



TRABAJO DE FIN DE GRADO

Creación de valor en la empresa almeriense

(Value creation in Almería's companies)

Autor: D^a. Noelia Hernández Plaza

Tutor: D. Alfonso A. Rojo Ramírez

Grado en Administración y Dirección de empresas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2013 / 2014

Almería, Junio de 2014

ÍNDICE

RESUMEN	4
INTRODUCCIÓN	5
1. LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA.	6
1.1. Metodología seguida en este trabajo.....	8
1.1.1. <i>Cálculo de los conductores de valor (VD)</i>	9
1.1.2. <i>Cálculo del coste de capital (k_o)</i>	10
1.1.3. <i>Estimación del M_{min}</i>	11
1.1.4. <i>Cálculo y análisis de la creación de valor</i>	12
2. LOS DATOS	12
3. LOS RESULTADOS	19
3.1. Creación de valor en la empresa almeriense para el período 2012-2016	19
3.2. Creación de valor y variables significativas en términos históricos (2004-2011)	34
4. CONCLUSIONES	41
BIBLIOGRAFÍA	42
ANEXOS	43

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1. Identificación de las empresas	12
Tabla 2.2. Número de trabajadores por empresa para las EF	15
Tabla 2.3. Número de trabajadores por empresa para la ENF.....	16
Tabla 2.4. Número medio de empresas y representación de la CNN sobre el total	18
Tabla 3.1. Clasificación de las empresas como creadoras o destructoras de valor	20
Tabla 3.2. CVE en MIL € EF	23
Tabla 3.3. CVE en MIL € ENF	25
Tabla 3.4. CV 11+ y % sobre el total	28
Tabla 3.5. DV 29- y % sobre el total	29
Tabla 3.6. CVE en MIL € EF si M crece un 30%	31
Tabla 3.7. CVE en MIL € ENF si M crece un 30%.....	32
Tabla 3.8. Tasa de crecimiento (g) por empresas	34
Tabla 3.9. Rentabilidad económica (ROIC) por empresas	36
Tabla 3.10. Índice de endeudamiento (e) por empresas	39

TABLA ANEXOS

Tabla 1.1. VD promedio para el período 2004-2011	43
---	----

RESUMEN

El presente trabajo analiza la creación de valor en la empresa almeriense para el período 2012-2016. Se trata de un trabajo cuyo propósito es analizar, sobre una muestra de 40 empresas, si se creará o no valor para ese período, bajo la hipótesis de que las mismas van a mantener las estrategias de crecimiento, margen bruto, tasa impositiva y esfuerzo inversor, seguidas en el período 2004-2011.

Los resultados obtenidos muestran que sólo el 27,5 % de las empresas crearán valor para el período 2012-2016, mientras que el 72,5 % restante se estima que son destructoras de valor. Además, para realizar un análisis más específico se va a dividir la muestra entre empresas familiares y no familiares, concluyendo que son las primeras las que crearán valor en cada uno de los años del período estimado.

INTRODUCCIÓN

El trabajo denominado “*Creación de valor en la empresa almeriense*” consiste en el análisis de la creación de valor económico en las empresas de la provincia de Almería. El objetivo es analizar hasta qué punto se espera que las empresas almerienses creen valor económico en el período 2012-2016, además de analizar la estrategia empresarial que contribuye a dicha creación. Para ello se va a ofrecer un análisis de los datos más representativos del período mencionado.

Se trata de un trabajo basado en la “*Creación de valor de la empresa andaluza por provincias*” de Alfonso Rojo Ramírez, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad de Almería. Dicho estudio analizaba la creación de valor económico pero a nivel andaluz para el período 2004-2008. Era un trabajo pionero en este campo para el que se utilizó una metodología propia sobre una muestra de 500 empresas.

En consonancia con el trabajo fundador, el presente estudio va a emplear la misma metodología y constará de cuatro partes:

1. Creación de valor en la empresa: se determinará la metodología a seguir en el trabajo, se calcularán los conductores de valor (VD) y el coste de capital (k_o), y se estimará el margen mínimo (M_{\min}) así como el cálculo y análisis de la creación de valor.
2. Datos: se pondrán de manifiesto los distintos datos obtenidos en la base de datos de la Central de Balances de Andalucía para el período 2004-2011.
3. Resultados: se ofrecerán los resultados de los análisis de la creación de valor en la empresa almeriense para el período 2012-2016 y una descripción de las variables clave en términos históricos (2004-2011)
4. Conclusiones: finalmente se definirán las conclusiones obtenidas tras los análisis anteriores.

1. LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

Antes de realizar cualquier análisis es necesario dejar patente qué se entiende por creación de valor en la empresa.

El objetivo de toda empresa es crear valor (CV) para aquellos agentes económicos, accionistas o propietarios, gerentes y stakeholders o grupos de interés, que participan en el desarrollo de la actividad de la empresa.

La creación de valor económico (CVE) se define como el incremento de valor que experimenta un negocio a lo largo de un período estratégico como consecuencia de las decisiones adoptadas por la dirección; si bien es cierto que una decisión desacertada puede conllevar una destrucción de valor. Cuando la empresa genera mayor riqueza para los agentes económicos decimos que se crea valor económico.

La creación de valor económico no puede ser contemplada para un solo ejercicio económico sino para una estrategia a largo plazo, normalmente de tres a cinco años, contemplando así varios ejercicios económicos. Esto implica que el análisis de la CVE sólo pueda aplicarse en aquellas empresas que llevan a cabo estrategias concretas dirigidas a la creación de valor. Se trata de crear valor económico de una forma sostenida, permanente y continuada en el tiempo.

Tras esto es el momento de preguntarnos ¿cómo crear valor? Una estrategia determinada crea valor si la rentabilidad económica o del capital invertido (ROIC) generada por la empresa es superior al coste de capital (coste de la financiación) (K) o la rentabilidad media exigida por los inversores para colocar sus recursos en la empresa.

$$\text{ROIC} > \text{K}$$

Cuando la empresa cumple esta condición y además dispone de ventajas estratégicas competitivas que le confieren un diferencial a lo largo del período estratégico, creará valor de forma sostenida.

Desde la óptica del propietario o accionista, se produce una creación de valor cuando su rentabilidad financiera (ROE) es superior a la rentabilidad mínima exigida para participar en la actividad (k_e).

$$\text{ROE} > k_e$$

Si realizamos una búsqueda sobre trabajos que se centren en el tema de la creación de valor en la empresa española, los resultados obtenidos son escasos. Entre ellos podemos destacar los siguientes:

- Orientados al estudio de la creación de valor para el inversor, en el caso de empresas cotizadas, tomando como referencia la bolsa de valores para la determinación de la rentabilidad y coste de la financiación (Fernández & Campo, 2009; Fernández, 2002).
- Orientados al modelo del valor económico añadido (EVA) para la medición de la creación de valor (Stewart, 1991).
- Orientados a la comparación del EVA y el valor de mercado añadido (MVA) con otras medidas alternativas, de la que se concluye que el EVA supera a otras medidas para el análisis de la creación de valor (Íñiguez & Poveda, 2000).

El modelo del valor económico añadido (EVA) explica la creación de valor en términos históricos y tiene el interés propio de otros tipos de información como por ejemplo los ratios. Sin embargo, lo que realmente interesa a los decisores no es lo ocurrido en períodos pasados, sino la creación de valor para el futuro si se mantienen unas estrategias determinadas. Este es precisamente el objetivo del presente trabajo. Para ello, se va a utilizar el modelo propuesto por Rappaport (1986) en el que se expresa que la creación de valor esperada de una estrategia concreta se produce cuando el margen bruto de la empresa (M) es superior a un margen mínimo (M_{min}), el cual queda definido en la siguiente ecuación:

$$M_{min} = \frac{t' \cdot k_o}{(1 + k_o) \cdot (1 - t)} \quad [1.1]$$

Donde:

- t' : es la tasa de inversión económica total neta o esfuerzo inversor que espera realizar la empresa, en fijo y circulante, en los próximos ejercicios.
- k_o : es el coste medio ponderado de capital estimado para la empresa, o la rentabilidad mínima exigida por los recursos financieros.
- t : es la tasa impositiva efectiva que espera soportar la empresa en los siguientes ejercicios.

Cuando se cumple la condición $M > M_{\min}$ se deduce que la rentabilidad económica (ROIC) obtenida por la empresa es superior a la exigida o esperada por los recursos financieros existentes (k_o). En este caso se puede estimar el valor creado para un período futuro (n), denominado estratégico, si se conocen las variables clave o conductores de valor.

La creación o detrimento de valor se define por los aumentos o disminuciones del valor de la empresa, que se calculará a partir de la siguiente ecuación:

$$CVE_j = \frac{(M_j - M_{\min_j}) \cdot CNN_o \cdot (1 + g)^j \cdot (1 - t)}{(1 + k_o)^j} \quad [1.2]$$

Donde las nuevas variables son:

- CNN_o : es la cifra neta de negocio de la empresa al comienzo del período elegido para el análisis de la creación de valor.
- g : es la tasa de crecimiento esperada para el período estratégico.

1.1. Metodología seguida en este trabajo

La estimación de la creación de valor se va a realizar en base al modelo de Rappaport (1986,1987) y Rojo Ramírez (1998) dividido en cuatro pasos:

1. Estimación de los conductores de valor: M , g , t y t' .
2. Cálculo del coste de capital: k_o .
3. Clasificación de la empresa: creadora o destructora de valor a partir de la Ecuación 1.1 (M_{\min}).
4. Cálculo de la creación de valor a partir de la Ecuación 1.2.

1.1.1. Cálculo de los conductores de valor (VD)

Los conductores de valor (VD) son variables clave –financieras o contables- para el cálculo de los componentes de valor de la empresa. Se trata de variables estimadas cuyo cálculo y utilización requiere hipótesis que afectan a los flujos de tesorería futuros. En nuestro caso, se va a estimar el comportamiento de las variables de acuerdo con el promedio de los ejercicios históricos. Los conductores de valor son el margen bruto de la explotación histórica (M), la tasa de crecimiento histórica (g), la tasa impositiva efectiva (t) y el coeficiente de inversión económica total neta (t'). Su cálculo se va a realizar tal y como se expresa a continuación:

1. El margen bruto de la explotación histórico (M) se calcula de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$m_j = \frac{RBE_j}{CNN_j} = \frac{RNE_j + A_j + P_j + FR_j}{CNN_j} \quad [1.3]$$

Donde:

- RBE: es el resultado bruto de la explotación
 - RNE: es el resultado neto de la explotación
 - A: las amortizaciones del ejercicio
 - P: las provisiones
 - FR: fondo de reinversión
2. La tasa de crecimiento histórica (g) se calcula en términos aritméticos de la siguiente forma:

$$g_j = \frac{CNN_j - CNN_{j-1}}{CNN_{j-1}} \quad [1.4]$$

3. La tasa impositiva efectiva (t) es calculada a partir de la siguiente expresión, teniendo en cuenta el efecto impositivo de los intereses:

$$t_j = \frac{T_j - t(d) \cdot GF_j}{RBE_j} \quad [1.5]$$

Donde:

- T: es el total de impuestos soportados en cada ejercicio.
 - t (d): es el tipo impositivo efectivo, obtenido tras dividir los impuestos (T) entre el resultado antes de impuestos.
 - GF: son los gastos financieros de la deuda.
4. El coeficiente de inversión económica actual neta (t') es el esfuerzo inversor realizado por la empresa para aumentar en un euro su cifra neta de negocio y se calcula por la siguiente ecuación:

$$t_j = \frac{IETN_j}{Var(CNN)_{j-(j-1)}} \quad [1.6]$$

Donde:

- IETN: es la inversión total neta, suma de las inversiones y desinversiones realizadas por la empresa en activos fijos (IEF) y circulantes ($V(CC)_{exp}$) de la actividad.
La IEF es la inversión total neta realizada en activos fijos afectos a la explotación y se obtiene a partir del balance de situación. Son consideradas inversiones no afectas a la explotación las inversiones financieras.
La $V(CC)_{exp}$ es la inversión total neta en activos circulantes (activo menos pasivo circulante de la explotación, sin computar la tesorería).
- Var (CNN): es la variación experimentada por la cifra neta de negocio.

1.1.2. Cálculo del coste de capital (k_o)

El coste de capital (k_o) es calculado como una media ponderada del coste de los recursos propios (k_e) y de los recursos ajenos (k_i). El coste de los recursos propios (k_e) es calculado a partir del modelo tres componentes (3CM, Rojo Ramírez, 2014):

$$k_e = i + (R_m - i) \cdot \left(1 + \frac{\sigma a}{\sigma m}\right) \quad [1.7]$$

Donde:

- i : es la tasa libre de riesgo representada por la deuda del tesoro
- R_m : es la rentabilidad del mercado.
- σ_a : es la desviación típica de la rentabilidad financiera del activo (RFdIT).
- σ_m : es la desviación típica de la rentabilidad del mercado.

El coste de los recursos ajenos (k_i) se calcula con la siguiente ecuación:

$$k_i = \frac{GF}{RAC} \quad [1.8]$$

Donde:

- RAC: son los recursos financieros con coste explícito, obtenidos a partir del balance.

1.1.3. Estimación del M_{\min}

Una vez calculados los conductores de valor (CV) y el coste de capital (k_o) es posible estimar el Margen mínimo (M_{\min}) para prever el comportamiento futuro de la empresa respecto a la creación de valor para un período estratégico denominado n .

Si el Margen bruto de la explotación histórico (M) es superior al Margen mínimo (M_{\min}), la empresa se considera creadora de valor, lo que implica que la rentabilidad económica (ROIC) es superior al coste de capital (k_o).

$$M > M_{\min} \rightarrow \text{Empresa crea valor} \rightarrow \text{ROIC} > k_o$$

Si el Margen bruto de la explotación histórico (M) es inferior al Margen mínimo (M_{\min}), la empresa se define como destructora de valor, por lo que la rentabilidad económica (ROIC) es inferior al coste de de capital (k_o).

$$M < M_{\min} \rightarrow \text{Empresa destruye valor} \rightarrow \text{ROIC} < k_o$$

1.1.4. Cálculo y análisis de la creación de valor

Ahora ya es posible calcular la creación de valor esperada (CVE) para un período estratégico, a partir de la ecuación 1.2 expuesta con anterioridad. El período estratégico es aquel en que se espera un comportamiento más o menos estable de los conductores de valor (CV). Generalmente se trabaja con un período estimado de 5 años, aunque hay que tener en cuenta el comportamiento del entorno.

2. LOS DATOS

La información utilizada para la realización del análisis de la creación de valor proviene de la base de datos de la Central de Balances de Andalucía. Los datos corresponden al período 2004-2011, para el que se han considerado un conjunto de empresas de la provincia almeriense, distinguiendo entre empresa familiar (EF) y no familiar (ENF). Los datos del conjunto se han tratado obteniendo un promedio de dicho período. Dado el gran número de empresas de las que se disponía de datos, éstos han sido filtrados en función de la cifra neta de negocio: se han seleccionado como muestra aquellas 40 empresas que tenían una mayor cifra neta de negocio en el período mencionado.

Tabla 2.1. Identificación de las empresas

Nombre de la empresa	Tipo de empresa (EF/ENF)	Localización	Promedio CNN MIL € (2004-2011)
COSENTINO SA	EF	Macael	223.646,64 €
VENISUR SA	ENF	Huércal de Almería	186.817,51 €
JARQUIL ANDALUCÍA SA	ENF	Almería	133.669,94 €
AGRUPA-INVER SL	EF	El Ejido	123.042,97 €
DERETIL SA	ENF	Cuevas de Almanzora	112.887,08 €
AGROPONIENTE SA	EF	El Ejido	60.389,66 €
SOTRAFA SA	ENF	El Ejido	57.835,26 €

TRANSPORTES J CARRIÓN SA	ENF	Huércal de Almería	48.337,49 €
SUR PONIENTE SA	EF	El Parador	35.411,70 €
VEGACAÑADA SA	ENF	El Alquían	33.648,25 €
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	ENF	Vícar	31.800,11 €
ONDUSPAN SA	ENF	Níjar	31.611,36 €
RIJK ZWAAN IBERICA SA	EF	La Cañada	29.223,94 €
VIAJES CEMO SA	EF	Roquetas de Mar	28.885,21 €
JATAR SA	EF	Almería	28.450,19 €
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	EF	Almería	28.191,66 €
STAIG SA	EF	Almería	26.720,05 €
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	EF	El Ejido	25.350,76 €
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	EF	Almería	22.637,12 €
CLAUSE SPAIN SA	ENF	El Ejido	21.231,98 €
CONSTRUCCIONES NILA SA	EF	Vera	18.929,23 €
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	ENF	Almería	16.353,15 €
VIAGRO SA	EF	La Cañada	13.214,30 €
ALMERISAN SA	EF	Huércal de Almería	13.020,82 €
SALCOA SA	ENF	Viator	12.239,62 €
VERA IMPORT SA	EF	Vera	11.618,31 €
INDALO MOTOR SA	EF	Huércal de Almería	11.133,22 €

AGUAS DEL ALMANZORA SA	ENF	Huércal de Almería	10.998,87 €
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	EF	Almería	10.531,89 €
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	ENF	Almería	10.119,10 €
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	ENF	Macael	10.055,51 €
PIQUERSA MAQUINARIA SA	ENF	Almería	9.800,38 €
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	ENF	Gádor	9.689,70 €
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	ENF	Almería	9.443,55 €
PRIMA RAM SA	ENF	Pulpí	8.748,21 €
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	ENF	El Ejido	8.627,02 €
INDAMÓVIL SA	EF	El Ejido	8.132,98 €
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	EF	Almería	8.068,06 €
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	EF	El Ejido	7.963,46 €
NOVOTECNICA SA	ENF	Almería	7.742,84 €

Fuente: elaboración propia

Para facilitar el conocimiento de las empresas sobre las que se va a realizar el análisis, se va a mostrar en las Tablas 2.2 y 2.3 el promedio de trabajadores de cada empresa distinguiendo a su vez entre EF y ENF.

Tabla 2.2. Número de trabajadores por empresa para las EF

Nombre de la empresa	Tipo de empresa	Nº Trabajadores
COSENTINO SA	EF	884
AGRUPA-INVER SL	EF	681
AGROPONIENTE SA	EF	319
SUR PONIENTE SA	EF	121
RIJK ZWAAN IBÉRICA SA	EF	112
VIAJES CEMO SA	EF	47
JATAR SA	EF	164
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	EF	59
STAIG SA	EF	17
ALHÓNDIGA LA UNIÓN SA	EF	107
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	EF	115
CONSTRUCCIONES NILA SA	EF	105
VIAGRO SA	EF	28
ALMERISAN SA	EF	45
VERA IMPORT SA	EF	25
INDALO MOTOR SA	EF	37
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	EF	60
INDAMÓVIL SA	EF	24
CONSTRUCCIONES DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	EF	54
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	EF	19

Fuente: elaboración propia

Tabla 2.3. Número de trabajadores por empresa para la ENF

Nombre de la empresa	Tipo empresa	Nº trabajadores
VENISUR SA	ENF	578
JARQUIL ANDALUCÍA SA	ENF	399
DERETIL SA	ENF	268
SOTRAFA SA	ENF	97
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	ENF	264
VEGACAÑADA SA	ENF	186
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	ENF	82
ONDUSPAN SA	ENF	76
CLAUSE SPAIN SA	ENF	82
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	ENF	165
SALCOA SA	ENF	57
AGUAS DEL ALMANZORA SA	ENF	26
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	ENF	43
TRITURADOS BLANCO MACAEL SA	ENF	36
PIQUERSA MAQUINARIA SA	ENF	55
CÍTRICOS DEL ADARAX SA	ENF	44
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	ENF	123
PRIMA RAM SA	ENF	59
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	ENF	29

NOVOTECNICA SA	ENF	14
----------------	-----	----

Fuente: elaboración propia

En las tablas anteriores se pone de manifiesto que se está trabajando con un conjunto de empresas de tamaño mediano y que tienen un promedio de 145 empleados. Si observamos la Tabla 2.2 de las empresas familiares, destaca *Cosentino* con 884 empleados, seguido de *Agrupa-Inver* con 681 y *Agroponiente* con 319, coincidiendo estas dos últimas en el Ejido. En el otro extremo aparecen empresas con un número más reducido de trabajadores como es el caso de *Indamóvil* (24), *Suministros Agrícolas Hermanos López* (19) y *Staig SA* (17), siendo las dos primeras de la localidad de El Ejido.

Si nos centramos en la Tabla 2.3 de las empresas no familiares, encontramos en lo más alto a una empresa de Huércal de Almería, *Venipur*, cuya plantilla está conformada por 578 trabajadores. Seguida de ésta, se sitúan la constructora *Jarquíl Andalucía SA* y *Deritril SA*, con 399 y 268 empleados respectivamente.

Si hacemos una comparación entre el número de empleados en la empresa familiar y en la no familiar, obtenemos que la primera tiene por término medio 290 trabajadores, mientras que la segunda cuenta con una media de 247 empleados.

En la Tabla 2.4 vamos a analizar la concentración geográfica de las empresas objeto de estudio. Para ello se van a agrupar las empresas según su localización en la provincia de Almería y se calculará que zona de la provincia representa un volumen mayor de facturación.

Tabla 2.4. Número medio de empresas y representación de la CNN sobre el total

Localización	Nº medio de empresas	% sobre el total	CNN muestra en MIL €	% sobre el total
Huércal del Almería	5	12,5 %	270.307,91 €	17,95 %
Almería	12	30 %	311.727,94 €	20,70 %
Cuevas de Almanzora	1	2,5 %	112.887,08 €	7,49 %
El Ejido	8	20 %	312.574,08 €	20,75 %
El Parador	1	2,5 %	35.411,70 €	2,35 %
El Alquíán	1	2,5 %	33.648,25 €	2,23 %
Vícar	1	2,5 %	31.800,11 €	2,11 %
Níjar	1	2,5 %	31.611,36 €	2,10 %
La Cañada	2	5 %	42.438,24 €	2,82 %
Roquetas de Mar	1	2,5 %	28.885,21 €	1,92 %
Vera	2	5 %	30.547,54 €	2,03 %
Viator	1	2,5 %	12.239,62 €	0,81 %
Macael	2	5 %	233.702,16 €	15,52 %
Gádor	1	2,5 %	9.689,70 €	0,64 %
Pulpí	1	2,5 %	8.748,21 €	0,58 %
TOTAL	40	100 %	1.506.219,08 €	100 %

Fuente: elaboración propia

En la tabla anterior se pone de manifiesto que el 30% de las empresas de la muestra se encuentran en la capital de la provincia, el 20% en El Ejido y el 12,5% en Huércal de Almería; siendo El Parador, El Alquián, Vícar y La Cañada, entre otros, porcentajes menos significativos. Si bien es cierto que se concentra en la capital un mayor número de empresas, son las empresas ejidenses las que representan un porcentaje superior en la facturación total, siendo éste de un 20,75%, diferenciándose sólo en un 0,05% de las anteriores.

3. LOS RESULTADOS

Como se ha puesto de manifiesto, se va a hacer un análisis de la creación de valor para un período estimado de 5 años a partir del promedio de datos disponibles del período 2004-2011, por lo que los resultados que aquí se ofrecen corresponden al comportamiento que seguirían las empresas en base a los datos históricos (2004-2011) para el período 2012-2016.

3.1. Creación de valor en la empresa andaluza para el período 2012-2016.

En este punto del trabajo, es el momento de analizar si las empresas objeto de estudio se prevé que creen o no valor para el período 2012-2016, es decir, para los 5 años siguientes al período 2004-2011 del que se disponía de datos. El análisis se va a basar en la hipótesis de que las distintas empresas van a continuar con la misma estrategia de crecimiento, margen bruto, tasa impositiva efectiva y esfuerzo de inversión, seguida en el período anterior (2004-2011).

En primer lugar, se va a clasificar la muestra de empresas como creadoras o destructoras de valor en función de la relación entre el Margen bruto (M) y el Margen mínimo (M_{\min})¹. Como se ha expuesto con anterioridad, una empresa es creadora de valor si M es superior al M_{\min} , y viceversa.

En la Tabla 3.1. se expone la clasificación de las empresas de la muestra en función de la relación entre M y M_{\min} .

¹ El M y M_{\min} que se expone a continuación es un promedio de los datos disponibles para el período 2004-2011.

Tabla 3.1. Clasificación de las empresas como creadoras o destructoras de valor

Nombre de la empresa	M	Mmin	Resultado CV/DV ²
COSENTINO SA	0,23	-3,97	CV
VENISUR SA	0,04	0,23	DV
JARQUIL ANDALUCÍA SA	0,03	0,43	DV
AGRUPA-INVER SL	0,03	-6,07	CV
DERETIL SA	0,03	0,41	DV
AGROPONIENTE SA	0,01	-0,33	CV
SOTRAFA SA	0,07	-11,09	CV
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	0,09	1,91	DV
SUR PONIENTE SA	-0,003	0,45	DV
VEGACAÑADA SA	0,02	2,19	DV
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	0,03	-1,19	CV
ONDUSPAN SA	0,13	0,36	DV
RIJK ZWAAN IBERICA SA	0,08	0,88	DV
VIAJES CEMO SA	0,01	0,54	DV
JATAR SA	-0,01	-0,58	CV
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	0,03	0,35	DV
STAIG SA	0,21	-20,09	CV
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	0,16	4,31	DV
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	0,03	0,54	DV
CLAUSE SPAIN SA	0,09	0,83	DV
CONSTRUCCIONES NILA SA	0,13	1,11	DV

² La abreviatura CV clasifica a la empresa como creadora de valor mientras que la abreviatura DV la clasifica como destructora de valor.

SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	0,17	0,29	DV
VIAGRO SA	0,02	-1,79	CV
ALMERISAN SA	0,01	0,24	DV
SALCOA SA	0,06	-0,33	CV
VERA IMPORT SA	0,02	-1,56	CV
INDALO MOTOR SA	0,03	0,10	DV
AGUAS DEL ALMANZORA SA	0,08	38,67	DV
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	0,10	0,44	DV
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	0,06	1,16	DV
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	0,09	0,24	DV
PIQUERSA MAQUINARIA SA	0,04	0,10	DV
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	0,21	21,72	DV
CLÁNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	0,09	1,05	DV
PRIMA RAM SA	0,04	16,03	DV
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	0,06	0,77	DV
INDAMÓVIL SA	0,02	0,38	DV
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	0,07	-0,22	CV
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	0,05	2,90	DV
NOVOTECNICA SA	0,01	3,07	DV

Fuente: elaboración propia

Tras lo expuesto en la tabla, obtenemos como resultado que sólo 11 de las 40 empresas escogidas para el estudio crean valor. Este grupo creador de valor está constituido por las siguientes empresas: *Cosentino*, *Agrupa-Inver*, *Agroponiente*, *Sotrafa*, *Smurfit Kappa Almería*, *Jatar*, *Staig*, *Viagro*, *Salcoa*, *Vera Import* y la *Constructora de obras públicas andaluzas*. Se trata de un conjunto de empresas con pocos rasgos en común en lo que a actividad desarrollada se refiere.

En segundo lugar, se va a estimar en términos numéricos el valor creado o destruido por las empresas para el período 2012-2016. Para ello se van a realizar las Tablas 3.2 y 3.3 que clasifican a la muestra en función de que sean empresas familiares o no familiares y así, se podrá establecer una comparación que permita deducir qué conjunto de empresas puede crear más valor. Para la comprensión de los resultados de las Tabla 3.2 y 3.3, se debe tener en cuenta que son una estimación basada en que cada una de las empresas mantenga estable, para el período 2012-2016, el promedio de las variables clave o conductores de valor (VD) del los 8 años anteriores (2004-2011)³. En este sentido, la empresa *Cosentino* crearía valor en el período 2012-2016 por importe de 284.742,95 MIL € si durante el mismo creciera a una tasa del 1,06 % (promedio del período 2004-2011), soportase una tasa impositiva efectiva del 25,31%, obtuviese un margen bruto del 0,23% (promedio del período 2004-2011) y soportara además un coste medio ponderado de capital de 6,11% (promedio del período 2004-2011).

³ Véase los VD en el Anexo 1 “Los Conductores de Valor (VD)” (pág.43)

Tabla 3.2. CVE en MIL € EF

Nombre de la empresa	CVE MIL € 2012	CVE MIL € 2013	CVE MIL € 2014	CVE MIL € 2015	CVE MIL € 2016	Sumatoria MIL €
COSENTINO SA	202.786,24	58.659,86	16.968,51	4.908,47	1.419,87	284.742,95
AGRUPA-INVER SL	1.042.060,80	2.243.443,13	4.829.888,13	10.398.221,84	22.386.236,38	40.899.885,27
AGROPONIENTE SA	410,05	17,40	0,74	0,03	0,001	428,23
SURPONIENTE SA	-5.546,33	-2.831,18	-1.045,21	-737,72	-376,58	-10.937,02
RIJK ZWAAN IBÉRICA SA	-8.622,96	-3.982,02	-1.838,86	-849,17	-392,14	-15.685,16
VIAJES CEMOSA	-2.644,80	-971,96	-357,29	-131,27	-48,24	-4.153,46
JATAR SA	2.502,01	523,81	109,66	22,96	4,81	3.163,24
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	-4.522,14	-3.207,45	-2.274,98	-1.613,59	-1.144,38	-12.762,64
STAIG SA	188.417,03	93.326,77	46.226,64	22.896,99	11.341,43	362.208,77
ALHÓNDIGA LA UNIÓN SA	-10.645,30	-2.127,02	-425	-84,92	-16,97	-13.299,20
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	-7.568,11	-6.908,23	-6.305,89	-5.756,07	-5.254,18	-31.792,48

CONSTRUCCIONES NILAS SA	-2,733,13	-531,35	-103,30	-20,08	-3,90	-3.391,77
VIAGRO SA	6.020,72	3.234,47	1.737,63	933,50	501,49	12.427,81
ALMERISAN SA	-661,73	-183,20	-50,72	-14,04	-3,89	-913,58
VERA IMPORT SA	4.213,53	1.337,44	424,52	134,75	42,77	6.153,01
INDALO MOTOR SA	-194,08	-66	-22,45	-7,63	-2,60	-292,76
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	-739,86	-234,43	-74,28	-23,54	-7,46	-1.079,57
INDAMÓVIL SA	-610,71	-191,22	-59,87	-18,75	-5,87	-886,41
CONSTRUCCIONES DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	298,21	50,50	8,55	1,45	0,25	358,97
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	-8.415,08	-4.367,38	-2.266,64	-1.176,38	-610,53	-16.836,01
TOTAL	1.393.804,39	2.374,991,94	4.880.139,99	10.416.686,83	22.391.680,07	89.652.412,43

Fuente: elaboración propia

Si se observa detenidamente la tabla anterior, deducimos que el 40% (8 de 20) de las empresas familiares de la muestra crean valor para el período 2012-2016. En esta parte de la muestra, el ranking de empresas estaría encabezado por *Agrupación Inver*, ya que crearía un valor aproximado de 40.899.8850,27 MIL € para el total del período. En segunda posición se situaría *Staig SA* que se estima que cree valor por importe de 362.208,77 MIL €. La tercera posición sería ocupada por la multinacional *Cosentino*, que como se ha mencionado anteriormente, se prevé que cree un valor aproximado de 284.742,95 MIL € para el total del período. El ranking estaría cerrado por *Construcciones Tejera*, que se espera que destruya valor por importe de 31.792,48 MIL €.

Tabla 3.3. CVE en MIL € ENF

Nombre de la empresa	CVE MIL € 2012	CVE MIL € 2013	CVE MIL € 2014	CVE MIL € 2015	CVE MIL € 2016	Sumatoria MIL €
VENISUR SA	-7.036,51	-1.858,20	-490,72	-129,59	-34,22	-9.549,24
JARQUIL ANDALUCÍA SA	- 10.847,98	-2.649,02	-646,88	-157,96	-38,57	- 14.340,41
DERETIL SA	- 10.395,90	-2.406,72	-557,17	-128,99	-29,86	- 13.518,65
SOTRAFA SA	118.407,1 4	31.219,82	8.231,27	2.170,38	572,25	160.601,1 7
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	- 43.259,99	- 22.118,04	- 11.308,5 5	- 5.781,86	- 2.956,16	- 85.424,60
VEGACAÑADA SA	- 17.638,18	-5.641,11	- 1.804,16	-577,01	-184,54	- 25.845,01
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	16.851,93	7.624,95	3.445,95	1.557,33	703,81	30.203,96
ONDUSPAN SA	-1.048,76	-196,54	-36,83	-6,90	-1,29	-1.290,32

CLAUSE SPAIN SA	-5.273,58	-2.013,21	-768,55	-293,40	-112,01	-8.460,74
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	-418,71	-127,82	-39,02	-11,91	-3,64	-601,10
SALCOA SA	1.062,79	324,69	99,19	30,30	9,26	1.526,23
AGUAS DEL ALMANZORA SA	- 222.175,1 0	- 124.718,3 0	- 70.010,7 9	- 39.300,6 5	- 22.061,4 7	- 478.266,3 1
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	-5.179,41	-3.383,42	- 2.210,19	- 1.443,80	-943,15	- 13.159,97
TRITURADOS BLANCO MACAEL SA	-404,04	-148,09	-54,28	-19,89	-7,29	-633,59
PIQUERSA MAQUINARIA SA	-264,25	-116,91	-51,73	-22,88	-10,12	-465,90
CÍTRICOS DEL ADARAX SA	- 57.069,75	- 19.307,39	- 6.531,93	- 2.209,83	-747,61	- 85.866,51
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	-875,74	-92,25	-9,72	-1,02	-0,11	-978,84
PRIMA RAM SA	- 29.405,32	-9.251,81	- 2.910,90	-915,86	-288,16	- 42.762,02

DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISM O SA	-1.433,94	-397,05	-109,94	-30,44	-8,43	-1.979,80
NOVOTECNICA SA	-518,86	-85,00	-13,93	-2,28	-0,37	-620,45
TOTAL	276.904,1 8	155.141,4 5	85.778,5 6	47.276,2 7	26.141,7 0	605.963,8 0

Fuente: elaboración propia

En contraposición con la Tabla 3.2., la tabla anterior muestra que sólo el 15% (3 de 20) de las empresas no familiares crearán valor para el período 2012-2016. Entre ellas se encuentran: *Sotrafa SA*, para la que se estima un valor creado de 160.601,17 MIL €; seguida de ésta se sitúan *Smurfit Kappa Almería* y *Salcoa*, que crearán un valor de 30.203,96 y 1.526,23 respectivamente. El conjunto de empresas, que podemos denominar “destructoras de valor”, está constituido por grandes empresas almerienses como *Jarquil Andalucía*, *Vegacañada* y *Prima Ram*, para las que se estima un valor destruido por importe de -14.340,41, -25.845,01y -42.762,02, respectivamente.

Si comparamos el valor creado por las empresas familiares con el de las no familiares, en cada año del período estudiado, queda patente que son las primeras las que, bajo la hipótesis que hemos definido con anterioridad, crearán valor durante cada uno de los años. A diferencia de éstas, serán las empresas no familiares las que destruyan valor en cada uno de los años que componen el período.

A modo de resumen, se van a agrupar las empresas, sin distinción entre familiares y no familiares, en las siguientes tablas. La Tabla 3.4 recoge todas las empresas que, tras el estudio, han dado como resultado que son creadoras de valor (CV 11+), así como el porcentaje que representan sobre el total creado. A diferencia de ésta, la Tabla 3.5 pone de manifiesto el conjunto de empresas que destruyen valor (DV 29-) durante el período 2012-2016, mostrando a su vez el porcentaje que representa cada una de ellas sobre el total destruido.

Tabla 3.4. CV 11+ y % sobre el total

CV 11+	Total CV 2012-2016 MIL €	% sobre total
COSENTINO SA	285.153,68	0,38 %
AGRUPA-INVER SL	89.094.973,16	99,03 %
AGROPONIENTE SA	428,23	0,0005 %
SOTRAFA SA	160.752,05	0,18 %
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	30.522,03	0,03 %
JATAR SA	3.164,25	0,003 %
STAIG SA	367.826,37	0,4 %
VIAGRO SA	12.697,23	0,014 %
SALCOA SA	1.529,06	0,0017 %
VERA IMPORT SA	6.166,59	0,0069 %
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	359,01	0,0004 %
TOTAL	89.963.571,65	100 %

Fuente: elaboración propia

La empresa ejidense *Agrupación-Inver* aporta el 99,03 % de la creación total, contribuyendo casi al 100% del valor creado. *Cosentino* le sigue representando un 0,38 % del total, porcentaje significativamente inferior al anterior.

Tabla 3.5. DV 29- y % sobre el total

DV 29-	Total DV MIL € 2012- 2016	% sobre total
VENISUR SA	-9.558,28	1,04 %
JARQUIL ANDALUCÍA SA	-14.349,83	1,56 %
DERETIL SA	-13.525,57	1,47 %
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	-86.936,03	9,48 %
SUR PONIENTE SA	-11.129,24	1,21 %
VEGACAÑADA SA	-25.904,03	2,82 %
ONDUSPAN SA	-1.290,57	0,14 %
RIJK ZWAAN IBÉRICA SA	-15.866,25	1,73 %
VIAJES CEMO SA	-4.171,19	0,45 %
GRUPO EMPRESARIAL CELSA SA	-13.574,40	1,48 %
ALHÓNDIGA LA UNIÓN SA	-13.302,60	1,45 %
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	-36.588,54	3,99 %
CLAUSE SPAIN SA	-8.503,49	0,93 %
CONSTRUCCIONES NILA SA	-3.392,52	0,37 %
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	-602,21	0,07 %
ALMERISAN SA	-914,65	0,10 %

INDALO MOTOR SA	-993,65	0,03 %
AGUAS DEL ALMANZORA SA	-490.650,55	53,50 %
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	-1.081,93	0,12 %
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	-13.776,07	1,50 %
TRITURADOS BLANCO MACAEL SA	-636,27	0,07 %
PIQUERSA MAQUINARIA SA	-470,38	0,05 %
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	-86.119,43	9,39 %
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	-978,86	0,11 %
PRIMA RAM SA	-42.862,72	4,67 %
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	-1.982,13	0,22 %
INDAMÓVIL SA	-888,25	0,10 %
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	-17.152,87	1,87 %
NOVOTÉCNICA SA	-620,51	0,07 %
TOTAL	-917.123,01	100 %

Fuente: elaboración propia

La empresa que más repercusión tiene sobre el total es *Aguas del Almanzora*, representando el 53,50%. En cambio *Indamóvil* genera sólo 0,03% de total previsto a destruir.

Finalmente, se va a realizar una simulación de lo que ocurriría si aumentase el margen bruto de cada empresa de la muestra en un 30%. En la Tabla 3.6 se va a mostrar lo que le ocurriría a las EF, mientras que en la 3.7 se pone de manifiesto la previsión para las ENF.

Tabla 3.6. CVE en MIL € EF si M crece un 30%

Nombre de la empresa	Sumatoria CVE MIL € 2012-2016
COSENTINO SA	289.860,75
AGRUPA-INVER SL	89.212.927,93
AGROPONIENTE SA	431,46
SUR PONIENTE SA	-11.152,22
RIJK ZWAAN IBÉRICA SA	-15.397,05
VIAJES CEMO SA	-4.151,25
JATAR SA	3.154,05
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	-13.253,09
STAIG SA	368.984,55
ALHÓNDIGA LA UNIÓN SA	-13.150,62
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	-35.895,14
CONSTRUCCIONES NILA SA	-3.256,37
VIAGRO SA	12.735,14
ALMERISAN SA	-904,01
VERA IMPORT SA	6.190,42

INDALO MOTOR SA	-259,05
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	-989,54
INDAMÓVIL SA	-870,57
CONSTRUCCIONES DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	385,47
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	-17.066,29
TOTAL	89.778.324,49

Fuente: elaboración propia

Si las empresas familiares mantienen el mismo margen bruto crearán un total de 89.652.412,43 MIL €. En cambio, si en lugar de mantenerse estable creciera un 30%, el valor total creado sería de 89.778.324,49 MIL €, produciéndose un aumento de 125.912,06 MIL €. La constructora almeriense *Tejera*, que generaba un valor destruido de 31.792,48 MIL €, incrementaría ese detrimento en un importe de 35.895,14 MIL €. Si bien es cierto que continuaría siendo la más trascendente en cuanto a destrucción de valor en las empresas familiares.

Tabla 3.7. CVE en MIL € ENF si M crece un 30%

Nombre de la empresa	CVE MIL € 2012-2016
VENISUR SA	-9.000,27
JARQUIL ANDALUCÍA SA	-14.041,46
DERETIL SA	-13.179,48
SOTRAFA SA	161.074,28
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	-85.709,69
VEGACAÑADA SA	-25.819,34

SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	30.735,73
ONDUSPAN SA	-1.079,85
CLAUSE SPAIN SA	-8.191,18
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	-361,21
SALCOA SA	1.599,96
AGUAS DEL ALMANZORA SA	-490.340,58
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	-13.532,94
TRITURADOS BLANCO MACAEL SA	-518,89
PIQUERSA MAQUINARIA SA	-389,16
CÍTRICOS DEL ADARAX SA	-85.867
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	-949,87
PRIMA RAM SA	-42.829,51
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	-1934,44
NOVOTECNICA SA	-619,66
TOTAL	-600.954,57

Fuente: elaboración propia

Respecto a los datos de las empresas no familiares expuestos en la tabla anterior, se puede deducir que el valor total destruido disminuiría en 5009,23 MIL €, pasando a ser 600.954,57 MIL €. *Sotrafa*, *Smurfit Kappa* y *Salcoa* continuarían siendo las únicas empresas no familiares capaces de crear valor para el período 2012-2016, aumentando el mismo tras esta simulación. Lo mismo ocurre con *Aguas de Almanzora* que seguiría siendo la que mayor valor destruiría, generando el 81,6% del total.

3.2. Creación de valor y variables significativas en términos históricos (2004-2011)

En este apartado se ponen de manifiesto algunas de las variables más significativas para el período 2004-2011 con las que poder conocer mejor las características de las empresas que conforman la muestra. Las variables que se van a describir en las siguientes tablas son: la tasa de crecimiento (g), la rentabilidad económica (ROIC) y el índice de endeudamiento (e).

En la Tabla 3.8 se expone la tasa de crecimiento promedio de cada una de las empresas de la muestra para el período 2004-2011.

Tabla 3.8. Tasa de crecimiento (g) por empresas

Nombre de la empresa	Tasa de crecimiento (g) promedio 2004-2011
COSENTINO SA	1,06 %
VENISUR SA	0,91 %
JARQUIL ANDALUCÍA SA	0,96 %
AGRUPA-INVER SL	0,92 %
DERETIL SA	1,00 %
AGROPONIENTE SA	1,21 %
SOTRAFA SA	1,09 %
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	1,03 %
SUR PONIENTE SA	0,97 %
VEGACAÑADA SA	1,15 %

SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	1,05 %
ONDUSPAN SA	1,05 %
RIJK ZWAAN IBERICA SA	1,08 %
VIAJES CEMO SA	1,02 %
JATAR SA	0,80 %
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	1,09 %
STAIG SA	1,08 %
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	1,08 %
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	1,12 %
CLAUSE SPAIN SA	1,06 %
CONSTRUCCIONES NILA SA	1,01 %
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	1,10 %
VIAGRO SA	1,06 %
ALMERISAN SA	0,91 %
SALCOA SA	1,02 %
VERA IMPORT SA	0,98 %
INDALO MOTOR SA	0,92 %
AGUAS DEL ALMANZORA SA	1,09 %
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	1,02 %
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	1,10 %
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	0,96 %
PIQUERSA MAQUINARIA SA	0,86 %

CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	1,05 %
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	1,10 %
PRIMA RAM SA	1,01 %
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	1,43 %
INDAMÓVIL SA	0,90 %
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	0,92 %
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	1,01 %
NOVOTECNICA SA	0,68 %

Fuente: elaboración propia

Las empresas con mayor tasa de crecimiento promedio son *Desarrollo Económico de Geotermalismo* y *Agroponiente*. En cambio, *Novotécnica* es la que presenta una tasa de crecimiento menor respecto a las demás empresas.

La Tabla 3.9 refleja la rentabilidad económica (ROIC) promedio del período 2004-2011 de cada una de las empresas.

Tabla 3.9. Rentabilidad económica (ROIC) por empresas

Nombre de la empresa	ROIC promedio 2004-2011
COSENTINO SA	18,52 %
VENISUR SA	16,75 %
JARQUIL ANDALUCÍA SA	10,93 %
AGRUPA-INVER SL	4,22 %
DERETIL SA	6,27 %
AGROPONIENTE SA	8,26 %

SOTRAFA SA	9,61 %
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	16,03 %
SUR PONIENTE SA	0,25 %
VEGACAÑADA SA	5,45 %
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	5,29 %
ONDUSPAN SA	16,12 %
RIJK ZWAAN IBERICA SA	17,67 %
VIAJES CEMO SA	8,07 %
JATAR SA	2,11 %
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	6,32 %
STAIG SA	5,37 %
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	13,05 %
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	6,90 %
CLAUSE SPAIN SA	20,32 %
CONSTRUCCIONES NILA SA	11,98 %
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	24,26 %
VIAGRO SA	3,33 %
ALMERISAN SA	3,38 %
SALCOA SA	9,90 %
VERA IMPORT SA	5,51 %
INDALO MOTOR SA	7,42 %
AGUAS DEL ALMANZORA SA	2,05 %
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	6,25 %

FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	13,18 %
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	10,53 %
PIQUERSA MAQUINARIA SA	5,07 %
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	6,49 %
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	28,81 %
PRIMA RAM SA	8,62 %
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	10,28 %
INDAMÓVIL SA	5,56 %
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	10,02 %
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	10,56 %
NOVOTECNICA SA	-0,69 %

Fuente: elaboración propia

La *Clínica Terapéutica Mediterráneo*, el *Sanatorio Virgen del Mar* así como *Clause Spain* muestran los promedios más altos de rentabilidad económica para el período 2004-2011. Al igual que en la tasa de crecimiento, es *Novotécnica* la que presenta la menor rentabilidad económica del conjunto de empresas.

En la Tabla 3.10 se muestra el índice de endeudamiento (e) promedio de cada empresa de la muestra para el período 2004-2011.

Tabla 3.10. Índice de endeudamiento (e) por empresas

Nombre de la empresa	Índice de endeudamiento (e) promedio 2004-2011
COSENTINO SA	0,95 %
VENISUR SA	1,35 %
JARQUIL ANDALUCÍA SA	0,82 %
AGRUPA-INVER SL	3,98 %
DERETIL SA	0,52 %
AGROPONIENTE SA	1,44 %
SOTRAFA SA	0,69 %
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	5,40 %
SUR PONIENTE SA	1,98 %
VEGACAÑADA SA	1,29 %
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	2,44 %
ONDUSPAN SA	1,17 %
RIJK ZWAAN IBERICA SA	2,04 %
VIAJES CEMO SA	2,12 %
JATAR SA	4,20 %
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	5,43 %
STAIG SA	12,69 %
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	2,21 %
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	6,47 %
CLAUSE SPAIN SA	1,16 %
CONSTRUCCIONES NILA SA	0,32 %

SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	0,74 %
VIAGRO SA	2,28 %
ALMERISAN SA	1,55 %
SALCOA SA	0,58 %
VERA IMPORT SA	2,05 %
INDALO MOTOR SA	2,06 %
AGUAS DEL ALMANZORA SA	2,89 %
FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	1,52 %
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	3,37 %
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	1,65 %
PIQUERSA MAQUINARIA SA	2,19 %
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	1,96 %
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	1,69 %
PRIMA RAM SA	1,48 %
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	0,73 %
INDAMÓVIL SA	1,57 %
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	1,32 %
SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	1,62 %
NOVOTECNICA SA	0,35 %

Fuente: elaboración propia

Las empresas con mayor índice de endeudamiento y, por tanto con mayor nivel de riesgo financiero, son *Staig*, *Construcciones Tejera* y el *Grupo Empresarial Cealsa*. Al igual que en las variables anteriores, es *Novotécnica* la que presenta el menor índice de endeudamiento para el período 2004-2011.

4. LAS CONCLUSIONES

Dado que sólo el 27,5 % de las empresas de la muestra crearán valor en el período analizado (2012-2016), los resultados podrían calificarse de catastróficos. No obstante, esta conclusión debe matizarse.

Hay que tener en cuenta que las estimaciones realizadas para el período 2012-2016 se basan en un promedio de datos del período 2004-2011, una etapa caracterizada por el inicio y punto álgido de la crisis económica mundial. El desconocimiento de la evolución económica de la provincia en los años del estudio, hace que dichas conclusiones sean meramente especulativas: un posible crecimiento económico evitaría sin duda la destrucción de valor de muchas de las empresas mencionadas, con lo que los resultados cambiarían significativamente. Por ejemplo, *Jarquil* es una de las empresas cuya destrucción de valor se debe principalmente a la crisis inmobiliaria; por lo que en un contexto económico más favorable sus resultados serían distintos.

Por otro lado, hemos observado un dato curioso al dividir la muestra en empresas familiares y no familiares: que de las 11 empresas creadoras de valor, 8 son de tipo familiar. Ante la pregunta de por qué sucede así, las respuestas son meras conjeturas, sin basarse en datos concretos que las respalden. Aún así, se puede aventurar que la gestión familiar es la clave para el buen funcionamiento empresarial y la consiguiente creación de valor. Tal vez sean el mayor compromiso e implicación de sus miembros de dotar de estabilidad largo plazo a la empresa lo que lleva a dar prioridad a la creación de valor y a su consecución.

Finalmente, conviene destacar la utilidad de la metodología empleada en el estudio pionero en el que se basa este trabajo. Más allá de establecer un ranking de destrucción/creación de valor, los resultados pueden constituir una guía para conocer la realidad de las empresas almerienses y su posible comportamiento futuro. Así mismo, los empresarios pueden anticiparse a situaciones futuras y adoptar aquellas estrategias que eviten una posible destrucción de valor. En este sentido, la función orientadora de este estudio es inestimable.

BIBLIOGRAFÍA

Este trabajo de fin de grado ha tomado como base principal los trabajos que se citan a continuación:

ROJO RAMÍREZ, Alfonso A y LOPEZ MORA, Vanesa. “Creación de valor de la empresa andaluza por provincias”. En *Análisis Económico-Financiero de la empresa andaluza 2005*: 61-89. <http://www.centraldebalancesdeandalucia.es/>, Málaga: Instituto de análisis Económico y Empresarial de Andalucía.

ROJO RAMÍREZ, Alfonso A. *Valoración de empresas y gestión basada en el valor*. Madrid: Thomson, 2008.

ROJO RAMÍREZ, Alfonso A. *Análisis Económico-Financiero de la empresa. Un análisis desde los datos contables*. Garceta, 2011.

Central de Balances de Andalucía: <http://www.centraldebalancesdeandalucia.es>

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FERNÁNDEZ, P. (2002). *A Definition of Shareholder Value Creation* (No. 448) (p. 13). Barcelona. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=268129>

FERNÁNDEZ, P., & CAMPO, J. (2009). *Rentabilidad y creación de valor de 136 empresas españolas en 9 meses de 2009 y en 2008* (pp. 1–8).

ÍÑIGUEZ, R., & POVEDA, F. (2000). *Análisis empírico de la relación entre creación de valor y resultados* (No. EC-2000-20) (p. 32).

RAPPAPORT, A. (1986). *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance* (p. 270). New York: The Free Press.

RAPPAPORT, A. (1987). Converting Merger Benefits to Shareholder Value. *Mergers and Acquisitions*, 21(5), 49. Retrieved from <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1207077&Fmt=7&clientId=23354&RQT=309&VName=PQD>

ROJO RAMÍREZ, A. A. (1998). *El arrendamiento de empresas: una alternativa estratégica para el crecimiento externo* (p. 393). Madrid (Spain): Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

STEWART, G. B. I. (1991). *The Quest for Value*. (H. Business, Ed.). New York.

ANEXOS

Anexo 1. Los conductores de valor (VD)

En el Anexo 1 que se muestra a continuación se exponen los conductores de valor o variables clave promedio más representativas de cada una de las empresas de la muestra para el período 2004-2011.

Tabla 1.1. VD promedio para el período 2004-2011

Nombre de la empresa	Conductores de valor				
	Margen bruto (M)	Tasa impositiva (t)	Tasa de crecimiento (g)	Coste medio ponderado de capital (k _o)	Rentabilidad financiera (RFdIT)
COSENTINO SA	23,09 %	25,31 %	1,06 %	6,11 %	36,67 %
VENISUR SA	3,68 %	24,62 %	0,91 %	6,24 %	43,07 %
JARQUIL ANDALUCÍA SA	2,88 %	17,29 %	0,96 %	7,04 %	20,55 %
AGRUPA-INVER SL	2,69 %	35,46 %	0,92 %	-0,11 %	5,50 %
DERETIL SA	3,23 %	-4,97 %	1,00 %	7,65 %	7,90 %
AGROPONIENTE SA	0,85 %	52,55 %	1,21 %	51,07 %	193,62 %
SOTRAFA SA	7,46 %	30,48 %	1,09 %	6,91 %	16,87 %
TRANSPORTES J CARRIÓN SA	8,56 %	3,86 %	1,03 %	2,98 %	90,99 %
SUR PONIENTE SA	-0,31 %	32,87 %	0,97 %	2,85 %	-5,36 %
VEGACAÑADA SA	2,36 %	24,23 %	1,15 %	5,71 %	9,52 %
SMURFIT KAPPA ALMERÍA SA	2,85 %	3,74 %	1,05 %	3,54 %	18,98 %

ONDUSPAN SA	12,63 %	23,70 %	1,05 %	9,94 %	37,41 %
RIJK ZWAAN IBERICA SA	7,87 %	19,95 %	1,08 %	3,51 %	49,36 %
VIAJES CEMO SA	0,84 %	52,81 %	1,02 %	4,49 %	16,77 %
JATAR SA	-0,62 %	26,76 %	0,80 %	7,58 %	14,63 %
GRUPO EMPRESARIAL CEALSA SA	2,52 %	29,28 %	1,09 %	1,95 %	24,18 %
STAIG SA	21,31 %	29,89 %	1,08 %	3,19 %	66,27 %
ALHONDIGA LA UNIÓN SA	15,83 %	49,43 %	1,08 %	9,40 %	29,21 %
CONSTRUCCIONES TEJERA SA	3,19 %	27,41 %	1,12 %	1,33 %	39,17 %
CLAUSE SPAIN SA	9,04 %	11,86 %	1,06 %	4,40 %	40,48 %
CONSTRUCCIONES NILA SA	13,11 %	24,20 %	1,01 %	9,34 %	17,81 %
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTÓBAL CASTILLO SA	16,64 %	32,76 %	1,10 %	5,89 %	41,04 %
VIAGRO SA	1,80 %	53,15 %	1,06 %	2,83 %	6,46 %
ALMERISAN SA	0,88 %	19,47 %	0,91 %	5,89 %	9,70 %
SALCOA SA	6,09 %	27,91 %	1,02 %	5,60 %	13,47 %
VERA IMPORT SA	2,04 %	27,93 %	0,98 %	5,22 %	15,31 %
INDALO MOTOR SA	2,94 %	31,62 %	0,92 %	4,63 %	21,53 %
AGUAS DEL ALMANZORA SA	8,13 %	6,74 %	1,09 %	2,72 %	0,75 %

FIRMES Y CONSTRUCCIONES SA	9,69 %	34,91 %	1,02 %	5,36 %	12,52 %
FACTO ALMERIENSE DE CONSTRUCCIONES Y OBRAS PÚBLICAS SA	6,43 %	28,33 %	1,10 %	2,22 %	42,15 %
TRITURADOS BLANCOS MACAEL SA	9,01 %	25,19 %	0,96 %	4,35 %	24,32 %
PIQUERSA MAQUINARIA SA	3,72 %	5,61 %	0,86 %	3,21 %	8,62 %
CÍTRICOS DEL ANDARAX SA	21,01 %	19,05 %	1,05 %	5,05 %	16,36 %
CLÍNICA TERAPÉUTICA MEDITERRÁNEO SA	9,42 %	7,79 %	1,10 %	18,93 %	67,48 %
PRIMA RAM SA	4,13 %	33,19 %	1,01 %	5,39 %	18,33 %
DESARROLLO ECONÓMICO DE GEOTERMALISMO SA	5,68 %	15,24 %	1,43 %	7,79 %	17,22 %
INDAMÓVIL SA	2,36	32,64 %	0,90 %	5,06 %	13,73 %
CONSTRUCTORA DE OBRAS PÚBLICAS ANDALUZAS SA	7,21 %	25,60 %	0,92 %	10,34 %	25,67 %

SUMINISTROS AGRÍCOLAS HERMANOS LÓPEZ SA	4,79 %	28,49 %	1,01 %	2,87 %	10,34 %
NOVOTECNICA SA	1,39 %	86,60 %	0,68 %	9,27 %	3,50 %

Fuente: elaboración propia