dos componentes explican las causas de evolución de la rentabilidad del activo.

$$\text{Margen de beneficios} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{I. R activo total} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total medio}}$$

$$\text{Rentabilidad Económica} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total medio}} = \text{Margen} * \text{Rotación}$$

El aumento de la rentabilidad económica se puede deber a tres situaciones que se muestran a continuación:

- Un aumento del margen bruto, que indica un incremento del precio de venta o una reducción de los costes de producción.
- Un incremento de la rotación, que se traduce en un aumento de las ventas.
- Combinar ambas variables de forma que sean complementarias, es decir, aumentar una variable y disminuir la otra de forma simultánea.

TABLA 2.22: Evolución del margen y la rotación del activo CODONÍU S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013
MARGEN	0,27%	6,16%	-5,54%	9,75%	-1,80%
ROTACIÓN	0,52	0,51	0,51	0,50	0,49
RENTABILIDAD ECONÓMICA	0,14%	3,14%	-2,82%	4,87%	-0,88%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Codoníu presenta una notable disminución del margen sobre ventas. En cuanto a la rotación del activo, trabaja con bajas rotaciones, ya que los valores oscilan alrededor del 50% y dichos valores decrecen a lo largo del periodo analizado. Como consecuencia de la caída del margen sobre ventas y la disminución que presenta la rotación, el rendimiento económico decrece hasta alcanzar en 2013 un valor de -0,88%, la caída es de 0,74 puntos.

TABLA 2.23: Evolución del margen y la rotación del activo FREIXENET S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013
MARGEN	6,17%	6,52%	3,72%	6,24%	5,05%
ROTACIÓN	0,68	0,53	0,68	0,67	0,63
RENTABILIDAD ECONÓMICA	4,19%	3,45%	2,52%	4,18%	3,18%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los márgenes de Freixenet disminuyen pero la caída no es tan marcada como en Codoníu, ya que sus valores en ningún momento son negativos, lo cual indica que Freixenet obtiene beneficios por cada unidad de venta realizada o servicio prestado. Sus valores se mantienen relativamente estables, porque oscilan entorno al 6% salvo en los ejercicios 2011 y 2013, que es donde se observan descensos. La rotación también presenta ligeras disminuciones aunque sus valores son estables. Al igual que Codoníu, la disminución de la rentabilidad económica de Freixenet se debe en gran medida al descenso del margen sobre ventas, porque la rotación es casi estable.

Cabe precisar, que al tratarse de empresas pertenecientes al sector del cava, el proceso de transformación de los productos pasa por varios procesos, es decir, transcurre mucho tiempo desde que se cultiva un viñedo, hasta que se elabora el cava y se vende a los clientes, los cuales mayormente son distribuidores. Eso explica la escasa rotación de activo total que presentan ambas empresas.

El margen sobre ventas y la rotación del activo son mayores y estables en Freixenet que en Codoníu, por eso se observa una mayor rentabilidad económica en Freixenet. La disminución de rentabilidad económica de ambas empresas, se debe a la notable caída de las ventas, que hace que los márgenes disminuyan. Teniendo en cuenta que trabajan con altos márgenes y bajas rotaciones, el principal causante de la caída la rentabilidad económica es el margen sobre ventas.

2.6.2 Rentabilidad Financiera

La rentabilidad financiera, también conocida como rentabilidad de los fondos propios, hace referencia al rendimiento que genera el capital aportado por los socios.

Su valor se determina como el cociente formado entre el resultado del ejercicio y los fondos propios medios.

$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Fondos propios medios}}$$

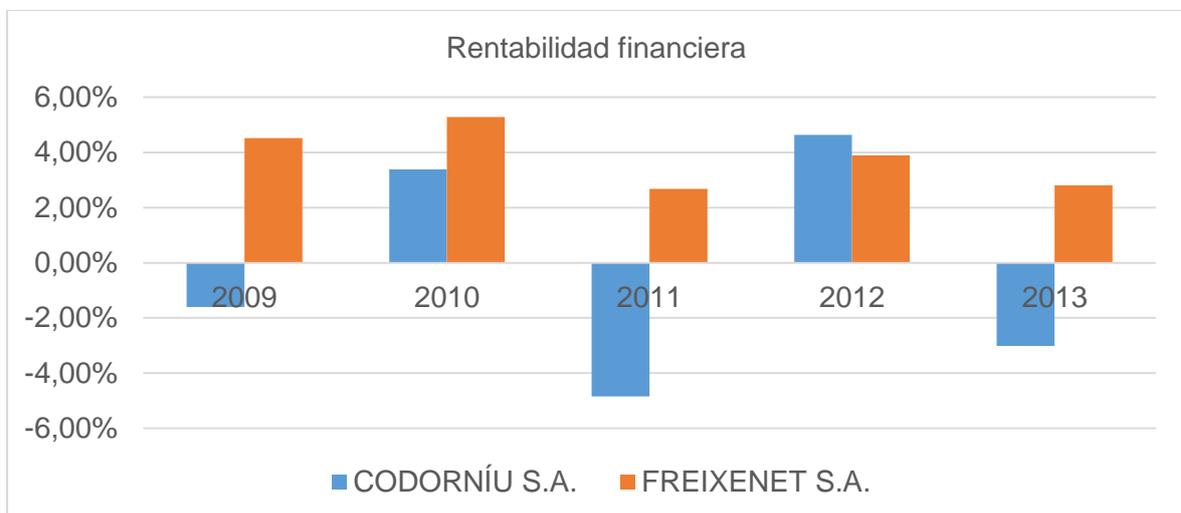
A mayor valor del ratio, mayor rentabilidad de los fondos propios. Este ratio es relevante para los inversores, ya que valoran las expectativas en función del resultado. Dichas expectativas están relacionadas con el coste de oportunidad, es decir, la rentabilidad que dejan de percibir por no invertir en otras alternativas financieras de riesgo similar.

TABLA 2.24: Evolución de la rentabilidad financiera CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.

RENTABILIDAD FINANCIERA	2009	2010	2011	2012	2013
CODONÍU	-1,60%	3,38%	-4,84%	4,63%	-3,01%
FREIXENET	4,52%	5,28%	2,68%	3,90%	2,81%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Gráfico 2.18: Evolución de la rentabilidad financiera CODONÍU S.A. vs FREIXENET S.A.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Ambas empresas presentan una evolución decreciente de la rentabilidad financiera, aunque Codoníu está en peor situación. Al igual que ocurría con rentabilidad económica de ambas empresas, Codoníu refleja valores negativos, lo cual indica que la empresa no obtiene beneficios para remunerar a los socios.

Se puede observar que la rentabilidad financiera de Freixenet presenta aumentos y disminuciones a lo largo del periodo. En 2010 se observa un ligero aumento del 0,76%,

en el siguiente ejercicio la empresa experimenta un notable descenso, luego en 2012 los fondos aportados por los propietarios o socios de la empresa generan una rentabilidad equivalente al 3,90% de su valor y finalmente la rentabilidad financiera disminuye en 2013 alcanzando un valor de 2,81%.

Para una mejor explicación de la rentabilidad financiera, se puede descomponer en dos variables que son: Rentabilidad económica y apalancamiento financiero.

2.6.3 Apalancamiento financiero

Anteriormente se indicó que la rentabilidad económica determina el rendimiento de la inversión que realiza una empresa con independencia de la estructura financiera.

En este caso el apalancamiento financiero trata de medir el efecto que tiene la utilización de los fondos ajenos. Se puede decir que compara el rendimiento de los activos con el coste efectivo de la deuda, es decir, valora si la utilización de la deuda beneficia o perjudica la rentabilidad de los fondos propios.

El apalancamiento financiero se puede calcular como un suplemento que puede ser positivo o negativo en función del efecto de la utilización de los fondos ajenos. La rentabilidad financiera es la sumatoria formada entre la rentabilidad económica después de impuestos y el apalancamiento financiero en forma de suplemento.

$$RF = RSI + \underbrace{(RSI - CFA) \times \frac{FAm}{PNm}}_{\text{Apalancamiento financiero}}$$

$$\text{Apalancamiento financiero} = RF - RSI \text{ d. i}$$

$$CFA = \frac{GF \times (1 - t)}{FAm}$$

Siendo:

- RF: Rentabilidad financiera o de los fondos propios
- RSI: Rentabilidad sobre la inversión o rentabilidad económica
- CFA: Coste efectivo de los fondos ajenos
- FAm: Fondos ajenos medios
- PNm: Patrimonio Neto medio
- GF: Gastos financieros
- t: tipo impositivo

El signo del apalancamiento financiero depende de que el coste efectivo de la deuda sea mayor o menor que el rendimiento de los activos, de modo que:

- Si el coste efectivo de los fondos ajenos es menor que la rentabilidad económica después de impuestos, el apalancamiento financiero será positivo y por tanto aumenta la rentabilidad financiera.
- En cambio si el coste efectivo de los fondos ajenos es superior que la rentabilidad de los activos después de impuestos, el apalancamiento financiero será negativo y como consecuencia la rentabilidad financiera disminuye.

Cabe precisar que el signo positivo del apalancamiento financiero no siempre es beneficioso para la empresa, porque este solo informa sobre si el uso de la deuda aumenta o disminuye la rentabilidad financiera. Según González Pascual (2010, p.452) el apalancamiento financiero no tiene en cuenta aspectos como altos niveles de endeudamiento o la capacidad devolución de esta. Existen ocasiones en los que una empresa entra en suspensión de pagos, debido a los problemas de liquidez que atraviesa a pesar de obtener elevadas rentabilidades.

TABLA 2.25: Evolución del apalancamiento financiero y coste efectivo de la deuda CODONÍU S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013
RSI <small>d.i.</small>	0,15%	2,35%	-1,96%	3,44%	-0,59%
CFA	2,11%	1,14%	1,47%	2,05%	2,09%
AP. FINANCIERO	-1,75%	1,03%	-2,89%	1,19%	-2,43%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Se puede observar que el apalancamiento financiero de Codoníu presenta valores negativos, por lo que la utilización de la deuda tiene un efecto reductor sobre la Rentabilidad Financiera, debido a que los costes de los fondos ajenos superan a la rentabilidad de la inversión.

En 2009 puede comprobarse cómo el coste de la financiación ajena supera al rendimiento que reportan los activos y como consecuencia de este hecho el apalancamiento financiero alcanza un valor negativo, generando así un efecto negativo sobre la rentabilidad del Patrimonio Neto. En 2010, el apalancamiento financiero presenta un valor positivo, por lo que la rentabilidad de la inversión supera los costes de financiación ajena. En 2011 se repite la misma situación de 2009 y en 2012 la empresa logra obtener más rentabilidad de los activos que los costes de financiación. Finalmente en 2013 la rentabilidad de la inversión alcanzada vuelve a ser notablemente inferior a los costes de los fondos ajenos, transmitiendo así un efecto negativo sobre la rentabilidad de los fondos propios.

La rentabilidad financiera de Codorníu disminuye debido a que la rentabilidad de la inversión después de impuestos decrece de forma continua conforme pasan los años, llegando a ser inferior a los costes de la financiación ajena.

TABLA 2.26: Evolución del apalancamiento financiero y coste efectivo de la deuda FREIXENET S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013
RSI _{d.i.}	3,15%	2,72%	1,95%	3,08%	2,35%
CFA	2,22%	0,91%	1,38%	2,36%	1,88%
AP. FINANCIERO	1,37%	2,57%	0,73%	0,82%	0,46%

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos extraídos de SABI.

Los datos reflejan que el coste efectivo de la deuda es inferior a la rentabilidad económica después de impuestos, por tanto, el apalancamiento financiero es positivo en todo el periodo analizado. La utilización de la deuda para financiar las inversiones genera un efecto expansivo sobre la rentabilidad financiera.

A efectos comparativos, podría decirse que la utilización de los fondos ajenos beneficia más a Freixenet que a Codonú, dado que tiene un efecto positivo en Freixenet que hace que la rentabilidad de los fondos propios aumente. En cambio, en Codonú el efecto de la financiación ajena es negativo porque provoca que la rentabilidad financiera disminuya, perjudicando así a los socios.

3. CONCLUSIONES

Tras realizar el análisis de los Estados Financieros de Codorníu S.A. y Freixenet S.A., se han llegado a principales conclusiones que muestran la situación de estas dos empresas.

- La caída del consumo nacional por la que está atravesando el sector del cava, hace que estas empresas apuesten por las exportaciones, ya que gracias a ellas consiguen paliar la caída de las ventas nacionales. El cava es un producto cuyas ventas son estacionales en el mercado español, por eso estas empresas están lanzando campañas para intentar fomentar el consumo en otras épocas del año y no solo en navidad.
- El análisis del Balance desvela que ambas empresas presentan una estructura de activo en el que predomina el activo no corriente y su evolución es creciente debido a que tanto Freixenet S.A. como Codorníu S.A. están realizando en los últimos años grandes inversiones en terrenos, maquinaria, instalaciones con el fin de seguir innovando y producir cavas de mayor calidad. En el mercado del cava cada vez tienen presencia las marcas blancas que están ligadas al precio bajo y estas empresas se ven obligadas a producir cavas de alta gama para mantener la exclusividad que les caracteriza. Se observa una disminución del activo de Freixenet S.A., mientras que Codorníu S.A. ha aumentado su activo en los últimos ejercicios.
- La estructura financiera de estas empresas, presenta un adecuado equilibrio, porque sus fondos propios oscilan entorno al 40% y 50% del total patrimonio neto más pasivo, por tanto están lo suficientemente capitalizadas y presentan bajos niveles de endeudamiento, aunque el de Freixenet S.A. es mayor. Los fondos propios presentan una evolución creciente y el desglose de esta partida muestra que los componentes que varían son resultado del ejercicio y reservas, siendo estas mayores en los ejercicios en los que ambas empresas obtienen beneficios, lo cual indica que reinvierten el resultado del ejercicio.
- La Cuenta de Pérdidas y Ganancias refleja un continuo descenso de las ventas de ambas empresas. Como consecuencia de dicha caída, Codorníu S.A. incurre en pérdidas, mientras que su competidora experimenta ligeras disminuciones del resultado del ejercicio, pero obtiene beneficios en todos los ejercicios analizados.
- Del estudio de liquidez se puede decir que ambas presentan buena liquidez a corto plazo. En cambio su liquidez inmediata no es buena, debido a la gran dependencia que tienen en las existencias para obtener liquidez. A pesar de presentar valores parecidos, los de Codorníu S.A. son ligeramente superiores, debido a que presenta un menor porcentaje de las obligaciones a corto plazo.
- El endeudamiento de ambas empresas es bajo y se caracteriza por un elevado pasivo corriente, formado fundamentalmente por acreedores comerciales. Por motivo de la concentración de la deuda a corto plazo, la calidad de deuda de estas empresas es mala, en cuanto a plazo se refiere. Freixenet S.A. presenta una adecuada gestión de la deuda, ya que logra disminuirla conforme pasan los años mediante la reducción de las deudas a largo plazo. Codorníu en cambio experimenta un ligero aumento.
- El principal problema que presentan estas empresas es la caída continua de las ventas que han sufrido en los últimos ejercicios. Dicho descenso provoca una disminución de los resultados y consecuentemente una reducción de las rentabilidades. Tanto Freixenet S.A. como Codorníu S.A. están llevando a cabo

un plan de diversificación, cuyo objetivo es llegar a distintos tipos de consumidores y así aprovechar oportunidades. Los datos reflejan una evolución favorable en Freixenet S.A., por lo que presenta estabilidad y una gestión eficiente, mientras que Codorníu S.A. muestra inestabilidad en los resultados debido a las pérdidas que ha ido generando en los últimos años.

- A nivel competitivo, la estrategia de Freixenet S.A. basada en una amplia variedad de productos, calidad e innovaciones continuas está teniendo éxito en tiempos actuales de crisis económica, ya que obtiene buenos resultados. La empresa ha sabido adaptarse a los cambios del mercado y las necesidades del cliente. Lo que difiere a esas dos empresas son: La mayor diversificación que posee Freixenet S.A. y la internacionalización, dado que Freixenet S.A. está presente en muchos más países que Codorníu S.A.

4. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A) Libros:

Álvarez Pérez, B., De Andrés Suárez, J., Cárcaba García, A., Castro Pérez, O., Fernández Rodríguez, E., García Cornejo, B., García Díez, J., García Fernández, R., Lorca Fernández, P., Pérez Méndez, J.A., y Suárez Álvarez, E., 2014. Manual de Análisis de los Estados Financieros. Oviedo: Servicios de Publicaciones de la Universidad de Oviedo.

Amat Salas, O., 2008. Análisis Económico-Financiero. Barcelona: Ed. Gestión 2000.

Archel Domench, P., Lizarraga Dallo, F., Sánchez Alegría, S. y Cano Rodríguez, M., 2010. Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. Madrid: Pirámide.

González Pascual, J., 2010. Análisis de la empresa a través de su Información Económico-financiero. Fundamentos teóricos y aplicaciones. Madrid: Ed. Pirámide.

Jaime Eslava, J., 2008. Las Claves del Análisis Económico-financiero de la Empresa. Madrid: ESIC Editorial.

Rivero Torre, P., 1998. Análisis por ratios de los estados contables financieros (Análisis externo). Madrid: Ed. Civitas.

Urías Valiente, J., 2004. Análisis de Estados Financieros. Madrid: Ed. McGraw-Hill.

B) Información en Internet:

Codonú. Disponible en: www.Codonú.com/es/ [consultado 20 de febrero de 2015]

Freixenet. Disponible en: <http://www.freixenet.es/> [consultado 20 de febrero de 2015]

La crisis del cava hace que Codorníu entre en pérdidas. Disponible en: http://www.elconfidencial.com/economia/2013-04-26/freixenet-pone-a-la-venta-su-filial-francesa-de-vino-burdeos_429904/# [consultado 20 de abril de 2015]

Ministerio de Agricultura, Alimentación y medio ambiente. Observatorio del consumo y la distribución alimentaria. Disponible en <http://www.magrama.gob.es/es/> [consultado 20 de abril de 2015].

C) Bases de datos:

Base de datos SABI. sabi.bvdep.com.

D) Informe:

Alimarket, 2014. Informe anual distribución.