



TRABAJO DE FIN DE GRADO

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE NATURINDA SLNE

*“Un acercamiento al sector hortofrutícola almeriense a través
del análisis contable”*

Autor/a: Manuel José Imbernón Viciano

Director/a: María del Pilar Casado Belmonte

Grado en Finanzas y Contabilidad

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso 2020/2021

Contenido

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1. Motivación del estudio	4
1.2. Objetivos	4
1.3. Metodología	4
1.4. Contribución del trabajo	5
1.5. Limitación al alcance del estudio	5
1.6. Estructura	5
2. ASPECTOS BÁSICOS DEL SECTOR	5
2.1. Dimensión económica y social de la agricultura en España	6
2.2. Dimensión económica y social de la agricultura en Andalucía	7
2.3. El sector del comercio al por mayor de frutas y hortalizas	7
2.3.1 El contexto provincial del sector hortofrutícola. “La ventaja competitiva almeriense”	9
2.3.2. Retos para un futuro próximo. Brexit	11
2.4. La cadena de valor del sector	12
2.5. La matriz BCG provincial	12
3. PRESENTACIÓN DE NATURINDA SLNE	14
3.1. Análisis DAFO	15
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	15
4.1. Análisis del Balance Proforma	16
4.1.1. Estructura Económica. Composición y evolución	16
4.1.2. Estructura Financiera. Composición y evolución	20
4.2. Análisis del Capital Invertido	24
4.2.1. Fondo de Maniobra vs. Necesidades Operativas de Fondos	26
4.2.2. Capitales Permanentes	28
4.3. Análisis de la Cuenta de Resultados Proforma	29
4.4. Análisis de Rentabilidad	33
4.4.1. Rentabilidad Económica	33
4.4.2. Rentabilidad Financiera	37
4.4.3. Rentabilidad Global de la Empresa	41
4.4.4. Coste de la Deuda	41
4.4.5. Coste de los Fondos Propios	42
4.4.5. Coste de Capital	43
4.4.6. Creación de Valor	44
4.5. Análisis de Solvencia	46
4.5.1. Solvencia Estática	46

4.5.2. Solvencia Dinámica.....	50
5. CONCLUSIONES Y VALORACIÓN FINAL	55
6. BIBLIOGRAFÍA.....	59
ANEXO I. MATRIZ BCG	61
ANEXO II. BALANCES PROFORMA Y CAPITAL INVERTIDO	62
Tabla 1. Balance proforma de Naturinda SLNE (Activo).....	62
Tabla 2. Balance proforma de Naturinda SLNE (PN y Pasivo).....	63
Tabla 3. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis vertical o de composición del Activo).....	64
Tabla 4. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis vertical o de composición del PN y Pasivo).....	65
Tabla 5. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación del Activo).....	66
Tabla 6. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación del PN y Pasivo).....	67
Tabla 7. Balance Capital Invertido de Naturinda SLNE (Activo).....	68
Tabla 8. Balance Capital Invertido de Naturinda SLNE (PN y Pasivo).....	69
ANEXO III. CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA	70
Tabla 1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Naturinda SLNE.....	70
Tabla 2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación).....	71
Tabla 3. Cuenta de Resultados por composición o márgenes de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver	72
ANEXO IV. RENTABILIDAD.....	75
1. Descomposición de la ROIC de Naturinda, MJ Agroasesores, Ecoinver Export, Hortibalanegra y Roquevicar	75
2. Descomposición de la ROE de Naturinda, MJ Agroasesores, Ecoinver Export, Hortibalanegra y Roquevicar	77
3. Ratio de Apalancamiento Financiero	78
4. Cálculo de la ROE aT de Naturinda.....	80
5. Cálculo de la RGE y productividad de Naturinda.....	80
6. Cálculo del Coste de los Fondos Propios (k_e)	81
ANEXO V. SOLVENCIA	84
1. Ratios de Solvencia Estática a C/P de Naturinda	84
2. Ratios de Solvencia Estática a L/P de Naturinda	85
3. Períodos Medios de Maduración de Naturinda	86
4. Períodos Medios de Maduración de Ecoinver y MJ Agroasesores	87

1. INTRODUCCIÓN

El presente TFG desarrolla el Análisis Económico-Financiero y la Valoración de la mercantil NATURINDA SLNE, organización almeriense dedicada al Comercio al por Mayor de Frutas y Hortalizas (CNAE 4631). Para ello se analizarán los estados contables correspondientes a los ejercicios cerrados entre el 31 de agosto de 2014 y el 31 de agosto de 2019.

1.1. Motivación del estudio

A nivel nacional el sector hortofrutícola tiene un gran impacto económico y social, el cual adquiere mayor significación en el ámbito regional (Andalucía) y, especialmente, en el provincial (Almería). Tanto la agricultura como el comercio de frutas y hortalizas, son dos de los motores económicos de Almería, si cabe con mayor intensidad, tras el pinchazo de la “Burbuja Inmobiliaria” en el 2008 y la actual crisis provocada por la Covid-19, en la que el turismo y la hostelería se han visto sensiblemente afectados. Además, en contraste con lo que ocurre en otros sectores e industrias, en las que Almería aun bien entrado el s. XXI sigue mostrando cierto subdesarrollo, nuestra provincia se sitúa en la vanguardia hortofrutícola nacional e internacional.

Por otro lado, el sector presenta una profunda repercusión social con una gran capacidad generadora de empleo. De este modo, cualquier almeriense está relacionado directa o indirectamente con la agricultura y sus industrias auxiliares.

1.2. Objetivos

Los principales objetivos que pretende alcanzar este informe son los siguientes:

- Poner de manifiesto la relevancia del sector, especialmente en el ámbito provincial, detectando las ventajas competitivas que Almería ofrece, así como las limitaciones y riesgos que en la actualidad amenazan esta competitividad.
- Tratar de ofrecer una valoración fiable del desempeño y la situación económico-financiera de Naturinda, generando información con valor añadido que ayude a la organización a comprender mejor el camino recorrido hasta la actualidad, para encarar de la manera más eficiente un futuro muy prometedor.

1.3. Metodología

En primer lugar, para la contextualización del sector, se ha realizado una búsqueda bibliográfica de fuentes de información relevantes, permitiendo identificar sus aspectos

más significativos. En segundo lugar, se ha realizado un estudio del caso con los datos de las cuentas anuales de Naturinda SLNE obtenidos de la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Igualmente, en la misma, se han obtenido los datos de las empresas competidoras en el ámbito provincial.

1.4. Contribución del trabajo

Este TFG consigue acercar los aspectos más teóricos y académicos del ámbito de las Finanzas y la Contabilidad a la realidad cotidiana de las empresas del sector, constituyendo este aspecto uno de sus principales atractivos y valores añadidos. El conocimiento de la operativa diaria en explotaciones agrícolas y en comercializadoras hortofrutícolas por parte del que suscribe, confiere a este estudio un plus de realidad y facilita, en gran medida, la comprensión e interpretación de los distintos parámetros económico-financieros.

Por otro lado, es importante señalar que, a la luz del análisis realizado, se abre una vía de debate y discusión acerca de la financiación de las Pymes del sector, tema que demanda una mayor atención en el campo de la investigación.

1.5. Limitación al alcance del estudio

Las principales limitaciones al alcance de este estudio residen en la no existencia de un mercado secundario activo de referencia. Nos adentraremos en un sector en el que no hay empresas cotizadas, profundizando, además, en un clúster donde la mayoría de entidades están dentro de los parámetros Pyme y tienen un marcado carácter familiar.

Todo ello se materializa en la no disponibilidad de la información financiera en SABI de algunos ejercicios de ciertas empresas, dificultando la comparabilidad de los estados contables.

1.6. Estructura

El análisis realizado presenta un primer capítulo que contextualiza el sector hortofrutícola. Seguidamente, se presenta la empresa objeto de estudio para posteriormente realizar el análisis económico-financiero de la misma. Este análisis finaliza con las conclusiones del estudio.

2. ASPECTOS BÁSICOS DEL SECTOR

A lo largo de este capítulo se pondrá en contexto la evolución, situación actual y futuro del sector hortofrutícola, el cual se caracteriza por la existencia de un gran número de

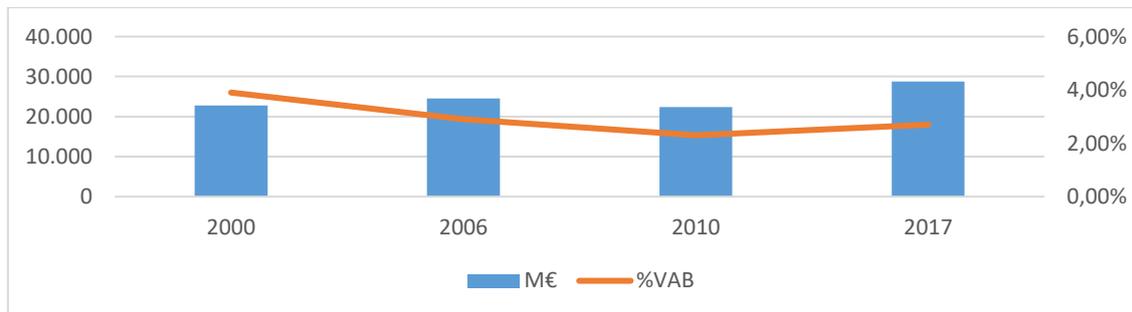
pequeñas y medianas explotaciones con una clara orientación a la agrupación en asociaciones de productores y comercializadores, favoreciendo la integración vertical de toda la cadena de valor, la investigación y una mejor gestión de la calidad (Informe Sectorial Agroalimentario CESCE, 2019).

2.1. Dimensión económica y social de la agricultura en España

El sector agrario ha sido el motor económico de España durante siglos, sin embargo, tras la modernización del país y su progresiva industrialización, ha ido perdiendo peso de manera paulatina, circunstancia que no implica una pérdida de importancia, sino que pone de manifiesto la aparición y desarrollo de otras industrias y una diversificación de la actividad económica.

El VAB¹ agrario ha pasado en las últimas décadas de una contribución al PIB del 3,9% en el año 2000, a un 2,7% en el 2017. En términos absolutos, la cifra de negocio agraria, ha evolucionado, en el mismo período, de 19.200 millones de euros (en adelante m €) a más de 25.300 m €, lo que supone un incremento superior al 22% tomando como referencia los años 2000 y 2017 (Price House Water Cooper, 2017).

Gráfica 2.1.- Evolución del VAB y cifra de negocio agraria, período 2000-2017

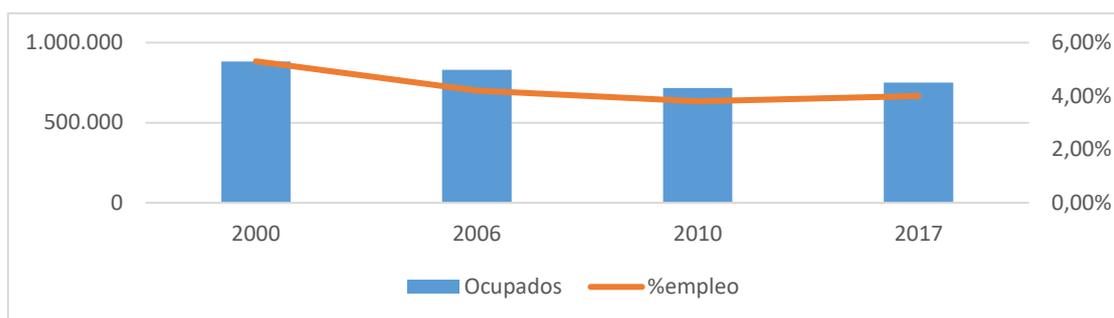


Fuente: elaboración propia basada en Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (MAPA); 2017

En cuanto al empleo, la diversificación económica ha supuesto una menor ocupación de personas, tanto en términos relativos como en términos absolutos. Por ejemplo, en el año 2000 la agricultura daba empleo a más de 880.000 trabajadores, mientras que en 2017 la población ocupada en el sector estaba próxima a las 750.000. En relación con la tasa de población ocupada, en el mismo período, hemos pasado del 5,3 al 4% (Price House Water Cooper, 2017).

¹ VAB (Valor Añadido Bruto): Valor de la producción final de un sector descontado el coste de los consumos intermedios para evitar el problema de la doble contabilización.

Gráfica 2.2.- Evolución de la población ocupada y tasa de empleo agrícola, período 2013-2017

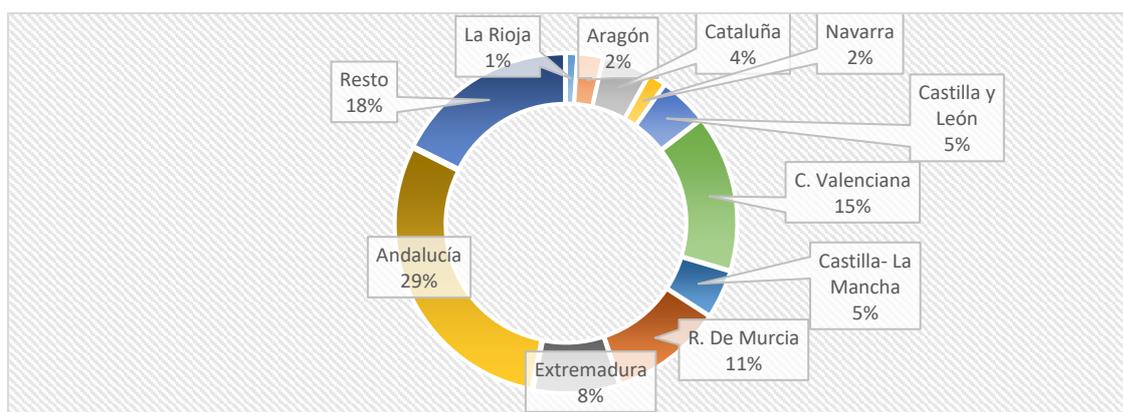


Fuente: Price House Water Cooper; (2017)

2.2. Dimensión económica y social de la agricultura en Andalucía

Nuestra Comunidad Autónoma representa el territorio nacional con mayor contribución al volumen de producción de frutas y hortalizas. De las más de 28 millones de toneladas anuales producidas en España, un 29% proceden de terrenos y cultivos andaluces.

Gráfica 2.3.- Contribución a la producción media en toneladas de las distintas Comunidades Autónomas del territorio nacional



Fuente: elaboración propia basada en MAPA; (2017)

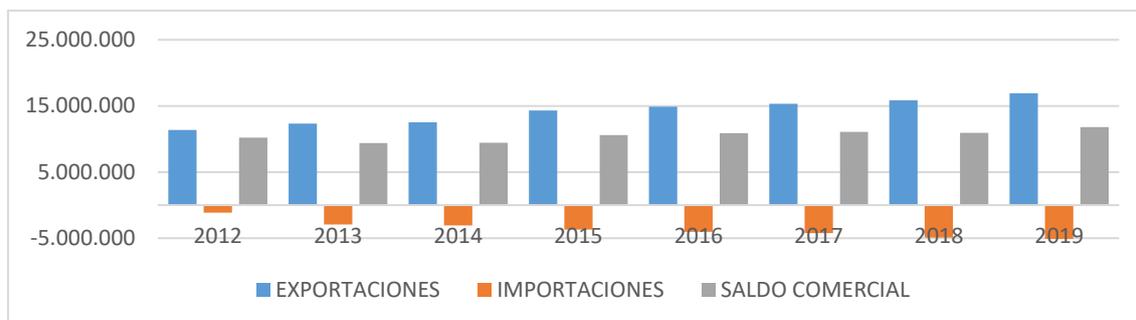
Desde el punto de vista del valor añadido, el VAB del sector agrario en 2019 supuso un 5,7% del PIB andaluz y ya representa el 36,9% del VAB agrario nacional, por lo que más de la tercera parte del PIB agrario en España se genera en Andalucía. A nivel de empleo, la tasa de ocupación del sector agrícola en la Comunidad Autónoma fue de un 8,7% frente al 4% nacional (Junta de Andalucía, 2020).

2.3. El sector del comercio al por mayor de frutas y hortalizas

Nuestro país es el principal exportador de frutas y hortalizas de la Unión Europea y tercero a nivel mundial, sólo por detrás de China y Estados Unidos (MAPA, 2018). Las exportaciones han alcanzado la friolera de 14.200 m € en 2020, con un volumen total de

13,5 millones de toneladas (FEPEX, 2020). Tal es la magnitud del sector, que sólo la cifra de negocios de las empresas del CNAE 4631 en 2019, representa una cantidad equivalente al 2,45% del PIB español², dando empleo de manera directa a más de 37.000 personas (Abigail Orús, 2020).

Gráfica 2.4.- “Posición de España en el comercio exterior de frutas, hortalizas y plantas ornamentales en miles de euros período 2012-2019”



Fuente: elaboración propia basada en datos de Eurostat, EU trade since 1988 by HS2, 4, 6 and CN8.

En la gráfica 2.4 observamos la tendencia ascendente tanto en importaciones como en exportaciones de frutas y hortalizas (incluyendo plantas ornamentales), presentando España posición acreedora en su cuenta corriente durante todo el horizonte temporal. La balanza de pagos ha arrojado un superávit medio de 10.587 m €, con un volumen de exportaciones medias superior a los 14.587 m €, frente a los 4.000 m € en importaciones, lo que pone manifiesto el papel fundamental que el sector hortofrutícola español desempeña en el comercio internacional, además de la contrastada capacidad de financiación generada.

En relación con los mercados de origen y destino, según fuentes del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, la distribución de las exportaciones queda definida por un 93% para el mercado INTRA EU³, frente a un 7% para el EXTRA EU⁴, mientras que en materia de importaciones existe un reparto más equitativo con un 40% EXTRA EU, frente a un 60% intracomunitario. Los principales destinos europeos son Alemania, Francia, Reino Unido⁵ y Países Bajos, mercados que muestran su predilección por las

² Según Datos Macro, el PIB español de 2019 fue de 1.244.757 m €. Por su parte, las empresas comercializadoras al por mayor de frutas y hortalizas facturaron en el mismo periodo más de 30.500 m € (Ranking Sectorial de Empresas, El Economista, 2019).

³ EXTRA EU: ámbito intracomunitario.

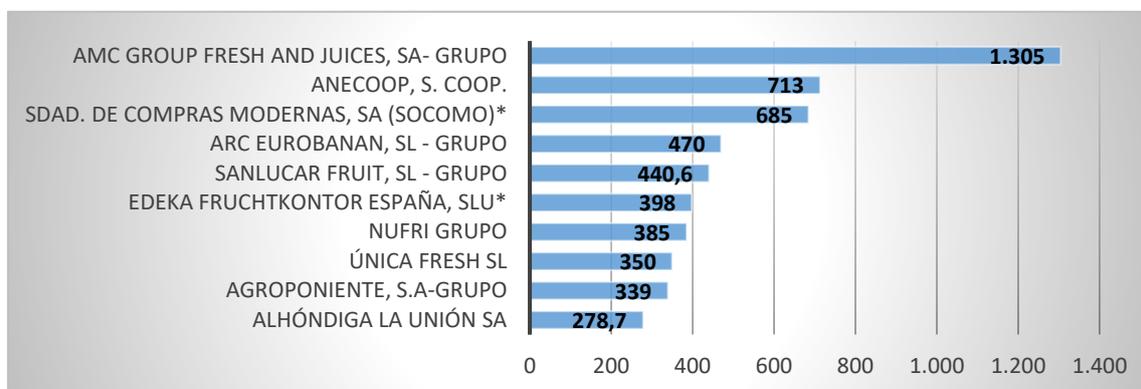
⁴ EXTRA EU: fuera del ámbito del mercado común de la Unión Europea.

⁵ Hasta el 31/12/2020 tanto las operaciones de expedición como de introducción con dicho Estado han seguido encuadrándose en el ámbito del comercio intracomunitario al haberse hecho efectivo el Brexit el 01/01/2021.

hortalizas de invernadero como el tomate, el pepino y el pimiento, destacando en el capítulo de frutas los cítricos, el melocotón y la nectarina. Se estima que en torno al 50% de la producción es destinada a la exportación, alcanzando el 70% en el caso de cultivos bajo plástico y el 80% en hortalizas ecológicas (Villafuerte y Torres, 2015). La hortaliza es el producto estrella del campo español, copando más de la mitad de la producción, seguida muy de lejos por los cítricos con una contribución más discreta del 22%.

Resulta importante hacer mención a las principales empresas de frutas y hortalizas frescas en España, según el valor de las ventas registradas en 2019⁶.

Gráfica 2.5.- “Principales empresas del sector de frutas y hortalizas frescas en España, según volumen de ventas en m € del 2019”



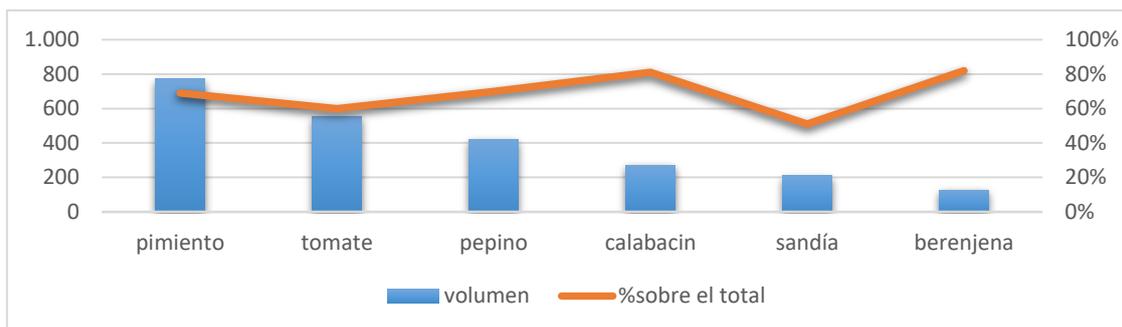
Fuente: Elaboración propia basada en Alimarket; (2020)

2.3.1 El contexto provincial del sector hortofrutícola. “La ventaja competitiva almeriense”

En la gráfica 2.5 observamos que dentro del top 10 español de empresas hortofrutícolas en 2019, se sitúan 3 importantes organizaciones almerienses: **ÚNICA FRESH** (8º puesto), **GRUPO AGROPONIENTE** (9ª posición) y **ALHÓNDIGA LA UNIÓN** (10ª posición), lo que revela la importancia del sector para nuestra provincia, así como la relevancia y posición de la provincia en el mismo: Almería es líder en las exportaciones nacionales de frutas y hortalizas como el pimiento, el tomate, el pepino, el calabacín, la sandía y la berenjena.

⁶ Se incluyen datos de negocio en otros sectores, por tanto, no sería estrictamente el ranking del comercio mayorista de frutas y hortalizas.

Gráfica 2.6. Principales exportaciones de frutas y hortalizas almerienses



Fuente: elaboración propia basada Extenda; (2020)

Con excepción de la sandía, que se sitúa en el 51% de la exportación nacional, observamos cómo el resto de la lista representa a nivel individual más del 60% del volumen estatal, destacando principalmente la berenjena y el calabacín con un peso superior al 80%.

El hecho de que nuestra provincia encabece el ranking en las exportaciones y coloque a algunas de sus empresas “buque insignia” entre las más importantes del sector, no es fruto de la casualidad, detrás de ello hay muchos años de trabajo y una importante inversión en I+D+i, tratando de buscar el cultivo más sostenible, más eficiente y con mejor calidad.

La lucha por la consecución de estos atributos, ha situado al producto almeriense en una posición privilegiada. Según el medio especializado Hortoinfo (2015), más de 20.000 hectáreas en la provincia (en torno al 64% del total) cumplían con la certificación GLOBAL GAP. Esta certificación es garantía de seguridad alimentaria, calidad y sostenibilidad, constituyendo el protocolo de distribución número uno a nivel mundial, siendo, además, requisito indispensable para los proveedores de grandes superficies.

Desde el punto de vista de la eficiencia, Almería ostenta liderazgo internacional en costes en algunos productos como el tomate. Si comparamos la provincia con una potencia hortofrutícola como Holanda, aun a pesar de estar en situación desfavorable en costes de comercialización, consigue producir y distribuir de manera más eficiente hortalizas como el tomate, el pepino y el pimiento.

Tabla 2.1. Comparativa en los costes de producción y comercialización de 1 kg de tomate, pepino y pimiento entre Almería y Holanda. Destino del producto: Mercado de Frankfurt

	Almería	Holanda
Coste de producción		
Tomate	0,27	0,55
Pepino	0,22	0,49
Pimiento	0,54	1,18
Coste de comercialización		
Tomate	0,31	0,17
Pepino	0,29	0,16
Pimiento	0,42	0,33
Coste Total		
Tomate	0,58	0,73
Pepino	0,51	0,65
Pimiento	0,96	1,5

Fuente: elaboración basada en Pérez, Valenciano y Escudero; (2003)

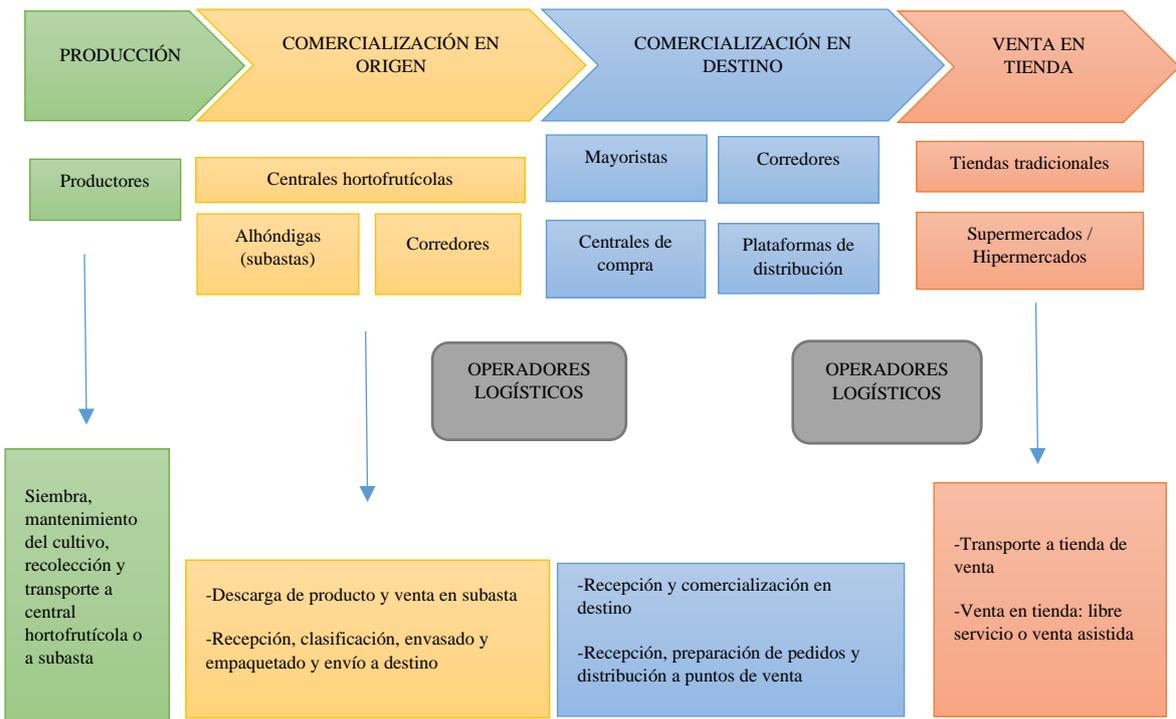
Con base en lo anterior, podemos hablar de la ventaja competitiva almeriense, fruto de la combinación de eficiencia (liderazgo en costes) y reputación (calidad y sostenibilidad), que sitúa a los cultivos y a las comercializadoras de la provincia en una posición privilegiada.

2.3.2. Retos para un futuro próximo. Brexit

En el horizonte más próximo, la materialización efectiva del BREXIT a 31/12/2020, supone un elemento desconcertante y preocupante para las empresas del sector. Teniendo en cuenta que con posterioridad a la fecha indicada, tanto las operaciones de expedición como de introducción con Reino Unido han dejado de formar parte del ámbito intracomunitario, estas pasarán a tratarse estrictamente como importaciones y exportaciones, lo que obliga a realizar los pertinentes trámites en aduana incrementando costes de transacción para el vendedor, así como de adquisición para el comprador, que además tendrá que liquidar el correspondiente impuesto a la importación en la aduana de destino, lo que ha supuesto una pérdida de competitividad.

Reino Unido, se ha situado en los últimos años como el tercer mercado del sector español, siendo notorio y relevante para las empresas almerienses, por lo que deberán realizarse esfuerzos de cooperación mutuos entre exportador e importador con el objetivo de mantener las relaciones comerciales.

2.4. La cadena de valor del sector

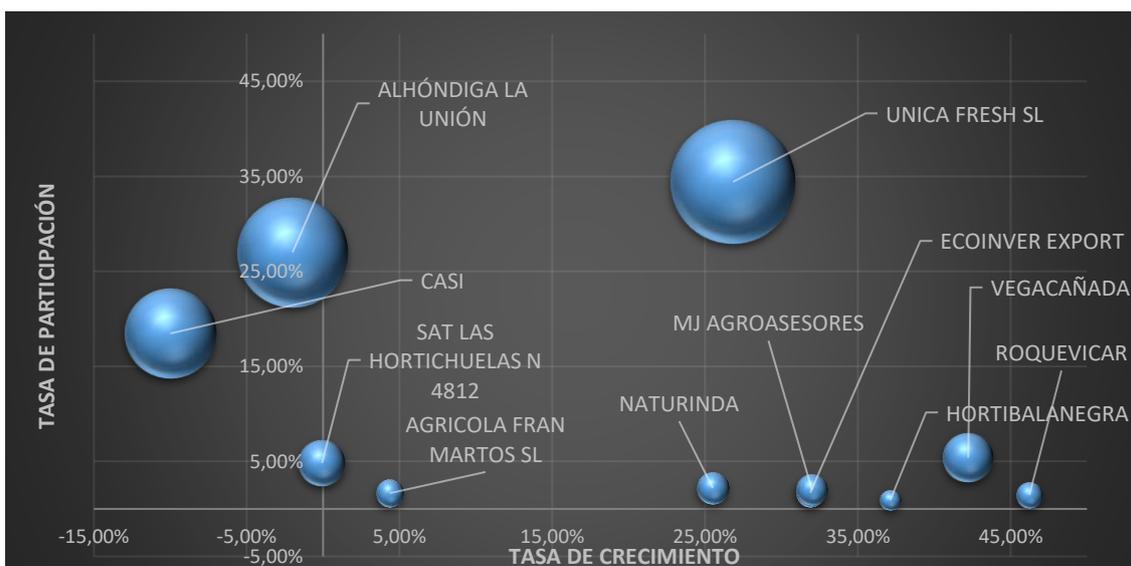


Fuente: elaboración propia basada en Capgemini Consulting; (2009)

2.5. La matriz BCG provincial

La matriz BCG está formada por una muestra representativa de 11 empresas de diverso tamaño y modelo de negocio (centrales hortofrutícolas y subastas) que arrojan una cifra de negocio superior a los 1.035 m € en el último ejercicio depositado ([Tabla 1, Anexo I](#)).

Gráfica 2.7. Matriz estratégica BCG del sector del comercio al por mayor de frutas y hortalizas almeriense



Fuente: elaboración propia

Comentamos la gráfica anterior:

- **Las empresas vaca** se sitúan en el cuadrante superior izquierdo del gráfico, caracterizándose por tener una elevada cuota de mercado y un ritmo de crecimiento reducido. Este grupo está representado por **ALHÓNDIGA LA UNIÓN** y **CASI**. Entre ambas superan el 45% de la cuota de mercado de la muestra, manifestando rasgos propios de la etapa de madurez de una empresa, pues tienen una larga trayectoria en el sector (CASI inició su actividad hace más de 70 años) y presentan cada vez mayor dificultad para experimentar crecimiento significativo.
- **Las empresas perro** se concentran en el cuadrante inferior izquierdo de la gráfica, presentando una cuota de mercado relativamente baja, así como un ritmo de crecimiento reducido. Algunas de ellas tienen un perfil maduro y dejan entrever una posición cómoda en la que no se realizan movimientos estratégicos que les permitan crecer y volver a competir de manera más intensa, pues **“prefieren quedarse donde están”**. El claro ejemplo de empresa perro dentro de la muestra sería **SAT LAS HORTICHUELAS**, pues lleva operando en el sector desde inicios de la década de los 80 y su cifra de negocio se ha mantenido prácticamente inalterable en los últimos ejercicios.
- **Las empresas estrella** son las que presentan una alta cuota de mercado con una tasa de crecimiento elevada, situándose en el cuadrante superior derecho de la gráfica. Estas organizaciones son intensamente competitivas, superando año tras año sus expectativas y demandan gran cantidad de recursos financieros para seguir expandiéndose. El claro ejemplo es **UNICA FRESH SL** con una participación superior al 30% en la muestra del mercado y un crecimiento del 36% en el último ejercicio.
- **Las empresas niños problema** se ubican en el cuadrante inferior derecho de la gráfica, presentando elevado crecimiento, pero una cuota de mercado que aún no es lo suficientemente grande; tienen mucho potencial y margen de mejora por tratarse de organizaciones relativamente jóvenes que, si son capaces de planificar correctamente su tesorería y realizar las inversiones adecuadas, pueden convertirse en empresas estrella. **Este es el caso de NATURINDA SLNE**, con una vida inferior a 15 años ostenta una cuota de mercado superior al 2% y ha

presentado un crecimiento de en torno al 25% en el último ejercicio social depositado.

3. PRESENTACIÓN DE NATURINDA SLNE

Naturinda Sociedad Limitada Nueva Empresa es una organización almeriense ubicada en el Polígono Industrial de la Ciudad del Transporte, perteneciente al término municipal de La Mojonera. Inició sus operaciones el 17 de mayo de 2007 con un capital escriturado de 3.013 € y un objeto social amplio⁷, encuadrando su actividad económica dentro de la comercialización al por mayor de frutas y hortalizas (CNAE 4631) y agregando, posteriormente, la intermediación en el comercio de materias primas agrarias, animales vivos, materias primas textiles y productos semielaborados (CNAE 4611) como actividad secundaria. Su modelo de negocio es el de central hortofrutícola integrada en la etapa de comercialización en origen, bastante similar al de una SAT o una cooperativa, pero prescindiendo de la infraestructura de manipulado y envasado en el organigrama interno.

A cierre del último ejercicio social depositado (2018/2019), presentaba un total de Activo de 3.230.918,12 €, un importe neto de la cifra de negocio de 22.680.396,71 € y un número medio de trabajadores de 32, parámetros que permiten definirla como PYME⁸ en el ámbito mercantil y contable.

Desde el punto de vista fiscal, la organización se convirtió en Gran Empresa (volumen de operaciones superior a 6.010.121,04 €) en el ejercicio 2015/2016. Así mismo, perdió la condición de Entidad de Reducida Dimensión en el ámbito del Impuesto sobre Sociedades⁹ en la campaña 2017/2018, al sobrepasar el umbral de los 10 m € de cifra de negocio en la campaña anterior.

La organización tiene un perfil claramente exportador, efectuando más del 60% de sus ventas totales al exterior. No obstante, hablamos de exportaciones en el amplio contexto del comercio internacional, pues más del 99% de estas ventas se han realizado en el marco del mercado común europeo, por tanto, técnicamente nos estamos refiriendo a entregas intracomunitarias. A nivel país, España encabeza la lista con un 39% de la cifra de negocio, seguida por Francia con un 24% y Alemania con un 20%, si bien es cierto que

⁷ Este abarca desde la actividad agrícola, ganadera, forestal y pesquera, construcción, industrial, hasta la actividad de servicios en general.

⁸ Durante dicho ejercicio y el precedente no se superan los parámetros PYME, pero sí adquiere la obligación legal de auditar sus cuentas.

⁹ Capítulo XI del Título VII de la Ley 27/2014 del Impuesto sobre Sociedades (Arts. 101 a 105).

las ventas en territorio nacional y las efectuadas al país galo van perdiendo peso de manera progresiva a favor del país germano, mercado con el que se ha duplicado la cifra de negocio, así como otros destinos (especialmente Reino Unido).

3.1. Análisis DAFO

<i>Análisis Interno</i>	
<p><i>Debilidades</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rápido crecimiento con corto período de adaptación de los recursos empresariales a las capacidades de la organización. • Fuerte dependencia de otros comercializadores en origen (subastas y centrales hortofrutícolas) para cubrir las necesidades de aprovisionamiento. • Requiere implementar mejoras tecnológicas (software y otros sistemas) para incrementar la eficiencia de determinados departamentos y procesos. • Alta dependencia de empresas externas para actividades clave de la cadena de valor (envasado y manipulado). 	<p><i>Fortalezas</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Baja dependencia de entidades financieras. • Ubicación privilegiada (centro geográfico de la zona de poniente con buenas conexiones por carretera). • Calidad excelente del producto con una fuerte apuesta por la diferenciación y la búsqueda de nuevas gamas. • Posee las certificaciones de referencia (Global Gap). • Importante atención e inversión en formación del personal, adaptación del organigrama y estrategia empresarial. • Buen posicionamiento de la empresa en los mercados europeos.
<i>Análisis Externo</i>	
<p><i>Amenazas</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Sector en continuo crecimiento con irrupción de empresas competidoras en el entorno local e internacional. • Escasez de nuevos terrenos para el cultivo, así como de agricultores. • Incertidumbre generada por el Brexit siendo Reino Unido un mercado importante. Aumenta la burocracia y los costes de transacción. • Encarecimiento de materias primas de otros aprovisionamientos (envases). Aumenta el coste de los productos vendidos reduciendo el margen operativo. • Aumento de las exigencias fitosanitarias y de seguridad alimentaria. 	<p><i>Oportunidades</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Irrupción de mercados emergentes de destino no tradicionales (especialmente países del Este). • Explotar el origen almeriense del producto por su excelente reputación. • Fomentar la marca propia como seña de identidad y calidad. • Superar la estrategia del volumen y el precio apostando por el valor. • Nuevos sistemas de cultivo ecológico y lucha integrada. • La digitalización y automatización de los procesos internos para ganar eficiencia y competitividad.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

Entramos de lleno en el análisis económico-financiero de NATURINDA SLNE. Para la realización del mismo, nos serviremos de los estados contables de otras dos empresas que comparten el cuadrante de “niños-problema” de la matriz BCG:

- **ECOINVER EXPORT SL:** es una organización fundada en 2014 que está presentando un gran crecimiento en los últimos ejercicios. Desarrolla un modelo

de negocio idéntico al de Naturinda y aplica PGC Pyme.

- **MJ AGROASESORES SL:** constituida en 2003 y ubicada en el mismo polígono industrial que Naturinda. Es una entidad con bastantes similitudes, si bien está especializada en la comercialización de productos ecológicos. De las 3 empresas, es la más grande por volumen de Activo y plantilla media, estando obligada a aplicar PGC.

Adicionalmente, recurriremos a los estados financieros de Hortibalanegra y Roquevicar.

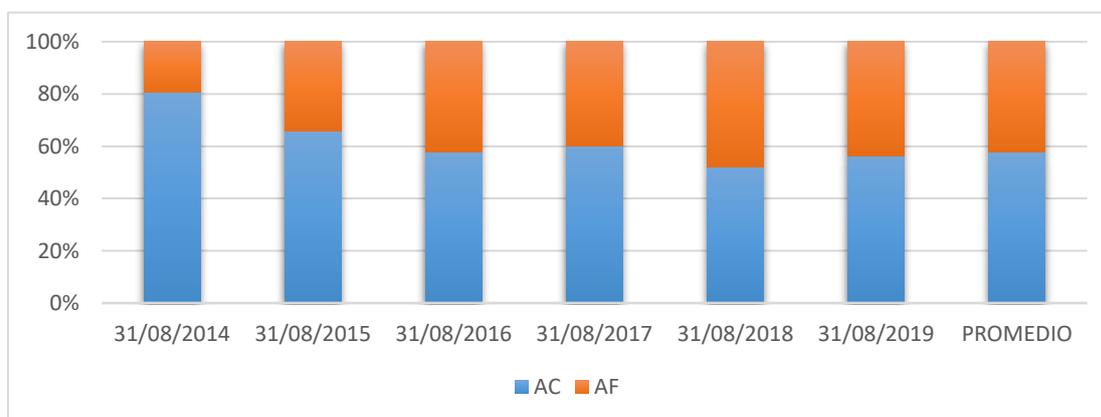
4.1. Análisis del Balance Proforma

Este análisis se divide en el estudio de la estructura económica (Activo) y de la estructura financiera o de capital (Recursos Propios y Pasivo).

4.1.1. Estructura Económica. Composición y evolución

Si acudimos a la [tabla 1 del Anexo II](#) podemos observar cómo en tan sólo 6 años, el Activo de Naturinda ha pasado de 0,44 m € en 2013/2014 a 3,23 m € a 31/08/2019, lo que supone multiplicar por más de 7 su estructura económica. Pasamos a ver su composición a lo largo del período:

Gráfica 4.1. Composición de la estructura económica de Naturinda



Fuente: elaboración propia

Apoyándonos en la [tabla 3 del Anexo II](#) y en la gráfica anterior, se aprecia que, en el inicio de la serie temporal, el Activo Fijo era poco significativo, aportando menos del 20% al Activo empresarial, mostrando en las campañas posteriores una proporción más equilibrada, en torno al 40-60% para fijo y circulante respectivamente. El hecho de intensificar el volumen de negocio implica la necesidad de ampliar inversiones, especialmente en Activo Fijo y mano de obra, de manera que el incremento de la demanda

pueda ser atendido correcta y eficientemente. Por todo ello, la estructura que da soporte al ciclo de explotación comienza a crecer, mientras el circulante disminuye gradualmente en términos relativos. A pesar de esta reducción, llama la atención el ejercicio 2016/2017, pues el circulante vuelve a sobrepasar el 60% del Activo empresarial. El principal motivo es un incremento del 195% de la tesorería ([tabla 5, Anexo II](#)) con una reducción generalizada de las otras partidas, que podría apuntar a un cambio en la gestión corriente (reducción de los periodos de venta y cobro, aumento de rotaciones). No obstante, ello obedece a una importante modificación de la estructura financiera, pues se ha producido una ampliación de capital que ha supuesto la entrada de una gran suma de recursos disponibles (al tratarse de una Sociedad Limitada, capital y prima de emisión han de ser desembolsados íntegramente¹⁰).

Tabla 4.1. Composición del Activo Fijo de Naturinda

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Inmovilizado Intangible	0,00%	0,00%	0,37%	0,35%	0,15%	0,63%
Inmovilizado Material	96,28%	96,69%	98,05%	99,59%	99,82%	99,14%
Inmovilizado Financiero	3,72%	3,31%	1,58%	0,06%	0,03%	0,24%

Fuente: elaboración propia

En la tabla 4.1 se observa una inversión muy reducida en intangible, representado principalmente por aplicaciones informáticas. El grueso del inmovilizado de las empresas del sector se concentra en infraestructura y bienes de equipo, por ello las inmovilizaciones materiales representan un valor superior al 95% de la estructura de largo plazo. Estas inversiones son, esencialmente, terrenos y construcciones, maquinaria y elementos de transporte. En cuanto al inmovilizado financiero, además de ser poco significativo, no se trata de una cartera de negociación ni de otros instrumentos mantenidos para la obtención de rentas, estando compuesto por fianzas constituidas a largo plazo en concepto de arrendamientos de naves industriales que sirven como centros logísticos.

¹⁰ Artículos 78 y 298 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC).

Tabla 4.2. Composición del Activo Circulante de Naturinda

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Existencias	1,40%	2,14%	3,51%	1,62%	3,26%	2,06%
Deudores Comerciales	31,48%	22,49%	54,21%	39,73%	55,63%	47,36%
Otros Activos Circulantes	8,41%	13,38%	31,48%	32,20%	15,71%	12,92%
Disponible	58,50%	61,99%	10,52%	26,41%	25,32%	37,42%
AC ajeno a la explotación	0,21%	0,00%	0,27%	0,03%	0,08%	0,24%

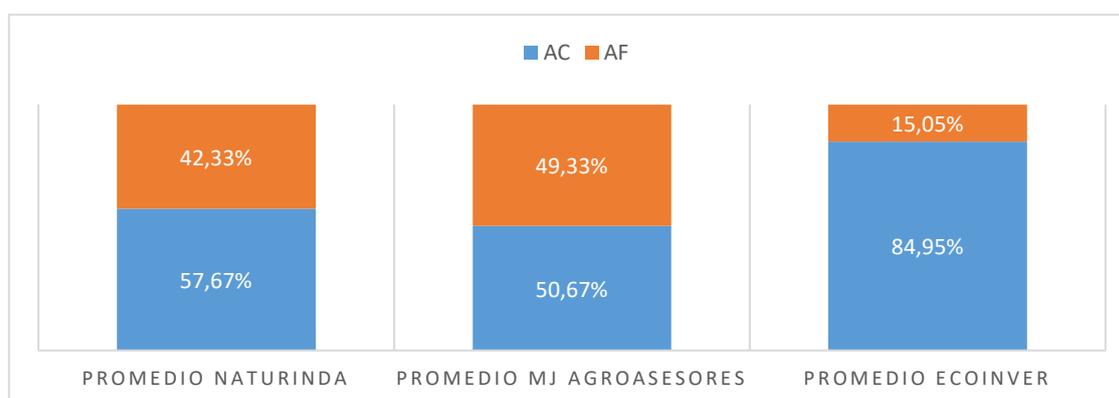
Fuente: elaboración propia

En referencia al circulante, podemos destacar la escasa importancia de los stocks, que en el período han representado un 2,33% de la estructura operativa. El principal aprovisionamiento de las empresas hortofrutícolas es perecedero y tiene, por tanto, un ciclo de vida muy corto, por lo que ha de permanecer almacenado el tiempo estrictamente necesario, presentando unas rotaciones elevadas.

Las partidas más significativas del activo circulante son los deudores comerciales (42%) y la tesorería (37%), que representan en torno al 80%.

Por último, cabe señalar el elevado peso que la partida de otros activos circulantes muestra en la estructura operativa. Debido al perfil exportador de la empresa, más del 60% de sus entregas de bienes están exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido (entregas intracomunitarias principalmente), devengando menos IVA del que soporta, lo que implica la existencia de créditos a favor de la empresa en concepto de devoluciones del impuesto.

Gráfica 4.2. Comparación del Activo Fijo y Circulante Promedio de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver Export



Fuente: elaboración propia

Tal y como observamos en la gráfica 4.2, Naturinda y MJ Agroasesores presentan bastante similitud en la composición de su estructura económica, si bien el Activo medio de MJ Agroasesores muestra un reparto prácticamente equitativo. Ecoinver por su parte, tiene un importante desequilibrio en el Activo, pues se compone de un 15-85% para Fijo y Circulante respectivamente, lo que pone de manifiesto una estructura fija insuficiente para el desarrollo de la actividad. Esto es debido a su reciente creación y la necesidad de experimentar un proceso de ajuste y equilibrado de los recursos empresariales para dotar al negocio del soporte físico necesario.

Tabla 4.3. Comparativa entre el Activo Fijo de Naturinda, Ecoinver y MJ Agroasesores

	Naturinda Promedio	Ecoinver Promedio	MJ Agroasesores Promedio
Inmovilizado Intangible	0,25%	0,58%	2,20%
Inmovilizado Material	98,26%	96,48%	93,70%
Otro Activo Fijo	1,49%	2,93%	4,10%

Fuente: elaboración propia

Tabla 4.4. Comparativa entre el Activo Circulante de Naturinda, Ecoinver y MJ Agroasesores

	Naturinda Promedio	Ecoinver Promedio	MJ Agroasesores Promedio
Existencias	2,33%	6,87%	5,30%
Realizable	60,98%	88,37%	59,00%
Disponible	36,70%	4,77%	35,70%

Fuente: elaboración propia

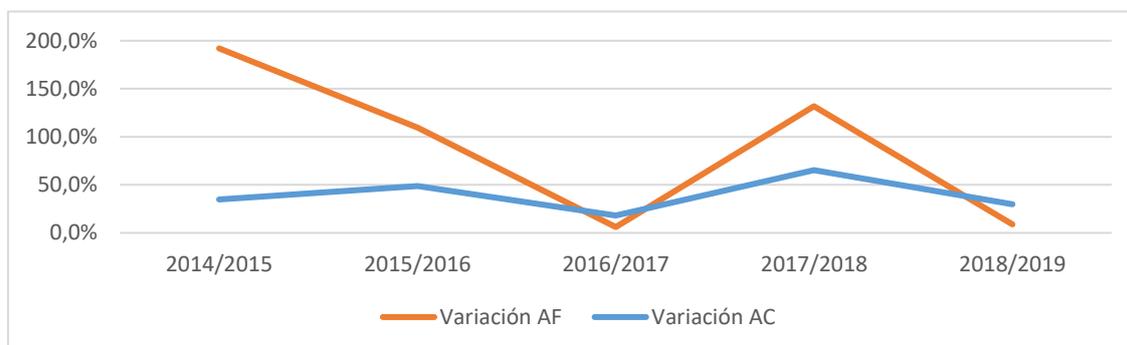
Desde el punto de vista de la composición del Activo Fijo (tabla 4.3) no se aprecian diferencias significativas entre las 3 compañías, concentrando la mayor parte de su estructura a l/p en inmovilizaciones materiales. Destaca, no obstante, una mayor importancia de las inmovilizaciones intangibles en MJ Agroasesores (2,2%) frente a un peso inferior al 1% en Naturinda y Ecoinver.

Es en la composición del circulante (tabla 4.4) donde se comienzan a apreciar aspectos diferenciales derivados de las políticas de gestión corriente. En principio, los volúmenes de stocks son bajos en las 3 empresas, si bien resultan más significativos en Ecoinver y en MJ Agroasesores, lo que denotaría una mayor facilidad en Naturinda para rotar las existencias.

Por otro lado, la disponibilidad en Ecoinver es la más baja, con una tesorería muy ajustada y un realizable excesivo, por lo que se intuye cierta ineficiencia en la gestión de cobro. Por su parte, Naturinda y MJ Agroasesores muestran prácticamente la misma proporción

de realizable y disponible, dejando entrever una mayor capacidad de rotación de los deudores y más equilibrio en la estructura operativa.

Gráfica 4.3. Evolución de la estructura económica de Naturinda



Fuente: elaboración propia

En la gráfica 4.3 observamos cómo en la campaña 2014/2015, el Activo Fijo se incrementa aproximadamente un 200%, disminuyendo la tasa de variación a la mitad en el siguiente ejercicio. En 2016/2017, se encuentra el mínimo de la serie temporal, con un crecimiento próximo al 6%. En el tramo final, las inversiones en la estructura fija vuelven a repuntar con un 130% en 2017/2018, finalizando la serie con una tasa próxima al 9%. En síntesis, la estructura fija de la empresa ha crecido durante el período a un ritmo medio del 90%, no habiéndose producido desinversiones significativas.

En relación con el circulante, su evolución presenta una estructura de dientes de sierra poco pronunciada. Destaca el crecimiento experimentado en la campaña 2017/2018, con más de un 65%, que puede tener su explicación en la importante cifra de negocio generada (es el primer ejercicio en el que se sitúa próxima al umbral de los 20 m €) y la gestión de los deudores. Podemos deducir que durante este ejercicio se facilitó el crédito a clientes para incrementar las ventas, generando a su vez mayores saldos de deudores comerciales, pues estos crecen más de un 130% con respecto al ejercicio anterior ([tabla 5, Anexo II](#)), lo que implica aumentar la inversión en el ciclo de explotación o Capital Circulante ([tabla 7, Anexo II](#)). La tasa media de variación del Activo Corriente del período se sitúa próxima al 40%.

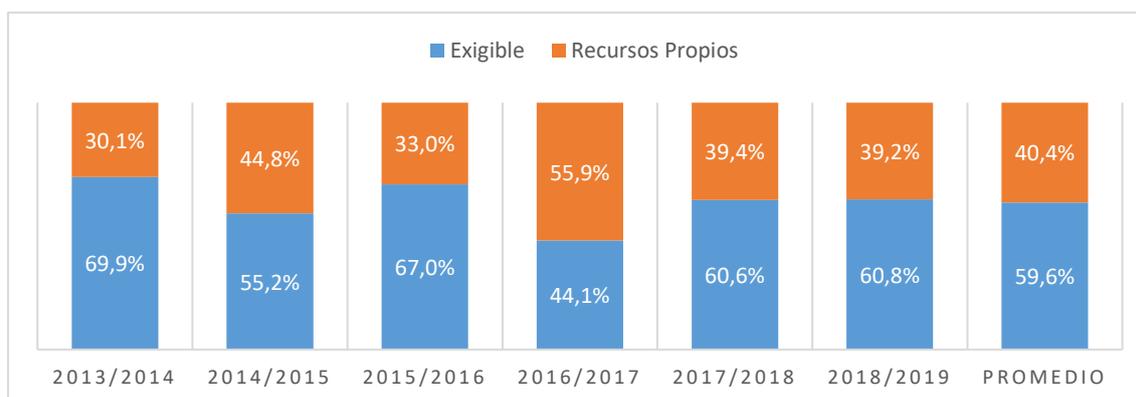
4.1.2. Estructura Financiera. Composición y evolución

Desde el punto de vista del PN, cabe señalar que Naturinda no presenta saldo alguno en la partida Otros Recursos Propios, ya que, por un lado, al aplicar PGC Pymes no registra Ajustes de valor y, por otro, no ha recibido subvenciones de capital en el período. Por

tanto, el Patrimonio Neto de la entidad está representado por la partida fondos propios del Balance.

Recurrimos en esta ocasión a las [tablas 2 y 4 del Anexo II](#) para obtener una visión general de la estructura de capital de la empresa.

Gráfica 4.4. Composición de la estructura financiera de Naturinda



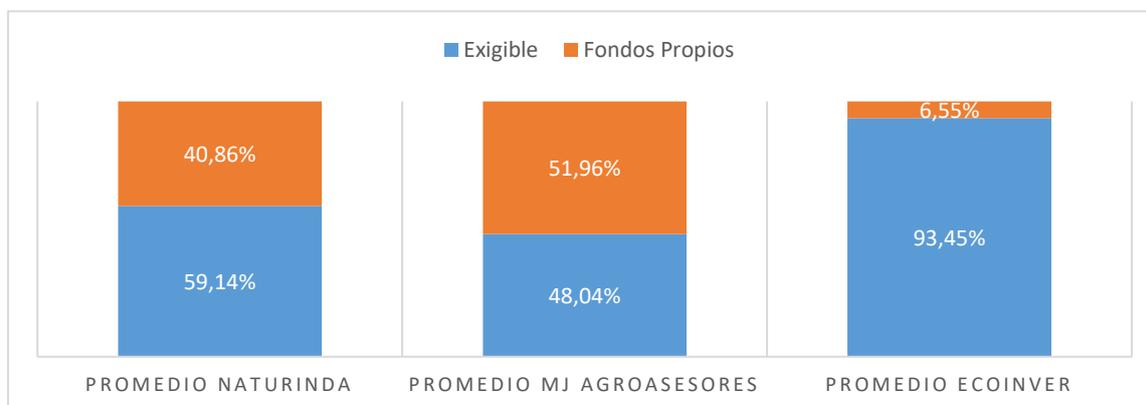
Fuente: elaboración propia

A priori, parece existir una mayor presencia de Exigible que de Recursos propios, no obstante, no debemos perder de vista que por el momento estamos analizando el Balance Proforma, el cual muestra la financiación espontánea dentro de los Recursos Ajenos, lo que podría inducirnos a pensar que la empresa se encuentra endeudada o apalancada en un 60% por término medio. Nada más allá de la realidad, lo único que la gráfica anterior está indicando es que por cada € de Activo, 0,4 € se financian con Recursos propios y el resto con Pasivo. Ahora bien, dentro de esos 0,6 € exigibles, ¿a cuánto asciende la financiación espontánea y a cuánto la negociada? He ahí la clave de la cuestión. Los créditos de provisión son la principal fuente de financiación del ciclo de explotación y debido a su flexibilidad y coste nulo se consideran un componente negativo de la inversión en circulante. Por ello resulta vital analizar el Balance Capital Invertido.

Si regresamos a la gráfica 4.4, en la campaña 2016/2017, se observa una disminución considerable del Pasivo (reducción del 25%, [tabla 6, Anexo II](#)), consecuencia de la ampliación de capital, pues este ha pasado de 3.013 € en la campaña anterior a 134.888 €, habiéndose multiplicado por más de 44. Por un lado, la proporción de Capital Propio gana relevancia, mientras que, por otro, al producirse una importante entrada de recursos líquidos, mejora la situación general de tesorería, reduciéndose saldos de acreedores comerciales. Después de este momento, Naturinda vuelve a mostrar una mayor presencia de Pasivo frente a los Fondos Propios, aunque la estructura de capital queda más

equilibrada.

Gráfica 4.5. Comparativa en la composición media de la estructura de capital entre Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver



Fuente: elaboración propia

En la gráfica 4.5 se vuelven a encontrar similitudes entre Naturinda y MJ Agroasesores, si bien en esta última, los Recursos Propios tienen una importancia significativamente mayor (52-48% para capitales propios y ajenos respectivamente). Por su parte Ecoinver, vuelve a mostrar un importante desequilibrio, pues por término medio, más del 90% de los recursos son ajenos y el resto propios, siendo un valor atípico para el sector.

Tabla 4.5. Comparativa de los Recursos Permanentes y Pasivo Espontáneo entre Naturinda, Ecoinver y MJ Agroasesores

	NATURINDA	ECOINVER	MJ AGROASESORES
% Promedio RP	40,39%	4,83%	52,00%
% Promedio Rac	11,28%	33,59%	20,00%
% Recursos Permanentes (Rp+Rac)	51,67%	38,42%	72,00%
% Promedio Pasivo Espontáneo	48,33%	61,58%	28,00%
Total (PN+Pasivo)	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia

Como observamos en la tabla anterior, Ecoinver Export es la que mayor proporción de financiación espontánea emplea. Por término medio, los créditos de provisión suponen el 61,58% de sus recursos, seguida por Naturinda con un 48,33% y en último lugar MJ Agroasesores con un 28%. Por otro lado, de las 3 organizaciones, MJ Agroasesores es la que más se financia con Capitales Permanentes (72% de la estructura financiera). Ahora bien, ¿cuál está más endeudada? y ¿cuál tiene mayor autonomía?

Tabla 4.6. Comparativa de la composición media de capitales permanentes entre Naturinda, Ecoinver y MJ Agroasesores. Apalancamiento y Autonomía Financiera (periodo 2013/2014-2018/2019)

	NATURINDA	ECOINVER	MJ AGROASESORES
Promedio Recursos Propios (Rpm)	664.331	94.716	2.835.939
Promedio Recursos ajenos con coste (Racm)	265.678	465.993	1.089.194
Promedio Capitales Permanentes (Rp+Rac)	930.009	560.710	3.925.133
Apalancamiento medio (Rac/Capitales Permanentes)	28,6%	83,1%	27,75%
Autonomía Financiera (Rp/Capitales Permanentes)	71,4%	16,9%	72,25%

Fuente: elaboración propia

Estamos en disposición de obtener conclusiones sobre el verdadero nivel de endeudamiento y autonomía de las 3 empresas:

- Naturinda y MJ Agroasesores muestran prácticamente el mismo nivel de apalancamiento y autonomía financiera. Por término medio están financiando el capital invertido en una proporción de 72% recursos propios y 28% obligaciones financieras, por lo que presentan bajo endeudamiento y alta autonomía.
- Ecoinver es la que menor autonomía financiera muestra, ya que sólo el 16,9% de sus capitales permanentes medios son propios, revelando un alto nivel de endeudamiento y excesiva dependencia de las entidades de crédito.

Recurrimos ahora a la [tabla 6 del Anexo II](#). Observamos que mientras los Recursos Propios no han dejado de crecer a lo largo del período, la evolución del Exigible presenta altibajos, cosechando una tasa negativa en la campaña 2016/2017, tras reducirse de manera importante el Pasivo Circulante con motivo de la ampliación de capital. En la campaña siguiente, hay un fuerte repunte del Exigible, que se materializa en deudas con entidades de crédito, con el objetivo de financiar importantes inversiones, especialmente en infraestructura.

El hecho de presentar una tasa de crecimiento positiva todos los años, puede indicar que no se han repartido dividendos, por lo que analizaremos los cambios en la partida de Reservas (Beneficios Retenidos) para determinar la política de dividendos de la empresa:

Tabla 4.7. Variaciones en Reservas y aplicación de Resultados en Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
Resultado del ejercicio	58.959	194.746	83.203	241.670	263.145	207.775
Beneficios retenidos final ejercicio	71.636	130.596	325.341	408.544	662.829	923.839
Beneficios retenidos inicio ejercicio	55.303	71.636	130.596	325.341	408.544	662.829
Aumento / Disminución de las Reservas	16.333	58.959	194.746	83.203	254.285	261.010
Resultado del ejercicio anterior	16.333	58.959	194.746	83.203	241.670	263.145
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Otras Variaciones	0	0	0	0	12.615	-2.135
Beneficio Retenido	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: elaboración propia

Tal y como observamos en la tabla anterior, Naturinda no ha repartido dividendos a lo largo del período (presenta un pay-out¹¹ del 0%), evidenciando, la importancia de la financiación propia en su estructura de capital, pues se confirma una estrategia orientada a la autonomía. Su política de dividendos consiste en la reinversión del 100% de los beneficios, evitando de este modo, acudir en una proporción mayor a la financiación negociada. Es importante señalar que las Pymes del sector, especialmente Sociedades Limitadas de corte familiar, se caracterizan por tener un reducido número de socios que a su vez participan en la gestión de la empresa, por lo que propiedad y gerencia recae sobre las mismas personas, siendo habitual que los propietarios perciban su retribución vía rentas del trabajo, en lugar de vía dividendos.

Un aspecto llamativo de la tabla 4.7 es la partida de “otras variaciones”, presentando en la campaña 2017/2018 un aumento de las Reservas (16.615 €) y una disminución en el ejercicio siguiente (-2.135 €). Ambas son consecuencia de correcciones de errores contables imputadas a reservas voluntarias (ingresos y gastos no devengados en su correspondiente ejercicio).

En relación con Ecoinver Export y MJ Agroasesores, tampoco han repartido dividendos a lo largo del período, mostrando sintonía con el clúster de empresas.

4.2. Análisis del Capital Invertido

Tras el avance realizado en el punto anterior al analizar la estructura de capitales

¹¹ Porcentaje del Beneficio que es repartido entre los socios o accionistas de una empresa

permanentes, entramos de lleno en el estudio del Capital Invertido (CI). Este representa la inversión neta de la empresa y se compone de Activo Fijo, Capital Circulante (CC) o Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y Activo Circulante Ajeno a la Explotación o Financiero. Los créditos de provisión desaparecen de la estructura financiera, figurando ahora como un componente negativo del Activo, pues reducen la inversión necesaria en el ciclo de explotación. En virtud de ello y, respetando la ecuación fundamental del patrimonio, Capital Invertido es igual a Capitales Permanentes, esto es, Inversión = Financiación.

Si acudimos a la [tabla 7 del Anexo II](#), observamos que la inversión neta es sensiblemente inferior al volumen que figuraba en el Activo Proforma, ya que, por ejemplo, en el ejercicio 2018/2019, el Activo Total era de 3,23 m €, mientras que el CI es de 1,93 m €. Esto ocurre gracias al Pasivo espontáneo, pues reduce un 40% la inversión que la empresa ha de realizar en el proceso productivo.

Tabla 4.8. Activo Total vs Capital Invertido en Naturinda

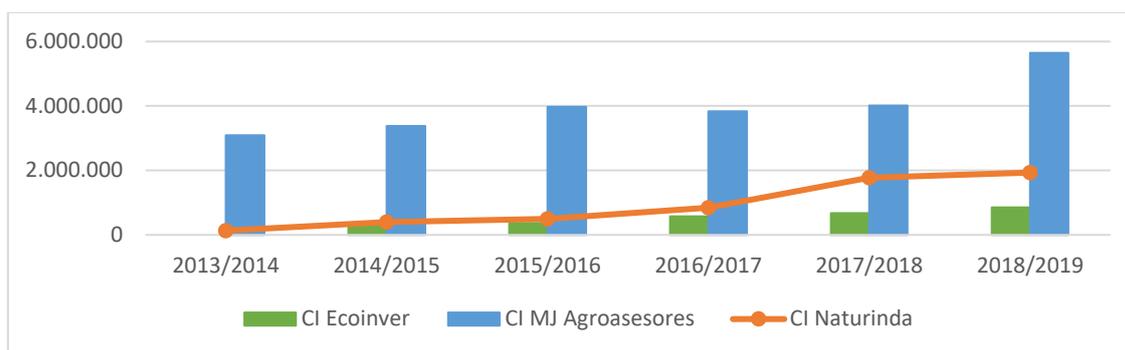
	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Activo Total (AT)	444.133	733.347	1.245.301	1.405.207	2.695.239	3.23.0918
Capital Invertido (CI)	133.609	397.743	501.104	840.874	1.772.776	1.933.950
CI / AT	30,08%	54,24%	40,24%	59,84%	65,77%	59,86%
AT-CI = Pasivo Espontáneo	69,92%	45,76%	59,76%	40,16%	34,23%	40,14%

Fuente: elaboración propia

La tabla 4.8 muestra que por término medio la inversión neta ha supuesto el 51,67% del Activo Total, lo que implica que más del 48% de las fuentes de financiación de Naturinda son espontáneas.

El CI arranca la serie temporal representando aproximadamente el 30% del Activo Total y aumenta progresivamente hasta valores cercanos al 60% en las últimas campañas, mientras que los créditos de provisión pierden peso de forma gradual, cediendo protagonismo a los Capitales Permanentes. Estos últimos son representados, esencialmente, por los Recursos Propios, pues se generan sucesivos beneficios que son reinvertidos, se produce la ampliación de capital y Naturinda se ha caracterizado por una política financiera orientada a la autonomía.

Gráfica 4.6. Comparativa entre la evolución del Capital Invertido de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver Export



Fuente: elaboración propia

De la gráfica anterior podemos deducir lo siguiente:

- El Capital Invertido de Naturinda y Ecoinver no ha dejado de crecer a lo largo del período. A pesar de las diferencias en el tamaño del Activo y, especialmente, en la forma de financiarlo, el volumen de inversión neta es bastante similar en ambas hasta la campaña 2016/2017. A partir de este momento, Naturinda duplica el Capital Invertido de Ecoinver, consecuencia de la realización de importantes inversiones en Activo Fijo y una significativa reducción de los créditos de provisión.
- En relación con MJ Agroasesores, presenta unos volúmenes de inversión 3 veces superiores a Naturinda y 6 veces mayores que Ecoinver, ya que además de tener una infraestructura más grande, es la que menos proporción de financiación sin coste emplea. En cuanto a su evolución, ha alternado incrementos y disminuciones en el período.

4.2.1. Fondo de Maniobra vs. Necesidades Operativas de Fondos

Tabla 4.9. Composición del Capital Invertido de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
AF	64,46%	63,23%	105,11%	66,44%	73,06%	72,96%
NOF (CC)	34,97%	36,77%	-5,50%	33,53%	26,88%	26,81%
Ac ajeno a la explotación	0,57%	0,00%	0,39%	0,03%	0,06%	0,22%

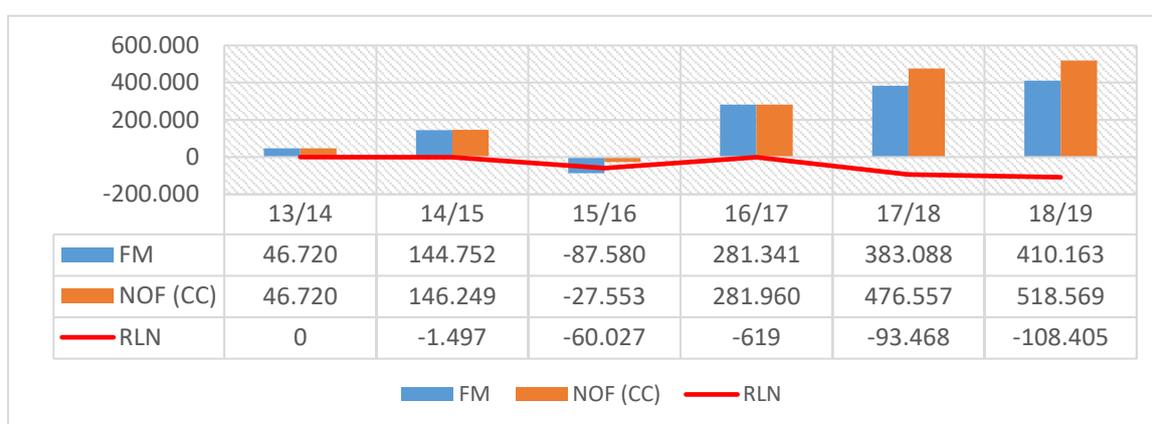
Fuente: elaboración propia

En contraste con el análisis del Balance Proforma, donde el Activo Circulante suponía prácticamente el 60% del Activo empresarial, las NOF acaban representando menos del 30% de la estructura económica, lo que vuelve a revelar la importancia de los créditos de

provisión. Por su parte, el Activo Fijo que representaba en torno al 40% del balance, adquiere un peso medio próximo al 75% sobre la inversión neta.

Fijamos la atención en la campaña 15/16, ejercicio en el que se observa un Capital Circulante negativo. A priori, esto indica que Naturinda ha financiado el ciclo de explotación íntegramente con Pasivo espontáneo, lo que podría ser un buen dato, pero que por sí sólo carece de utilidad, resulta necesario acompañarlo de un análisis complementario del Fondo de Maniobra, de manera que se obtengan conclusiones sobre si la financiación de la actividad es adecuada y la liquidez generada suficiente.

Gráfica 4.7. Fondo de Maniobra vs Necesidades Operativas de Fondos

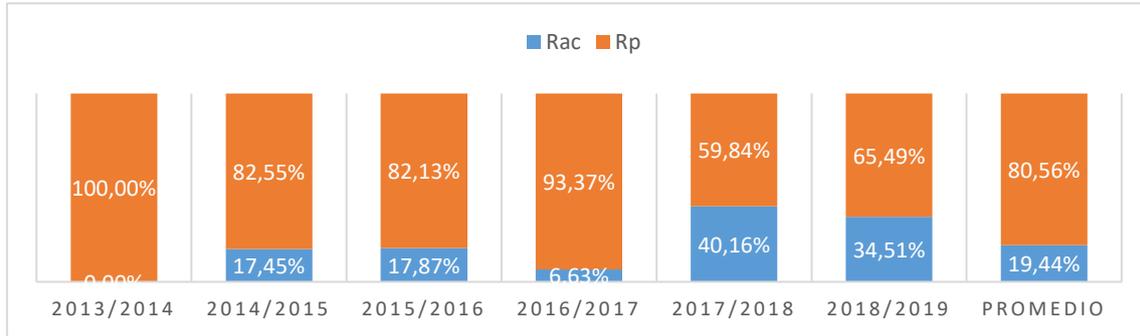


Fuente: elaboración propia

Con excepción de las campañas 13/14, 14/15 y 16/17 en las que Naturinda encuentra el equilibrio entre Fondo de Maniobra y NOF (la diferencia entre las dos magnitudes es 0 o muy próxima), el resto de la serie temporal presenta déficit de Recursos Líquidos, es decir, Necesidad Financiera a c/p, ya que la liquidez generada es insuficiente para atender las necesidades de inversión en el proceso productivo, debiendo cubrir estas posiciones con recursos negociados a corto plazo como líneas de crédito y descuento, confirming, factoring, etc. Debido al importante incremento de las NOF en los últimos años, se hace evidente la necesidad de revisar la política financiera a c/p, con el fin de obtener mayor capacidad de reacción ante impagos o retrasos de clientes, evitando que se produzcan tensiones de liquidez y facilitando el cumplimiento de los compromisos en plazo. En nuestra opinión, una buena opción sería la posibilidad de factorizar, en la modalidad sin recurso, una parte de los créditos comerciales, transfiriendo el riesgo al factor y obteniendo liquidez.

4.2.2. Capitales Permanentes

Gráfica 4.8. Composición de los Capitales Permanentes de Naturinda



Fuente: elaboración propia

La gráfica 4.8 refleja de manera clara la orientación a la autonomía financiera de la organización. Con excepción de los dos últimos ejercicios, Naturinda ha estado prácticamente autofinanciando el Capital Invertido, mostrando un perfil conservador en materia de endeudamiento en el pasado, especialmente a corto plazo. En la campaña 13/14, el 100% de los capitales permanentes eran propios (*leverage*¹² 0), los cuales han cedido poco protagonismo a las obligaciones financieras hasta el 2017/2018. En dicho ejercicio, la empresa obtiene un préstamo bancario para financiar importantes inversiones en infraestructura, pasando los Recursos Ajenos con coste a representar el 40% de los capitales permanentes (apalancamiento 0,4).

Aunque el endeudamiento medio ha sido inferior al 20%¹³, en los últimos años se aprecia un cambio en la mentalidad financiera de la empresa, buscando una estructura de capital más factible, que en un horizonte próximo apuntaría a un 60-40% para Recursos Propios y Recursos Ajenos con coste. No obstante, este *leverage*, se está llevando a cabo con una fórmula de financiación rígida (préstamos) con motivo de inversiones en estructura fija, pero muestra la necesidad de recursos negociados a corto plazo (créditos) para financiar el ciclo de explotación, como se ha puesto de manifiesto en el análisis de Fondo de Maniobra y Necesidades Operativas de Fondos.

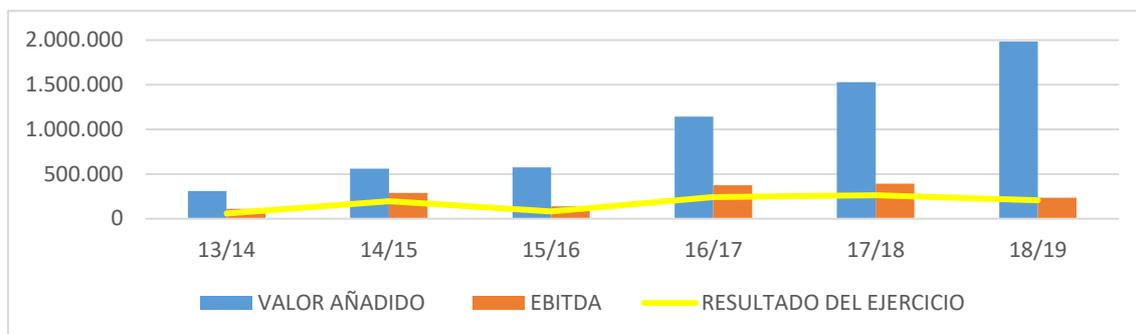
¹² Anglicismo que hace referencia al grado de apalancamiento o endeudamiento financiero de una empresa.

¹³ El ratio difiere ligeramente con el dato de la tabla 4.6, ya que en esta ocasión no se ha calculado mediante el cociente entre Rac y Rp medios en valores absolutos, sino como la razón entre los promedios de ambas magnitudes en valores relativos.

4.3. Análisis de la Cuenta de Resultados Proforma

Es momento de estudiar la capacidad de generar recursos de la empresa, para ello centramos la atención en 3 variables que se desprenden la Cuenta de Resultados Proforma: el Valor Añadido, el EBITDA¹⁴ y el Resultado del ejercicio.

Gráfica 4.9. Evolución del Valor Añadido, EBITDA y Resultado del ejercicio



Fuente: elaboración propia

Si recurrimos al [Anexo III, tabla 1](#), vemos que en el inicio de la serie temporal el Valor Añadido de la empresa es ligeramente inferior a 310.000 €, llegando a un valor muy próximo a los 2 m € en el ejercicio 2018/2019, lo que supone un crecimiento superior al 539%. La magnitud ha mostrado tendencia positiva en todo el horizonte temporal, siendo especialmente significativo el incremento experimentado entre las campañas 2015/2016 y 2016/2017 pues pasa de 0,57 a 1,14 m €, duplicando su valor. Dicho ejercicio supone un punto de inflexión, pues la cifra de negocio supera por primera vez los 10 m €, dejando claro, a partir de este momento, que Naturinda ha abandonado la liga de las empresas de reducida dimensión.

En cuanto al Resultado Operativo o EBITDA, se observa una evolución más irregular durante el período, mostrando una estructura de dientes de sierra. Parte del primer ejercicio de la serie con un valor próximo a 110.000 €, incrementándose un 163% en la campaña siguiente (en torno a los 289.000 €). En este ejercicio la cifra de negocio pasa de 4,7 a 8 m €, siendo la campaña en la que más crecieron las ventas (71%).

En el 2015/2016 se acusa un drástico descenso del EBITDA reduciéndose más de un 51%, circunstancia que resulta llamativa, pues el Valor Añadido seguía creciendo. Esto ocurre porque los gastos de personal han variado de manera inversamente proporcional,

¹⁴ Por sus siglas en inglés (*Earnings Before Interest Taxes Depretiation and Amortization*). También es denominado “Resultado Operativo”.

habiéndose producido un incremento en la cifra de negocio del 11% que resulta insuficiente para mantener los márgenes constantes.

En las siguientes dos campañas el Resultado Operativo vuelve a repuntar presentando crecimientos del 18% para 2016/2017 (valor de 373.000 €) y del 23% en la 2017/2018 (391.000 €), finalizando el período con un EBITDA ligeramente inferior a los 280.000 €, que ha sufrido una reducción cercana al 39%, consecuencia de un incremento global de los costes operativos no compensados con el aumento en la cifra de negocio.

Es el turno del Resultado del ejercicio. A pesar de ser una magnitud que escapa al control de la gerencia¹⁵ (es la renta del período después de intereses e impuestos) no deja de ser clave, pues en una entidad sin ingresos y gastos imputados al patrimonio neto, representa la variación global de la riqueza, consecuencia del funcionamiento de la empresa y agregación de todas sus actividades (típicas, atípicas, operativas y financieras). A diferencia de las sociedades cotizadas, en las que la riqueza para el socio viene determinada por el valor razonable de los títulos (el mejor indicador de este es el precio de cotización, el cual no suele coincidir con el valor teórico contable), en las pymes, en las que gestores y propietarios son las mismas personas, el Resultado del Ejercicio representa el incremento o disminución de la riqueza para el socio, por lo que la gerencia evaluará su evolución de manera muy atenta. Es, sin lugar a dudas, una variable muy importante.

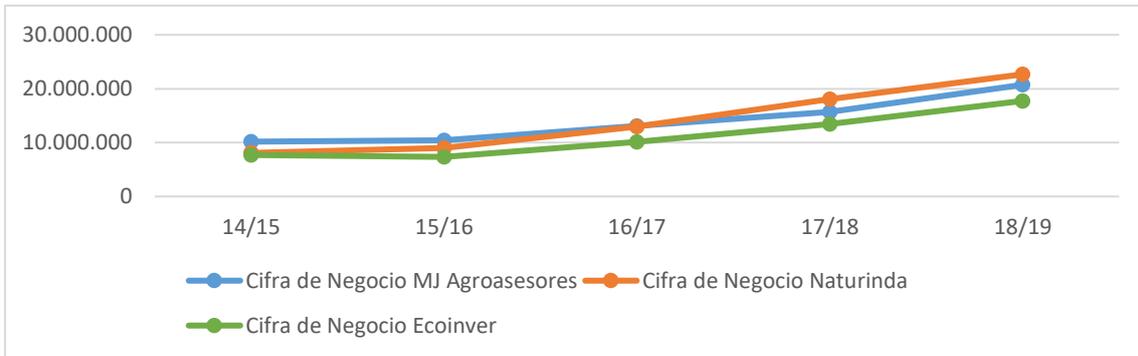
En el 2013/2014 se obtuvo un Resultado próximo a los 59.000 €, incrementándose un 230% en la campaña 2014/2015 (ligeramente inferior a los 195.000 €). En el ejercicio 2015/2016, hay un importante descenso (superior al 57%) generándose un Beneficio únicamente de 83.000 €, que como se apuntaba al analizar el EBITDA tiene su explicación en un importante incremento de los costes de personal (a pesar de reducir la carga de los servicios exteriores).

Las siguientes dos campañas muestran un resultado muy similar, observándose un aplanamiento en la curva. Para el 2016/2017 se produce un incremento del 190% con un

¹⁵ La dirección de una empresa puede controlar el ciclo de explotación y el ciclo de financiación (compras, ventas, endeudamiento, inversiones financieras...), incidiendo sobre las variables que de ellas se desprenden: EBITDA, EBIT y BAT. Sin embargo, la tributación tiene origen en obligaciones legales que, teóricamente, afectan bajo principios de proporcionalidad y progresividad de igual modo a los contribuyentes. Por tanto, una vez generado el Beneficio Antes de Impuestos, la acción del gerente poco puede incidir sobre el Beneficio Neto o Resultado del Ejercicio. No obstante, una correcta planificación fiscal minimiza la carga impositiva.

Beneficio de 241.000 €, siendo el periodo en que, tanto Valor Añadido como Resultado Operativo, más crecían. En el ejercicio 2017/2018 se alcanza el máximo de la serie temporal con 263.000 € para experimentar un importante descenso en el último año, reduciéndose más del 21% con un Resultado próximo a los 208.000 €.

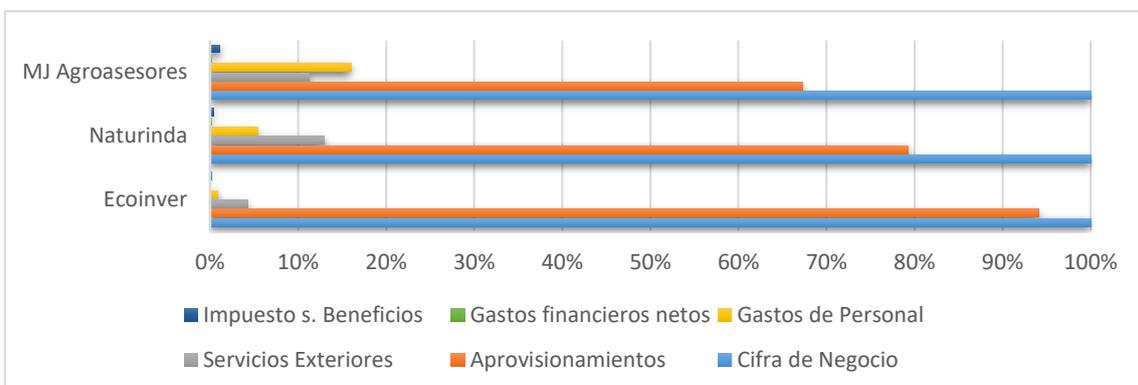
Gráfica 4.10. Comparativa en la cifra de negocios de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver



Fuente: elaboración propia

En la gráfica 4.10, observamos cómo en el inicio de la serie temporal MJ Agroasesores presenta una facturación superior a Naturinda y Ecoinver, mientras que las otras dos empresas muestran un volumen de negocio similar. Es a partir de 2016/2017, cuando Naturinda adelanta a MJ Agroasesores, facturando 13 m € y distanciándose de manera considerable de la competencia el resto de ejercicios. Naturinda, a pesar de mostrar volúmenes sensiblemente inferiores en Activo y Capital Invertido (menos del 50% de MJ Agroasesores), consigue superar su volumen de negocio en torno a un 15 y un 10% en el penúltimo y último ejercicios de la serie temporal, circunstancia bastante interesante y que apunta a mayores rotaciones.

Gráfica 4.11. Comparativa en la composición de la Cuenta de Resultados Media de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinver



Fuente: elaboración propia

Acudimos en esta ocasión a la [tabla 3 del Anexo III](#) donde se han incluido las Cuentas de Pérdidas y Ganancias por composición de las 3 empresas.

Naturinda ha presentado un margen comercial bruto que se ha movido entre el 19 y el 21%, (promedio de 20,67%), mientras que MJ Agroasesores obtiene un margen que ha oscilado entre el 28 y el 37% con un valor medio del 32,74% en el periodo. Por su parte, Ecoinver se sitúa entre el 4 y el 7%, con una media de 5,89%, existiendo diferencias significativas en el coste de ventas (aprovisionamientos) de las 3 organizaciones.

Por un lado, en todo el periodo, la única empresa obligada a auditar sus estados financieros ha sido MJ Agroasesores, lo que implica un riguroso control de los inventarios, verificando el auditor de cuentas el volumen de existencias iniciales y finales en cada ejercicio y, por tanto, la variación de existencias que minorará o incrementará el coste por aprovisionamientos imputado a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. En relación con Naturinda y Ecoinver, hasta la fecha no han tenido que someter a verificación por experto independiente el volumen de inventarios, por lo que los saldos de existencias en balance podrían estar infravalorados, lo que favorecería un sobrecoste de ventas con objeto de reducir el beneficio y la carga impositiva. No obstante, se trata de una mera hipótesis, pues, por otro lado, se intuye una mayor capacidad de rotación por parte de Naturinda y Ecoinver, ya que se mueven en rangos similares de facturación empleando un Capital Invertido significativamente inferior a MJ Agroasesores.

Ecoinver soporta un coste de aprovisionamiento un 20% superior por término medio, lo que puede explicarse como consecuencia de ser una entidad de reciente creación, que, para captar una cartera de agricultores, ha tenido que ofrecer precios de liquidación más elevados que Naturinda o MJ Agroasesores, empresas con mayor trayectoria y reputación. Una de las limitaciones del sector es la dificultad para encontrar nuevos agricultores y terrenos de cultivo, tal y como se puso de manifiesto en el Análisis DAFO.

En cuanto al coste por servicios exteriores y otros gastos de explotación, es bastante similar en Naturinda y MJ Agroasesores (13 y 16% respectivamente), frente a Ecoinver que destinaría una cantidad inferior al 6% de su presupuesto (menos de la mitad que sus competidoras).

El ratio de coste de personal es sensiblemente superior en MJ Agroasesores (11%). Por término medio ha sido más del doble que Naturinda (5%) y 11 veces mayor que Ecoinver (menos del 1%). La explicación es sencilla: la plantilla media de MJ Agroasesores ha sido

de 132 personas en 2018/2019, frente a Naturinda, que ha facturado más empleando la cuarta parte de personal (32 personas) y Ecoinver que con tan sólo una plantilla media de 6 trabajadores, consiguió generar una cifra de negocio próxima al 85% de MJ Agroasesores. Esta última, incluye dentro de su organigrama interno la estructura y mano de obra para la confección del género, lo que dispara el coste de personal.

No se aprecian diferencias significativas en el resto de partidas que conforman la estructura de costes de las 3 empresas, con la salvedad de las amortizaciones que son relativamente bajas en Ecoinver, debido a una infraestructura por el momento reducida.

4.4. Análisis de Rentabilidad

Abordamos ahora un ítem fundamental para cualquier sujeto relacionado directa o indirectamente con la actividad empresarial: el rendimiento. A partir del análisis de rentabilidad se puede determinar la creación de valor para los distintos *stakeholders*, constituyendo este concepto el principal objetivo de la empresa moderna (Eguren-Martí, 2015). Al respecto, Julio Bonmartí Martínez, vicepresidente de AECE Madrid, afirma que “*la creación de valor debe de ser el objetivo de toda buena gerencia*” (Dialnet. El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa, 2011).

Basaremos este análisis, por tanto, en los distintos retornos generados por la actividad empresarial y en el coste de los recursos empleados a tal efecto.

El EBITDA, ajustado cuando proceda, será la magnitud de resultados de referencia empleada para el cálculo de rentabilidades, ya que es una aproximación de la capacidad para generar flujos de efectivo en la explotación, excluyendo aspectos financieros, tributarios y deterioros de valor y ofreciendo, además, la ventaja de sencillez en su cálculo (Cornejo y Díaz, 2006). No obstante, este indicador sobreestima el flujo de caja al ignorar los incrementos del capital de trabajo y no considera la cuantía de reinversión requerida, por lo que puede ser una medida confusa de liquidez (Stumpp, 2000).

Por otro lado, las magnitudes de Balance se considerarán de manera dinámica, frente a la dimensión estática tradicional, por lo que Capital Invertido y Recursos Propios, se calcularán a través de los saldos medios del ejercicio en lugar de saldos finales (Rojo Ramírez, 2019).

4.4.1. Rentabilidad Económica

La Rentabilidad Económica o ROIC (*Return on Invested Capital*) mide la capacidad de

la empresa para generar rentas a partir del Capital Invertido sin considerar cómo se ha financiado. Este rendimiento ha de ser suficiente para retribuir a prestamistas y propietarios y es el indicador de base para determinar la eficiencia económica. Por tanto, la ROIC constituye el retorno que queda bajo el área de influencia de los gestores.

Existen múltiples formas para calcular esta rentabilidad, pero prácticamente todas coinciden en lo mismo:

- No se tiene en cuenta cómo se ha financiado el Capital Invertido, ya que, por ejemplo, dos máquinas de iguales características y en similares circunstancias, deben rendir lo mismo con independencia del origen de los recursos que han sufragado su adquisición.
- No debe considerarse el impuesto sobre beneficios, puesto que la tributación deriva de obligaciones legales, no pudiendo influir la gerencia en las decisiones del legislador.

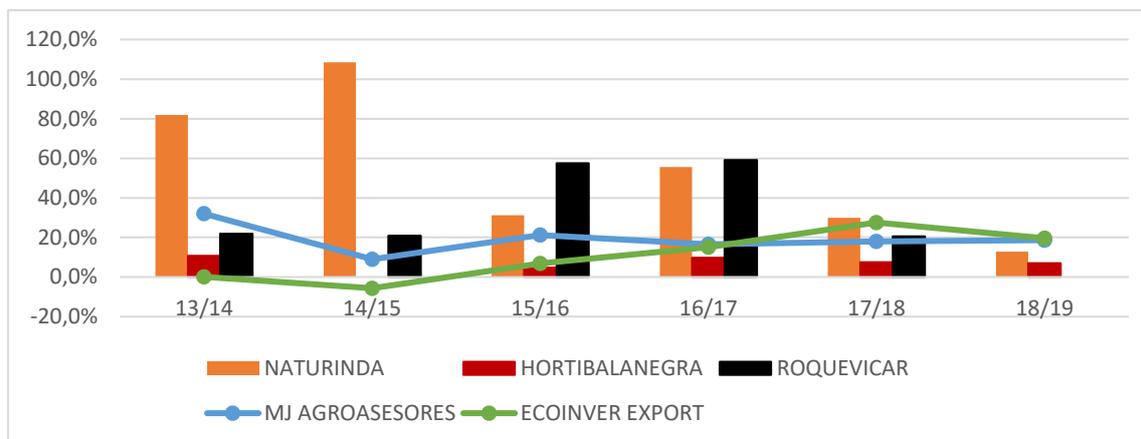
Tabla 4.10. Rentabilidad del Capital Invertido de Naturinda partiendo del EBITDA

ROIC	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	109.303	288.284	139.953	373.145	391.056	237.027
CIm	133.609	265.676	449.423	670.989	1.306.825	1.853.363
ROIC (EBITDA/CIm)	81,81%	108,51%	31,14%	55,61%	29,92%	12,79%

Fuente: elaboración propia

Naturinda ha presentado un rendimiento medio de su inversión del 53,3% en el período, generando por cada € invertido 0,53 € para retribuir a los capitales ajenos y a los propios. La ROIC se ha caracterizado por mostrar bastante variabilidad, consecuencia de las fluctuaciones de los resultados cuya evolución emulaba una estructura de dientes de sierra. Destacan las rentabilidades de las campañas 2013/2014, 2014/2015 y 2016/2017 con 81,81%, 108,51% y 55,61% respectivamente. A partir de 2016/2017, la ROIC comienza a disminuir a un ritmo próximo al 50% anual, evidenciando una relación inversa entre Capital Invertido y rendimiento, debido a las economías de escala y la necesidad de compensar el esfuerzo inversor a través de los márgenes, pues cada vez resulta más complicado rotar la inversión. En 2018/2019 encontramos el peor dato de la serie temporal con una rentabilidad inferior al 13%.

Gráfica 4.12. Comparativa en la ROIC de distintos mayoristas de frutas y hortalizas almerienses (período 2013/2014-2018/2019)



Fuente: elaboración propia

En el [Anexo IV, tablas de descomposición de la ROIC](#) se muestran las rentabilidades económicas por descomposición entre margen y rotación de la muestra de empresas.

En la gráfica 4.12, observamos cómo en los primeros ejercicios de la serie temporal, Naturinda estaba cosechando una rentabilidad económica inusualmente alta para este clúster, con valores superiores al 80 y al 100% en las campañas 13/14 y 14/15, operando con márgenes más ajustados que sus competidoras (con excepción de Ecoinver y Hortibalanegra), pero presentando unas rotaciones del Capital Invertido muy elevadas, por ejemplo, 10 veces superiores a las de MJ Agroasesores (35,34 veces al año frente a 3,74).

En el ejercicio 2013/2014, Ecoinver aún no había iniciado sus operaciones, mientras que MJ Agroasesores obtenía un rendimiento próximo al 32%, muy inferior a Naturinda, pero por encima de otras empresas como Hortibalanegra y Roquevicar (10,8 y 21,9% respectivamente).

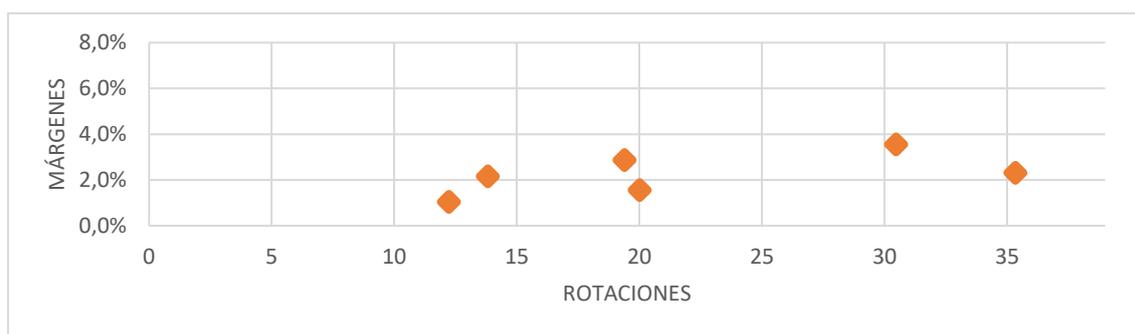
Para la campaña 2014/2015, Ecoinver recién constituida, obtiene pérdidas, con un rendimiento del -5,6%, no obstante, rota casi 24 veces el Capital Invertido, mientras que MJ Agroasesores se sitúa por debajo del 9%, lo que supone una disminución del 70%, tras reducir márgenes manteniendo el nivel de rotación constante. Naturinda, en cambio, obtiene un retorno próximo al 110% que deja atrás a cualquier empresa del sector, tras haber mejorado considerablemente el margen, a pesar de una reducción en rotaciones, que, no obstante, siguen siendo muy elevadas, ya que recupera la inversión neta más de 30 veces al año.

A partir de 2015/2016, se observa un cambio en la tendencia, pues Naturinda pierde el liderazgo en rentabilidad; tras operar con un margen económico inferior al 2% y pasar a 20 rotaciones anuales, genera un retorno del 31,14%. Roquevicar por su parte, duplica su rendimiento con un 57%, gracias a triplicar el margen e incrementar la rotación del Capital Invertido, colocándose a la cabeza durante esta campaña y la siguiente. Ecoinver Export empieza a obtener beneficios con una discreta rentabilidad del 6,9%, pero ya es la empresa que más rota, con 22 veces al año. MJ Agroasesores recupera parte del rendimiento perdido el año anterior, al lograr un elevado margen del 7,5% y rotar a un ritmo similar, por lo que obtiene una ROIC del 21,29%. En cuanto a Hortibalanegra, ostenta la última posición con una rentabilidad del 4,77%, no quedando definida su estrategia ni por márgenes ni por rotaciones.

En el ejercicio siguiente, Naturinda mejora el desempeño del año anterior, al incrementar más de un 80% el margen, por lo que obtiene una ROIC del 55,61%, bastante elevada, pero inferior a rendimientos pasados (consecuencia de una gradual reducción de las rotaciones del Capital Invertido, que en este punto ya son inferiores a 20 veces al año). MJ Agroasesores y Roquevicar, muestran un desempeño similar a la campaña anterior, mientras que Ecoinver incrementa su ROIC en más de un 200%, obteniendo un 15,11% y rotando la inversión neta más de 21 veces al año. Por su parte, Hortibalanegra duplica también su rendimiento cosechando un 9,7%.

En el tramo final, Naturinda genera unos rendimientos del 29,9% y 12,79% en las campañas 17/18 y 18/9, tras reducir los márgenes un 24% y un 120% respectivamente y disminuir las rotaciones, que se sitúan por debajo de 15 veces al año en el último ejercicio. En cuanto a la joven Ecoinver, le sigue muy de cerca en este período con rentabilidades del 27,54% y 19,63%, consiguiendo situarse a la cabeza del ranking en 2018/2019, siendo la empresa que más veces recupera la inversión, con un total de 23 rotaciones anuales. MJ Agroasesores no ha experimentado cambios significativos al final de la serie (16,56 y 17,92%), mientras que Hortibalanegra sigue siendo el farolillo rojo, obteniendo una ROIC de 7,54% y 6,96%, rendimientos que se antojan insuficientes para este clúster de empresas.

Gráfica 4.13. Pares Márgenes-Rotaciones de Naturinda (período 2013/2014-2018/219)



Fuente: elaboración propia

La gráfica 4.13 relaciona en el eje Y los márgenes económicos y en el eje X las rotaciones del Capital Invertido de Naturinda en el período analizado. Por la dispersión de los puntos, los cuales tienden a concentrarse próximos al eje X, se confirma una estrategia orientada a la Rotación del Capital Invertido en lugar de márgenes.

4.4.2. Rentabilidad Financiera

Es el turno del rendimiento de los Fondos Propios, esto es, la rentabilidad financiera o ROE (*Return on Equity*), la cual mide la capacidad de la empresa para generar rentas con las que retribuir a los socios. Evidentemente, la renta susceptible de reparto es después de intereses e impuestos, por lo que la forma en que la empresa se financia, así como el efecto de la imposición sobre los beneficios, son aspectos determinantes en la configuración de la ROE. Partimos de un EBITDA ajustado por el Resultado Financiero y por el impuesto sobre beneficios. Por otro lado, los Recursos Propios que se integran en el denominador del cociente también se muestran ajustados, detrayendo los Activos Fijos y Circulantes Financieros, (RPe medios a partir de la [tabla 8 del Anexo II](#)).

Tabla 4.11. ROE de Naturinda partiendo del EBITDA ajustado

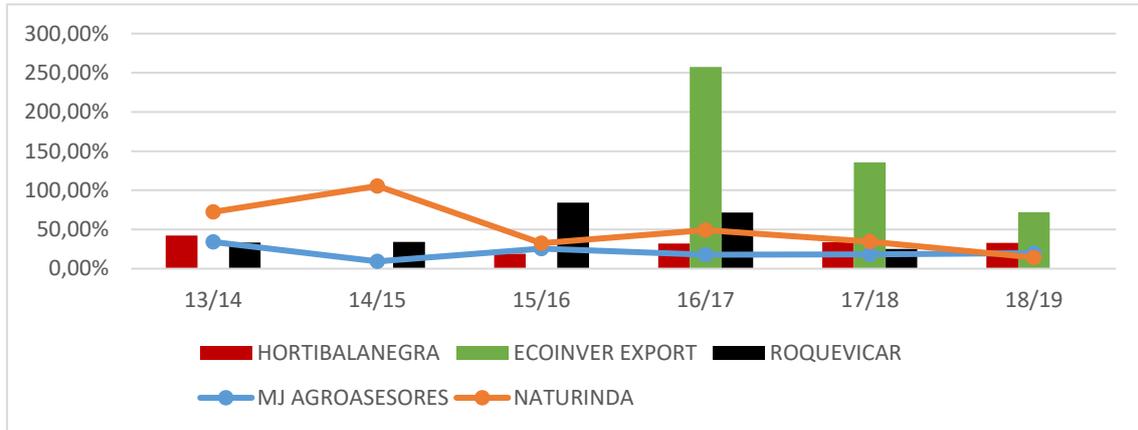
	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	109.303	288.284	139.953	373.145	391.056	237.027
Resultado Financiero (GF)	-1.283	-541	-1.507	-3.035	-550	-10.952
Impuesto sobre Beneficios (TAX)	-14.190	-50.438	-20.905	-77.372	-73.706	-60.216
EBITDA ajustado (EBITDA-GF-TAX)	93.831	237.305	117.541	292.737	316.800	165.859
Rpe medios	129.641	224.829	360.645	592.881	921.979	1.159.143
ROE = EBITDA ajustado / Rpe m	72,38%	105,55%	32,59%	49,38%	34,36%	14,31%

Fuente: elaboración propia

Naturinda ha obtenido una ROE media del 51,43% en el período, destacando los rendimientos de las campañas 13/14, 14/15 y 16/17 con 72,38%, 105,55% y 49,38%

respectivamente, mientras que encontramos el mínimo de la serie temporal en el ejercicio 2018/2019 con un 14,31%.

Gráfica 4.14. Comparativa en la ROE de distintos mayoristas de frutas y hortalizas almerienses (período 2013/2014-2018/2019)



Fuente: elaboración propia

Nos apoyamos en esta ocasión en el gráfico anterior y en las [tablas de descomposición de la ROE, Anexo IV](#). Lo que primero capta nuestra atención es la elevada rentabilidad financiera que Ecoinver Export SL arroja en el último tramo de la serie temporal, siendo especialmente significativa la ROE de la campaña 2016/2017, en la que se ha generado un retorno superior al 250% para los socios. Esto ocurre gracias al apalancamiento:

En el Análisis de la ROIC vimos que, aunque la rentabilidad es un ratio obtenido por el cociente entre una magnitud flujo y una magnitud stock, a su vez es producto de dos factores: margen y rotación. En el caso de la ROE, entra en juego un tercer factor, el apalancamiento, el cual se integra en la ecuación como la razón entre Capital Invertido y Recursos Propios, lo que denominaremos riesgo financiero (r_f ó e_2). Debe de integrarse como factor de esta manera ya que en caso de que el endeudamiento tuviera un valor nulo, el r_f tendría un valor de 1 (Capital Invertido = Recursos Propios; Recursos Ajenos con coste = 0), no afectando por tanto al resultado del producto. En cambio, cuando el endeudamiento es mayor que 0, por ejemplo, del 10%, origina un efecto palanca sobre la rentabilidad ($r_f = 1,1$), lo que conocemos como apalancamiento o *leverage*. No obstante, esto tendrá lugar siempre y cuando el rendimiento del Capital Invertido sea superior al coste de la deuda.

Aclarada esta cuestión, la elevada ROE de Ecoinver en 2016/2017 se ha generado gracias a que el riesgo financiero multiplica por 20 la rentabilidad, produciendo el citado efecto

palanca, ya que está bastante endeudada (valor próximo al 95% en dicha campaña.) El razonamiento es simple: un mayor riesgo implica una mayor rentabilidad.

Volviendo a la gráfica 4.14, observamos cómo en el inicio de la serie temporal Naturinda presenta mayor ROE que sus competidoras, con un 72,38% y un 105,55% para 13/14 y 14/15, si bien, es la que menos apalancada está junto con MJ Agroasesores, que presenta rendimientos del 34,09% y 9,28% en este período. Ambas operan con reducido *leverage*, mostrando políticas financieras orientadas a la autonomía, lo que dificulta que el rendimiento financiero sea mayor que el económico. En cuanto a Hortibalanegra, que era la empresa con peores retornos sobre el Capital Invertido, se sitúa la segunda en el ranking en este intervalo, si bien no disponemos de datos de la campaña 2014/2015, en el primer ejercicio su ROE es del 42,09%, 3,8 veces superior a su ROIC gracias al apalancamiento, el cual mejora considerablemente el rendimiento de los Fondos Propios. Roquevicar obtuvo una ROE del 33,18% y 34,20% en este tramo inicial.

Para 2015/2016 Naturinda experimenta un descenso brusco en su rentabilidad financiera, situándose en un 32,59%, perdiendo el liderazgo al ser sobrepasada ampliamente por Roquevicar (84,5%). MJ Agroasesores y Hortibalanegra presentan rendimientos próximos al 20%.

A partir de 2016/2017, entra en escena Ecoinver Export cuyos rendimientos eclipsan a las demás empresas (257%, 135% y 72% en los 3 últimos ejercicios). No obstante, Naturinda mejora el ratio casi en 17 puntos (49,4%) para acabar la serie con valores inferiores al 35 y al 15% en la penúltima y última campaña. En el tramo final, Hortibalanegra también ha superado a Naturinda, con rentabilidades financieras que se mantienen en torno al 35% en los 3 últimos años. En cuanto a Roquevicar, ha ido reduciendo su ROE situándose con un rendimiento inferior al 15% en la campaña 17/18. Mj Agroasesores ha mantenido una ROE muy similar en el tramo final (18 y 20%), superando a Naturinda en el último ejercicio, la organización que ha generado el peor retorno para los socios en el ejercicio 18/19.

¿Por qué Naturinda que ha ostentado el liderazgo en ROIC es sobrepasada por sus competidoras en ROE? Una vez más la respuesta está en el apalancamiento. Además de Ecoinver Export, un buen ejemplo es Hortibalanegra, pues siendo la empresa con peores rendimientos del Capital Invertido, consigue rentabilizar el Capital Propio más del doble que Naturinda en la última campaña.

Tabla 4.12. Ratio de Apalancamiento Financiero Clásico

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
NATURINDA	1,0	1,1	1,2	1,1	1,4	1,5
MJ AGROASESORES	1,4	1,2	1,5	1,3	1,2	1,3
ROQUEVICAR	1,9	2,0	2,0	1,6	1,5	n.d.
HORTIBALANEGRA	4,2	n.d.	3,8	3,4	4,2	5,5
ECOINVER EXPORT	n.d.	-26,7	-37,3	20,5	6,5	3,9

Fuente: elaboración propia

En el [apartado 3 del Anexo IV](#), se muestra el cálculo del clásico ratio de Apalancamiento Financiero. Este relaciona la inversión autofinanciada con el diferencial que la carga financiera genera sobre los beneficios y tradicionalmente se ha considerado un parámetro válido para determinar si a la empresa le conviene o no aumentar el endeudamiento. Su interpretación es sencilla: un valor superior a 1 indica que un incremento de la deuda irá acompañado de un aumento de la rentabilidad para los socios, por lo que teóricamente conviene endeudarse, mientras que un valor inferior a 1 pone de manifiesto que recurrir a mayor volumen de Financiación Negociada mermaría la ROE.

A la luz de los resultados obtenidos en la tabla 4.12, en general, todas las empresas del clúster pueden mejorar el rendimiento de los propietarios a través del endeudamiento.

Tabla 4.13. Comparativa entre ROE y ROIC de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
ROE aT	83,32%	127,98%	38,39%	62,43%	42,36%	19,50%	62,33%
ROIC aT	81,81%	108,51%	31,14%	55,61%	29,92%	12,79%	53,30%
ROE aT - ROIC aT	1,51%	19,47%	7,25%	6,81%	12,43%	6,71%	9,03%
¿Es ROE > ROIC?	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: elaboración propia

En la [Tabla 4 del Anexo IV](#) se muestra el cálculo de la ROE aT. En virtud de la tabla 4.12 que verifica que, una vez homogeneizados los rendimientos, la ROE es mayor que la ROIC y, tras el test realizado en la tabla 4.13, Naturinda opera en apalancamiento financiero positivo, es decir, el coste de la deuda es inferior al retorno del Capital Invertido y un mayor volumen de Recursos Negociados irá acompañado de un incremento en el retorno de los propietarios, por lo que estamos en disposición de responder a la pregunta de ¿por qué Naturinda ha perdido el liderazgo en rentabilidad?

- Por un lado, cuando analizábamos la estructura financiera y el Capital Invertido, se apuntaba a una elevada autonomía financiera de la empresa con un perfil conservador en materia de endeudamiento, poniéndose de manifiesto la necesidad

de recursos negociados a corto plazo.

- Al testear la ROE y los ratios de *leverage*, se observa que a mayor deuda, mayor rentabilidad financiera para este clúster de empresas.
- En consecuencia, el nivel de aversión al endeudamiento financiero que Naturinda ha mostrado en el pasado, ha limitado su capacidad de generar rendimientos para los propietarios.

En síntesis, Naturinda y MJ Agroasesores muestran comportamientos similares, siendo empresas con un gran desempeño económico, pero las más conservadoras en relación con el endeudamiento, motivo por el que no acaban de explotar correctamente el potencial financiero que sus organizaciones presentan.

4.4.3. Rentabilidad Global de la Empresa

Este rendimiento hace referencia a la productividad de los Recursos Humanos de la empresa y el modo en que esta revierte o retorna a la sociedad los beneficios obtenidos, ya que como agente económico genera riqueza y contribuye al bienestar:

- Por un lado, genera un Valor Añadido que supone una contribución al PIB, favoreciendo el crecimiento económico.
- Por otro lado, al retribuir al Capital Humano facilita el flujo circular de la renta, pues el personal obtiene un salario que gasta consumiendo bienes y servicios. Además, la organización contribuye al sostenimiento del Gasto Público a través de conceptos recaudatorios como las cotizaciones sociales (Gasto de personal) y la imposición directa (Impuesto de Sociedades) e indirecta (Impuesto sobre el Valor Añadido), favoreciendo el mantenimiento del Estado de Bienestar.

La [tabla 5 del Anexo IV](#) muestra una productividad media de 1,48, lo que indica que por cada € invertido en Capital Humano, este ha generado un Valor Añadido de 1,48 €. La mayor productividad se alcanza en la campaña 14/15 con un valor de 2,06, ejercicio en que Naturinda obtuvo las mejores ROE y ROIC del período. En cuanto a la RGE, la organización ha obtenido una media de 160,78%, con un Margen Global del 7,46%, destacando las dos primeras campañas, en las que se generaba un Valor Añadido más de dos veces superior al Capital Invertido por la empresa.

4.4.4. Coste de la Deuda

Procedemos a analizar la rentabilidad de los prestamistas, esto es, el coste de la deuda, k_d

o ROD (*Return on Debt*), que representa el desembolso en términos relativos que la empresa ha de realizar por cada € de Recursos Ajenos con coste con los que se ha financiado.

Tabla 4.15. ROD de Naturinda (período 31/08/2015 a 31/08/2019)

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	promedio
Carga Financiera	958	2.187	2.405	1.926	6.213	2.531
Tasa impositiva (te)	20,57%	20,08%	24,25%	21,88%	22,47%	21,85%
Rac m	34.694	79.468	72.659	383.843	689.681	210.057
Kd (Ki= GF*(1-te)/RACm)	2,19%	2,20%	2,51%	0,39%	0,70%	1,60%

Fuente: elaboración propia

En la tabla 4.15 no se ha incluido la campaña 2013/2014, ya que, a pesar de mostrar gastos financieros por deudas con terceros en la Cuenta de Resultados, el volumen medio de Recursos Ajenos con coste en la misma ha sido cero. Tampoco se ha encontrado en sumas y saldos rastro alguno de deuda financiera en el ejercicio y, como se puso de manifiesto anteriormente, el riesgo financiero era 1, por tanto, el endeudamiento 0.

Observamos cómo en el inicio de la serie temporal, k_d presenta el comportamiento de un coste fijo, ya que la fórmula de financiación ajena a la que la empresa ha recurrido es esencialmente rígida (préstamos o Recursos Negociados a Largo Plazo), frente a la financiación flexible (créditos o Recursos Negociados a Corto Plazo). No obstante, al final del horizonte temporal se observa una disminución del coste de capital ajeno, que ha pasado de moverse en valores próximos al 2,5% para situarse en un 0,7% en el último ejercicio. El coste medio de la deuda ha ascendido al 1,6% durante el período.

4.4.5. Coste de los Fondos Propios

Abordamos en este apartado, el que posiblemente sea el indicador más difícil de estimar y que mayor controversia en el mundo de las finanzas puede generar, el Coste de los Fondos Propios o k_e , el cual representa la rentabilidad mínima exigida por los propietarios de la empresa.

La dificultad para estimar k_e reside en que se trata de un coste implícito, es decir, no se desprende de ningún contrato. Por otro lado, hay que añadir una complicación extra, ya que analizamos una Pyme contextualizada en un sector que no ofrece el marco de un mercado secundario activo (empresas no cotizadas).

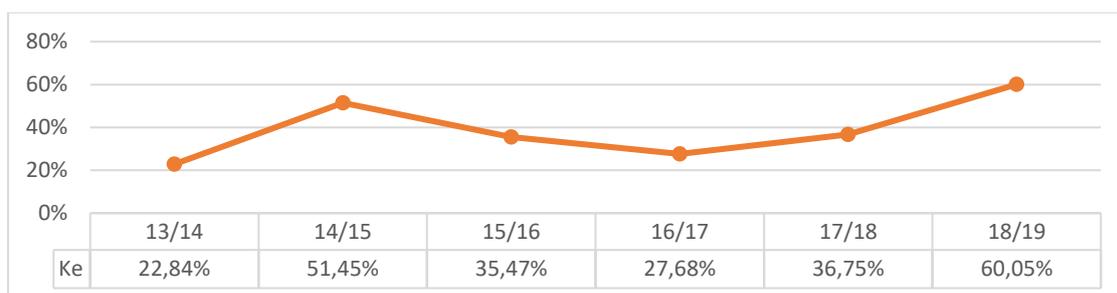
La Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) propone un modelo de estimación del Coste de los Fondos Propios, relacionando el rendimiento

de la deuda pública (bono a 10 años) con la Prima del Mercado (diferencial entre el rendimiento financiero medio del sector y el rendimiento libre de riesgo) y la Prima Específica o el riesgo inherente a la empresa, consecuencia de la variabilidad en los rendimientos (producto de la correlación entre el rendimiento medio de la entidad y el sector y la Prima del Mercado). A través de la suma de estos tres elementos podremos determinar la rentabilidad mínima exigida por la propiedad de la empresa.

No obstante, para que este modelo sea sólido y consistente se ha de operar con un gran volumen de información, de manera que los datos históricos deben remontarse a 15 años atrás o más y la empresa promedio o representativa del sector debe estar compuesta por una muestra con un número significativo de organizaciones de diverso tamaño e índole.

En el [apartado 6 del Anexo IV](#) se muestra el cálculo para la determinación del Coste de los Fondos Propios:

Gráfica 4.15. Evolución del k_e de Naturinda



Fuente: elaboración propia

La gráfica 4.15 muestra la evolución del coste de los fondos propios, el cual a simple vista, parece elevado. Ello es debido a una alta prima del mercado, ya que ofrece rentabilidades significativamente superiores al bono español, además de un importante componente de riesgo inherente a la empresa (prima específica), consecuencia de la variabilidad observada en las rentabilidades de Naturinda. Destacan los ejercicios 14/15 y 18/19 en los que k_e alcanza valores superiores al 51% y 60% respectivamente. El coste medio de los Fondos Propios en el período ha ascendido al 39,04%.

4.4.5. Coste de Capital

El Coste Medio Ponderado de Capital, k_0 o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) mide el coste de los recursos empleados por la empresa, teniendo en cuenta la proporción de capital propio y ajeno empleada. Este parámetro será el rendimiento mínimo exigido al Capital Invertido de la empresa, por tanto, el objetivo a batir por parte de los gestores

de la organización y el indicador de referencia para la creación de valor económico.

Tabla 4.16. WACC de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
k_d	0,00%	2,19%	2,20%	2,51%	0,39%	0,70%
Rac m	0	34.694	79.468	72.659	383.843	689.681
k_e	22,84%	51,45%	35,47%	27,68%	36,75%	60,05%
Rp m	133.609	230.981	369.956	598.330	922.982	1.163.682
WACC (K_o) = ((k_e*Rp)+(k_d*RaC)) / (RP+Rac)	22,84%	45,02%	29,58%	24,95%	26,07%	37,96%

Fuente: elaboración propia

La tabla 4.16 muestra el cálculo y metodología empleados para determinar el Coste de Capital de Naturinda. Observamos que, debido a un k_e elevado, el WACC muestra un comportamiento similar, consecuencia de una política financiera orientada a la autonomía, donde los Recursos Ajenos con Coste presentaban poca importancia relativa. A medida que aumenta el endeudamiento se consigue suavizar el valor del Coste de Capital, pues el componente coste de la deuda es reducido. No obstante, en el último ejercicio de la serie temporal se observa un importante incremento del WACC, debido a al peso de k_e , ya que alcanza su máximo (60,05%). El Promedio del Coste de Capital en el período ha ascendido al 31,07%.

4.4.6. Creación de Valor

Tal y como apuntábamos al inicio de este capítulo, el verdadero objetivo de la empresa moderna es crear valor para los distintos Grupos de Interés. Este concepto es mucho más amplio que la mera obtención de un rendimiento, pues los retornos generados por el funcionamiento de la organización han de ser superiores al coste de los recursos empleados. De este modo, en la teoría empresarial actual, pueden distinguirse:

- Valor Financiero, entendido como el diferencial que existe entre ROE y Coste de los Fondos Propios (Rentabilidad neta de los propietarios).
- Valor Económico o EVA (*Economic Value Added*) que se obtiene por la diferencia entre ROIC y WACC (Rentabilidad neta del Capital Invertido).
- Valor Global, es decir, el margen existente entre la Rentabilidad Global del Negocio y el coste del Capital Humano.

Tabla 4.17. Creación de Valor de Naturinda

Concepto	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
ROE aT	54,75%	74,67%	25,30%	40,64%	31,75%	21,16%	41,38%
Ke	22,84%	51,45%	35,47%	27,68%	36,75%	60,05%	39,04%
Creación de Valor Financiero	31,91%	23,22%	-10,17%	12,96%	-5,00%	-38,89%	2,34%
ROIC aT	81,81%	108,51%	31,14%	55,61%	29,92%	12,79%	53,30%
WACC	22,84%	45,02%	29,58%	24,95%	26,07%	37,96%	31,07%
Creación de Valor Económico	58,97%	63,49%	1,56%	30,66%	3,85%	-25,17%	22,23%
RGE	231,54%	211,28%	127,62%	170,66%	117,17%	106,94%	160,87%
Gp	4,24%	3,37%	4,82%	5,93%	6,31%	7,69%	5,39%
Creación de Valor Global	227,30%	207,91%	122,80%	164,73%	110,86%	99,24%	155,48%

Fuente: elaboración propia

El cuadro anterior muestra que, en valores medios, la empresa ha creado valor para los distintos *stakeholders*:

- Se ha creado valor para los propietarios o Valor Financiero (2,34%), por lo que a los socios les interesa mantener su participación en los fondos propios. No obstante, se observan años en los que no se crea valor, sino que se destruye (15/16, 17/18 y 18/19), ejercicios en los que Naturinda obtenía sus peores rendimientos financieros y que en nuestra opinión resultan insuficientes debido al elevado potencial que la organización presenta. Una vez más señalamos que la política de endeudamiento mostrada en el pasado ha limitado la capacidad de generar rendimientos del Capital Propio, por lo que el nivel de Creación de Valor Financiero es ajustado.
- Se ha creado valor a partir de las inversiones de la empresa, con un rendimiento económico neto del 22,23%. Sólo hay un ejercicio en el que no se creaba valor económico, la campaña 18/19 donde la ROIC obtenida (12,79%) se desvía excesivamente de la tendencia central (53,3%). Sin embargo, hay que tener en cuenta que se trata de una empresa en pleno crecimiento y expansión por lo que resulta difícil mantener las rentabilidades dentro del rango normal del rendimiento, debido a significativos incrementos del Capital Invertido que no son acompañados por aumentos en los márgenes. En líneas generales, los gestores han alcanzado su *target*.
- A nivel Global, la Creación de Valor es elevada (155,48%), poniendo de manifiesto una gran productividad del Capital Humano, así como el importante

papel que la empresa juega en la sociedad: contribuyendo al PIB (Valor Añadido), retribuyendo de manera adecuada a los Recursos Humanos (Gp) y devolviendo a la sociedad de manera indirecta los beneficios obtenidos, principalmente, a través de las cotizaciones sociales y el impuesto sobre beneficios, con lo que contribuye al sostenimiento del Gasto Público y, en definitiva, el mantenimiento del *Welfare State*.

4.5. Análisis de Solvencia

Abordamos en este capítulo la situación financiera de la empresa desde el punto de vista de la solvencia, entendida esta como su capacidad de hacer frente a los compromisos de pago. No debemos confundir el concepto de solvencia con el de liquidez, pues este último hace referencia a la capacidad de convertir el Activo en efectivo sin pérdida de valor significativa, esto es, disponer de los Activos líquidos necesarios en el momento oportuno. Por tanto, para que una empresa tenga liquidez ha de ser solvente, pero el hecho de ser solvente no implica necesariamente tener la liquidez o el “*cash*” suficiente.

Tradicionalmente, el estudio de solvencia se ha llevado a cabo a través de sistemas estáticos (saldos a final de ejercicio), si bien en las finanzas modernas se opta por modelos más dinámicos, teniendo en cuenta la evolución de las magnitudes durante un período (saldos medios).

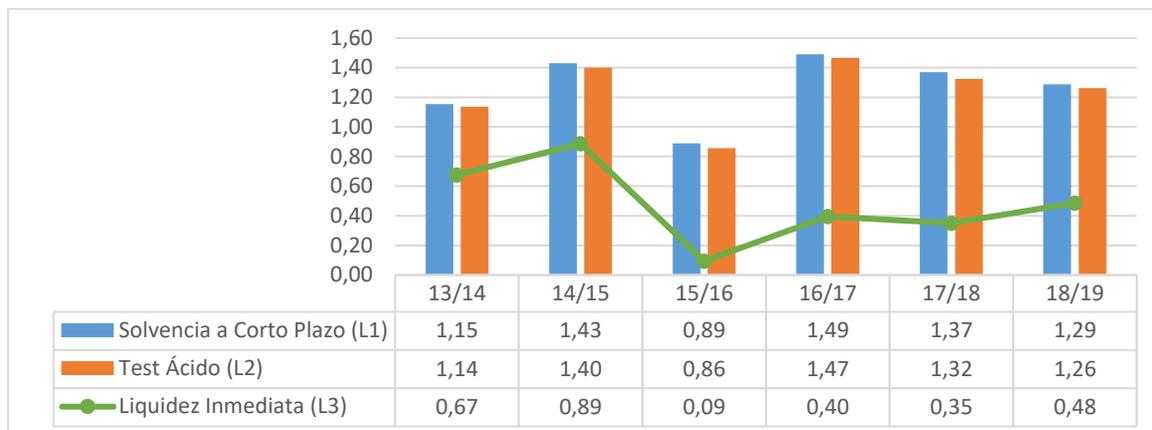
4.5.1. Solvencia Estática

Como señalábamos anteriormente, el análisis de solvencia clásico se basa en modelos estáticos, es decir, relacionando magnitudes de balance con saldos a final de ejercicio. Los detractores de estos métodos, señalan que la principal limitación que presentan reside en que es una “*visión patrimonialista*” (Cisneros y Dieguez, 2000) que no tiene en cuenta la variación de las magnitudes en un período, lo que podría contravenir el principio contable más básico e inmediato: “Empresa en Funcionamiento”. El hecho de no atender a las variaciones de las magnitudes entre la situación inicial y final puede dejar escapar información valiosa y no atiende a la capacidad potencial de la empresa para generar efectivo en un futuro próximo, por lo que dichos métodos parecen más adecuados para el marco de información financiera de “Empresa en Liquidación”, ya que este no prevé el funcionamiento de la organización más allá de la situación final, siendo idóneos para el contexto de un procedimiento concursal o una disolución por cese de negocio.

Recurrimos al [Anexo V, tabla 1](#) donde se muestra el cálculo de los principales ratios de

solvencia estática a corto plazo.

Gráfica 4.16. Solvencia estática a corto plazo de Naturinda



Fuente: elaboración propia

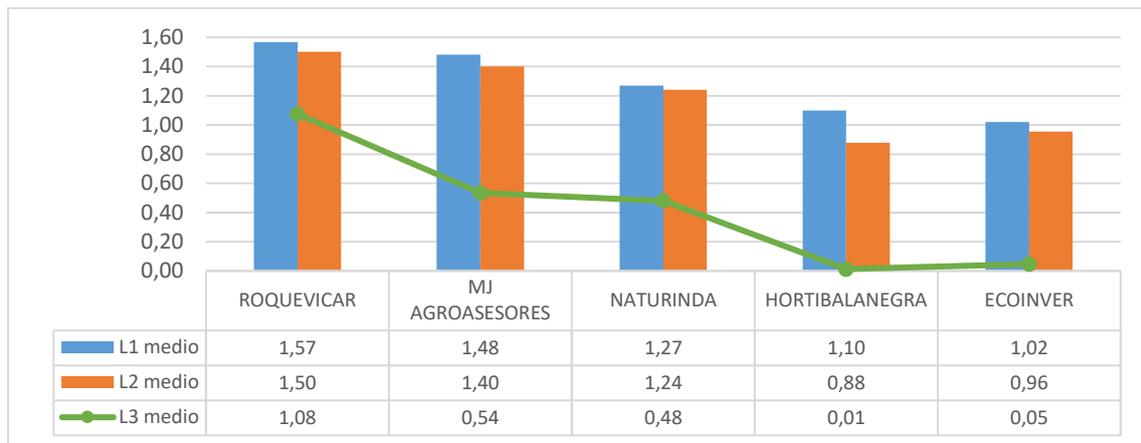
Analizamos los resultados del gráfico anterior:

- El ratio L1 ha presentado un valor medio de 1,27, indicando que una vez cancelado el exigible a corto plazo existe un remanente del 27% sobre este, por lo que podemos considerar que está dentro de niveles aceptables y, en líneas generales, la solvencia a c/p es buena (Haro de y Rosario, 2017). No obstante, destaca significativamente el valor de L1 de la campaña 15/16 donde el Activo Circulante representaba únicamente el 89% de los compromisos de pago a corto plazo, revelando posibles tensiones para cancelar parte de estas obligaciones. Este dato, está en sintonía con los resultados observados en la gráfica 4.7 “Fondo de Maniobra vs. Necesidades Operativas de Fondos”, ya que a partir de dicho ejercicio la empresa comenzaba a mostrar dificultad para generar Recursos Líquidos, presentando una evidente Necesidad de Recursos Negociados a c/p. Es importante añadir que el ratio vuelve a niveles óptimos situándose en 1,5 en la campaña siguiente, sin producirse desviaciones significativas de la tendencia central en ejercicios posteriores
- El Test Ácido o L2 muestra un valor medio de 1,24, prácticamente idéntico al ratio de solvencia a c/p, debido a la escasa importancia que han presentado los stocks en Naturinda. En virtud de ello, las posibles tensiones de la campaña 15/16 no eran tales, pues las partidas más líquidas del circulante muestran una proporción adecuada con los compromisos de pago más inmediatos.
- El ratio de Liquidez Inmediata o L3 arroja un valor medio de 0,48, indicando que

con el nivel de tesorería existente podrían cancelarse el 48% de las obligaciones de pago con vencimiento inferior a un año. Esta proporción revela una disponibilidad elevada (Oriol Amat, 2013), especialmente en las dos primeras campañas (con 0,67 y 0,89 respectivamente), si bien se observa un valor ajustado en la 15/16 (0,09), hecho que podría constituir uno de los principales motivos por los que se amplía capital en el ejercicio siguiente.

En síntesis, desde un punto de vista estático, la empresa presenta una holgada solvencia.

Gráfica 4.17. Comparativa en la Solvencia estática a c/p de la muestra de empresas



Fuente: elaboración propia

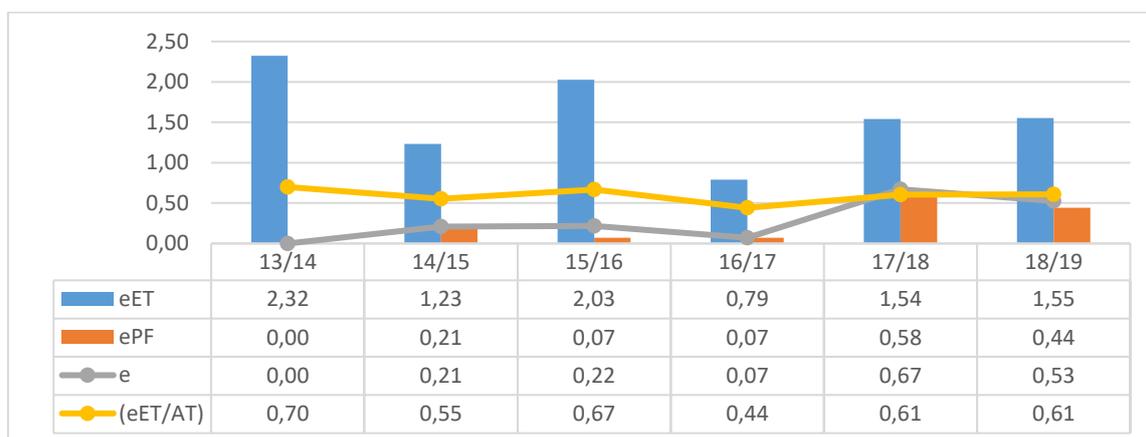
La gráfica 4.17 muestra los valores medios de los ratios estáticos de solvencia a corto plazo de la muestra de empresas en el período. Se confirma que Naturinda goza de una buena situación financiera según los estándares clásicos, ya que no se desvía de la tendencia central del sector. El ranking está encabezado por Roquevicar, presentando ratios muy elevados, especialmente el de liquidez inmediata (1,08) que pone de manifiesto que, durante el período, la compañía ha dispuesto de una tesorería equivalente al 108% de sus compromisos a corto plazo, revelando la existencia de recursos líquidos ociosos (efectivo inmovilizado en una cuenta corriente). La segunda y tercera posición son para MJ Agorasesores y Naturinda respectivamente, presentando valores similares dentro de niveles teóricos óptimos, si bien el ratio ácido de MJ Agroasesores está indicando un mayor volumen de deudores comerciales, lo que apunta a una menor rotación de esta partida y por tanto, menor eficiencia en la gestión de cobro. Las competidoras menos solventes, según este modelo de valoración, son Hortibalanegra y Ecoinver, ostentando el cuarto y quinto puesto. Ambas presentan valores aceptables, aunque ajustados, para el test de Circulante (1,1 y 1,02), niveles óptimos para la prueba

Ácida (0,88 y 0,96) y una disponibilidad del 1 y 5% del exigible a corto plazo, revelando cierta dificultad para afrontar los pagos más inmediatos, dato que no contrasta con la información de la que ya disponemos sobre ellas, pues son las empresas con mayor apalancamiento: debido a una tesorería muy ajustada han de recurrir frecuentemente al endeudamiento, especialmente a corto plazo.

Procedemos ahora a analizar la solvencia estática a largo plazo de Naturinda, entendida esta como las garantías que ofrece la empresa al conjunto de acreedores con los que interactúa.

La [tabla 2 del Anexo V](#) recoge las magnitudes y el cálculo realizado para obtener los ratios de solvencia estática a largo plazo (Rojo Ramírez, 2019).

Gráfica 4.18. Ratios de Solvencia Estática a l/p de Naturinda



Fuente: elaboración propia

Comentamos los indicadores mostrados en la gráfica anterior:

- El ratio “eET” arroja un promedio de 1,58. Como se puso de manifiesto en los análisis de Balance Proforma y Capital Invertido, los créditos de provisión representan una especial importancia en la gestión corriente de Naturinda, motivo por el que en el inicio de la serie temporal se observa una elevada dependencia de terceros, con unos Recursos Ajenos 2,3 veces superiores a los Recursos Propios. Llama la atención el valor mostrado en la campaña 16/17, donde la financiación de terceros supone únicamente el 79% del Patrimonio Neto empresarial debido a la importante ampliación de Capital ocurrida en el ejercicio.
- El indicador “ePF” muestra una proporción entre Exigible a L/P y Recursos Propios del 23%. A diferencia del ratio eET, este es bastante moderado, ya que la empresa no ha mostrado gran propensión al endeudamiento, estando compuestas

las partidas de Pasivo Fijo por deudas de carácter financiero normalmente. Al Final de la serie temporal, se aprecia un incremento significativo, consecuencia de un cambio en la política financiera empresarial, pasando de niveles inferiores al 10% para situarse en torno al 50%.

- El ratio “e” se muestra en una línea similar al ratio ePF, con un valor medio del 28%, el cual es reducido debido a una alta independencia o autonomía financiera.
- Por último, analizamos el indicador “eET/AT” o ratio de Garantía Estructural, que presenta un valor medio del 60%. En líneas generales el conjunto de bienes, derechos y otros recursos controlados por la empresa, es significativamente superior al cómputo de las obligaciones totales, lo que pone de manifiesto una holgada solvencia global.

En síntesis, las garantías que Naturinda muestra al conjunto de sus acreedores son elevadas, gozando de una buena situación financiera según los estándares clásicos y “patrimonialistas”.

4.5.2. *Solvencia Dinámica*

Para superar las limitaciones que los modelos estáticos presentan, surgen modelos de valoración dinámica de la solvencia. Estos se adecúan al principio de “Empresa en Funcionamiento”, siendo los más acertados para el marco de información financiera que afecta cotidianamente a las organizaciones en el curso normal del negocio (hipótesis de continuidad en el tiempo).

La solvencia dinámica estudia la madurez o calidad de los Activos y Pasivos Operativos, en función del plazo que tardan en hacerse líquidos o exigibles, por tanto, contempla la capacidad de la explotación para generar flujos de efectivo y atender sus compromisos de pago (Haro de y Rosario, 2017).

El primer concepto que debemos tener claro es el Período Medio de Maduración Económico, el cual indica la duración media del ciclo de explotación, es decir, el tiempo que por término medio transcurre desde que se invierte un euro en el proceso productivo hasta que se recupera mediante el cobro de las ventas.

El Período de Maduración se compone de varios sub-períodos, que para una empresa comercializadora son el de venta y cobro.

Una gestión eficiente, será aquella que consiga reducir al mínimo estos períodos, de manera que las rotaciones sean elevadas, recuperando un mayor número de veces la

inversión en el ciclo de explotación.

Por otro lado, el Período Medio de Maduración Financiero o Ciclo de Caja, el indica el número de días que por término medio la empresa ha de obtener financiación adicional a la espontánea, ya que, si compra, vende y paga a sus acreedores antes de cobrar, se pondrá de manifiesto una necesidad de financiación (vía Recursos Propios o vía Recursos Negociados). Se parte del Período Medio de Maduración Económico ajustado por el Período Medio de Pago¹⁶. Lo ideal es conseguir que este sea lo mayor posible (Oriol Amat, 2013), de manera que el número de días que la empresa ha de financiar la actividad comercial sea el mínimo, es decir, presentar un ciclo de caja próximo a cero o negativo.

Acudimos al [Anexo V, tabla 3](#) donde se muestran las magnitudes y el cálculo para la determinación de los Períodos Medios.

Tabla 4.19. Cuadro resumen de los Períodos Medios de Maduración de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
Período Medio de Venta	1,96	0,43	0,92	0,68	0,75	0,85	0,95
Período Medio de Cobro	7,63	4,98	10,43	10,13	11,55	13,25	9,66
Período Medio de Maduración Económico	9,59	5,41	11,35	10,82	12,30	14,10	10,59
Período medio de pago	29,18	19,95	33,07	27,03	21,72	19,71	25,11
Ciclo de Caja	-19,59	-14,54	-21,73	-16,21	-9,42	-5,61	-14,52

Fuente: elaboración propia

Del cuadro anterior obtenemos las siguientes conclusiones:

- Naturinda consigue completar las fases de aprovisionamiento y venta en menos de un día, con excepción de la campaña 13/14 en la que por término medio se tardaba en torno a 2 días.
- En cuanto al Período Medio de Cobro, se observa que a medida que la empresa ha ido creciendo y aumentando su volumen de negocio, también lo ha hecho el tiempo que se tarda en cobrar a los clientes, el cual llegó a ser inferior a 5 días en la campaña 14/15, para situarse en más de 13 en el último ejercicio de la serie temporal. Resulta obvio que para incrementar la cifra de negocio hay que asumir mayores riesgos comerciales.
- En virtud de los dos sub-períodos anteriores, Naturinda está recuperando la

¹⁶ Número de días que, por término medio, la empresa tarda en pagar a sus acreedores comerciales.

inversión en el ciclo de explotación (compra, vende y cobra), por término medio, en un plazo inferior a 11 días, si bien en los últimos años, la duración media se ha situado en 14, consecuencia del aumento en el período de cobro.

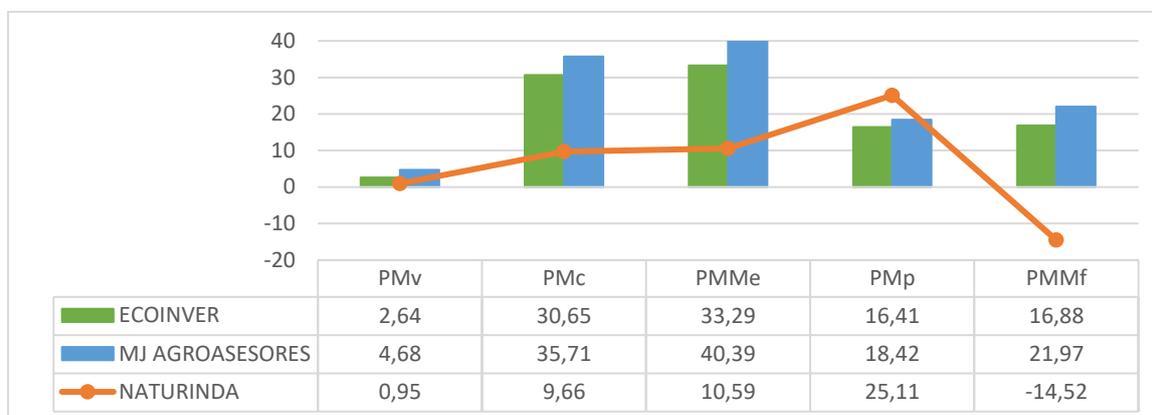
- En cuanto al Período de Pago, su valor medio ha sido de 25 días, aunque este era superior a 29 en el inicio de la serie temporal. Destaca el ejercicio 15/16 donde la empresa tardaba por término medio más de 33 días en pagar a los acreedores comerciales. Con el paso del tiempo, este indicador se ha situado por debajo de 20 días, lo que supone una reducción considerable (-39,4%) debido al aumento en la rotación de Acreedores comerciales (disminución de Pasivo Espontáneo).
- Con base en lo anterior, Naturinda ha presentado un ciclo de caja negativo durante todo el horizonte temporal, lo que pone de manifiesto que no requiere acudir al endeudamiento o al Capital Propio para financiar el ciclo de explotación. La media del período es de -14,5 días, es decir, la empresa se ha provisionado, ha vendido el producto y lo ha cobrado, sobrándole más de 14 días hasta el momento de efectuar el pago a los acreedores comerciales. No obstante, el Período Medio de Maduración Financiero era de aproximadamente -20 días en el inicio de la serie temporal, incrementándose un 333,33% al final de período (-6 días)¹⁷, como consecuencia del aumento del período de cobro y de la reducción del período de pago, esto es, del incremento de las NOF que ha experimentado en los últimos ejercicios.

Tras el análisis de solvencia dinámico podemos entender mejor la postura que Naturinda ha mantenido en relación con el endeudamiento a corto plazo en el pasado, ya que, según este, no ha existido la necesidad de obtener financiación adicional a la espontánea para el desarrollo de la actividad comercial, presentándose un importante contraste entre este estudio y el de Recursos Líquidos Netos. No obstante, hay que tener en cuenta que el período medio de pago a acreedores puede no desprenderse de un consenso estricto entre ambas partes, derivándose de aplazamientos de pago no deseados o previstos por la parte acreedora, por lo que recurrir al crédito evitaría aplazar pagos de manera innecesaria, incrementando también la rentabilidad de los Fondos Propios a través del *leverage*. Habida cuenta de lo anterior, la idea de financiar una parte del proceso productivo con recursos negociados a corto plazo es una opción interesante.

¹⁷ Debemos tener en cuenta que $-20 < -6$, por tanto, se produce un incremento del número de días en que la empresa tiene que financiarse.

En el [Anexo V, apartado 4](#), se muestra el cálculo de los Períodos Medios de Maduración de Ecoinver Export y MJ Agroasesores.

Gráfica 4.19. Comparativa en los Períodos Medios de Maduración Económico y Financiero entre Naturinda, Ecoinver y MJ Agroasesores (período 31/08/2014-31/08/2019)



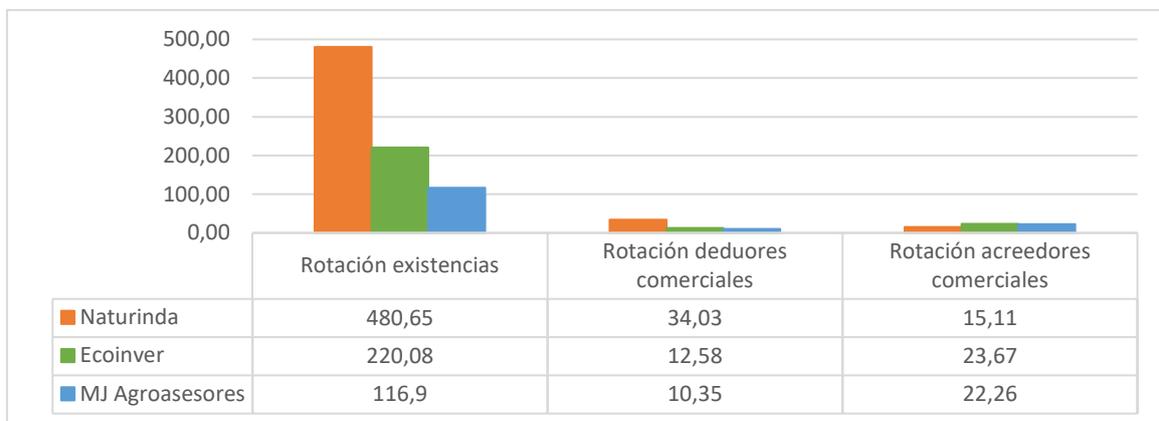
Fuente: elaboración propia

Comentamos los resultados de la gráfica anterior:

- Naturinda es la empresa que más rota las existencias, tardando menos de 1 día por término medio en renovar el stock, seguida por Ecoinver con 2,6 días y en último lugar MJ Agroasesores con 4,68 días.
- En cuanto al Período Medio de cobro, la empresa tarda menos de 10 días en cobrar los créditos comerciales, frente a Ecoinver que emplea más de 30 días y MJ Agroasesores con una media superior a 37.
- Con base en lo anterior, la duración media del ciclo de explotación de Naturinda es la más corta (11 días), mientras que las competidoras tardan en recuperar la inversión en el proceso productivo entre 3 y 4 veces más (33 días Ecoinver y 40 días MJ Agroasesores).
- En relación con el Período Medio de Pago, Naturinda consigue pagar a sus acreedores comerciales en 25 días, frente a sus competidoras, que lo hacen entre una semana y 10 días antes (18 días para MJ Agroasesores y 16 días para Ecoinver).
- En consecuencia, los ciclos de caja de la competencia son significativamente más elevados, ya que MJ Agroasesores tiene que estar financiando el proceso productivo una media aproximada de 22 días y Ecoinver en torno a 17, mientras que Naturinda consigue un margen adicional de financiación sin coste superior a 14 días.

En líneas generales observamos cómo las competidoras compran, venden y pagan antes de cobrar, lo que pone de manifiesto la necesidad de financiar el ciclo de explotación con capitales permanentes. Esto explica por qué Ecoinver Export es una empresa tan apalancada, ya que no ha tenido el tiempo suficiente de generar cierto nivel de beneficios que le permitan gozar de mayor autonomía, teniendo que acudir frecuentemente al endeudamiento. Por su parte, MJ Agroasesores, tiene una trayectoria más dilatada, habiendo obtenido suficientes beneficios que ha reinvertido, lo que le permite elegir entre deuda o financiación propia, decantándose por políticas orientadas a la autonomía.

Gráfica 4.20. Comparativa en rotaciones medias de existencias, clientes y proveedores entre Naturinda, Ecoinver Export y MJ Agroasesores (período 31/08/2014-31/08/2019)



Fuente: elaboración propia

Con base en los estudios de los ciclos de caja y, tal y como se observa en la gráfica anterior, Naturinda está llevando a cabo una gestión corriente más eficiente que sus competidoras:

- Es más hábil en la gestión de ventas, ya que rota el inventario el doble que Ecoinver y casi 4 veces más que MJ Agroasesores, demostrando una política comercial digna de mención.
- Está llevando a cabo una mejor gestión de cobro, pues sus saldos de clientes se renuevan 34 veces al año, rotando el triple que la competencia.
- Su gestión de pagos también es muy acertada, pues consigue retener en balance a los proveedores el doble de tiempo que sus competidoras, rotando los acreedores comerciales aproximadamente la mitad.

Por todo ello, desde un punto de vista dinámico, podemos concluir que Naturinda goza de buena salud financiera con una elevada solvencia.

5. CONCLUSIONES Y VALORACIÓN FINAL

A lo largo del período analizado, Naturinda ha dado el paso de pequeña a mediana empresa, experimentando un crecimiento espectacular. Si comparamos la campaña 2013/2014 con la 2018/2019:

- Su Activo se ha multiplicado por más de 7.
- La facturación ha crecido en torno a 4 veces.
- Su plantilla se ha triplicado.

Además, en el último ejercicio depositado, la sociedad ha adquirido la obligación legal de auditar sus cuentas y en un horizonte próximo deberá abandonar el Plan General de Contabilidad Pymes, pudiendo, no obstante, formular algunos Estados Financieros en su modalidad Abreviada, lo que pone de manifiesto los importantes cambios que han tenido lugar.

A nivel de Balance, su estructura económica ha adquirido los rasgos de una empresa más hecha y madura, logrando un mayor equilibrio entre Activo Fijo y Circulante a medida que las inversiones en infraestructura aumentaban, mostrando sintonía con la dinámica del sector y una clara intención de seguir creciendo.

Por su parte, la estructura de capital también ha experimentado cambios significativos, pues la empresa ha pasado de autofinanciar completamente el Capital Invertido a introducir el componente de financiación ajena en sus Recursos Permanentes, buscando una combinación más óptima y factible entre Capital Propio y Ajeno, si bien, el endeudamiento, especialmente a corto plazo, ha sido su asignatura pendiente.

Desde el punto de vista del rendimiento, Naturinda ha ostentado el liderazgo en rentabilidad durante gran parte del horizonte temporal, siendo la empresa estrella de la muestra observada. No obstante, en los últimos ejercicios se viene produciendo una disminución significativa de los retornos, motivo por el que le han arrebatado esta posición líder.

En términos de rentabilidad económica, se ha reducido de manera considerable la rotación del Capital Invertido sin que se haya producido un incremento en los márgenes que pueda compensar esta circunstancia. Por ello, algunas de sus competidoras, como por ejemplo Ecoinver Export, consiguen adelantarla en el tramo final. Esta empresa, aun a pesar de operar con márgenes más bajos, acaba rotando el doble la inversión. Otro ejemplo es el

de MJ Agroasesores, la cual ha mostrado un perfil bastante discreto, con una estrategia orientada a los márgenes; a pesar de rotar el Capital Invertido una tercera parte, consigue mantener márgenes en torno a 4 veces superiores, lo que le ha permitido adelantar a Naturinda en el último ejercicio.

En relación con la rentabilidad financiera, podemos concluir que su postura conservadora en materia de endeudamiento, especialmente a corto plazo, ha motivado que empresas con un desempeño económico sensiblemente inferior, como Hortibalanegra, superen su rendimiento de los Fondos Propios más del doble en la última campaña. Si Naturinda no incrementa los márgenes, reduce el ritmo de recuperación de la inversión y se apalanca poco, difícilmente obtendrá retornos más elevados para los socios. Esta pauta es similar a la de MJ Agroasesores, organización que, obteniendo buenas rentabilidades económicas, muestra demasiada autonomía financiera, lo que estaría limitando su capacidad generadora de ROE, pero también su riesgo financiero.

No obstante, Naturinda crea valor para los distintos Grupos de Interés, por lo que los rendimientos obtenidos son, en líneas generales, aceptables.

En cuanto a la solvencia, la empresa goza de una gran salud financiera y es el aspecto donde mejor explota sus habilidades:

- Según los estándares estáticos, no se desvía de la tendencia central del sector, cumpliendo sobradamente los parámetros y valores clásicos que permiten considerar a una empresa como solvente, tanto a corto como a largo plazo.
- Según los estándares dinámicos, Naturinda no sólo es solvente, sino que además es la empresa que mejor planifica la gestión corriente, sincronizando de manera magistral las rotaciones del circulante:
 - ✓ Presenta una duración del ciclo de explotación más corta que sus competidoras, es decir, compra, vende y cobra en aproximadamente la tercera y cuarta parte que Ecoinver y MJ Agroasesores respectivamente.
 - ✓ Tiene un ciclo de caja negativo, lo que le confiere una ventaja adicional de días en sus operaciones. La competencia, en cambio, se ve obligada a financiar este período.
 - ✓ Con base en lo anterior, podemos calificar de sobresaliente su gestión comercial y de cobros y pagos, ya que tanto inventarios como clientes presentan rotaciones muy elevadas frente a unas reducidas rotaciones en

acreedores comerciales.

En nuestra opinión, sería interesante la posibilidad de acudir a la financiación negociada a corto plazo (créditos), en aquellos momentos en los que la empresa acuse cierta dificultad para afrontar volúmenes de pago muy significativos. Es evidente, a pesar de que los ciclos de caja sean negativos, se viene produciendo un importante incremento en las Necesidades Operativas de Fondos en los últimos años, consecuencia de aumentos en los períodos de cobro y disminuciones en los períodos de pago, que la empresa, tarde o temprano, ha de financiar. La opción de apalancarse a corto plazo, le permitiría obtener liquidez de manera más rápida, asumiendo ciertos costes, pero cubriéndose ante situaciones no previstas, como retrasos de clientes, sin necesidad de aplazar pagos. De este modo, no se incurriría en un riesgo financiero elevado, pero sí suficiente como para incrementar la ROE. Además, al disminuir la proporción de Recursos Propios, se reduciría el Coste de Capital de la empresa, permitiendo una mayor Creación de Valor Económico¹⁸.

Por otro lado, una de las oportunidades que ofrece el sector es abandonar la estrategia del volumen y apostar por el valor. Naturinda ha generado una gran reputación durante su trayectoria, lo que le permitiría explotar su marca e identidad con mayor profundidad, pudiendo aumentar los márgenes en la venta. De este modo, la rentabilidad volvería a valores similares al pasado, al compensar, en parte, el esfuerzo inversor realizado.

Por último, cabe señalar los retos a los que la empresa se enfrenta, desafíos que, abordados de manera correcta, pueden convertirse en oportunidades.

En primer lugar, el futuro de esta industria pasa por una completa digitalización de todos los procesos, ganando en tiempo y control en la ejecución de las operaciones diarias, por lo que un aspecto a considerar es la necesidad de incrementar la inversión en intangible, especialmente en aplicaciones informáticas. La posibilidad de desarrollar un software adaptado a la operativa y necesidades específicas de la empresa, así como su implementación, constituye un reto generador de oportunidades. En este punto, Naturinda no debe conformarse con paquetes informáticos básicos o estandarizados para cualquier organización, generalmente Entidades de Reducida Dimensión de los sectores hortofrutícola y transportes, ya que presentan múltiples limitaciones que se traducen en

¹⁸ Tal y como se puso de manifiesto en el análisis del Coste de Capital, el Coste de los Fondos Propios es bastante elevado frente a un reducido Coste de la deuda. Un aumento del endeudamiento suavizaría el WACC creando mayor Valor Económico.

una pérdida de eficiencia. Hay que tener en cuenta que en Almería se ubica uno de los principales y más innovadores proveedores a nivel internacional de software especializados en sistemas de gestión Agroalimentaria (Hispattec). Es obvio que las empresas más competitivas acuden a estas soluciones digitales para mantenerse en la vanguardia del sector, en definitiva, ocupar un puesto en el cuadrante de “empresas estrella” de la Matriz BCG.

En segundo lugar, una mayor apuesta por las certificaciones en materia de cumplimiento de determinados estándares de calidad. En este sentido, GLOBAL GAP destaca como la principal certificación a nivel mundial, pero existen otros protocolos como:

- Sistema de Gestión de la Seguridad Alimentaria ISO 22000: bajo la norma **UNE EN ISO 22000**.
- Certificación de protocolo privado **BRC – Global Standard for Food Safety**.
- Protocolo **IFS – International Food Standard**.
- Protocolos **EUREP GAP** y **GRASP**.
- Producción Controlada de frutas y hortalizas frescas **UNE 155000**.

Naturinda cuenta con las certificaciones GLOBAL GAP, GRASP e IFS (al igual que la mayoría de sus competidoras en el ámbito provincial), por lo que sería positivo implementar más protocolos en su sistema de gestión integral de calidad, siguiendo una estrategia de diferenciación que permita alcanzar ventajas competitivas, tanto frente a rivales locales, como no comunitarios. Estos, representados por Marruecos, están importando el *Know How* almeriense en los últimos años: debido a su cercanía y bajo coste de producción, numerosas firmas locales están levantando grandes explotaciones en el país africano, trabajando con las mismas técnicas que en la “Huerta de Europa”. Esta amenaza ha de suponer un reto cuya superación permita generar una oportunidad que finalmente redunde en una ventaja competitiva, pues el producto almeriense no puede competir en costes y precio con el marroquí, sino que tiene que ofrecer las mayores garantías en materia de calidad y seguridad alimentaria, diferenciándose del resto e incrementando su prestigio y valor percibido en los mercados internacionales.

En último lugar, en el ámbito de la información económico-financiera y los reportes a publicar, la empresa se enfrenta a los nuevos requerimientos que desde los organismos internacionales se vienen realizando para impulsar el desarrollo sostenible y concienciar a las empresas del importante papel que juegan como agentes del cambio. El llamado

“Pacto Verde Europeo”, ya es una realidad que ha fijado como horizonte el año 2050 para que Europa complete su transición a una economía sostenible y neutra. Para ello, existe un Proyecto de Ley Europea del Clima y se están desarrollando propuestas de Directivas Comunitarias como la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (Directiva de Presentación de Informes de Sostenibilidad Empresarial), que vendría a sustituir o ampliar el marco normativo actual del Estado de Información no Financiera, el cual afecta únicamente a 11.000 empresas. Se pretende extender los requisitos de información a todas las grandes empresas y aquellas que coticen en un mercado regulado de la UE, con excepción de las microempresas, por lo que, en un horizonte próximo, en torno a 49.000 organizaciones tendrán que formular este reporte. En este sentido, Naturinda debe adelantarse al escenario que se plantea para el futuro, realizando un esfuerzo por ofrecer a sus Grupos de Interés un Informe de Gestión Sostenible de manera voluntaria, en el que defina los planes y acciones a seguir en materia de Sostenibilidad, Buen Gobierno y Responsabilidad Social, mostrando el grado de ejecución y consecución de objetivos de estos planes y su compromiso con la transición a una economía neutra, sostenible y justa.

6. BIBLIOGRAFÍA

- AECA (2005). “Valoración de Pymes”. Documento nº. 7 de Valoración de Empresas.
- AENOR. Certificaciones sector alimentario [en línea]. <<https://www.aenor.com/certificacion/alimentacion>> [Consulta: 28 de abril de 2021].
- ALIMARKET (2019). Informe “Alimentación en España en 2020”.
- AMAT, O. (2005). “Claves del análisis de empresas” Trabajo publicado inicialmente en Revista de Contabilidad y Dirección, número 2, actualizado en 2013.
- BONMARTÍ, J. (2011). Artículo: “El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa”. Dialnet.
- CAMACHO, L. (2011). Trabajo Fin de Máster: “La Creación de Valor en el Sector Hortofrutícola Levantino “. Bajo la dirección de Rojo Ramírez y Alonso Cañadas. UAL.
- CAPGEMINI CONSULTING (2012). Informe “La cadena de valor y formación de precios del calabacín. Campaña 08-09”. Observatorio de Precios de los Alimentos.
- CESCE (2019). “Informe sectorial de la economía española” [en línea]. <https://issuu.com/cesce.es/docs/informe_sectorial_cesce_2019_agroal> [Consulta: 15 de febrero de 2021].
- CISNEROS, A.J. & DIÉGUEZ, J. (2000) “Determinación de la solvencia empresarial desde el Plan General de Contabilidad”. Universidad de Málaga.
- COMISIÓN EUROPEA. Pacto Verde Europeo [en línea]. <https://ec.europa.eu/finance/docs/law/210421-sustainable-finance-communication_en.pdf> [Consulta: 26 de abril de 2021].

COMISIÓN EUROPEA. Propuesta de Directiva Comunitaria para el Informe de Sostenibilidad Empresarial [en línea]. <https://ec.europa.eu/info/publications/210421-sustainable-finance-communication_en> [Consulta: 26 de abril de 2021].

CORNEJO, E. & DÍAZ, D. (2006). “Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo”.

EGUREN, M. L. (2015). Tesis Doctoral: “LAS ACTIVIDADES DE LA EMPRESA Y LA CREACIÓN DE VALOR: Un enfoque sistémico”. Universitat de Barcelona.

EXTENDA. Almería, líder en exportaciones [en línea]. <<https://www.extenda.es/noticias/capitulos-lideres-almeria-2019/>> [Consulta: 18 de febrero de 2021].

HARO DE, A. & ROSARIO, J.F. (2017). “Gestión Financiera: Decisiones financieras a corto plazo”. Texto Docente nº. 14. Eidual.

JUNTA DE ANDALUCÍA. SECRETARÍA GENERAL DE AGRICULTURA, GANADERÍA Y ALIMENTACIÓN (2020). Informe “El sector agrario y pesquero en Andalucía”.

MINISTERIO DE AGRICULTURA, PESCA Y ALIMENTACIÓN. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE FRUTAS Y HORTALIZAS Y VITIVINICULTURA (2017). Informe: “Cifras del sector de frutas y hortalizas. Información sectorial”.

MINISTERIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL (2020). Informe del Tesoro Público. “Estadísticas de la deuda del Estado”.

PÉREZ, J.C., VALENCIANO, J. & ESCUDERO, M.C. (2003). “Costes de producción y utilización de la mano de obra en el tomate: un estudio empírico para el cultivo bajo plástico en Almería”. *XVII Reunión Anual ASEPELT*. (COEXPHAL, UAL & CAJA RURAL).

PRICE HOUSE WATER COOPER (2017). Informe “El futuro del sector agrícola español”.

ROJO, A. A. (2019). “Análisis Económico-Financiero de la empresa. Un análisis desde los datos contables”. 2ª Edición. Garceta.

STUMPP, P. (2000). “Putting EBITDA in perspective: ten critical failings of EBITDA as the principal determinant of cash flow”. *10th Annual High Yield Bond Seminar of the New York Society of Security Analysts*. New York: Moody’s Investors Service Global Credit Research.

VILLAFUERTE, A. & TORRES, P. (2015). Informe “El sector hortofrutícola español: retos, tendencias y oportunidades”. Instituto Internacional San Telmo.

ANEXO I. MATRIZ BCG

ENTIDAD	CUOTA DE MERCADO RELATIVA	VENTAS 2018/2019 miles €	VENTAS 2017/2018 miles €	TASA DE CRECIMIENTO
UNICA FRESH SL	34,42%	356.326	280.945	26,83%
ECOINVER EXPORT	1,71%	17.744	13.454	31,89%
ALHÓNDIGA LA UNIÓN	27,00%	279.485	285.193	-2,00%
HORTIBALANEGRA	0,91%	9.439	6.884	37,12%
MJ AGROASESORES	2,00%	20.738	15.710	32,00%
CASI	18,46%	191.101	212.334	-10,00%
SAT LAS HORTICHUELAS N 4812	4,81%	49.812	49.848	-0,07%
VEGACAÑADA	5,38%	55.704	39.165	42,23%
AGRICOLA FRAN MARTOS SL	1,66%	17.153	16.435	4,37%
ROQUEVICAR	1,45%	14.980	10.244	46,23%
NATURINDA	2,19%	22.680	18.070	25,51%
TOTAL	100%	1.035.162	948.283	

Fuente: elaboración propia basada en datos de SABI

ANEXO II. BALANCES PROFORMA Y CAPITAL INVERTIDO

Tabla 1. Balance proforma de Naturinda SLNE (Activo)

Activo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019
Activo Fijo.....[AF]	86.120	251.494	526.707	558.639	1.295.159	1.411.034
Activo Fijo Económico [AFe o AI] ..	82.920	243.158	518.371	558.303	1.294.823	1.407.698
Activo Fijo Financiero [AFf]	3.200	8.336	8.336	336	336	3.336
Activo circulante [AC] ..	357.245	481.853	716.644	846.293	1.399.020	1.815.537
Existencias..... [Ex] ..	5.000	10.325	25.210	13.721	45.621	37.450
Deudores comerciales..... [DCm] ..	112.707	108.363	389.561	336.361	778.893	861.920
Otros activos circulantes ..[OAC] ..	30.091	64.482	226.245	272.616	219.943	235.076
Disponible [DISP] ..	209.447	298.683	75.628	223.595	354.563	681.091
Activo circ ajeno explotación (ACAExp)	768	0	1.950	275	1.060	4.347
ACTIVO TOTAL [AT] ..	444.133	733.347	1.245.301	1.405.207	2.695.239	3.230.918

Tabla 2. Balance proforma de Naturinda SLNE (PN y Pasivo)

PN y Pasivo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019
Recursos Propios (RP)	133.609	328.354	411.557	785.102	1.060.862	1.266.502
Capital social (CS)	3.013	3.013	3.013	134.888	134.888	134.888
Beneficios retenidos (BR)	71.636	130.596	325.341	408.544	662.829	923.839
Resultado del ejercicio	58.959	194.746	83.203	241.670	263.145	207.775
Otros Recursos propios	0	0	0	0	0	0
Pasivo exigible [ET] ..	310.525	404.993	833.744	620.104	1.634.377	1.964.416
Recursos ajenos a L.P.... [RALP]..	0	67.891	29.520	55.153	618.445	559.043
Obligaciones Financieras a LP.... [OFLP]..	0	58.000	0	0	536.726	446.012
Otras Deudas a L.P.....[ODLP]..	0	9.891	29.520	55.153	81.719	113.031
Pasivo circulante [PC] ..	310.525	337.101	804.224	564.952	1.015.931	1.405.373
Acreedores comerciales [ACm] ..	207.065	204.841	529.619	359.839	607.352	508.067
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	0	1.497	60.027	619	93.468	108.405
Otros pasivos circulantes [OPC]..	103.460	130.763	214.578	204.494	315.111	788.901
Pasivo Ajeno a la explotación (PCAExp)	0	0	0	0	0	0
PN Y PASIVO TOTAL.... [PT] ..	444.133	733.347	1.245.301	1.405.207	2.695.239	3.230.918

Tabla 3. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis vertical o de composición del Activo)

Activo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019	PROMEDIO
<i>Activo Fijo.....[AF]</i>	19,39%	34,29%	42,30%	39,75%	48,05%	43,67%	37,91%
Activo Fijo Económico [AFe o AI] ..	18,67%	33,16%	41,63%	39,73%	48,04%	43,57%	37,47%
Activo Financiero [AFf]	0,72%	1,14%	0,67%	0,02%	0,01%	0,10%	0,44%
<i>Activo circulante [AC] ..</i>	80,44%	65,71%	57,55%	60,23%	51,91%	56,19%	62,00%
Existencias..... [Ex] ..	1,13%	1,41%	2,02%	0,98%	1,69%	1,16%	1,40%
Deudores comerciales..... [DCm] ..	25,38%	14,78%	31,28%	23,94%	28,90%	26,68%	25,16%
Otros activos circulantes ..[OAC] ..	6,78%	8,79%	18,17%	19,40%	8,16%	7,28%	11,43%
Disponible [DISP] ..	47,16%	40,73%	6,07%	15,91%	13,16%	21,08%	24,02%
Activo circ ajeno explotación (ACAExp)	0,17%	0,00%	0,16%	0,02%	0,04%	0,13%	0,09%
Activo circ afecto explotación (ACAfExp)	99,83%	100,00%	99,84%	99,98%	99,96%	99,87%	99,91%
ACTIVO TOTAL [AT] ..	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 4. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis vertical o de composición del PN y Pasivo)

PN y Pasivo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019	PROMEDIO
Recursos Propios (RP)	30,08%	44,77%	33,05%	55,87%	39,36%	39,20%	40,39%
Capital social (CS)	0,68%	0,41%	0,24%	9,60%	5,00%	4,17%	3,35%
Beneficios retenidos (BR)	16,13%	17,81%	26,13%	29,07%	24,59%	28,59%	23,72%
RTDO DEL EJERCICIO	13,28%	26,56%	6,68%	17,20%	9,76%	6,43%	13,32%
Otros Recursos propios	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo exigible [ET] ..	69,92%	55,23%	66,95%	44,13%	60,64%	60,80%	59,61%
Recursos ajenos a L.P.... [RALP].	0,00%	9,26%	2,37%	3,92%	22,95%	17,30%	9,30%
Pasivo circulante [PC] ..	69,92%	45,97%	64,58%	40,20%	37,69%	43,50%	50,31%
Acreeedores comerciales [ACm] ..	46,62%	27,93%	42,53%	25,61%	22,53%	15,73%	30,16%
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	0,00%	0,20%	4,82%	0,04%	3,47%	3,36%	1,98%
Otros pasivos circulantes [OPC]..	23,29%	17,83%	17,23%	14,55%	11,69%	24,42%	18,17%
Pasivo Ajeno a la explotación (PCAExp	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PN Y PASIVO TOTAL.... [PT] ..	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 5. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación del Activo)

Activo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019	PROMEDIO
Activo Fijo.....[AF]	-	192,03%	109,43%	6,06%	131,84%	8,95%	89,66%
Activo Fijo Económico ... [AFe o AI] ..	-	193,24%	113,18%	7,70%	131,92%	8,72%	90,95%
Activo Financiero [AFf]	-	160,50%	0,00%	-95,97%	0,00%	892,94%	191,49%
Activo circulante [AC] ..	-	34,88%	48,73%	18,09%	65,31%	29,77%	39,36%
Existencias..... [Ex] ..	-	106,50%	144,17%	-45,58%	232,50%	-17,91%	83,94%
Deudores comerciales..... [DCm] ..	-	-3,85%	259,50%	-13,66%	131,56%	10,66%	76,84%
Otros activos circulantes ..[OAC] ..	-	114,29%	250,87%	20,50%	-19,32%	6,88%	74,64%
Disponible [DISP] ..	-	42,61%	-74,68%	195,65%	58,57%	92,09%	62,85%
Activo circ ajeno explotación (ACAExp)	-	-100,00%	0,00%	-85,90%	285,45%	310,08%	81,93%
ACTIVO TOTAL [AT] ..	-	65,12%	69,81%	12,84%	91,80%	19,88%	51,89%

Tabla 6. Balance Proforma de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación del PN y Pasivo)

PN y Pasivo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019	PROMEDIO
Recursos Propios (RP)	-	145,76%	25,34%	90,76%	35,12%	19,38%	63,27%
Capital social (CS)	-	0,00%	0,00%	4376,88%	0,00%	0,00%	875,38%
Beneficios retenidos (BR)	-	82,30%	149,12%	25,57%	62,24%	39,38%	71,72%
Resultado del ejercicio	-	230,30%	-57,28%	190,46%	8,89%	-21,04%	70,27%
Otros Recursos propios	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Pasivo exigible [ET] ..	-	30,42%	105,87%	-25,62%	163,56%	20,19%	58,88%
Recursos ajenos a L.P.... [RALP].	-	0,00%	-56,52%	86,83%	1021,33%	-9,61%	208,41%
Pasivo circulante [PC] ..	-	8,56%	138,57%	-29,75%	79,83%	38,33%	47,11%
Acreeedores comerciales [ACm] ..	-	-1,07%	158,55%	-32,06%	68,78%	-16,35%	35,57%
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	-	149701%	3909,82%	-98,97%	15006,26%	15,98%	33706,82%
Otros pasivos circulantes [OPC]..	-	26,39%	64,10%	-4,70%	54,09%	0,00%	27,98%
Pasivo Ajeno a la explotación (PCAExp)	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	20,00%
PN Y PASIVO TOTAL.... [PT] ..	-	65,12%	69,81%	12,84%	91,80%	19,88%	51,89%

Tabla 7. Balance Capital Invertido de Naturinda SLNE (Activo)

Activo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019
Activo Fijo.....[AF]	86.120	251.494	526.707	558.639	1.295.159	1.411.034
<i>Activo Fijo Económico [AI] ..</i>	82.920	243.158	518.371	558.303	1.294.823	1.407.698
<i>Activo Fijo Financiero</i>	3.200	8.336	8.336	336	336	3.336
Capital circulante [CCExp] ..	46.720	146.249	(27.553)	281.960	476.557	518.569
+ Existencias..... [Ex] ..	5.000	10.325	25.210	13.721	45.621	37.450
+ Deudores comerciales.. [DCm] ..	112.707	108.363	389.561	336.361	778.893	861.920
+ Otros activos circulantes ..[OAC] ..	30.091	64.482	226.245	272.616	219.943	235.076
+ Disponible [DISP] ..	209.447	298.683	75.628	223.595	354.563	681.091
- Acreedores comerciales [ACm] ..	(207.065)	(204.841)	(529.619)	(359.839)	(607.352)	(508.067)
- Otros pasivos circulantes [OPC]..	(103.460)	(130.763)	(214.578)	(204.494)	(315.111)	(788.901)
Activo circ ajeno explotación (ACAExp)	768	0	1.950	275	1.060	4.347
Activo Financiero Total (Atf)	3968	8336	10286	611	1396	7683
CAPITAL INVERTIDO (CI)	133.609	397.743	501.104	840.874	1.772.776	1.933.950
CAPITAL INVERTIDO ECONÓMICO (CIe)	129.641	389.407	490.818	840.263	1.771.380	1.926.267

Tabla 8. Balance Capital Invertido de Naturinda SLNE (PN y Pasivo)

PN y Pasivo	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019
Recursos Propios (RP)	133.609	328.354	411.557	785.102	1.060.862	1.266.502
Capital social (CS)	3.013	3.013	3.013	134.888	134.888	134.888
Beneficios retenidos (BR)	71.636	130.596	325.341	408.544	662.829	923.839
RESULTADO EJERCICIO	58.959	194.746	83.203	241.670	263.145	207.775
Otros Recursos propios	0	0	0	0	0	0
Recursos ajenos con coste (RAc)	0	69.388	89.547	55.771	711.914	667.448
Recursos ajenos a L.P.... [RALP].	0	67.891	29.520	55.153	618.445	559.043
Obligaciones financieras a L.P. [OFLP].	0	58.000	0	0	536.726	446.012
Otras Deudas a L.P. [ODLP].	0	9.891	29.520	55.153	81.719	113.031
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	0	1.497	60.027	619	93.468	108.405
Pasivo Ajeno a la explotación (PCAExp	0	0	0	0	0	0
PN Y PASIVO TOTAL [PN+PT] ..	133.609	397.743	501.104	840.874	1.772.776	1.933.950
PN y PASIVO TOTAL AFECTO [PN + RAc] ..	130.409	389.407	492.768	840.538	1.772.440	1.930.614
Rpe (RP-Atf)	129.641	320.018	401.271	784.492	1.059.466	1.258.819
Rpe + Rac = Cie	129.641	389.407	490.818	840.263	1.771.380	1.926.267

ANEXO III. CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA

Tabla 1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Naturinda SLNE

Partida	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
1. Importe neto de la cifra de negocios.	4.720.269	8.091.555	8.993.729	13.008.054	18.069.988	22.679.632
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0	0	0	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación.	1.318	4.923	3.850	11.125	0	2.185
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	4.721.588	8.096.479	8.997.579	13.019.179	18.069.988	22.681.818
4. Aprovisionamientos.	-3.721.175	-6.530.645	-7.048.069	-10.399.315	-14.375.885	-17.864.629
7. Otros gastos de explotación.	-691.055	-1.004.510	-1.375.955	-1.474.747	-2.162.836	-2.835.266
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	309.358	561.323	573.555	1.145.117	1.531.267	1.981.922
6. Gastos de personal.	-200.055	-273.039	-433.602	-771.973	-1.140.212	-1.744.895
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	109.303	288.284	139.953	373.145	391.056	237.027
8. Amortización del inmovilizado.	-37.045	-38.321	-38.527	-45.588	-56.258	-55.998
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0	0	0	0	0	0
10. Excesos de provisiones.	0	0	0	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	0	0	7.635	0	76	0
Otros Resultados	2.173	-4.238	-3.447	-5.480	2.528	97.913
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	74.432	245.725	105.615	322.077	337.401	278.942
12. Ingresos financieros.	9	134	482	686	973	517
13. Gastos financieros.	-1.498	-958	-2.187	-2.405	-1.926	-6.213
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0	0	959	0	0	0
15. Diferencias de cambio.	206	283	-761	-1.317	403	-5.256
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0	0	0	0	0	0
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	-1.283	-541	-1.507	-3.035	-550	-10.952
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	73.149	245.184	104.107	319.042	336.851	267.990
17. Impuestos sobre beneficios.	-14.190	-50.438	-20.905	-77.372	-73.706	-60.216
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.3+18)	58.959	194.746	83.203	241.670	263.145	207.775

Tabla 2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Naturinda SLNE (Análisis horizontal o de variación)

Partida	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017	31/08/2018	31/08/2019
1. Importe neto de la cifra de negocios.	71,42%	11,15%	44,63%	38,91%	25,51%
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso	0%	0%	0%	0%	0%
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	-	-	-	-	-
5. Otros ingresos de explotación.	273,53%	-21,81%	188,98%	-100,00%	-
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	71,48%	11,13%	44,70%	38,80%	25,52%
4. Aprovisionamientos.	75,50%	7,92%	47,55%	38,24%	24,27%
7. Otros gastos de explotación.	45,36%	36,98%	7,18%	46,66%	31,09%
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA	81,45%	2,18%	99,65%	33,72%	29,43%
6. Gastos de personal.	36,48%	58,81%	78,04%	47,70%	53,03%
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN	163,75%	-51,45%	166,62%	4,80%	-39,39%
8. Amortización del inmovilizado.	3,45%	0,54%	18,33%	23,41%	-0,46%
9. Imputación de subvenciones	-	-	-	-	-
10. Excesos de provisiones.	-	-	-	-	-
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-	-	-100,00%	-	-100,00%
"Otros Resultados"	-295,01%	-18,67%	58,99%	-146,12%	3773,90%
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	230,13%	-57,02%	204,96%	4,76%	-17,33%
12. Ingresos financieros.	1312,54%	259,46%	42,42%	41,73%	-46,85%
13. Gastos financieros.	-36,09%	128,37%	9,97%	-19,92%	222,62%
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	-	-	-100,00%	-	-
15. Diferencias de cambio.	37,02%	-369,18%	72,97%	-130,62%	-1403,71%
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	-	-	-	-	-
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	-57,83%	178,74%	101,35%	-81,88%	1891,12%
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	235,18%	-57,54%	206,46%	5,58%	-20,44%
17. Impuestos sobre beneficios.	255,45%	-58,55%	270,12%	-4,74%	-18,30%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO	230,30%	-57,28%	190,46%	8,89%	-21,04%

Tabla 3. Cuenta de Resultados por composición o márgenes de Naturinda, MJ Agroasesores y Ecoinvert

NATURINDA	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	PROMEDIO
Valor de la Producción	4.720.269	8.091.555	8.993.729	13.008.054	18.069.988	22.679.632	12.593.871
Coste de Ventas	-78,81%	-80,66%	-78,33%	-79,88%	-79,56%	-78,76%	-79,33%
Margen Comercial Bruto	21,19%	19,34%	21,67%	20,12%	20,44%	21,24%	20,67%
Servicios Exteriores	-14,64%	-12,41%	-15,29%	-11,33%	-11,97%	-12,50%	-13,02%
Gastos de Personal	-4,24%	-3,37%	-4,82%	-5,93%	-6,31%	-7,69%	-5,39%
Margen Comercial Neto	2,31%	3,56%	1,56%	2,87%	2,16%	1,05%	2,25%
Amortizaciones	-0,78%	-0,47%	-0,43%	-0,35%	-0,31%	-0,25%	-0,43%
Otros	0,05%	-0,05%	-0,04%	-0,04%	0,01%	0,43%	0,06%
Margen económico	1,58%	3,03%	1,09%	2,47%	1,87%	1,23%	1,88%
Gastos Financieros Netos	-0,03%	-0,01%	-0,02%	-0,02%	0,00%	-0,05%	-0,02%
Margen financiero	1,55%	3,03%	1,07%	2,45%	1,86%	1,18%	1,86%
Impuesto sobre Beneficios	-0,30%	-0,62%	-0,23%	-0,59%	-0,41%	-0,27%	-0,40%
Beneficio Neto	1,25%	2,41%	0,84%	1,86%	1,46%	0,92%	1,45%

MJ AGROASESORES	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	PROMEDIO
Valor de la Producción	11.588.710	10.179.933	10.447.275	13.085.466	15.710.210	20.737.705	13.624.883
Coste de Ventas	-62,93%	-60,91%	-67,28%	-70,54%	-70,57%	-71,34%	-67,26%
Margen Comercial Bruto	37,07%	39,09%	32,72%	29,46%	29,43%	28,66%	32,74%
Servicios Exteriores	-15,73%	-26,63%	-14,62%	-15,96%	-14,59%	-8,68%	-16,04%
Gastos de Personal	-12,77%	-9,59%	-10,58%	-8,54%	-10,33%	-15,65%	-11,24%
Margen Comercial Neto	8,57%	2,86%	7,52%	4,95%	4,51%	4,33%	5,46%
Amortizaciones	-1,09%	-1,64%	-1,70%	-1,26%	-1,03%	-1,08%	-1,30%
Otros	-0,02%	-0,01%	-0,03%	-0,01%	-0,03%	0,00%	-0,02%
Margen económico	7,48%	1,22%	5,82%	3,69%	3,48%	3,25%	4,16%
Gastos Financieros Netos	-0,14%	-0,26%	-0,15%	-0,20%	-0,05%	-0,07%	-0,14%
Margen financiero	7,34%	0,96%	5,67%	3,49%	3,43%	3,18%	4,01%
Impuesto sobre Beneficios	-2,17%	-0,65%	-1,50%	-0,92%	-0,79%	-0,79%	-1,14%
Beneficio Neto	5,17%	0,31%	4,18%	2,58%	2,64%	2,38%	2,88%

ECOINVER	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	PROMEDIO
Valor de la Producción	n.d.	7.698.814	7.345.855	10.114.335	13.454.283	17.744.450	11.271.547
Coste de Ventas	n.d.	-95,89%	-94,84%	-94,49%	-92,98%	-92,37%	-94,11%
Margen Comercial Bruto	n.d.	4,11%	5,16%	5,51%	7,02%	7,63%	5,89%
Servicios Exteriores	n.d.	-3,53%	-3,85%	-3,92%	-4,64%	-5,34%	-4,26%
Gastos de Personal	n.d.	-0,81%	-0,95%	-0,74%	-0,89%	-1,17%	-0,91%
Margen Comercial Neto	n.d.	-0,23%	0,36%	0,84%	1,49%	1,12%	0,72%
Amortizaciones	n.d.	0,00%	-0,03%	-0,13%	-0,20%	-0,28%	-0,13%
Otros	n.d.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Margen económico	n.d.	-0,24%	0,32%	0,71%	1,29%	0,85%	0,59%
Gastos Financieros Netos	n.d.	-0,02%	-0,09%	-0,08%	-0,06%	-0,05%	-0,06%
Margen financiero	n.d.	-0,26%	0,24%	0,64%	1,23%	0,80%	0,53%
Impuesto sobre Beneficios	n.d.	0,06%	-0,06%	-0,16%	-0,36%	-0,18%	-0,14%
Beneficio Neto	n.d.	-0,20%	0,18%	0,48%	0,87%	0,61%	0,39%

ANEXO IV. RENTABILIDAD

1. Descomposición de la ROIC de Naturinda, MJ Agroasesores, Ecoinver Export, Hortibalanegra y Roquevicar

Naturinda SLNE	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	109.303	288.284	139.953	373.145	391.056	237.027
Cifra Neta de Negocio (CNN)	4.721.588	8.096.479	8.997.579	13.019.179	18.069.988	22.681.818
Me (EBITDA/CNN)	2,3%	3,6%	1,6%	2,9%	2,2%	1,0%
CI m	133.609	265.676	449.423	670.989	1.306.825	1.853.363
Rotación=CNN/CI m	35,34	30,48	20,02	19,40	13,83	12,24
ROIC = Me*r	81,81%	108,51%	31,14%	55,61%	29,92%	12,79%

MJ Agroasesores SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	990.881	290.194	782.641	647.012	704.136	897.813
Cifra Neta de Negocio (CNN)	11.588.710	10.179.933	10.447.275	13.085.466	15.710.210	20.737.705
Me (EBITDA/CNN)	8,6%	2,9%	7,5%	4,9%	4,5%	4,3%
CI m	3.097.332	3.238.167	3.676.653	3.906.757	3.928.553	4.834.905
Rotación=CNN/CI m	3,74	3,14	2,84	3,35	4,00	4,29
ROIC = Me*r	31,99%	8,96%	21,29%	16,56%	17,92%	18,57%

Ecoinver Export SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	n.d.	-18.312	23.816	71.944	173.502	150.511
Cifra Neta de Negocio (CNN)	n.d.	7.698.814	7.345.855	10.114.335	13.454.283	17.744.450
Me (EBITDA/CNN)	n.d.	-0,2%	0,3%	0,7%	1,3%	0,8%
CI m	n.d.	323.610	347.216	475.960	629.977	766.566
Rotación=CNN/CI m	n.d.	23,79	21,16	21,25	21,36	23,15
ROIC = Me*r	n.d.	-5,66%	6,86%	15,12%	27,54%	19,63%

Hortibalanegra SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	107.647	n.d.	57.112	111.413	126.562	151.750
Cifra Neta de Negocio (CNN)	5.121.619	n.d.	3.178.950	5.699.051	6.883.904	9.439.151
Me (EBITDA/CNN)	2,10%	n.d.	1,80%	1,95%	1,84%	1,61%
CI m	996.684	n.d.	1.198.062	1.145.647	1.678.402	2.181.286
Rotación=CNN/CI m	5,14	n.d.	2,65	4,97	4,10	4,33
ROIC = Me*r	10,80%	n.d.	4,77%	9,72%	7,54%	6,96%

Roquevicar SA	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	355.673	297.719	786.842	1.103.765	524.680	n.d
Cifra Neta de Negocio (CNN)	7.787.841	10.163.823	12.206.035	14.979.776	10.244.263	n.d
Me (EBITDA/CNN)	4,6%	2,9%	6,4%	7,4%	5,1%	n.d
CI m	1.622.206	1.429.237	1.366.498	1.865.988	2.559.353	n.d
Rotación=CNN/CI m	4,80	7,11	8,93	8,03	4,00	n.d
ROIC= Me*r	21,93%	20,83%	57,58%	59,15%	20,50%	n.d

2. Descomposición de la ROE de Naturinda, MJ Agroasesores, Ecoinver Export, Hortibalanegra y Roquevicar

Naturinda SLNE	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA ajustado	93.831	237.305	117.541	292.737	316.800	165.859
CNN	4.721.588	8.096.479	8.997.579	13.019.179	18.069.988	22.681.818
CIm	133.609	265.676	449.423	670.989	1.306.825	1.853.363
Rpe m	129.641	224.829	360.645	592.881	921.979	1.159.143
Margen Financiero (mf = RBE_dIT/CNN)	1,99%	2,93%	1,31%	2,25%	1,75%	0,73%
Rotación capital invertido	35,34	30,48	20,02	19,40	13,83	12,24
Riesgo Financiero (rf ó e2) (CIm/Rpm)	1,03	1,18	1,25	1,13	1,42	1,60
RF_dIT	72,38%	105,55%	32,59%	49,38%	34,36%	14,31%

MJ Agroasesores SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA ajustado	723.486	197.998	610.737	500.960	571.743	717.806
CNN	11.588.710	10.179.933	10.447.275	13.085.466	15.710.210	20.737.705
CIm	3.097.332	3.238.167	3.676.653	3.906.757	3.928.553	4.834.905
Rpe m	2.122.242	2.133.185	2.387.166	2.790.625	3.148.602	3.584.009
Margen Financiero (mf = RBE_dIT/CNN)	6,24%	1,94%	5,85%	3,83%	3,64%	3,46%
Rotación capital invertido	3,74	3,14	2,84	3,35	4,00	4,29
Riesgo Financiero (rf ó e2) (CIm/Rpm)	1,46	1,52	1,54	1,40	1,25	1,35
RF_dIT	34,09%	9,28%	25,58%	17,95%	18,16%	20,03%

Ecoinver Export SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA ajustado	n.d.	-15.027	15.545	61.680	144.411	157.810
CNN	n.d.	7.698.814	7.345.855	10.114.335	13.454.283	17.744.450
CIm	n.d.	323.610	347.216	475.960	629.977	766.566
Rpm	n.d.	-13.315	-6.798	23.959	106.653	219.491
Margen Financiero (mf = RBE_dIT/CNN)	n.d.	-0,20%	0,21%	0,61%	1,07%	0,89%
Rotación capital invertido	n.d.	23,79	21,16	21,25	21,36	23,15
Riesgo Financiero (rf ó e2) (CIm/Rpm)	n.d.	-	-	19,87	5,91	3,5
RF_dIT	n.d.	-	-	257,44%	135,40%	71,90%

Hortibalanegra SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA ajustado	65.542	n.d.	37.697	68.440	83.112	97.466
CNN	5.121.619	n.d.	3.178.950	5.699.051	6.883.904	9.439.151
CI_m	996.684	n.d.	1.198.062	1.145.647	1.678.402	2.181.286
R_{pm}	155.736	n.d.	197.260	212.553	247.195	296.900
Margen Financiero (mf = RBE_dIT/CNN)	1,28%	n.d.	1,19%	1,20%	1,21%	1,03%
Rotación capital invertido	5,14	n.d.	2,65	4,97	4,10	4,33
Riesgo Financiero (rf ó e₂) (CI_m/R_{pm})	6,40	n.d.	6,07	5,39	6,79	7,35
RF_dIT	42,09%	n.d.	19,11%	32,20%	33,62%	32,83%

Roquevicar SA	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA ajustado	206.003	181.877	549.724	825.710	404.811	n.d.
CNN	7.787.841	10.163.823	12.206.035	14.979.776	10.244.263	n.d.
CI_m	1.622.206	1.429.237	1.366.498	1.865.988	2.559.353	n.d.
R_{pm}	620.912	531.775	650.929	1.151.110	1.620.295	n.d.
Margen Financiero (mf = RBE_dIT/CNN)	2,65%	1,79%	4,50%	5,51%	3,95%	n.d.
Rotación capital invertido	4,80	7,11	8,93	8,03	4,00	n.d.
Riesgo Financiero (rf ó e₂) (CI_m/R_{pm})	2,61	2,69	2,10	1,62	1,58	n.d.
RF_dIT	33,18%	34,20%	84,45%	71,73%	24,98%	n.d.

3. Ratio de Apalancamiento Financiero

Naturinda SLNE	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
CI_m	133.609	265.676	449.423	670.989	1.306.825	1.853.363
RP_m	133.609	230.981	369.956	598.330	922.982	1.163.682
BAT	73.149	245.184	104.107	319.042	336.851	267.990
BAIT	74.432	245.725	105.615	322.077	337.401	278.942
Apalancamiento Financiero (CI_m/RP_m * BAT/BAIT)	1,0	1,1	1,2	1,1	1,4	1,5

MJ Agroasesores SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
CI m	3.097.332	3.238.167	3.676.653	3.906.757	3.928.553	4.834.905
RP m	2.122.242	2.133.185	2.387.166	2.790.625	3.148.602	3.584.009
BAT	848.404	96.728	589.886	455.616	534.677	658.226
BAIT	864.407	122.856	605.484	481.728	542.338	673.677
Apalancamiento Financiero (CI m/RP m * BAT/BAIT)	1,4	1,2	1,5	1,3	1,2	1,3

Ecoinver Export SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
CI m	n.d.	323.610	347.216	475.960	629.977	766.566
RP m	n.d.	-13.315	-6.798	20.701	92.904	183.389
BAT	n.d.	-20.146	17.378	64.299	165.238	141.762
BAIT	n.d.	-18.312	23.816	71.944	173.502	150.511
Apalancamiento Financiero (CI m/RP m * BAT/BAIT)	n.d.	-26,7	-37,3	20,5	6,5	3,9

Hortibalanegra SL	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
CI m	996.684	n.d.	1.198.062	1.145.647	1.678.402	2.181.286
RP m	155.736	n.d.	197.260	212.553	247.195	296.900
BAT	53.892	n.d.	23.994	47.835	50.556	86.323
BAIT	82.513	n.d.	38.010	76.559	81.770	114.996
Apalancamiento Financiero (CI m/RP m * BAT/BAIT)	4,18	n.d.	3,83	3,37	4,20	5,52

Roquevicar SA	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
CI m	1.622.206	1.429.237	1.366.498	1.865.988	2.559.353	n.d.
RP m	620.912	531.775	650.929	1.151.110	1.620.295	n.d.
BAT	230.022	189.300	694.851	1.025.039	461.549	n.d.
BAIT	321.936	257.567	738.718	1.052.834	474.461	n.d.
Apalancamiento Financiero (CI m/RP m * BAT/BAIT)	1,9	2,0	2,0	1,6	1,5	n.d.

4. Cálculo de la ROE aT de Naturinda

ROE aT	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
EBITDA	109303	288284	139953	373145	391056	237027
GF Netos	-1283	-541	-1507	-3035	-550	-10952
EBITDA AJUSTADO POR GF	108021	287744	138446	370110	390506	226075
Rpe m	129641	224829	360645	592881	921979	1159143
RFaT (EBITDA - GF) / RPe m	83,32%	127,98%	38,39%	62,43%	42,36%	19,50%

5. Cálculo de la RGE y productividad de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
Valor de la Producción (VP) = CNN	4.721.588	8.096.479	8.997.579	13.019.179	18.069.988	22.681.818	12.597.772
Valor Añadido de la Empresa (VAE)	309.358	561.323	573.555	1.145.117	1.531.267	1.981.922	1.017.091
Gastos de Personal (GP)	200.055	273.039	433.602	771.973	1.140.212	1.744.895	760.629
Capital Invertido medio (CIm)	133.609	265.676	449.423	670.989	1.306.825	1.853.363	779.981
Productividad (p) = VAE/GP	1,55	2,06	1,32	1,48	1,34	1,14	1,48
Coste RR. HH. (Gp) = GP/CNN	4,24%	3,37%	4,82%	5,93%	6,31%	7,69%	5,39%
Rotación CI (r) = CNN/CIm	35,34	30,48	20,02	19,40	13,83	12,24	21,88
RENTABILIDAD GLOBAL DE LA EMPRESA (RGE) = p*Gp*r	231,54%	211,28%	127,62%	170,66%	117,17%	106,94%	160,87%
Margen Global (p*Gp)	6,55%	6,93%	6,37%	8,80%	8,47%	8,74%	7,64%

6. Cálculo del Coste de los Fondos Propios (k_e)

ROEaT	La Unión	Casi	Hortichuelas	Hortamar	Vegacañada	Agroponiente	Pimiento Directo	Dofran	Agrupaaadra	Hortibalanegra	Primaflor	Fran Martos	Única Fresh	Agrupapulpí	Franarte	Sector
2004/2005	28,59%	n.d.	n.d.	n.d.	4,10%	5,70%	n.d.	7,37%	16,32%	n.d.	-63,26%	n.d.	n.d.	29,62%	n.d.	4,06%
2005/2006	26,13%	17,47%	n.d.	-9,67%	-1,35%	0,88%	n.d.	13,13%	-3,28%	n.d.	-56,72%	n.d.	n.d.	14,12%	n.d.	0,08%
2006/2007	24,04%	5,28%	n.d.	-2,04%	6,85%	4,65%	n.d.	37,04%	1,90%	n.d.	-48,09%	n.d.	n.d.	20,86%	n.d.	5,61%
2007/2008	31,76%	10,59%	n.d.	n.d.	11,45%	6,48%	n.d.	19,06%	1,82%	n.d.	6,37%	n.d.	n.d.	21,78%	n.d.	13,66%
2008/2009	28,45%	-6,62%	n.d.	0,27%	7,32%	5,23%	n.d.	6,25%	8,63%	n.d.	8,89%	n.d.	n.d.	9,10%	n.d.	7,50%
2009/2010	29,71%	6,79%	n.d.	0,13%	16,52%	13,33%	n.d.	7,12%	5,01%	n.d.	12,49%	n.d.	n.d.	42,12%	n.d.	14,80%
2010/2011	14,25%	11,98%	n.d.	0,18%	12,53%	10,89%	n.d.	16,67%	10,40%	n.d.	10,32%	n.d.	n.d.	16,52%	n.d.	11,53%
2011/2012	11,44%	2,45%	n.d.	0,20%	14,97%	10,54%	n.d.	15,03%	4,70%	55,07%	26,00%	n.d.	n.d.	36,57%	n.d.	17,70%
2012/2013	10,07%	1,83%	3,31%	0,36%	13,33%	11,34%	n.d.	15,84%	5,79%	41,06%	6,42%	n.d.	n.d.	37,71%	102,26%	20,78%
2013/2014	10,00%	2,02%	1,21%	0,36%	10,62%	6,46%	0,00%	18,25%	0,06%	57,92%	6,40%	7,25%	n.d.	24,21%	39,81%	13,18%
2014/2015	13,51%	2,04%	2,51%	0,27%	11,47%	12,77%	97,01%	10,01%	1,99%	n.d.	25,66%	86,73%	n.d.	32,70%	79,46%	28,93%
2015/2016	6,69%	10,13%	4,01%	0,25%	6,43%	9,01%	61,52%	-33,49%	-5,95%	12,16%	10,21%	100,94%	n.d.	33,37%	79,63%	21,07%
2016/2017	12,16%	0,81%	30,35%	0,27%	7,39%	16,99%	-48,16%	18,14%	-9,35%	20,99%	11,08%	76,37%	5,25%	25,10%	88,03%	17,03%
2017/2018	13,11%	1,57%	31,30%	0,90%	13,52%	24,34%	10,33%	19,69%	0,85%	18,97%	18,14%	76,78%	23,21%	22,58%	60,11%	22,36%
2018/2019	9,24%	n.d.	2,40%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	23,43%	n.d.	26,38%	21,94%	129,30%	47,45%	n.d.	23,33%	35,43%

EMPRESA PROMEDIO (SECTOR)				
Ejercicio	ROE	MEDIA ROE	VARIANZA ROE	DESVIACIÓN TÍPICA ROE
2004/2005	4,06%	4,06%	-	-
2005/2006	0,08%	2,07%	0,010%	0,996%
2006/2007	5,61%	3,25%	0,007%	0,818%
2007/2008	13,66%	5,85%	0,019%	1,376%
2008/2009	7,50%	6,18%	0,024%	1,555%
2009/2010	14,80%	7,62%	0,036%	1,887%
2010/2011	11,53%	8,18%	0,044%	2,101%
2011/2012	17,70%	9,37%	0,057%	2,379%
2012/2013	20,78%	10,64%	0,073%	2,705%
2013/2014	13,18%	10,89%	0,084%	2,904%
2014/2015	28,93%	12,53%	0,104%	3,220%
2015/2016	21,07%	13,24%	0,122%	3,489%
2016/2017	17,03%	13,53%	0,136%	3,681%
2017/2018	22,36%	14,16%	0,149%	3,859%
2018/2019	35,43%	15,58%	0,169%	4,106%

NATURINDA				
Ejercicio	ROE	MEDIA ROE	VARIANZA ROE	DESVIACIÓN TÍPICA ROE
2004/2005	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2005/2006	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006/2007	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007/2008	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2008/2009	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2009/2010	50,99%	50,99%	-	-
2010/2011	49,44%	50,22%	0,00%	0,39%
2011/2012	45,06%	48,50%	0,01%	1,04%
2012/2013	28,88%	43,59%	0,08%	2,88%
2013/2014	54,75%	45,82%	0,08%	2,76%
2014/2015	74,67%	50,63%	0,07%	2,73%
2015/2016	25,30%	47,01%	0,07%	2,57%
2016/2017	40,64%	46,22%	0,06%	2,48%
2017/2018	31,75%	44,61%	0,07%	2,55%
2018/2019	21,16%	42,26%	0,08%	2,89%

ROE sector (Rendimiento Mercado)
RLR (Rendimiento Libre de Riesgo)
Pm (Prima del mercado) = ROE sector - RLR
Beta (Desv. Típica ROE Naturinda / Desv. Típica ROE sector)
Pe (Prima específica) = Beta * Prima del Mercado
Ke (Coste de los fondos propios) = RLR + Pm + Pe

COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS DE NATURINDA						
Ejercicio	Rendimiento Mercado	RLR	Pm	Beta	Pe	Ke
2004/2005	4,06%	3,27%	0,80%	n.d.	-	-
2005/2006	0,08%	3,15%	-3,07%	n.d.	-	-
2006/2007	5,61%	3,40%	2,21%	n.d.	-	-
2007/2008	13,66%	3,60%	10,06%	n.d.	-	-
2008/2009	7,50%	3,07%	4,43%	n.d.	-	-
2009/2010	14,80%	3,06%	11,74%	100,00%	11,74%	26,54%
2010/2011	11,53%	3,29%	8,23%	18,44%	1,52%	13,05%
2011/2012	17,70%	3,53%	14,17%	43,80%	6,21%	23,90%
2012/2013	20,78%	3,02%	17,75%	106,35%	18,88%	39,66%
2013/2014	13,18%	3,02%	10,16%	95,05%	9,66%	22,84%
2014/2015	28,93%	2,35%	26,58%	84,73%	22,52%	51,45%
2015/2016	21,07%	1,48%	19,59%	73,52%	14,40%	35,47%
2016/2017	17,03%	1,22%	15,81%	67,37%	10,65%	27,68%
2017/2018	22,36%	0,61%	21,75%	66,16%	14,39%	36,75%
2018/2019	35,43%	0,44%	34,99%	70,35%	24,62%	60,05%

ANEXO V. SOLVENCIA

1. Ratios de Solvencia Estática a C/P de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
Activo Circulante (AC)	358.013	481.853	713.982	841.956	1.391.256	1.809.032	932.682
Pasivo Circulante (PC)	310.525	337.101	804.224	564.952	1.015.931	1.405.373	739.684
Existencias (Ex)	5.000	10.325	25.210	13.721	45.621	37.450	22.888
Disponible (DISP)	209.447	298.683	75.628	223.595	354.563	681.091	307.168
Solvencia a Corto (L1) = AC/PC	1,15	1,43	0,89	1,49	1,37	1,29	1,27
Ratio Ácido (L2) = (AC- Ex)/PC	1,14	1,40	0,86	1,47	1,32	1,26	1,24
Liquidez inmediata (L3) = DISP/ PC	0,67	0,89	0,09	0,40	0,35	0,48	0,48

2. Ratios de Solvencia Estática a L/P de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	Promedio
Exigible Total (ET)	310.525	404.993	833.744	620.104	1.634.377	1.964.416	961.360
Pasivo Fijo (RALP)	0	67.891	29.520	55.153	618.445	559.043	221.675
RP	133.609	328.354	411.557	785.102	1.060.862	1.266.502	664.331
RAc	0	69.388	89.547	55.771	711.914	667.448	265.678
Activo Total	444.133	733.347	1.245.301	1.405.207	2.695.239	3.230.918	1.625.691
Endeudamiento (eET= ET/RP)	232,41%	123,34%	202,58%	78,98%	154,06%	155,11%	158%
Endeudamiento L.P (ePF= PF/ RP)	0,00%	20,68%	7,17%	7,02%	58,30%	44,14%	23%
Endeudamiento (e= RAc/RP)	0,00%	21,13%	21,76%	7,10%	67,11%	52,70%	28%
Garantía estructural (eET/AT = ET/AT)	70%	55%	67%	44%	61%	61%	60%

3. Períodos Medios de Maduración de Naturinda

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
Aprovisionamientos	3.721.175	6.530.645	7.048.069	10.399.315	14.375.885	17.864.629
Saldo final existencias (S.F. Ex)	5.000	10.325	25.210	13.721	45.621	37.450
Saldo inicial existencias (S.I. Ex)	35.000	5.000	10.325	25.210	13.721	45.621
Saldo medio existencias (Sm Ex)	20.000	7.662	17.768	19.465	29.671	41.535
Periodo Medio de Venta = Sm Ex / Aprovisionamientos * 365	1,96	0,43	0,92	0,68	0,75	0,85
Saldo final deudores comerciales (S.F. AC)	112.707	108.363	389.561	336.361	778.893	861.920
Saldo inicial deudores comerciales (S.I. AC)	83.350	112.707	108.363	389.561	336.361	778.893
Saldo medio deudores comerciales (Sm DC)	98.029	110.535	248.962	362.961	557.627	820.407
Cifra de Negocio	4.721.588	8.096.479	8.997.579	13.019.179	18.069.988	22.681.818
Ventas a crédito cobradas (S.I. DC + Ventas – S.F. DC)	4.692.230	8.100.823	8.716.381	13.072.378	17.627.456	22.598.790
Período Medio de Cobro (PMc) = Sm DC/Ventas a crédito cobradas	7,63	4,98	10,43	10,13	11,55	13,25
Período Medio de Maduración Económico (PMMe) = PMv+ PMc	9,59	5,41	11,35	10,82	12,30	14,10
Aprovisionamientos	3.721.175	6.530.645	7.048.069	10.399.315	14.375.885	17.864.629
Compras de mercadería y mat. Prima = Aprovisionamientos + S.F. Ex – S.I. Ex)	3.691.175	6.535.970	7.062.954	10.387.825	14.407.785	17.856.458
Servicios exteriores	689.011	996.854	1.367.407	1.455.410	2.096.832	2.702.464
Adq. Bienes y serv. Corrientes = Compras + Serv. Exteriores)	4.380.186	7.532.824	8.430.361	11.843.235	16.504.618	20.558.922
Compras a crédito pagadas (S.I. AC + Adq. B. y serv. – S.F. AC)	4.310.616	7.535.048	8.105.583	12.013.015	16.257.105	20.658.207
Saldo final acreedores comerciales (S.F. AC)	207.065	204.841	529.619	359.839	607.352	508.067
Saldo inicial acreedores comerciales (S.I. AC)	137.495	207.065	204.841	529.619	359.839	607.352
Saldo medio acreedores comerciales (Sm AC)	344.560	411.906	734.460	889.458	967.191	1.115.419
Periodo medio de pago (PMp) = Sm AC / Compras a crédito pagadas	29,18	19,95	33,07	27,03	21,72	19,71
Período Medio de Maduración Financiero (PMMf) = PMMe - PMp	-19,59	-14,54	-21,73	-16,21	-9,42	-5,61

4. Períodos Medios de Maduración de Ecoinver y MJ Agroasesores

ECOINVER EXPORT	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
Saldo I. Ex.	n.d.	0	89.029	128.851	46.319	25.486
Saldo I. Ex.	n.d.	89.029	128.851	46.319	25.486	53.872
S.M. Existencias	n.d.	44.515	108.940	87.585	35.903	39.679
Aprovisionamientos	n.d.	7.382.284	6.966.774	9.557.285	12.509.481	16.390.348
Pm venta	n.d.	2,20	5,71	3,34	1,05	0,88
Ventas	n.d.	7.698.814	7.345.855	10.114.335	13.454.283	17.744.450
Ventas a créd. Cobradas	n.d.	6.926.209	7.393.746	9.632.755	13.382.658	17.813.229
Saldo I. Clientes	n.d.	0	772.605	724.714	1.206.294	1.277.919
Saldo F. Clientes	n.d.	772.605	724.714	1.206.294	1.277.919	1.209.140
S.M. Clientes	n.d.	386.303	748.660	965.504	1.242.107	1.243.530
Pm cobro	n.d.	20,36	36,96	36,58	33,88	25,48
PMMe	n.d.	22,56	42,67	39,93	34,92	26,36
Saldo I. Acreed. Com	n.d.	0	451.002	204.479	470.926	933.673
Saldo F. Acreed. Com	n.d.	451.002	204.479	470.926	933.673	1.108.264
S.M. Acreed. Com	n.d.	225.501	327.741	337.703	702.300	1.020.969
Adq. B. y serv. Corr.	n.d.	7.654.358	7.249.743	9.954.122	13.133.775	17.337.970
Compras a cred. Pagadas	n.d.	7.203.356	7.496.266	9.687.675	12.671.028	17.163.379
Pm pago	n.d.	11,43	15,96	12,72	20,23	21,71
PMMf	n.d.	11,13	26,71	27,21	14,69	4,65

MJ AGROASESORES	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
Saldo I. Ex.	18.817	29.687	55.518	105.488	285.075	155.430
Saldo I. Ex.	29.687	55.518	105.488	285.075	155.430	265.840
S.M. Existencias	24.252	42.603	80.503	195.282	220.253	210.635
Aprovisionamientos	7.292.860	6.200.998	7.029.105	9.230.460	11.087.446	14.794.922
Pm venta	1,21	2,51	4,18	7,72	7,25	5,20
Ventas	11.588.710	10.179.933	10.447.275	13.085.466	15.710.210	20.737.705
Ventas a créd. Cobradas	11.569.436	10.197.872	10.421.309	12.813.190	15.078.957	19.837.654
Saldo I. Clientes	969.441	988.715	970.776	996.742	1.269.018	1.900.271
Saldo F. Clientes	988.715	970.776	996.742	1.269.018	1.900.271	2.800.322
S.M. Clientes	979.078	979.746	983.759	1.132.880	1.584.645	2.350.297
Pm cobro	30,89	35,07	34,46	32,27	38,36	43,24
PMMe	32,10	37,57	38,64	39,99	45,61	48,44
Saldo I. Acreed. Com	0	412.116	379.275	595.248	557.462	996.070
Saldo F. Acreed. Com	412.116	379.275	595.248	557.462	996.070	1.163.541
S.M. Acreed. Com	206.058	395.696	487.262	576.355	776.766	1.079.806
Adq. B. y serv. Corr.	9.116.067	8.911.842	8.556.996	11.319.077	13.379.476	16.594.040
Compras a cred. Pagadas	8.703.951	8.944.683	8.341.023	11.356.863	12.940.868	16.426.569
Pm pago	8,64	16,15	21,32	18,52	21,91	23,99
PMMf	23,46	21,43	17,31	21,47	23,70	24,45