



TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Análisis económico-financiero de cinco empresas claves del sector de la distribución alimentaria

(Economic Financial Analysis of the five key companies on the food supply's sector)

Autora: D^a. María del Sol Samper García

Tutora: Dr^a. Montserrat Sierra Fernández

Co-Tutora: Dr^a. Juana Alonso Cañadas

Máster en Contabilidad y Finanzas Corporativas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2016 / 2017

Almería, Septiembre de 2017

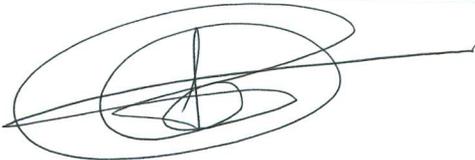


ANEXO IV

AUTORIZACIÓN PARA LA DEFENSA DEL TRABAJO FIN DE MÁSTER

Datos de la alumna
DNI: 77158442
Apellidos, Nombre: SAMPER GARCÍA, MARÍA DEL SOL
Máster en Contabilidad y Finanzas Corporativas

Datos del Trabajo/Proyecto	
Título del Trabajo/Proyecto: Análisis económico-financiero de cinco empresas claves del sector de la distribución alimentaria	
Convocatoria (indicar mes de defensa): SEPTIEMBRE	Año: 2017

El director del Trabajo INFORMA FAVORABLEMENTE la defensa del mismo:
Directora:  Fdo.: Montserrat Sierra Fernández
Codirectora:  Fdo.: Juana Alonso Cañadas

*Este formulario, debidamente cumplimentado y firmado (con firma digital o en su defecto, con firma manuscrita y escaneo del documento), deberá ser entregado por el alumno en formato pdf en el mismo soporte digital, junto con el resto de archivos integrantes del trabajo.



ANEXO III

**ENTREGA DE COPIA DIGITAL DEL TRABAJO FIN DE MÁSTER
/ TRABAJO FIN DE GRADO / PROYECTO FIN DE CARRERA**

1.	Datos del alumno/a y del trabajo
Apellidos, Nombre: SAMPER GARCÍA, M^º DEL SOL	
DNI: 77158442 C	
Correo electrónico: marisol_9_943@hotmail.com Tfno.: 646 65 98 55	
Grado/Máster/Titulación (Indicar especialidad, en su caso) Máster en Contabilidad y Finanzas Corporativas	
Título del Trabajo: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE CINCO EMPRESAS CLAVES DEL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN ALIMENTARIA	
Fecha de entrega: SEPTIEMBRE DE 2017	
Director/Tutor (es): TUTORA: D^{ña}. MONTSERRAT SIERRA FERNÁNDEZ CO-TUTORA: D^{ña}. JUANA ALODIO CAÑADAS	

2.	El alumno/a firmante ha realizado la entrega de una copia digital de su trabajo para su depósito en la Biblioteca Universitaria, AUTORIZANDO a:	
Su difusión en acceso libre (Marcar con una X lo que corresponda)	SI <input checked="" type="checkbox"/>	NO <input type="checkbox"/>

*Fdo.: **M^º DEL SOL SAMPER GARCÍA**.....

*Este formulario, debidamente cumplimentado y firmado (con firma digital o en su defecto, con firma manuscrita y escaneo del documento), deberá ser entregado por el alumno en formato pdf en el mismo soporte digital, junto con el resto de archivos integrantes del trabajo.

Resumen

El objetivo del presente trabajo es el de realizar un análisis económico-financiero a cinco empresas (Alcampo, Centros Comerciales Carrefour, Distribuidora Internacional de Alimentación, Eroski y Lidl Supermercados) representativas del sector de la distribución alimentaria durante el periodo 2011-2015, para determinar cómo están afrontando la recuperación de la reciente crisis económica.

Este estudio se realizará mediante la preparación de los Estados Contables de las citadas empresas para su análisis. A continuación se formularán y estudiarán los principales ratios, para finalizar el estudio con la indicación de los puntos fuertes y débiles de cada empresa y señalando, en su caso, posibles medidas para su mejora.

Abstract

The aim of this job is to make an Economic Financial Analysis of the five key companies (Alcampo, Centros Comerciales Carrefour, Distribuidora Internacional de Alimentación, Eroski and Lidl Supermercados) on the food supply's sector from 2011 to 2015, in order to determine how are they confronting the recovery from the recent economic crisis.

This study will be done by preparing the Financial Statements of the above-mentioned companies for their analysis. After that, the principal ratios will be formulated and studied, to finish the study with the indication of the strong and weak points of every company and indicating, in its case, possible measures for its improvement.

ÍNDICE

GLOSARIO DE TÉRMINOS	6
GLOSARIO DE TABLAS	8
GLOSARIO DE GRÁFICOS.....	12
1. Introducción.....	13
2. El sector de la distribución alimentaria en España	13
2.1. Empresas estudiadas	21
2.1.1. <i>Alcampo</i>	21
2.1.2. <i>Centros Comerciales Carrefour</i>	22
2.1.3. <i>Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA)</i>	23
2.1.4. <i>Eroski Sociedad Cooperativa</i>	24
2.1.5. <i>Lidl</i>	25
3. Metodología.....	25
3.1. Reformulación de las Cuentas Anuales	26
3.2. Ratios	32
3.2.1. <i>Rentabilidad</i>	32
3.2.2. <i>Solvencia a corto plazo y liquidez</i>	35
3.2.3. <i>Solvencia a largo plazo</i>	36
3.2.4. <i>Ratios bursátiles</i>	36
4. Análisis económico-financiero de Alcampo, S.A.	37
4.1. Cuentas Anuales	37
4.2. Rentabilidad.....	42
4.3. Solvencia a Corto y Liquidez y Solvencia a Largo Plazo.....	43
4.4. Información bursátil.....	44
5. Análisis económico financiero de Centros Comerciales Carrefour, S.A.	45
5.1. Cuentas Anuales	45
5.2. Rentabilidad.....	49
5.3. Solvencia a Corto plazo y Liquidez y Solvencia a Largo plazo	50

5.4.	Información bursátil.....	52
6.	Análisis económico financiero de DIA, S.A.	52
6.1.	Cuentas Anuales	52
6.2.	Rentabilidad.....	56
6.3.	Solvencia a Corto y Largo plazo.....	57
6.4.	Información bursátil.....	59
7.	Análisis económico financiero de Eroski Sociedad Cooperativa.....	59
7.1.	Cuentas Anuales	59
7.2.	Rentabilidad.....	63
7.3.	Solvencia a Corto y Largo plazo.....	65
7.4.	Información bursátil.....	66
8.	Análisis económico financiero de Lidl Supermercados, S.A.U.	67
8.1.	Cuentas Anuales	67
8.2.	Rentabilidad.....	71
8.3.	Solvencia a Corto y Largo Plazo	72
8.4.	Información bursátil.....	73
9.	Aspectos fuertes y débiles de cada empresa. Propuestas de mejora.....	74
10.	Conclusiones.....	76
11.	Bibliografía.....	79
	Anexos.....	81
	Anexo 1. Cuentas Anuales de Alcampo S.A.	81
	Anexo 2. Cuentas Anuales de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	85
	Anexo 3. Cuentas Anuales de DIA, S.A.....	89
	Anexo 4. Cuentas Anuales de Eroski Sociedad Cooperativa.	93
	Anexo 5. Cuentas Anuales de Lidl, S.A.	97

GLOSARIO DE TÉRMINOS

AC	Activo Circulante
ACA_{exp}	Activo Circulante Ajeno a la Explotación
AC_{exp}	Activo Circulante de Explotación
AF	Activo Fijo
AF_e	Activo Fijo económico
AF_f	Activo Fijo financiero
AhI	Ahorro Impositivo
ARAI	Ajustes al Resultado Antes de Impuestos
BAI	Beneficio Antes de Intereses
BAIT	Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (= RNE)
BPA	Beneficio Por Acción
CCAA	Cuentas Anuales
CESCE	Compañía Española de Seguros de Créditos a la Exportación
CI_m	Capital Invertido medio
CI	Clientes
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
Comp	Compras
D	Deudores
DIA	Distribuidora Internacional de Alimentación
e	Ratio de endeudamiento
e₂	Coefficiente de endeudamiento
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations (=RBE)
ECPN	Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
EFT	Estado de Flujos de Efectivo
ET	Exigible (=P)
Ex	Existencias
FLTE	Flujos Libres de Tesorería Económicos
FTAF	Flujos de Tesorería de las Actividades Financieras
FTat	Flujos de Tesorería ajenos a la actividad
FTD	Flujos de Tesorería de los Prestamistas
FTP	Flujos de Tesorería de los Propietarios
GF	Gastos Financieros
K₀	Coste Medio Ponderado de Capital
K_e	Coste de los Recursos Propios
I1	Fondo de Maniobra
I2	Test Ácido
I3	Liquidez Inmediata
mf	Margen Financiero
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad

P	Pasivo (=ET)
PC	Pasivo Circulante
PN	Patrimonio Neto (=RP)
PER	Ratio Precio Beneficio (Price to Earnings Ratio)
PGC	Plan General Contable
PMCC	Periodo Medio de Cobro a Clientes
PMPP	Periodo Medio de Pago a Proveedores
PyG	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
r	Rotación de Capital Invertido
RA	Recursos Ajenos
Raf	Pasivos Ajenos a la Explotación
RALP	Recursos Ajenos a Largo Plazo
RBE	Resultado Bruto de Explotación (=EBITDA)
RFA_{dit}	Rentabilidad Financiera Autogenerada Después de Intereses e Impuestos
RGO	Recursos Generados en las Operaciones
RNE	Resultado Neto de Explotación (=BAIT)
ROD	Rentabilidad Media de la Deuda (Coste de la Deuda)
ROE_{dt}	Rentabilidad Financiera Después de Impuestos
ROIC_{dt}	Rentabilidad de la Inversión Después de Impuestos
RP	Recursos Propios (=PN)
RP_m	Recursos Propios medios
SA	Sociedad Anónima
SABI	Sistema de Análisis de Balances Ibéricos
SAU	Sociedad Anónima Unipersonal
SCP	Solvencia a Corto Plazo
SLP	Solvencia a Largo Plazo
t_e	Tipo Impositivo Efectivo
VC_{acc}	Valor Contable de la acción
Vent	Ventas
VM_{acc}	Valor de Mercado de la acción
VP	Valor de la Producción

GLOSARIO DE TABLAS

Tabla 2.1. Listado de las 16 primeras empresas del CNAE 4711 en función de sus Ingresos de Explotación.....	16
Tabla 2.2. Segmentación por Ingresos de Explotación y N° de Empleados del CNAE 4711.....	16
Tabla 2.3. Segmentación por Activo y Fondos Propios del CNAE 4711.....	17
Tabla 2.4. Evolución del número de tiendas abiertas por formatos.....	19
Tabla 2.5. Evolución de la franquicia.....	19
Tabla 3.1. Equivalencia entre el Balance del PGC y el modelo propuesto.....	28
Tabla 3.2. Equivalencia entre la Cuenta de Resultados del PGC y el modelo propuesto.....	30
Tabla 3.3. Equivalencia entre el EFE del PGC y el modelo propuesto.....	31
Tabla 4.1. Activo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).....	38
Tabla 4.2. Evolución por índices del Activo de Alcampo, S.A.....	38
Tabla 4.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).....	39
Tabla 4.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Alcampo, S.A.....	39
Tabla 4.5. Evolución por índices del Pasivo de Alcampo, S.A.....	39
Tabla 4.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Alcampo S.A. (mil €).....	40
Tabla 4.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Alcampo, S.A.....	41
Tabla 4.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).....	41
Tabla 4.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Alcampo, S.A.....	42
Tabla 4.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Alcampo, S.A.....	43
Tabla 4.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Alcampo, S.A.....	43
Tabla 4.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de Alcampo, S.A.....	44
Tabla 4.13. Solvencia a Largo Plazo de Alcampo, S.A.....	44

Tabla 5.1. Activo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €).....	45
Tabla 5.2. Evolución por índices del Activo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	45
Tabla 5.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €).....	46
Tabla 5.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	46
Tabla 5.5. Evolución por índices del Pasivo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	47
Tabla 5.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €).....	47
Tabla 5.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	48
Tabla 5.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €).....	48
Tabla 5.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	49
Tabla 5.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	50
Tabla 5.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	50
Tabla 5.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	51
Tabla 5.13. Solvencia a Largo Plazo de Centros Comerciales Carrefour,S.A.....	51
Tabla 6.1. Activo reformulado de DIA, S.A. (mil €).....	52
Tabla 6.2. Evolución por índices del Activo de DIA, S.A.....	53
Tabla 6.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de DIA, S.A. (mil €).....	53
Tabla 6.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de DIA, S.A.....	53

Tabla 6.5. Evolución por índices del Pasivo de DIA, S.A.....	54
Tabla 6.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de DIA, S.A. (mil €).....	54
Tabla 6.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de DIA, S.A.....	55
Tabla 6.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de DIA, S.A. (mil €).....	55
Tabla 6.9. Rentabilidades Después de Impuestos de DIA, S.A.....	56
Tabla 6.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de DIA, S.A.....	57
Tabla 6.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de DIA, S.A.....	57
Tabla 6.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de DIA, S.A.....	58
Tabla 6.13. Solvencia a Largo Plazo de DIA, S.A.....	58
Tabla 6.14. Ratios bursátiles de DIA, S.A.....	59
Tabla 7.1. Activo reformulado de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €).....	60
Tabla 7.2. Evolución por índices del Activo de Eroski Sociedad Cooperativa.....	60
Tabla 7.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €).....	60
Tabla 7.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Eroski Sociedad Cooperativa.....	61
Tabla 7.5. Evolución por índices del Pasivo de Eroski Sociedad Cooperativa.....	61
Tabla 7.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €).....	62
Tabla 7.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Eroski Sociedad Cooperativa.....	62
Tabla 7.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €).....	63
Tabla 7.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa.....	64

Tabla 7.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa.....	64
Tabla 7.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Eroski Sociedad Cooperativa.....	65
Tabla 7.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de Eroski Sociedad Cooperativa.....	65
Tabla 7.13. Solvencia a Largo Plazo de Eroski Sociedad Cooperativa.....	66
Tabla 8.1. Activo reformulado de Lidl, S.A. (mil €).....	67
Tabla 8.2. Evolución por índices del Activo de Lidl, S.A.....	68
Tabla 8.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Lidl, S.A. (mil €).....	68
Tabla 8.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Lidl, S.A.....	68
Tabla 8.5. Evolución por índices del Pasivo de Lidl, S.A.....	69
Tabla 8.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Lidl, S.A. (mil €).....	69
Tabla 8.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Lidl, S.A.....	70
Tabla 8.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Lidl, S.A. (mil €).....	70
Tabla 8.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Lidl, S.A.....	71
Tabla 8.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Lidl, S.A.....	72
Tabla 8.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Lidl, S.A.....	72
Tabla 8.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de Lidl, S.A.....	72
Tabla 8.13. Solvencia a Largo Plazo de Lidl, S.A.....	73
Tabla 9.1. Síntesis de la información proporcionada por las Cuentas Anuales de las empresas estudiadas.....	74
Tabla 9.2. Síntesis de la información proporcionada por los Ratios de las empresas estudiadas.....	75

GLOSARIO DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1. Cuotas sobre la superficie minorista a 31/12/2015.....	18
Gráfico 2.2. Evolución de las cuotas de la superficie de venta minorista.....	18
Gráfico 2.3. Distribución superficie franquiciada a 31/12/2015.....	20
Gráfico 2.4. Comercio online en productos de gran consumo.....	20
Gráfico 2.5. Evolución del consumo de la población en alimentación, cuidado del hogar y cuidado personal.....	21
Gráfico 4.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Alcampo, S.A.....	42
Gráfico 5.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.....	50
Gráfico 6.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de DIA, S.A.....	57
Gráfico 7.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa.....	64
Gráfico 7.2. Evolución de intereses acumulados de las AFSE de 2002, 2003, 2004 y 2007.....	67
Gráfico 8.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Lidl, S.A.....	71

1. Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo realizar un análisis económico-financiero de cinco empresas claves del sector de la distribución alimentaria, como lo son Alcampo, S.A., Centros Comerciales Carrefour, S.A., Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A., Eroski Sociedad Cooperativa y Lidl, S.A. durante el periodo 2011-2015. Para ello, nos basaremos en las cuentas anuales publicadas en la plataforma SABI y, una vez realizados dichos análisis, realizaremos una comparación entre los resultados obtenidos por cada una de las empresas.

El principal motivo de la elección de este trabajo es la importancia del sector de la distribución en España, especialmente el de la distribución alimentaria, ya que satisface una necesidad fundamental hoy en día: el abastecimiento del consumo humano.

Después de esta pequeña introducción se describen brevemente cada uno de los puntos del trabajo. A continuación, se hará una revisión teórica de los conceptos fundamentales que deben conocerse sobre el sector de la distribución, además de una breve presentación de las empresas objeto de estudio. El tercer apartado describe la metodología empleada para realizar el análisis, incluyendo la equivalencia entre los Estados Contables tal y como aparecen en el PGC y los Estados Contables reformulados propuestos en este trabajo. El cuarto apartado, junto al quinto, sexto, séptimo y octavo corresponden a los resultados e interpretación de las cuentas anuales y ratios de cada empresa. El noveno apartado recoge los aspectos fuertes y débiles de cada empresa, señalándose propuestas de mejora. En el décimo apartado se resumen las conclusiones más importantes del trabajo. En el onceavo apartado se recopilan las referencias bibliográficas utilizadas, mientras que el último apartado recoge los Anexos. Además, al comienzo del trabajo se incluye un glosario de términos, tablas y gráficos.

2. El sector de la distribución alimentaria en España

En este apartado, se expondrán los conceptos principales del sector de la distribución, además de su evolución en el periodo estudiado.

Se entiende por distribución “la función que permite el traslado de productos y servicios desde su estado final de producción al de adquisición y consumo, abarcando el conjunto de actividades o flujos necesarios para situar los bienes y servicios producidos a disposición

del comprador final en las condiciones de lugar, tiempo, forma y cantidad adecuados” (Lendrevie, 1976). En resumen, su objetivo es acercar el producto al consumidor final, sirviendo de nexo entre los productores y consumidores.

Vázquez y Trespacios (2006) afirman que la unión entre fabricantes y consumidores finales proporcionada por la distribución, genera los siguientes servicios y utilidades.

Servicios:

- Transporte: La distribución es la encargada de transportar los productos desde las fábricas hasta los puntos de venta.
- Almacenamiento: El fabricante no tiene que preocuparse por los problemas que puedan ocasionarse por el almacenamiento de sus productos, ya que los distribuidores son los encargados de almacenarlos.
- Finalización del producto: Por ejemplo, la clasificación o presentación de dicho producto.
- Información y otros servicios: Otra de las tareas de la distribución es la de informar al fabricante sobre algunos aspectos relevantes (precio, calidad, cantidad, etc.), ya que ésta siempre está en contacto con el consumidor final.
- Financiación: A veces, la distribución ofrece al fabricante la posibilidad de financiación, al pagar sus productos en un momento determinado aun sabiendo que tardarán más tiempo en venderlo. Sin embargo, actualmente en las grandes distribuidoras se produce la situación contraria, ya que pagan a los fabricantes en un plazo de tiempo superior al que tardan en vender sus productos.
- Asunción de riesgos: Al comprar los productos del fabricante, la distribuidora asume una serie de riesgos como la obsolescencia, robos, etc., riesgos que el fabricante no asume desde el momento en el que sus productos pasan a manos de la distribuidora.

Utilidades:

- Forma: La distribución se encarga de adaptar el producto a las necesidades de los consumidores.
- Lugar: Se crea por el transporte de los productos que el consumidor necesita desde la productora hasta los puntos de venta, además de la generación de suficientes puntos de venta para el consumidor.

- **Tiempo:** La distribución se ocupa de que el consumidor final consiga el producto en el momento exacto en el que lo necesita, evitando así que éste tenga que comprar grandes cantidades de producto para almacenarlo.
- **Posesión:** Al entregar el producto al cliente, lo adquiere y pasa a ser de su propiedad, pudiendo así consumirlo cuando desee.
- **Información:** Las distribuidoras son las encargadas de recolectar información sobre el mercado y las necesidades de los consumidores, además de la promoción de los productos que distribuyen.

En definitiva, el objetivo de la distribución es poner el producto a disposición del consumidor final o comprador industrial en la cantidad demandada, en el momento en el que lo necesite, y el lugar donde desea adquirirlo y a un coste razonable.

El sector de la distribución puede dividirse principalmente en dos subsectores: Venta mayorista y minorista, dependiendo de si la comercialización del producto va dirigida a otras empresas o al consumidor final.

Según Kotler y Keller (2006), la distribución mayorista “incluye todas las actividades de venta de bienes o servicios dirigidos a la reventa o a fines comerciales”. Al contrario que los minoristas, los mayoristas no prestan mucha atención a la promoción o al ambiente, además de trabajar con cantidades de productos superiores a los minoristas y tener una legislación diferente a la de éstos.

Por el contrario, la distribución minorista “incluye todas las actividades relacionadas con la venta directa de bienes y servicios al consumidor final para un uso personal no comercial”. Cualquier empresa que venda al consumidor final, ya sea fabricante o distribuidor, será considerada minorista sin importar como ni donde vendan sus productos.

En España, estos subsectores se dividen, a su vez, en otras actividades económicas recogidas en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas o Códigos CNAE 2009. Las empresas objetos de estudio, tienen como actividad principal la distribución alimentaria minorista, estando dicha actividad englobada en el epígrafe 4711 del CNAE: Comercio al por menor en establecimientos no especializados¹, con predominio en productos alimenticios, bebidas y tabaco.

Según la base de datos SABI, actualmente en España existen 6.002 empresas

¹ Establecimientos que se dedican a la distribución de varios productos, sin centrarse exclusivamente en ninguno (por ejemplo ropa, electrodomésticos, alimentación, etc.)

pertenecientes a este epígrafe, de las cuales solo 3.354 permanecen activas². Las 16 primeras empresas ordenadas según los Ingresos de Explotación aparecen en la Tabla 2.1. Las cinco empresas fueron elegidas en función de los ingresos de explotación, descartándose a Mercadona, S.A. por la gran diferencia entre sus ingresos y los del resto de empresas y a Consum en favor de Eroski debido a la antigüedad de éste último (Consum formaba una alianza comercial con Eroski que finalizó en 2004).

Tabla 2.1. Listado de las 16 primeras empresas del CNAE 4711 en función de sus Ingresos de Explotación.

	Nombre	Código NIF	Localidad	País	Último año disponible	Ingresos de explotación mil EUR Últ. año disp.
1.	<input type="checkbox"/> MERCADONA SA	A46103834	TAVERNES BLANQUES	ESPANA	31/12/2016	19.823.515
2.	<input checked="" type="checkbox"/> CENTROS COMERCIALES CARREFOUR SA	A28425270	MADRID	ESPANA	31/12/2015	7.464.915
3.	<input checked="" type="checkbox"/> DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA	A28164754	LAS ROZAS DE MADRID	ESPANA	31/12/2016	4.816.288
4.	<input checked="" type="checkbox"/> ALCAMPO SA	A28581882	MADRID	ESPANA	31/12/2015	3.187.173
5.	<input checked="" type="checkbox"/> LIDL SUPERMERCADOS SA	A60195278	MONTCADA I REIXAC	ESPANA	29/02/2016	3.078.293
6.	<input type="checkbox"/> CONSUM S COOP V	F46078986	SILLA	ESPANA	31/01/2017	2.201.898
7.	<input checked="" type="checkbox"/> EROSKI SOCIEDAD COOPERATIVA	F20033361	ELORRIO	ESPANA	31/01/2016	1.961.917
8.	<input type="checkbox"/> GRUPO EROSKI DISTRIBUCION SA	A95313888	ELORRIO	ESPANA	31/01/2014	1.129.730
9.	<input type="checkbox"/> BON PREU SA	A08665838	BARCELONA	ESPANA	29/02/2016	1.082.112
10.	<input type="checkbox"/> SUPERMERCADOS SABECO SA	A50008150	VILLANUEVA DE GALLEGO	ESPANA	31/12/2015	964.088
11.	<input type="checkbox"/> DINOSOL SUPERMERCADOS SL	B61742565	LAS PALMAS DE GRAN CANARIA	ESPANA	31/12/2015	951.507
12.	<input type="checkbox"/> VEGO SUPERMERCADOS SA	A36651313	A CORUÑA	ESPANA	31/01/2017	934.480
13.	<input type="checkbox"/> WORLD DUTY FREE GROUP SOCIEDAD ANONIMA UNIPERSONAL	A84205863	MADRID	ESPANA	31/12/2015	898.876
14.	<input type="checkbox"/> CECOSA HIPERMERCADOS SL	B48231351	MADRID	ESPANA	31/01/2016	859.999
15.	<input type="checkbox"/> CECOSA SUPERMERCADOS SOCIEDAD LIMITADA	B95390761	ELORRIO	ESPANA	31/01/2016	831.916
16.	<input type="checkbox"/> GRUPO EL ARBOL DISTRIBUCION Y SUPERMERCADOS, SA	A80223258	LAS ROZAS DE MADRID	ESPANA	31/12/2015	803.924

Fuente: SABI

Cabe mencionar que en este subsector predominan las empresas pequeñas con unos ingresos inferiores al millón de euros y de menos de 10 empleados, mientras que las grandes empresas con un número de empleados superior a 500 y más de 100 millones de euros de ingresos son las menos numerosas, como puede verse en la Tabla 2.2. Las empresas estudiadas pertenecen a este último grupo.

Tabla 2.2. Segmentación por Ingresos de Explotación y N° de Empleados del CNAE 4711.

Ingresos de Explotación (mil €)	Empresas	N° de empleados	Empresas
Menos de 1.000	1790	Menos de 10	1967
De 1.000 a 5.000	758	De 10 a 20	266
De 5.000 a 10.000	81	De 20 a 50	173
De 10.000 a 50.000	66	De 50 a 100	37
De 50.000 a 100.000	17	De 100 a 500	46
Más de 100.000	41	Más de 500	40
No Disponible	601	No Disponible	825
Total	3354	Total	3354

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

² Se han descartado las empresas inactivas por disolución, extinción o baja de oficio, además de las que se encuentran en suspensión de pagos, quiebra, concurso, con cierre en la hoja registral o ilocalizables.

Finalmente, fijándonos en el Activo y los Fondos Propios (Tabla 2.3.), observamos como las pequeñas empresas vuelven a ser las mayoritarias, con unos Activos Totales de menos de un millón de euros y unos Fondos Propios de menos de 10.000 euros. En este caso las empresas estudiadas pertenecen al último grupo, con un Activo de más de cien millones de euros y unos Fondos Propios de más de cinco millones de euros.

Tabla 2.3. Segmentación por Activo y Fondos Propios del CNAE 4711.

Total Activo (mil €)	Empresas	Fondos Propios (mil €)	Empresas
Menos de 1.000	2324	Menos de 10	860
De 1.000 a 5.000	319	De 10 a 50	630
De 5.000 a 10.000	32	De 50 a 100	325
De 10.000 a 50.000	54	De 100 a 500	608
De 50.000 a 100.000	17	De 500 a 1.000	139
Más de 100.000	26	De 1.000 a 5.000	131
No Disponible	582	Más de 5.000	79
		No Disponible	582
Total	3354	Total	3354

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

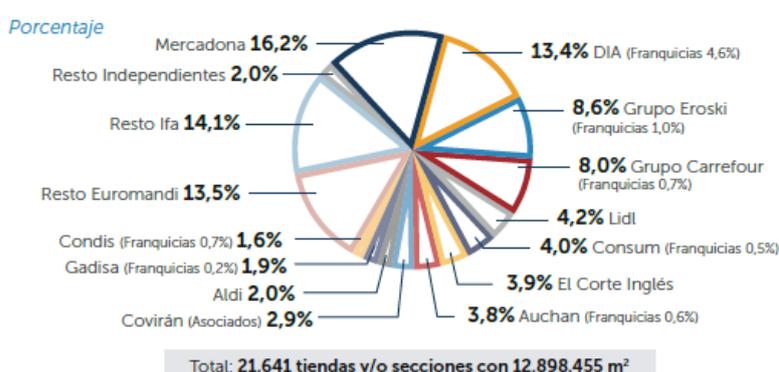
Durante el periodo estudiado (2011-2015), el sector de la distribución alimentaria fue uno de los afectados por la crisis, lo que dio lugar a una guerra de precios y una fuerte competencia que puso a más de una compañía en una situación de dificultad, aunque cabe destacar que algunas de estas situaciones vinieron dadas por inversiones que se llevaron a cabo antes de la crisis. (CESCE, 2015)

Sin embargo, ya en el año 2015 este periodo de deflación tocó fin gracias a la aparición de consumidores más exigentes que no solo buscaban los precios más bajos, sino que también buscaban calidad. Además, las franquicias y el negocio online se posicionaron como unas de las grandes apuestas. (CESCE, 2015)

A 31/12/2015, como se puede ver en el Gráfico 2.1, Mercadona lideraba el ranking por superficie comercial en España, ocupando DIA el segundo puesto, Grupo Eroski, Grupo Carrefour y Lidl en la posición tercera, cuarta y quinta respectivamente y Auchan³ en el octavo puesto.

³ Al ser un informe sobre la distribución española, entendemos que al hablar de Auchan no se refieren a la matriz global, sino a su filial española Alcampo.

Gráfico 2.1. Cuotas sobre la superficie minorista a 31/12/2015

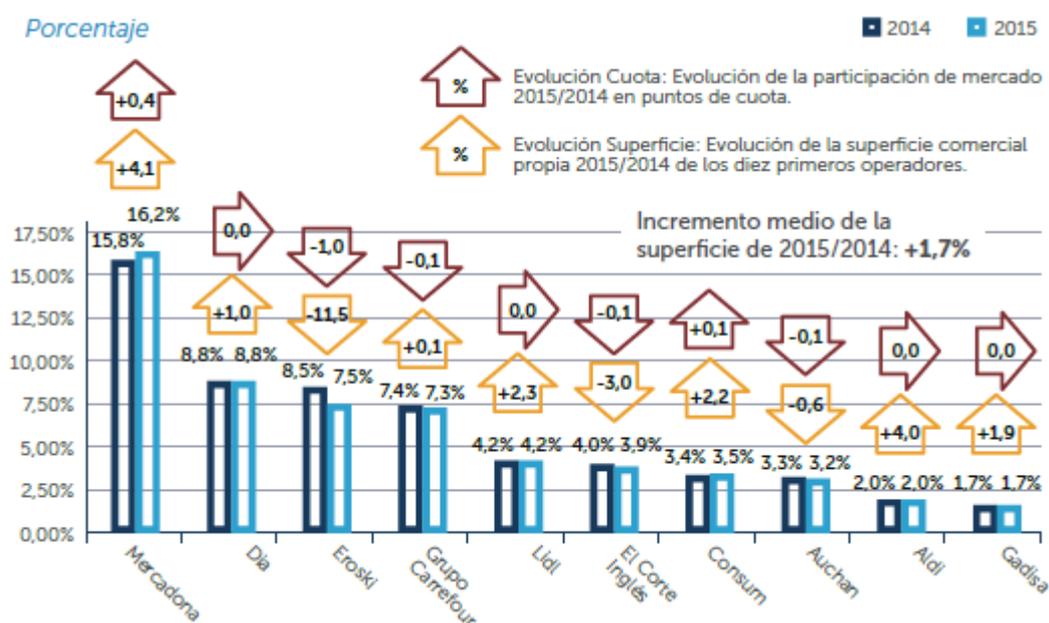


(*) Sólo se computa la superficie dedicada a Productos de Gran Consumo (PGC) tanto en hipermercados como en supermercados de gran tamaño que cuenten con secciones de no alimentación iguales o superiores al 20% de su superficie total.

Fuente: CESCE

En el Gráfico 2.2 se aprecia la evolución de la superficie comercial con respecto al año 2014, donde se observa como las empresas estudiadas apenas han tenido cambios con respecto a su superficie comercial, excepto Grupo Eroski que disminuyó su superficie en un 1%.

Gráfico 2.2. Evolución de las cuotas de la superficie de venta minorista



Fuente: CESCE

En la Tabla 2.4, podemos apreciar la evolución del número de tiendas abiertas durante los años 2013, 2014 y 2015. Las estructuras minoristas independientes (autoservicio) ocupan el primer lugar a lo largo de los tres años, con 729 nuevas tiendas en el año 2015, lo que supone un 28,1% de sala. Así mismo, el formato discount ha tenido un crecimiento

constante en los 3 años, llegando a ocupar un 25,3% de sala en 2015. Por otra parte, los hipermercados fueron los que experimentaron un menos crecimiento, con solo 6 tiendas abiertas en 2015 (3,4% de sala).

Tabla 2.4. Evolución del número de tiendas abiertas por formatos

Número y porcentaje de salas

	2013		2014		2015	
	nº	% sala	nº	% sala	nº	% sala
Descuento	206	21,9%	251	23,3%	260	25,3%
Autoservicio (hasta 399 m ²)	506	27,6%	734	31,9%	729	28,1%
Descuento	151	9,3%	179	9,2%	174	7,0%
Supermercado	261	70,9%	284	66,0%	299	68,5%
- Supermercado (de 400 a 999 m ²)	128	21,7%	130	18,0%	120	15,6%
Descuento	31	5,0%	36	4,9%	29	3,8%
Gran supermercado (>1000 m ²)	133	49,2%	154	48,0%	179	52,9%
- Descuento	24	7,6%	36	9,2%	57	14,5%
Hipermercado	2	1,5%	5	2,1%	6	3,4%
- Sección Hiper pequeño (<5.000m ²)	1	0,6%	3	1,2%	6	3,4%
- Sección Hiper grande (desde 5.000m ²)	1	0,9%	2	0,9%	---	---
TOTAL APERTURAS	769	362.208	1.023	435.170	1.034	461.824

NOTA: Datos a 31 de diciembre de cada año.

Fuente: CESCE

Como se dijo anteriormente, el modelo de franquicia y el comercio online se convirtieron en las grandes apuestas del año 2015. En el caso de la franquicia, es la mejor opción para disminuir costes y además supone una oportunidad de negocio para muchos emprendedores. El franquiciado ya supone el 47% de la sala de venta en España (Tabla 2.5), siendo DIA la más beneficiada de este formato, con un 25,1% de superficie franquiciada (Gráfico 2.3).

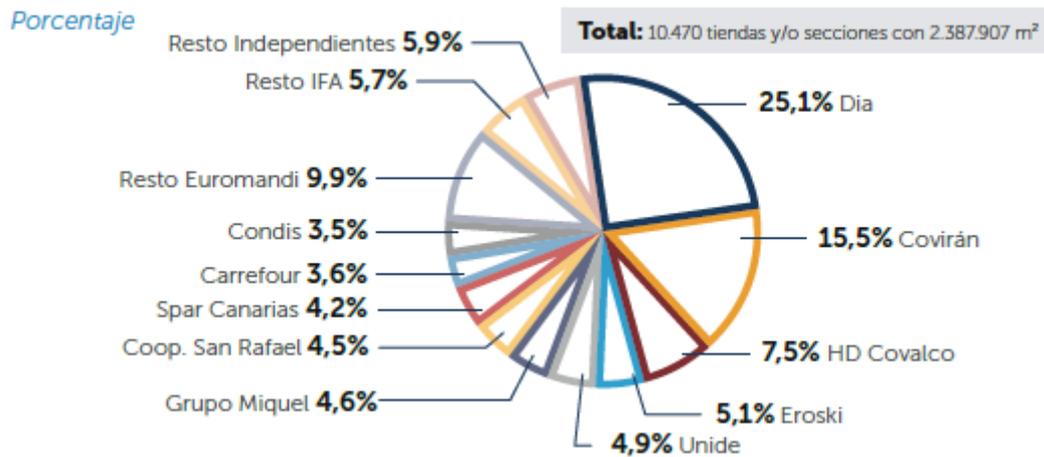
Tabla 2.5. Evolución de la franquicia

Número de tiendas y porcentaje

	Establecimientos			
	2014		2015	
	nº de Tiendas	Sup. m ²	nº de Tiendas	Sup. m ²
Total distribución organizada	21.341	12.688.575	21.641	12.898.455
Franquicias	5.531	1.445.126	6.002	1.595.821
Asociados	4.529	798.993	4.468	792.086

Fuente: CESCE

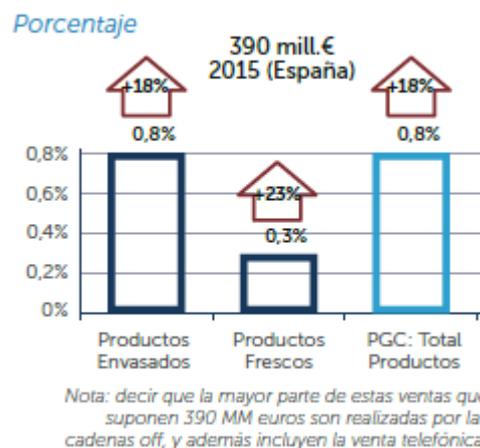
Gráfico 2.3. Distribución superficie franquiciada a 31/12/2015



Fuente: CESCE

Centrándonos ahora en el comercio online, los cambios de hábitos y el acceso a las nuevas tecnologías son los principales factores de su auge, incrementándose este tipo de comercio en un 18% en el año 2015 respecto al año anterior (Gráfico 2.4). Esto no debe verse como una amenaza al comercio tradicional, sino más bien como una alternativa de consumo que surge para adaptarse a las necesidades de un sector de la población. Por eso, las grandes cadenas de distribución como DIA, Carrefour, etc. se han sumado a este tipo de comercio incorporando una tienda online en sus páginas webs.

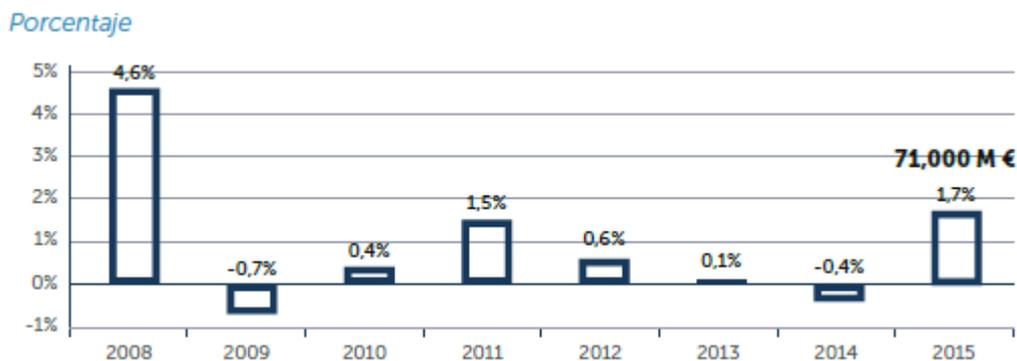
Gráfico 2.4. Comercio online en productos de gran consumo



Fuente: CESCE

Finalmente, uno de los principales factores de la recuperación de este sector, el consumo de la población, aumentó un 1,7% en el año 2015, dejando atrás los datos negativos del año anterior y superando los valores del 2011 (Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5. Evolución del consumo de la población en alimentación, cuidado del hogar y cuidado personal



Fuente: CESCE

2.1. Empresas estudiadas

Las cinco empresas que se van a analizar son⁴: Alcampo, S.A., Centros Comerciales Carrefour S.A., Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A., Eroski Sociedad Cooperativa y Lidl, S.A.

2.1.1. Alcampo

Alcampo, S.A. con CIF A28581882 y sede en Madrid, es la filial española del grupo francés Auchan Holding, que tiene como Presidente Ejecutivo a Patrick Coignard y que cuenta además con dos directores de canales y seis directores de servicios de apoyo.

Auchan Holding fue fundado en 1961 por Gérard Mulliez en Roubaix (Francia), inaugurando su primer supermercado Auchan. Tan solo 6 años más tarde, la cadena abrió su primer hipermercado junto a la autopista Lille-Gand y en 1969 pasaron del hipermercado al centro comercial, agrupando a 30 comercios en una misma galería, algo novedoso en Francia.

Su proceso de internacionalización comenzó en España en el año 1981 con la creación de Alcampo, llegando más tarde a Italia.

Los años 90 fueron sus años de más desarrollo, ya que rescataron al grupo Docks, presente en Francia a través de los hipermercados Mammouth y los supermercados Atac; y en España con los supermercados Sabeco. Así mismo, en Portugal rescataron a Pao de

⁴ Este apartado se ha configurado a partir de la información obtenida en las webs de cada una de las empresas objeto de estudio.

Açucar, presente bajo el nombre de Jumbo. Además, su internacionalización fue en aumento llegando a Hungría, Polonia, China y Luxemburgo.

En el año 2004, hubo una reorganización jurídica del grupo en cuatro divisiones: Hipermercados, Supermercados, Banque Accord (filial bancaria) e Immochan (filial inmobiliaria). Más tarde, en el año 2006, se produjo un cambio generacional en la presidencia que llevó a Vianney Mulliez a la cabeza del Consejo de Administración.

En los últimos años destaca el despliegue de su concepto “Simply Market” en Francia, Italia, España y Polonia; así como una nueva reorganización en la que se crea Auchan Holding, compuesto por Auchan Retail, Immochan y Oney Banque Accord.

La cadena cuenta en España actualmente con 57 hipermercados, 290 supermercados, una plantilla formada por 9853 personas y 3 marcas propias.

2.1.2. Centros Comerciales Carrefour

Centros Comerciales Carrefour, S.A. con sede en Madrid y CIF A28425270 es la filial española de Carrefour S.A. Actualmente su Presidente es Rafael Arias Salgado Montalvo y su Director Ejecutivo Marcel Raoul Clouzard Pascal.

Carrefour fue fundado en 1959 por las familias Defforey, Fournier y Badin, que en esos momentos poseían un supermercado basado en el modelo de descuento en Annecy. En 1962, se funda LLC Promodis, el precursor de Promodès, gracias a la fusión de dos familias de mayoristas de Normandía, dirigida por Paul-Auguste Halley y Leonor Duval-Lemonnier.

Fue en 1969 cuando Carrefour inventó el concepto de hipermercado, abriendo el primero en Sainte-Geneviève-des-bois. Contaba con 400 plazas de aparcamiento, una superficie de 2500 metros cuadrados y 12 cajas. Por otro lado, en 1972, Promodès decide nombrar a sus hipermercados como Continente. Ya en 1973, Carrefour abre su primer hipermercado en España bajo el nombre de Pryca, abriendo solo dos años más tarde su primer hipermercado en Brasil. El concepto de “hard discount” fue introducido en 1979, creando la cadena ED en Francia, mientras que Promodès, siguiendo la misma línea, creó la cadena DIA en España.

Ya en los años 80, Carrefour introdujo su propia tarjeta de pago: la Pass Card, a la vez que Promodès comenzó a franquiciarse bajo el nombre de Champion. Como hechos relevantes en esta época destacan la apertura de sus primeros hipermercados en Argentina, EEUU y

Taiwán, el lanzamiento de sus servicios de seguros y la creación de su marca propia, que tuvo lugar en 1985.

En los años 90, Carrefour sigue su proceso de expansión llegando a países como Grecia, Italia, Turquía, Méjico, China o Malasia. Además, también crean su propia agencia de viajes, aunque sin duda, lo más destacable de la década es su unión con Promodès en 1999, formando así el grupo de venta al por menor más grande en Europa y el segundo en el mundo.

Después de esta unión, los hipermercados Continente son renombrados como Carrefour, a la vez que los supermercados pasan a llamarse Champion. En España, Pryca y Continente se combinan para llamarse Carrefour. En el año 2002, se produce una oferta de canje de Carrefour sobre Centros Comerciales Carrefour, al aprobar los accionistas de dicho grupo un aumento de capital para financiar la oferta lanzada por Carrefour para las acciones de Centros Comerciales Carrefour, su filial española.

Para concluir, uno de los hechos más recientes fue la separación de DIA en el año 2011.

Actualmente en España cuentan con 175 hipermercados, 115 supermercados *market*, 545 supermercados *express* y 14 *Supeco* (supermercados económico), 10 marcas propias y una plantilla de más de 46.000 personas.

2.1.3. *Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA)*

DIA, S.A. (Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.) con CIF A28164754 y sede en Madrid, es una de las más famosas cadenas de tiendas de descuento en España. Actualmente, la empresa está liderada por Ana María Lopic y la preside Ricardo Currás de Don Pablos.

Surgió en 1979 con la apertura de su primera tienda en Madrid, introduciendo el novedoso formato “descuento” en España. En 1984 surge su marca DIA y en 1989 instala la franquicia como modelo de negocio. Poco a poco fue expandiéndose, tanto nacional como internacionalmente, estableciéndose en países como Portugal, Grecia, Argentina, Turquía, China o Brasil. En 1998 surgió su tarjeta Club Día, con la que sus clientes podían beneficiarse de descuentos en algunos productos. En el año 2000 se integra con el Grupo Internacional Carrefour, el primer grupo de distribución de Europa y el segundo del mundo. Esto le permitió abrirse paso en Francia, mientras que en España introduce en su surtido la fruta a granel, la verdura, el pollo y la carne. En el año 2006 incorporó dos

formatos nuevos de tiendas: Maxi Día y Día Market. Como hechos más destacados en los últimos años están el lanzamiento del formato DIA Fresh especializado en productos perecederos, la compra de la cadena Schlecker, la venta de la totalidad de su negocio en Francia gracias a un acuerdo con Carrefour, desvinculándose por completo de dicho grupo, y la adquisición de la cadena El árbol.

Actualmente, el grupo DIA cuenta con 4.941 tiendas en España repartidas en 11 formatos diferentes (DIA Market, Maxi DIA, La Plaza de DIA, Clarel, etc.), 7 marcas propias y una plantilla de 28.765 empleados en España.

2.1.4. Eroski Sociedad Cooperativa

Eroski Sociedad Cooperativa es una cooperativa de distribución perteneciente al Grupo Mondragón, con su sede en Elorrio (País Vasco) y CIF F20033361.

Surgió en 1969 con la unión de 10 cooperativas de consumo para poder abaratar y simplificar sus operaciones. En 1977 se convirtió en la primera cadena de distribución en España en lanzar su marca blanca y un año más tarde abrió su primera tienda franquiciada.

En los años 80 abrió su primer hipermercado en Vitoria y comenzó a diversificarse creando su propia agencia de viajes. En 1991 surgió la Sociedad Cecosa para dirigir al Grupo y 6 años más tarde el Grupo Cenco se integra en su red comercial.

Ya en el año 2004, Consum abandona el Grupo Eroski y en el 2007, dicho grupo adquiere el 75% de Caprabo.

Como último dato destacable, en el año 2015, sus tiendas Eroski Center, Eroski City y Caprabo (entre otras tiendas ajenas a Eroski) pasaron a ser La Plaza de DIA, es decir, pasaron a formar parte del grupo DIA.

Actualmente, Eroski cuenta en España con 90 hipermercados, 1.286 supermercados que incluyen 7 tipos distintos de tiendas, 8 marcas propias y una plantilla de 33.509 trabajadores.

2.1.5. *Lidl*

Lidl Supermercados S.A. con CIF A60195278 y sede en Cataluña, es la filial española del Grupo Schwarz, que tiene como Presidente y Director Ejecutivo a Miguel Werner Aranda Pankow.

Lidl es una cadena de supermercados que junto a la cadena de hipermercados Kaufland conforma el Grupo Schwarz, un grupo empresarial con más de 80 años de historia.

Sus inicios se remontan a los años 30 en Schwaben, cuando fue fundada como una cadena mayorista, aunque fue en los años 70 cuando abrió su primera tienda Lidl en la ciudad de Ludwingshafen. Desde ese momento, Lidl fue expandiéndose tanto en Alemania como en el resto del mundo, llegando a España en el año 1994, llegando a considerarse la segunda mayor cadena minorista del mundo por detrás de Walmart y la primera en Europa (desbancando así a Carrefour).

En España, actualmente cuentan con 514 tiendas, 26 marcas propias y una plantilla de 12500 empleados.

3. Metodología

En este apartado se expondrán los pasos a seguir a la hora de realizar el análisis económico-financiero de las cinco empresas elegidas, además de explicar cómo se reformularán las cuentas anuales para facilitar el cálculo de los diferentes ratios que se utilizarán, aportando también una definición de éstos.

El análisis de estados financieros puede definirse como “una parte del sistema de información contable que tiene como finalidad aportar datos adicionales para la toma de decisiones, es decir, transformar datos, fundamentalmente contables, en información de mayor contenido para los fines perseguidos por el usuario” (Rojo, 2011).

Las cuentas anuales de la empresa son fundamentales para poder llevar a cabo el análisis económico-financiero de una empresa, ya que constituyen una fuente importante de información para conocer cuál ha sido su evolución y poder hacer estimaciones sobre su futuro. Estas cuentas son un resumen estructurado de la riqueza contable de la empresa (inversiones y financiación) en un momento del tiempo y de la variación de esta riqueza durante un periodo que es conocido como ejercicio económico, medida por el resultado

económico y el movimiento en la tesorería. Según el Plan General Contable 2007 y la normativa internacional (NIC 1), las cuentas anuales son:

- Balance de Situación.
- Cuenta de Resultados o de Pérdidas y Ganancias (PyG).
- Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN).
- Estado de Flujos de Tesorería o de Efectivo (EFT).
- Notas a los estados financieros o Memoria.

Las cuentas anuales que se analizarán serán las no consolidadas. Dichas cuentas se han obtenido de la base de datos SABI y se analizará un periodo de 5 años, desde el 2011 hasta el 2015. Además, en este trabajo se reclasificarán el Balance de Situación, la Cuenta de Resultados y el Estado de Flujos de Efectivo siguiendo a AECA (2010) y Rojo (2011). También se analizará la evolución de éstas. Para ello, se utilizará la propuesta de González (2008), realizando análisis evolutivos a través de números índice, tomando como índice base 100 los valores del año 2011. La fórmula genérica para obtener los números índices es:

$$\text{Índice}_{\text{Magnitud Año } X} = \frac{\text{Magnitud}_{\text{Año } X}}{\text{Magnitud}_{\text{Año } 2011}} * 100 \quad (\text{Fórmula 3.1})$$

De este modo, observaremos la evolución de las diferentes partidas estudiadas desde el primer año de estudio, es decir, el año 2011. De entrada podemos afirmar, salvo excepciones, que las partidas más grandes del balance deberían estar en el Activo Corriente, concretamente en la partida de Existencias; y en el Pasivo Corriente, dentro de los Deudores Comerciales, debido a que son empresas dedicadas a la distribución de productos de alimentación.

Sin embargo, antes de pasar al estudio de los ratios, se explicará cómo se han reformulado las Cuentas Anuales utilizadas.

3.1. Reformulación de las Cuentas Anuales

Reclasificación del Balance de Situación

Se trata de un balance que reclasifica y agrupa los diferentes activos y pasivos en masas patrimoniales, de manera que sirvan al análisis de la empresa y a los propósitos de estudio. Las partidas de Activo se agrupan de la siguiente forma (Rojo, 2011):

- Activo Fijo (AF): Activos de larga duración que suponen inversiones relevantes para la empresa. A su vez se dividen en:
 - Activos Fijos de Naturaleza Económica (AF_e), que incluyen inmovilizados materiales, intangibles e inversiones financieras⁵ de control.
 - Activos Fijos de Naturaleza Financiera (AF_f), es decir, activos inmovilizados que son inversiones netamente financieras.
- Activo Circulante (AC): Activos que desaparecen o son consumidos a lo largo del ejercicio económico. Se dividen en:
 - Activo Circulante de Explotación (AC_{Exp}), que incluye las existencias, los deudores comerciales, las disponibilidades y Otros Activos Circulantes.
 - Activos Circulantes Ajenos a la Explotación (ACA_{Exp}), que no tienen que ver con la actividad de la empresa.

Así mismo, las partidas pertenecientes al Patrimonio Neto y Pasivo se agrupan de la siguiente forma:

- Recursos Propios (RP) o Patrimonio Neto (PN): Recursos de la empresa asignables a los propietarios, diferenciados según se trate de aportaciones, retención de los beneficios o los movimientos que se ocasionen en estos recursos por el entorno⁶.
- Recursos Ajenos (RA) o Exigible (ET): Obligaciones con terceros, surgidas como consecuencia de transacciones o hechos pasados, a cuyo vencimiento la empresa tendrá que desprenderse de activos para cancelarlas. Están divididos en:
 - Recursos Ajenos a Largo Plazo (RALP), que incluyen deudas con un coste explícito representado por un interés o un sobrecoste de aplazamiento.
 - Pasivo Circulante (PC), dividido además en:
 - Pasivo Circulante de Explotación (PC_{Exp}): Incluye los Acreedores Comerciales, las Obligaciones Financieras a Corto Plazo y Otros Pasivos Circulantes.
 - Pasivo Ajeno a la Explotación (RA_f), que no tiene que ver con la actividad de la empresa.

La equivalencia entre el modelo del PGC y este modelo se encuentra en la Tabla 3.1. Por motivos de espacio, se han suprimido todas las subpartidas del PGC excepto aquellas a las que les corresponde una equivalencia específica.

⁵ La denominación de financiera no se refiere a la naturaleza de la inversión sino a su finalidad.

⁶ Comprende las partidas A-2 y A-3 del Patrimonio Neto del Balance del PGC.

Tabla 3.1. Equivalencia entre el Balance del PGC y el modelo propuesto

ACTIVO	CLASIFICACIÓN
A) ACTIVO NO CORRIENTE	
I. Inmovilizado Intangible II. Inmovilizado material III. Inversiones inmobiliarias IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo <ol style="list-style-type: none"> 1. Instrumentos a patrimonio 2. Créditos a empresas 3. Valores representativos de deuda 4. Derivados 5. Otros activos financieros V. Inversiones financieras a largo plazo VI. Activos por impuesto diferido VII. Deudores comerciales no corrientes³	Activos Fijos de Naturaleza Económica Activos Fijos de Naturaleza Económica Activos Fijos de Naturaleza Financiera ¹ Activos Fijos de Naturaleza Económica Activos Fijos de Naturaleza Financiera Activos Fijos de Naturaleza Financiera Activo Circulante de Explotación / Activo Circulante Ajeno a la Explotación ² Activo Circulante de Explotación
B) ACTIVO CORRIENTE	
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta II. Existencias III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar <ol style="list-style-type: none"> 1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios 2. Clientes, empresas del grupo y asociadas 3. Deudores varios 4. Personal 5. Activos por impuesto corriente 6. Otros créditos con las Administraciones Públicas 7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo V. Inversiones financieras a corto plazo <ol style="list-style-type: none"> 1. Instrumentos de patrimonio 2. Créditos a empresas 3. Valores representativos de deuda 4. Derivados, Activo Financiero 5. Otros activos financieros VI. Periodificaciones a corto plazo VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	Activo Circulante Ajeno a la Explotación Activo Circulante de Explotación Activo Circulante de Explotación Activo Circulante Ajeno a la Explotación Activo Circulante de Explotación / Activo Circulante Ajeno a la Explotación ⁴ Activo Circulante de Explotación ⁴ Activo Circulante Ajeno a la Explotación Activo Circulante de Explotación Activo Circulante de Explotación
TOTAL ACTIVO (A+B)	

¹La denominación de financiera no se refiere a la naturaleza de la inversión sino a su finalidad.

²En un ejercicio, los impuestos pueden venir tanto de actividades vinculadas como no vinculadas a la actividad.

³Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales n°6, apartado 8.

⁴Dependerá de la finalidad de la inversión.

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	CLASIFICACIÓN
A) PATRIMONIO NETO	Recursos Propios
A-1) Fondos Propios I. Capital II. Prima de emisión III. Reservas IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias) V. Resultado de ejercicios anteriores VI. Otras aportaciones de socios VII. Resultado del ejercicio VIII. (Dividendo a cuenta) IX. Otros instrumentos de patrimonio neto A-2) Ajustes por cambio de valor A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	
B) PASIVO NO CORRIENTE	
I. Provisiones a largo plazo II. Deudas a largo plazo III. Deudas con empresas del grupo y asociadas al largo plazo IV. Pasivos por impuesto diferido V. Periodificaciones a largo plazo VI. Acreedores comerciales no corrientes² VII. Deudas con características especiales a largo plazo³	Recursos Ajenos a Largo Plazo Recursos Ajenos a Largo Plazo Recursos Ajenos a Largo Plazo Pasivo Circulante de Explotación / Pasivo Circulante Ajeno a la Explotación ¹ Pasivo Circulante de Explotación Pasivo Circulante de Explotación Recursos Ajenos a Largo Plazo
C) PASIVO CORRIENTE	
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta II. Provisiones a corto plazo III. Deudas a corto plazo IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar VI. Periodificaciones a corto plazo VII. Deudas con características especiales a corto plazo	Pasivo Ajeno a la Explotación Pasivo Circulante de Explotación
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	

¹En un ejercicio, los impuestos pueden venir tanto de actividades vinculadas como no vinculadas a la actividad.

²Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales n°6, apartado 16.

³Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales n°6, apartado 17.

Fuente: Elaboración propia a partir del PGC (2007), AECA (2010) y Rojo (2011)

Reclasificación de la Cuenta de Resultados

Se trata de un Estado Financiero que agrupa los diferentes ingresos y gastos de manera que le permiten obtener los resultados que sirven a los propósitos de estudio y análisis de la empresa. Sus magnitudes más relevantes son:

- Valor de la Producción (VP): Incluye la totalidad de las ventas, tanto si se han vendido o no. Se obtiene a través de la suma de A)1, A)2, A)3 y A)5.
- Valor Añadido de la Empresa (VAE): Es el obtenido después de tener en cuenta los Aprovisionamientos y Otros Gastos de Explotación. Se obtiene restándole al VP las partidas A)4 y A)7.
- Resultado Bruto de la Explotación (RBE): Es también conocido como Beneficio antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación, EBITDA en inglés. Es la diferencia entre el VAE y la partida A)6.

- Resultado Neto de la Explotación (RNE): También conocido como Beneficio antes de Intereses e Impuestos (BAIT). Se obtiene mediante la resta entre el RBE y las partidas A)8, A)9, A)10 y A)11.
- Resultado de Explotación después de Intereses, más conocido como Beneficio antes de Impuestos (BAI). Viene dado por la suma del RNE y el Resultado Financiero A.2.
- Resultado Después de Impuestos (RDI), es decir, el Resultado del Ejercicio. Es el obtenido después de aplicar el efecto impositivo.

En este caso, la reclasificación solo afecta al Resultado de Explotación, por lo que la equivalencia entre el PGC y el modelo usado, mostrada en la Tabla 3.2 solo aparece esa parte de la Cuenta de Resultados.

Tabla 3.2. Equivalencia entre la Cuenta de Resultados del PGC y el modelo propuesto

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	CLASIFICACIÓN
A) OPERACIONES CONTINUADAS	
1. Importe neto de la cifra de negocios	Valor de la Producción
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	Valor de la Producción
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	Valor de la Producción
4. Aprovisionamientos	Valor Añadido de la Empresa
5. Otros ingresos de explotación	Valor de la Producción
6. Gastos de personal	Resultado Bruto de Explotación
7. Otros gastos de explotación	Valor Añadido de la Empresa
8. Amortización del inmovilizado	Resultado Neto de Explotación
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	Resultado Neto de Explotación
10. Excesos de provisiones	Resultado Neto de Explotación
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	Resultado Neto de Explotación
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio ¹	Resultado Neto de Explotación
13. Otros resultados ²	Resultado Neto de Explotación
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	

¹Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales nº7, apartado 6.

²Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales nº7, apartado 9.

Fuente: Elaboración propia a partir del PGC (2007), AECA (2010) y Rojo (2011)

Reclasificación del Estado de Flujos de Efectivo

Es un Estado Financiero que agrupa los diferentes cobros y pagos llevados a cabo por la empresa, para así obtener los flujos de efectivo netos que sirven para el estudio y análisis de la empresa.

Un Estado de Flujos de Efectivo ordena la información derivada de los flujos de efectivo de las diferentes actividades desarrolladas por la empresa, clasificados estos flujos en:

- Flujos de Tesorería de las actividades de Explotación: Aquellos que modifican la tesorería de la empresa por operaciones asociadas a su actividad principal.

- Flujos de Tesorería de las actividades de Inversión: Aquellos que modifican la tesorería generada por sus elementos de inmovilizados.
- Flujos de Tesorería de las actividades de Financiación: Aquellos que modifican la tesorería en lo que se refiere a los propietarios y prestamistas.

La equivalencia entre el Estado de Flujos de Efectivo del PGC y el modelo propuesto aparece en la Tabla 3.3.

Tabla 3.3. Equivalencia entre el EFE del PGC y el modelo propuesto

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	CLASIFICACIÓN
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	
2. Ajustes del resultado	
3. Cambios en el capital corriente	
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	
a) Pagos de intereses (-)	Flujos de Efectivo de los Prestamistas
b) Cobros de dividendos (+)	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
c) Cobros de intereses (+)	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	Flujos de Efectivo Operativos
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	Flujos de Efectivo Operativos
5. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACT. DE EXPLOTACIÓN (1 + 2 + 3 + 4)	
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	
6. Pagos por inversiones (-)	
a) Empresas del grupo y asociadas	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
b) Inmovilizado intangible	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
c) Inmovilizado material	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
d) Inversiones inmobiliarias	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
e) Otros activos financieros	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
g) Unidad de negocio ¹	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
h) Otros activos	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
7. Cobros por desinversiones (+)	
a) Empresas del grupo y asociadas	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
b) Inmovilizado intangible	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
c) Inmovilizado material	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
d) Inversiones inmobiliarias	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
e) Otros activos financieros	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	Flujos de Efectivo Ajenos a la Actividad
g) Unidad de negocio	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
h) Otros activos	Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas
8. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACT. DE INVERSIÓN (6 + 7)	
C) FLUJOS DE EFECTIVOS DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	Flujos de Efectivo de los Propietarios
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	Flujos de Efectivo de los Prestamistas
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	Flujos de Efectivo de los Propietarios
12. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACT. DE FINANCIACIÓN (9 + 10 + 11)	

¹Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales n°9, apartado 10.

Fuente: Elaboración propia a partir del PGC (2007), AECA (2010) y Rojo (2011)

Sin duda, las principales partidas a tener en cuenta en el Estado de Flujos de Efectivos reclasificado son:

- Flujos Libres de Tesorería Económicos (FLTE): Tesorería generada por las operaciones habituales de la empresa después de impuestos y tras cubrir las necesidades de inversión económicas. Incluye los Flujos de Efectivo Operativos y los Flujos de Efectivo por Inversiones Económicas.
- Flujos de Tesorería de las Actividades Financieras (FTAF): Incluyen los Flujos de Efectivo de los Prestamistas (FTD) y los Flujos de Efectivo de los Propietarios (FTP).
- Flujos de Tesorería Ajenos a la Actividad (FT^{AT}): Se considerarán como tales los cobros de intereses, y las inversiones inmobiliarias, otros activos financieros y los activos corrientes mantenidos para la venta tanto de los cobros de inversiones como de los pagos por desinversiones.

3.2. Ratios

Una vez hechas estas interpretaciones, pasaremos al estudio de los diferentes ratios, basado en Rojo (2011).

Para realizar un análisis económico-financiero de una empresa, no solo es necesaria la interpretación de sus Estados Financieros, sino que también deben tenerse en cuenta los ratios que puedan derivarse de dichos estados. Un ratio puede definirse como una relación por cociente entre dos magnitudes, que pueden ser simples o compuestas. En este trabajo clasificaremos los ratios en cuatro categorías: Rentabilidad, Solvencia a c/p, Solvencia a l/p y Ratios Bursátiles.

3.2.1. Rentabilidad

En general, la rentabilidad es un concepto de eficiencia que tiene como fin evaluar si es conveniente o no la inversión en una empresa, es decir, mide si la actitud de los inversores es correcta.

En nuestro caso, analizaremos los 3 tipos de rentabilidad existentes, todas ellas después de impuestos.

- Rentabilidad Económica después de Impuestos (ROIC_{dT}): Es la destinada a los gestores y relaciona el Resultado Después de Impuestos (RDI) ajustado con los Gastos Financieros y el Ahorro Impositivo con el Capital Invertido medio (CI_m). Esta rentabilidad será la adecuada siempre y cuando supere al Coste Medio Ponderado (k₀).

$$ROIC_{dT} = \frac{RDI+GF-AhI}{CI_m} \quad \text{(Fórmula 3.2)}$$

Dónde AhI es el ahorro impositivo asociado al uso de la deuda con coste.

$$AhI = t_e * GF \quad \text{(Fórmula 3.3)}$$

- Rentabilidad Financiera después de Impuestos (ROE_{dT}): Es la destinada a los propietarios y relaciona el Resultado del Ejercicio con los Recursos Propios. Esta rentabilidad será adecuada cuando supere a la Rentabilidad Económica (ROIC).

$$ROE_{dT} = \frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{RP} \quad \text{(Fórmula 3.4)}$$

- Rentabilidad media de la deuda (ROD): Es la destinada a los prestamistas. Será adecuada cuando no supere a la Rentabilidad Económica (ROIC) ni a la Financiera (ROE).

$$ROD_{dT} = \frac{GF*(1-t_e)}{RAC} \quad \text{(Fórmula 3.5)}$$

Para el cálculo de estas rentabilidades siguiendo a Rojo (2011), es preciso calcular dos magnitudes: El Capital Invertido medio (CI_m) y el Coste Medio Ponderado (k₀).

Para calcular el Capital Invertido basta con restar al Activo los Acreedores Comerciales y Otros Pasivos Circulantes

Por otro lado, el Coste Medio Ponderado (k₀) es un indicador que nos permite evaluar la bondad de las inversiones llevadas a cabo, siendo representado de la siguiente forma:

$$k_0 = k_e * \frac{RP}{RP+RAC} + ROD * (1 - t) * \frac{RAC}{RP+RAC} \quad \text{(Fórmula 3.6)}$$

El objetivo de los gestores siempre será el de maximizar el beneficio de los accionistas tomando la mejor estructura de capital posible. Para ello, es necesario que la empresa se encuentre en una situación de apalancamiento financiero positivo, es decir, que el ROIC sea superior al ROD para que el ROE aumente al aumentar los Recursos Ajenos. La relación entre el ROIC y el ROE viene dada por la siguiente fórmula:

$$ROE = \left[ROIC + (ROIC - ROD) * \frac{RA}{RP} \right] * (1 - t_e) \quad (\text{Fórmula 3.7})$$

Por lo tanto:

Si $ROIC > ROD$; a mayor deuda, mayor ROE → Apalancamiento financiero positivo

Si $ROIC < ROD$; a mayor deuda, menor ROE → Apalancamiento financiero negativo

Esto nos resultará útil para comprobar en la Solvencia a Largo Plazo si la empresa debería o no endeudarse más.

Además de estas 3 rentabilidades, también se analizará la Rentabilidad Financiera Autogenerada después de Intereses e Impuestos (RFA_{dIT}). Se trata de una rentabilidad que aunque se aproxima a los flujos de tesorería (debido al cálculo del RGO), no abandona el concepto “económico” y muestra la capacidad de generación de recursos financieros internos por parte de la empresa.

$$RFA_{dIT} = \frac{RGO}{RP_m} \quad (\text{Fórmula 3.8})$$

Dónde RGO (Resultados Generados en las Operaciones) es igual al Resultado Antes de Impuestos (RAI) más los ajustes a ese resultado (ARAI).

Esta rentabilidad también puede ser utilizada como instrumento de gestión descomponiéndose en margen y rotación.

Margen Financiero (m_f): Indica el Beneficio, en nuestro caso antes de impuestos, que es capaz de obtener la empresa por cada euro de ventas.

$$m_{fa} = \frac{RGO}{CNN} \quad (\text{Fórmula 3.9})$$

Rotación (r): Indica el número de veces que el inversor puede recuperar su inversión con la Cifra Neta de Negocios.

$$r = \frac{CNN}{CI_m} \quad (\text{Fórmula 3.10})$$

3.2.2. Solvencia a corto plazo y liquidez

Entendemos por solvencia a corto plazo (SCP) la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus pagos en el corto plazo, es decir, en un año o menos. Para medirla utilizaremos 3 ratios.

- Fondo de Maniobra (l_1): Es, sin duda, una de las mejores formas de medir la solvencia a corto plazo de una empresa, restando a los Activos Corrientes los Pasivos Corrientes. Para que el Fondo de Maniobra sea positivo este ratio debe ser mayor que 1. En términos de ratio quedaría expresado de la siguiente forma:

$$l_1 = \frac{AC}{PC} \quad (\text{Fórmula 3.11})$$

- Test Ácido (l_2): Es igual al anterior, con la diferencia de que excluye aquellas partidas del Activo Corriente que pueden convertirse en un periodo relativamente corto de tiempo en dinero, eliminando así las Existencias. Para que este ratio sea bueno debe estar próximo a 1.

$$l_2 = \frac{AC-Ex}{PC} \quad (\text{Fórmula 3.12})$$

- Liquidez inmediata (l_3): Trata de ver hasta qué punto una empresa es capaz de hacer frente a sus compromisos de pago con la liquidez que disponga a cierre del ejercicio. Este ratio debe ser inferior a 0,2.

$$l_3 = \frac{DISP}{PC} \quad (\text{Fórmula 3.13})$$

Además de los ratios mencionados para valorar la liquidez de la empresa, es importante conocer la capacidad que esta posee para convertir sus activos inmediatos en líquido, es decir, la capacidad de sus productos finales. Para ello, se calculará también el Periodo Medio de Pago a Proveedores y de Cobro a Clientes, y así saber cuánto tarda la empresa en recibir dinero por sus productos, así como cuánto tarda en pagar a sus proveedores.

Periodo Medio de Pago a Proveedores: Son los días que de media tarda una empresa en pagar a sus proveedores.

$$PMPP = \frac{D_n - D_{n-1}}{2} * 360 \quad (\text{Fórmula 3.14})$$

Periodo Medio de Cobro a Clientes: Son los días que de media tarda una empresa en cobrar a sus clientes.

$$PMCC = \frac{Cl_n - Cl_{n-1}}{Vent_n} * 360 \quad (\text{Fórmula 3.15})$$

3.2.3. Solvencia a largo plazo

Se entiende por Solvencia a Largo Plazo (SLP) la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus compromisos de pago a largo plazo, es decir, en más de un año. Para su medida utilizaremos tres ratios.

- Endeudamiento (e): Pone de manifiesto la estructura financiera de la empresa, viendo si esta da preferencia a sus Recursos Propios o Ajenos. Cuanto mayor sea el ratio, más importancia tendrán los Recursos Ajenos.

$$e = \frac{RA}{RP} \quad (\text{Fórmula 3.16})$$

- Apalancamiento Financiero o Nivel de Endeudamiento (e₂): Mide el nivel de deuda de la empresa.

$$e_2 = (1 + e) \quad (\text{Fórmula 3.17})$$

- Endeudamiento clásico 3 (e_{ET/AT}): Expresa la relación entre el Exigible y el Activo. Algunos estudios, como el de Oriol Amat (2006) sitúan el valor óptimo de este ratio entre 0,5 y 0,65. Si fuera superior a 0,65 la empresa tendría un volumen de deudas excesivo, mientras que si es inferior a 0,5 lo excesivo serían sus recursos propios.

$$e_{ET/AT} = \frac{ET}{AT} \quad (\text{Fórmula 3.18})$$

3.2.4. Ratios bursátiles

Se trata de ratios en los que todas o algunas de las magnitudes se expresan en base al valor de mercado en lugar del valor contable. En este caso utilizaremos dos ratios.

- PER (Price Earnings Ratio): se calcula dividiendo la última cotización de las acciones entre el Beneficio por Acción. A menor valor del PER, más baratas serán las acciones y viceversa.

$$PER = \frac{\text{Cotización}}{BPA^*} \quad (\text{Fórmula 3.19})$$

*El Beneficio por Acción se calcula de la siguiente forma:

$$BPA = \frac{\text{Rtdo.del Ejercicio}}{N^{\circ} \text{ acciones}} \quad (\text{Fórmula 3.20})$$

- Relación entre el Valor de Mercado y Valor Contable: se divide la última cotización de las acciones entre el Valor Contable de la Acción. A mayor valor de este ratio, mayor será el precio de la acción en comparación con su valor contable, y viceversa.

$$\text{Relación entre } VM_{acc} \text{ y } VC_{acc} = \frac{\text{Cotización}}{VC_{acc}^*} \quad (\text{Fórmula 3.21})$$

*El Valor Contable de la Acción se calcula:

$$VC_{acc} = \frac{PN}{n^{\circ} \text{ de acciones}} \quad (\text{Fórmula 3.22})$$

4. Análisis económico-financiero de Alcampo, S.A.

En este apartado procederemos a analizar la primera de las empresas propuestas: Alcampo, S.A. Sus Cuentas Anuales completas se encuentran en el Anexo 1.

4.1. Cuentas Anuales

Balance reformulado

En líneas generales, como se puede ver en la Tabla 4.1., los Activos Totales de Alcampo han ido decreciendo a lo largo del periodo estudiado, alcanzando su mínimo en 2014 con 1.033.068 miles de €.

Tabla 4.1. Activo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).

ACTIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Activo Fijo [AF]	671.951	64%	706.177	68%	767.104	73%	777.444	71%	764.383	65%
Activo Inmovilizado	663.507	63%	697.068	67%	756.339	72%	767.644	70%	753.832	64%
Activos tangibles e intangibles	663.507	63%	697.068	67%	756.339	72%	767.644	70%	753.832	64%
Activo Financiero [AFf]	8.444	1%	9.109	1%	10.765	1%	9.800	1%	10.551	1%
Activo circulante [AC]	310.689	29%	295.816	29%	275.461	26%	310.599	28%	377.173	32%
Existencias	210.213	20%	208.494	20%	186.496	18%	189.980	17%	229.799	19%
Deudores comerciales	57.154	5%	49.553	5%	47.151	4%	65.516	6%	89.981	8%
Otros activos circulantes	18.096	2%	14.090	1%	12.431	1%	9.056	1%	8.790	1%
Disponible	25.226	2%	23.679	2%	29.383	3%	46.047	4%	48.603	4%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AExp})	72.634	7%	31.075	3%	13.881	1%	13.600	1%	41.478	4%
ACTIVO TOTAL [AT]	1.055.274	100%	1.033.068	100%	1.056.446	100%	1.101.643	100%	1.183.034	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

A pesar de lo dicho en el apartado de metodología, el peso de los activos recae en el Activo Fijo, que en el año 2015 suponía aproximadamente un 64% del total, lo cual puede deberse a las grandes infraestructuras que necesitan para poder distribuir sus productos.

En el Activo Circulante predominan las existencias, algo lógico al ser una empresa dedicada a la distribución, seguida de los deudores comerciales que son clientes en su mayor parte. Estos suponían en el año 2015 el 20% y el 5% del circulante, respectivamente. Además, el Activo Circulante es la magnitud que más ha variado, alcanzando su valor mínimo en el año 2013.

En la Tabla 4.2 se puede ver la evolución de las magnitudes comentadas anteriormente.

Tabla 4.2. Evolución por índices del Activo de Alcampo, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Fijo [AF]	100,00	101,71	100,36	92,39	87,91
Activo Circulante [AC]	100,00	77,44	69,11	78,08	91,56
ACTIVO TOTAL [AT]	100,00	93,12	89,30	87,32	89,20

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por otro lado, la evolución del Patrimonio Neto y Pasivo (véase Tabla 4.3), refleja como el Pasivo es el predominante frente a los Recursos Propios, suponiendo un 81% del total en el año 2015.

Tabla 4.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).

PN Y PASIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Recursos Propios (RP)	195.433	19%	203.584	20%	198.585	19%	185.768	17%	193.164	16%
Capital social	106.956	10%	106.956	10%	106.956	10%	106.956	10%	106.956	9%
Beneficios retenidos	22.427	2%	39.892	4%	33.594	3%	-19.562	-2%	48.111	4%
RTDO DEL EJERCICIO	66.050	6%	54.873	5%	54.644	5%	95.807	9%	37.735	3%
Otros Recursos propios	0	0%	1.863	0%	3.391	0%	2.567	0%	362	0%
Pasivo [ET]	859.841	81%	829.484	80%	857.861	81%	915.875	83%	989.870	84%
Recursos ajenos a L.P	111.515	11%	80.929	8%	38.734	4%	46.449	4%	46.275	4%
Pasivo circulante	748.326	71%	748.555	72%	819.127	78%	869.426	79%	943.595	80%
Acreeedores comerciales	710.486	67%	712.493	69%	779.587	74%	817.907	74%	908.847	77%
Oblig. financieras C.P	23.246	2%	18.417	2%	16.619	2%	25.315	2%	11.664	1%
Otros pasivos circulantes	14.594	1%	17.645	2%	22.921	2%	26.204	2%	23.084	2%
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	1.055.274	100%	1.033.068	100%	1.056.446	100%	1.101.643	100%	1.183.034	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Asimismo, el Patrimonio Neto sufrió una serie de altibajos a lo largo de los años estudiados, debido fundamentalmente a los Beneficios Retenidos, que llegaron a ser negativos en el año 2012, y al Resultado del Ejercicio. Sin embargo, el Pasivo siguió una tónica decreciente exceptuando el año 2015, donde vivió el primer incremento en el periodo. Esta evolución puede verse en la Tabla 4.4.

Tabla 4.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Alcampo, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos Propios (RP)	100,00	96,17	102,81	105,39	101,17
Pasivo [ET]	100,00	92,52	86,66	83,80	86,86
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	100,00	92,65	88,85	86,88	88,75

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por último, centrándonos ya en el Pasivo, observamos como el Pasivo Circulante predomina ante los Recursos Ajenos a largo plazo, aunque estos últimos han ido aumentando de forma considerable en el periodo, pasando de 46.275 miles de € en 2011 a 111.515 miles de € en el año 2015. La partida más destacada del Pasivo Circulante es la de los Acreeedores Comerciales, suponiendo en el año 2015 casi el 67% del circulante. En la Tabla 4.5 puede verse esta evolución.

Tabla 4.5. Evolución por índices del Pasivo de Alcampo, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos ajenos a L.P [RALP]	100,00	100,38	83,70	174,89	240,98
Pasivo circulante [PC]	100,00	92,14	86,81	79,33	79,31
PASIVO [ET]	100,00	92,52	86,66	83,80	86,86

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada puede consultarse en la Tabla 4.6.

Tabla 4.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Alcampo S.A. (mil €).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	3.171.753	3.125.054	3.139.226	3.216.411	3.244.382
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0	0	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación.	15.420	11.618	13.934	17.016	19.285
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	3.187.173	3.136.672	3.153.160	3.233.427	3.263.667
4. Aprovisionamientos.	-2.535.359	-2.506.686	-2.517.441	-2.578.412	-2.604.461
7. Otros gastos de explotación.	-202.711	-196.795	-200.369	-205.890	-208.030
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	449.103	433.191	435.350	449.125	451.176
6. Gastos de personal.	-301.195	-290.732	-291.737	-303.604	-303.983
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	147.908	142.459	143.613	145.521	147.193
8. Amortización del inmovilizado.	-65.737	-69.913	-69.572	-64.751	-62.682
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0	897	1.049	819	94
10. Excesos de provisiones.	0	0	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	686	-2.470	-2.897	-1.884	-25.194
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	82.857	70.973	72.193	79.705	59.411
12. Ingresos financieros.	11.705	6.345	7.412	44.707	3.158
13. Gastos financieros.	-4.707	-4.957	-5.368	-7.554	-8.793
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0	-158	-1	-1	0
15. Diferencias de cambio.	0	0	-123	360	-818
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0	0	0	0	7.213
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	6.998	1.230	1.920	37.512	760
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	89.855	72.203	74.113	117.217	60.171
17. Impuestos sobre beneficios.	-23.805	-17.330	-19.469	-21.410	-22.436
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)	66.050	54.873	54.644	95.807	37.735
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0	0	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	66.050	54.873	54.644	95.807	37.735

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Resultado del Ejercicio, en general, se mantuvo estable, con una tendencia a la alza, en los 3 últimos años estudiados, después de alcanzar su nivel más bajo en el año 2011 y el más alto en el 2012.

El Valor de la Producción permaneció estable a lo largo de todo el periodo, al igual que el Resultado Bruto de Explotación que tendió a decrecer excepto en el año 2015, donde volvió a situarse en cifras similares a las del 2011.

Es en el Resultado Neto de Explotación donde comienzan a verse los primeros altibajos, debido en gran parte a las amortizaciones y los resultados por enajenaciones del inmovilizado. De igual forma, el Resultado Financiero también experimentó subidas y bajadas a consecuencia, principalmente, de los Ingresos Financieros. En la Tabla 4.7 puede verse lo comentado anteriormente.

Tabla 4.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Alcampo, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor de la Producción (VP)	100,00	99,07	96,61	96,11	97,66
EBITDA	100,00	98,86	97,57	96,78	100,49
Resultado Neto de Explotación (RNE)	100,00	134,16	121,51	119,46	139,46
Resultado Financiero	100,00	4.935,79	252,63	161,84	920,79
RESULTADO DEL EJERCICIO	100,00	253,89	144,81	145,42	175,04

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por lo tanto, en lo que se refiere a las ventas y otras magnitudes como los aprovisionamientos o gastos de personal, Alcampo se mantuvo estable, siendo las amortizaciones, deterioros e ingresos las partidas que más variaciones experimentaron.

Estado de Flujos de Efectivo reformulado

Tal y como muestra la Tabla 4.8., las disponibilidades de Alcampo han sido siempre positivas, aunque decrecientes en el tiempo.

En todo el periodo analizado, los flujos libres de tesorería económicos son superiores a los flujos de efectivo de las actividades financieras, siendo estos últimos negativos debido al pago de dividendos a los propietarios efectuado cada año. Esto hace que la Variación de Tesorería de las Actividades sea negativa excepto en el año 2011, teniendo los flujos de tesorería ajenos a la actividad un peso poco significativo en el EFE.

Tabla 4.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Alcampo, S.A. (mil €).

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
Flujos de efectivo operativos (FTO)	108.398	114.089	65.385	150.082	89.678
(+) Flujos de efectivo por inversiones económicas (FTIe)	-43.435	-63.506	-46.704	-60.193	53.422
(=) Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)	64.963	50.583	18.681	89.889	143.100
(+) Flujos de efectivo de los prestamistas (FTD)	3.210	-3.332	20.452	9.206	-9.210
(+) Flujos de efectivo de los propietarios (FTP)	-72.338	-55.119	-55.269	-102.039	-123.782
(=) Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)	-69.128	-58.451	-34.817	-92.833	-132.992
Variación de Tesorería de las Actividades (FTt)	-4.165	-7.868	-16.136	-2.944	10.108
(+) Flujos de tesorería ajenos a la actividad (FTat)	5.712	1.501	-528	388	1.439
(=) Variación de Tesorería del Ejercicio (FT)	1.547	-6.367	-16.664	-2.556	11.547
(+) Disponibilidades al comienzo del ejercicio (DISPi)					
	23.679	29.383	46.047	48.603	37.056
(=) Disponibilidades al final del ejercicio					
	25.226	23.016	29.383	46.047	48.603

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

A pesar de eso, la tesorería de Alcampo es positiva en todos los años, experimentando una pequeña subida en el año 2015 que pone fin a su evolución decreciente.

4.2. Rentabilidad

Los ratios relativos a la rentabilidad de Alcampo pueden verse en la Tabla 4.9, y observamos como el ROIC tiene el mismo valor que k_0 en todos los años estudiados. Sin embargo, esta situación impediría a la empresa la creación de valor. La Rentabilidad Financiera es siempre superior a la Rentabilidad Económica, por tanto los accionistas estarían recibiendo beneficios. De igual forma, la Rentabilidad de la Deuda está muy por debajo del ROE y ROIC, por lo que sus decisiones de endeudamiento, a priori, son las correctas.

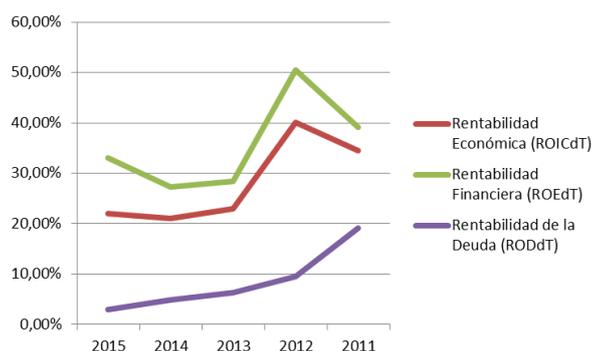
Tabla 4.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Alcampo, S.A.

Rentabilidades Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad Económica (ROICdT)	21,96%	21,06%	22,92%	40,10%	34,45%
Rentabilidad Financiera (ROEdT)	33,11%	27,29%	28,43%	50,57%	39,07%
Rentabilidad de la Deuda (RODdT)	2,96%	4,87%	6,23%	9,52%	19,04%
k_0 (dT) (promedio ponderado)	21,96%	21,06%	22,92%	40,10%	34,45%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Según los datos obtenidos, Alcampo se encontraría en una situación de apalancamiento financiero positivo, ya que su ROIC es superior a su ROD en todo momento. Esta situación puede observarse con más claridad en el Gráfico 4.1.

Gráfico 4.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Alcampo, S.A.



Fuente: Elaboración propia

Respecto a la Rentabilidad Financiera Autogenerada, cuyos resultados pueden verse en la Tabla 4.10., afirmamos que Alcampo tiene una buena capacidad de generación de recursos financieros internos, alcanzando en el año 2011 un 138,05%, valor que fue decreciendo hasta llegar a un 57,88% en el 2015.

Tabla 4.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Alcampo, S.A.

Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
RFAdT	57,88%	59,26%	66,93%	64,40%	138,05%
Margen Final (mfa)	3,64%	3,81%	4,10%	3,79%	4,11%
Rotación (r)	10,02	11,22	12,28	12,65	25,84

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El margen final de la empresa es también bueno, obteniendo de media un 3,7% de beneficio por cada euro de ventas. Lo mismo ocurre con la rotación, ya que el accionista recuperaría su inversión una media de 11 veces solo con la Cifra Neta de Negocios, aunque sus valores han ido bajando progresivamente.

4.3. Solvencia a Corto y Liquidez y Solvencia a Largo Plazo.

Los ratios relativos a la solvencia a corto plazo se encuentran en la Tabla 4.11.

Tabla 4.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Alcampo, S.A.

Solvencia a Corto Plazo y Liquidez	2015	2014	2013	2012	2011
Fondo de Maniobra (I1)	0,42	0,40	0,34	0,36	0,4
Test Ácido (I2)	0,13	0,12	0,11	0,14	0,16
Liquidez Inmediata (I3)	0,03	0,03	0,04	0,05	0,05

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En primer lugar, es necesario destacar que el ratio relativo al Fondo de Maniobra es menor que 1 en todos los años analizados, lo que significa que es negativo. Esto indicaría que Alcampo no dispondría de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus pagos, situación que se reafirma observando el test ácido con sus valores más próximos a 0 que a 1.

Por el contrario, la liquidez inmediata si es inferior a 0,2, lo que quiere decir que la empresa podría hacer frente a sus pagos con sus activos más líquidos, siendo preciso recordar que posee unas disponibilidades adecuadas, como se comprobó en el Estado de Flujos de Efectivo pro-forma.

Por lo tanto, podríamos concluir diciendo que, a pesar de que Alcampo puede hacer frente a los pagos con su liquidez inmediata, en general no tiene una buena solvencia a corto plazo, lo cual podría suponerle serios problemas si necesitara realizar pagos extraordinarios.

Además, observando los Periodos Medios de Cobro y Pago en la Tabla 4.12, vemos como Alcampo sale claramente beneficiado al ser su Periodo Medio de Cobro muy superior al de Pago, por lo que sus existencias son fácilmente convertibles en líquido.

Tabla 4.12. Períodos Medios de Pago y Cobro de Alcampo, S.A.

Periodos de Pago y Cobro	2015	2014	2013	2012	2011
Periodo Medio de Cobro	6	6	6	9	5
Periodo Medio de Pago	94	99	106	112	58
Saldo Neto Días (PMCC-PMPP)	-87	-94	-99	-103	-53

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Los ratios relativos a la Solvencia a Largo Plazo se encuentran en la Tabla 4.13.

Tabla 4.13. Solvencia a Largo Plazo de Alcampo, S.A.

Solvencia a Largo Plazo	2015	2014	2013	2012	2011
Endeudamiento (e)	0,69	0,49	0,28	0,39	0,30
Endeudamiento (e2)	1,59	1,38	1,33	1,34	1,3
Endeudamiento clásico 3 (ET/AT)	0,81	0,80	0,81	0,83	0,84

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, como ya podía intuirse viendo su Balance reformulado, los Recursos Ajenos de Alcampo tienen más importancia que los Propios.

Sin embargo, los datos referidos al endeudamiento clásico 3 son muy superiores al 0,65, por lo que la empresa tendría un exceso de capitales propios. Como ya se dijo anteriormente, Alcampo tiene un apalancamiento financiero positivo, lo que hace que aumentar sus Recursos Ajenos sea una decisión óptima para maximizar su ROE.

En resumen, la situación en la que se encuentra Alcampo es buena, a pesar de que su rentabilidad haya ido decreciendo a lo largo del periodo y su liquidez no sea la adecuada. Esto último lo soluciona con su facilidad de convertir sus existencias en líquido y sus tardíos pagos a proveedores. Destaca además su Solvencia a Largo Plazo que le permitiría seguir financiándose con Recursos Ajenos.

4.4. Información bursátil

Alcampo es una empresa que no cotiza en bolsa. Sin embargo, en el año 2002 lanzó una oferta pública de venta de acciones dirigida a sus trabajadores. Estas acciones permiten entrar en el capital del grupo Auchan a través de una sociedad comanditaria domiciliada en Luxemburgo y que se denomina Valauchan International. Dicha compañía agrupa el patrimonio de todos los accionistas de Auchan fuera de Francia.

5. Análisis económico financiero de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

En este apartado procederemos a analizar la segunda empresa propuesta: Centros Comerciales Carrefour, S.A. Sus Cuentas Anuales completas se encuentran en el Anexo 2.

5.1. Cuentas Anuales

Balance reformulado

Los Activos Totales de Carrefour, de forma general han ido decreciendo a lo largo del periodo estudiado, exceptuando el año 2015 donde experimentaron una leve subida (Tabla 5.1.).

Tabla 5.1. Activo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €)

ACTIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Activo Fijo [AF]	1.336.424	53%	1.318.654	54%	1.310.095	53%	1.444.447	54%	1.491.466	49%
Activo Inmovilizado	1.298.424	52%	1.279.984	52%	1.271.512	51%	1.405.483	52%	1.452.139	47%
Activos tangibles e intangibles	1.298.424	52%	1.279.984	52%	1.271.512	51%	1.405.483	52%	1.452.139	47%
Activo Financiero [AFf]	38.000	2%	38.670	2%	38.583	2%	38.964	1%	39.327	1%
Activo circulante [AC]	1.175.332	47%	1.135.446	46%	1.162.959	47%	1.236.617	46%	1.567.323	51%
Existencias	598.325	24%	568.822	23%	555.322	22%	587.344	22%	701.467	23%
Deudores comerciales	224.252	9%	206.751	8%	168.742	7%	184.957	7%	236.551	8%
Otros activos circulantes	47.714	2%	54.923	2%	57.702	2%	68.870	3%	31.661	1%
Disponible	305.025	12%	304.938	12%	381.163	15%	395.295	15%	597.229	20%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AExp})	16	0%	12	0%	30	0%	151	0%	415	0%
ACTIVO TOTAL [AT]	2.511.756	100%	2.454.100	100%	2.473.054	100%	2.681.064	100%	3.058.789	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En este caso, el Activo Fijo y Circulante están bastante equilibrados, suponiendo el primero aproximadamente el 53% de los Activos Totales en el 2015. Tal y como puede verse en la Tabla 5.2, la evolución de los activos ha ido siguiendo el mismo patrón a lo largo del periodo, experimentando su valor más bajo en el 2013 debido a la disminución de su inmovilizado material y sus existencias.

Tabla 5.2. Evolución por índices del Activo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Fijo [AF]	100,00	96,85	87,84	88,41	89,60
Activo circulante [AC]	100,00	78,90	74,20	72,44	74,99
ACTIVO TOTAL [AT]	100,00	87,65	80,85	80,23	82,12

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

El inmovilizado material es la partida más cuantiosa de los Activos Fijos, ya que tal y como se dijo en la empresa anterior, estos inmovilizados son necesarios para almacenar y distribuir los productos. En el Activo Circulante predominan las existencias, seguidas del

disponible, es decir, la tesorería. Estos suponían en el año 2015 el 24% y el 12% del circulante, respectivamente.

Por el contrario, en lo que se refiere al Patrimonio Neto y Pasivo, cuya evolución puede verse en la Tabla 5.3., es el Pasivo el predominante frente a los Recursos Propios, suponiendo un 78% del total en el año 2015.

Tabla 5.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

PN Y PASIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Recursos Propios (RP)	565.010	22%	433.336	18%	408.086	17%	533.781	20%	561.193	18%
Capital social	196.822	8%	196.822	8%	196.822	8%	196.822	7%	196.822	6%
Beneficios retenidos	97.395	4%	31.597	1%	148.292	6%	347.188	13%	254.465	8%
RTDO DEL EJERCICIO	266.046	11%	198.684	8%	58.820	2%	-10.443	0%	109.676	4%
Otros Recursos propios	4.747	0%	6.233	0%	4.152	0%	214	0%	230	0%
Pasivo [ET]	1.946.746	78%	2.020.764	82%	2.064.968	83%	2.147.283	80%	2.497.596	82%
Recursos ajenos a L.P	9.945	0%	7.499	0%	8.173	0%	94.327	4%	96.254	3%
Pasivo circulante	1.936.801	77%	2.013.265	82%	2.056.795	83%	2.052.956	77%	2.401.342	79%
Acreedores comerciales	1.764.783	70%	1.819.497	74%	1.896.198	77%	1.874.030	70%	2.212.141	72%
Oblig. financieras C.P	122.897	5%	134.380	5%	97.505	4%	107.904	4%	129.767	4%
Otros pasivos circulantes	49.121	2%	59.388	2%	63.092	3%	71.022	3%	59.434	2%
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	2.511.756	100%	2.454.100	100%	2.473.054	100%	2.681.064	100%	3.058.789	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Patrimonio Neto se mantuvo estable a lo largo de los años estudiados, a excepción de la fuerte bajada del año 2013, siendo los Beneficios Retenidos y el Resultado del Ejercicio las partidas que más cambios experimentaron, aunque no consiguieron hacer variar demasiado dicho Patrimonio ya que se equilibraron entre ellas. Sin embargo, el Pasivo siguió una tónica decreciente a lo largo de todo el periodo. Esta evolución puede verse en la Tabla 5.4.

Tabla 5.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos Propios (RP)	100,00	95,12	72,72	77,22	100,68
Pasivo [ET]	100,00	85,97	82,68	80,91	77,94
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	100,00	87,65	80,85	80,23	82,12

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por último, centrándonos en el Pasivo (Tabla 5.5), observamos como el Pasivo Circulante predomina ampliamente ante los Recursos Ajenos a largo plazo. Además, estos Recursos a largo plazo pasaron de 96.254 miles de € en 2011 a 9.945 miles de € en 2015, lo cual supone una bajada considerable. Los Acreedores Comerciales son la partida más destacada del Pasivo Circulante, suponiendo en el año 2015 el 70% del total del Pasivo Circulante.

Tabla 5.5. Evolución por índices del Pasivo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos ajenos a L.P [RALP]	100,00	98,00	8,49	7,79	10,33
Pasivo circulante [PC]	100,00	85,49	85,65	83,84	80,65
PASIVO [ET]	100,00	85,97	82,68	80,91	77,94

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada puede consultarse en la Tabla 5.6.

Tabla 5.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	7.346.328	7.333.295	7.355.180	7.532.393	7.897.178
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0	0	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación.	118.587	114.548	98.807	78.599	823.699
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	7.464.915	7.447.843	7.453.987	7.610.992	8.720.877
4. Aprovisionamientos.	-6.015.365	-6.064.636	-6.080.709	-6.236.755	-7.229.384
7. Otros gastos de explotación.	-649.371	-655.878	-655.208	-629.290	-657.135
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	800.179	727.329	718.070	744.947	834.358
6. Gastos de personal.	-638.136	-616.488	-634.026	-642.375	-664.605
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	162.043	110.841	84.044	102.572	169.753
8. Amortización del inmovilizado.	-92.156	-85.686	-93.806	-106.033	-103.929
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0	0	0	0	0
10. Excesos de provisiones.	0	0	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-5.830	1.157	-26.726	-35.208	-25.655
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	64.057	26.312	-36.488	-38.669	40.169
12. Ingresos financieros.	202.445	173.984	110.468	4.930	55.948
13. Gastos financieros.	-445	-291	-6.419	-1.386	-6.534
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0	0	0	0	0
15. Diferencias de cambio.	-4	-2	-2	28	20
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0	-4.765	-7.038	259	12.443
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	201.996	168.926	97.009	3.831	61.877
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	266.053	195.238	60.521	-34.838	102.046
17. Impuestos sobre beneficios.	-11.520	-8.067	-13.198	13.082	-2.937
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)	254.533	187.171	47.323	-21.756	99.109
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0	0	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	254.533	187.171	47.323	-21.756	99.109

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Resultado del Ejercicio es bastante irregular, llegando a ser negativo en el año 2012 y alcanzando su valor más alto en el año 2015.

El Valor de la Producción permaneció estable a lo largo de todo el periodo, no pudiendo decir lo mismo del RBE que tuvo su valor más bajo en el 2013 debido al aumento de los gastos de personal y otros gastos de explotación.

Es en el Resultado Neto de Explotación donde se aprecian los altibajos más importantes, ocasionados, principalmente, por las amortizaciones del inmovilizado. De igual forma, el Resultado Financiero también experimentó subidas y bajadas, sobre todo en los primeros tres años del periodo estudiado a consecuencia de los Ingresos Financieros y el deterioro de los instrumentos financieros.

La evolución de las magnitudes comentadas anteriormente aparecen en la Tabla 5.7.

Tabla 5.7. Evolución por índices de la Cuenta de Resultados de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor de la Producción (VP)	100,00	87,27	85,47	85,40	85,60
EBITDA	100,00	60,42	49,51	65,30	95,46
Resultado Neto de Explotación	100,00	-96,27	-90,84	65,50	159,47
Resultado Financiero	100,00	6,19	156,78	273,00	326,45
RESULTADO DEL EJERCICIO	100,00	-21,95	47,75	188,85	256,82

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Estado de Flujos de Efectivo reformulado

Las disponibilidades de Carrefour, que pueden verse en la Tabla 5.8., son bastante cuantiosas aunque decrecientes en el tiempo.

Tabla 5.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Centros Comerciales Carrefour, S.A. (mil €).

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO PROFORMA	2015	2014	2013	2012	2011
<i>Flujos de efectivo operativos (FTO)</i>	253.250	145.485	257.487	244.740	237.701
<i>(+) Flujos de efectivo por inversiones económicas (FTIe)</i>	-106.504	-87.695	-89.896	-125.038	-192.227
<i>(-) Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)</i>	146.746	57.790	167.591	119.702	45.474
<i>(+) Flujos de efectivo de los prestamistas (FTD)</i>	-26.385	25.808	-11.863	21.187	-122.989
<i>(+) Flujos de efectivo de los propietarios (FTP)</i>	-121.373	-160.228	-171.378	0	230
<i>(-) Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)</i>	-147.758	-134.420	-183.241	21.187	-122.759
Variación de Tesorería de las Actividades (FTt)	-1.012	-76.630	-15.650	140.889	-77.285
<i>(+) Flujos de tesorería ajenos a la actividad (FTat)</i>	1.099	405	1.518	-344.574	11.977
<i>(-) Variación de Tesorería del Ejercicio (FT)</i>	87	-76.225	-14.132	-203.685	-65.308
(+) Disponibilidades al comienzo del ejercicio (DISPi)	304.938	381.163	395.295	597.229	662.537
(-) Disponibilidades al final del ejercicio	305.025	304.938	381.163	393.544	597.229

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

A pesar de las fuertes inversiones económicas que lleva a cabo la empresa, sus flujos libres de tesorería económicos son positivos. El pago de dividendos causó que los flujos de efectivo de las actividades financieras fueran negativos, exceptuando el año 2012 donde no

existen flujos de efectivo de los propietarios; y el 2011 donde fueron los flujos de tesorería de los prestamistas los causantes de la cifra negativa. Por lo tanto, la variación que se obtiene de la tesorería de las actividades es negativa. Además, los flujos de tesorería ajenos a la actividad no resultan relevantes dentro del EFE, exceptuando los relativos al año 2012 que pertenecen a otros activos financieros de la empresa.

No obstante, las disponibilidades al comienzo del ejercicio son las responsables de que a pesar de las variaciones negativas, la tesorería disponible de Carrefour al final de cada ejercicio sea positiva.

5.2. Rentabilidad

En la Tabla 5.9 aparecen los ratios relativos a la rentabilidad de Carrefour y vemos como el ROIC tiene el mismo valor que k_0 en todos los años estudiados, haciendo que la empresa no llegue a crear valor. La Rentabilidad Financiera es superior a la Rentabilidad Económica, recibiendo así los accionistas beneficios a excepción del año 2012, donde esta rentabilidad es negativa y, por tanto, inferior a la Económica. Por último, la Rentabilidad de la Deuda está muy por debajo del ROE y ROIC, algo que se podía llegar a intuir al observar sus Recursos Ajenos a largo plazo, exceptuando de nuevo el año 2012 en el que las rentabilidades negativas hacen que el ROD sea superior.

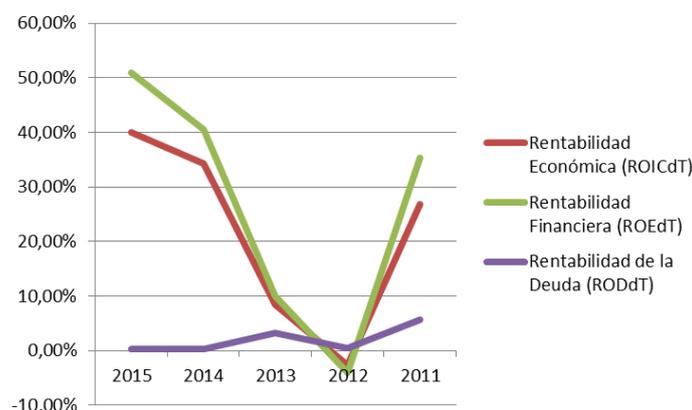
Tabla 5.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Rentabilidades Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad Económica (ROICdT)	40,05%	34,33%	8,38%	-2,74%	26,79%
Rentabilidad Financiera (ROEdT)	50,99%	40,49%	10,05%	-3,97%	35,32%
Rentabilidad de la Deuda (RODdT)	0,31%	0,23%	3,26%	0,40%	5,62%
k_0 (dT) (promedio ponderado)	40,05%	34,33%	8,38%	-2,74%	26,79%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Exceptuando el año 2012, en el que tanto el ROIC como el ROE fueron negativos, el ROIC está por encima del ROD en todo momento, lo que nos llevaría a una situación de apalancamiento financiero positivo donde un mayor nivel de Recursos Ajenos llevaría consigo un aumento en el beneficio de los accionistas. Esta situación puede apreciarse con más claridad en el Gráfico 5.1.

Gráfico 5.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.



Fuente: Elaboración propia

Respecto a la Rentabilidad Financiera Autogenerada (Tabla 5.10.), se podría decir que la generación de recursos financieros de Carrefour es buena, a pesar de ser un valor que pasó de un 57,12% en 2011 a un 30,07% en 2015, recuperándose de su cifra mínima en 2013 (un 13,68%).

Tabla 5.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
RFAdT	30,26%	21,04%	13,27%	17,34%	66,87%
Margen Final (mfa)	2,06%	1,21%	0,85%	1,26%	2,38%
Rotación (r)	11,54	13,47	11,77	9,89	20,06

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El margen final de la empresa no es muy bueno aunque es positivo, obteniendo de media un 1,55% de beneficio por cada euro de ventas. Sin embargo los datos referidos a la rotación si lo son, ya que el accionista recuperaría su inversión una media de 13 veces solo con la Cifra Neta de Negocios.

5.3. Solvencia a Corto plazo y Liquidez y Solvencia a Largo plazo

En la Tabla 5.11 se encuentran los ratios relativos a la solvencia a corto plazo.

Tabla 5.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Solvencia a Corto Plazo y Liquidez	2015	2014	2013	2012	2011
Fondo de Maniobra (I1)	0,61	0,56	0,57	0,60	0,65
Test Ácido (I2)	0,30	0,28	0,30	0,32	0,36
Liquidez Inmediata (I3)	0,16	0,15	0,19	0,19	0,25

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En primer lugar, es necesario hacer hincapié en que el ratio relativo al Fondo de Maniobra es menor que 1 en todos los años analizados, lo que significa que Carrefour cuenta con un Fondo de Maniobra negativo. Esto indicaría que la empresa no dispondría de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus pagos, situación que se reafirma observando el Test Ácido con unos valores más próximos a 0 que a 1. Además, la Liquidez Inmediata está muy cercana al 0,2 llegando incluso a sobrepasar dicho número en el año 2011, lo que implica que la capacidad de hacer frente a sus pagos con sus disponibles o activos más líquidos (dinero) también estaría limitada.

Además, observando los Periodos Medios de Cobro y Pago en la Tabla 5.12, vemos como Carrefour sale claramente beneficiado al ser su Periodo Medio de Cobro muy superior al de Pago, por lo que sus existencias son fácilmente convertibles en líquido.

Tabla 5.12. Periodos Medios de Cobro y Pago de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Periodos de Pago y Cobro	2015	2014	2013	2012	2011
Periodo Medio de Cobro	11	9	9	10	5
Periodo Medio de Pago	97	100	101	107	50
Saldo Neto Días (PMCC-PMPP)	-86	-90	-92	-97	-45

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, la solvencia a corto plazo de Carrefour no es la adecuada, ya que no dispone de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus compromisos de pago. Sin embargo, la empresa logra hacer frente a esta situación gracias a su facilidad para convertir sus existencias en líquido, aunque no es recomendable seguir esta estrategia en el largo plazo.

Los ratios relativos a su Solvencia a Largo Plazo se encuentran en la Tabla 5.13.

Tabla 5.13. Solvencia a Largo Plazo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Solvencia a Largo Plazo	2015	2014	2013	2012	2011
Endeudamiento (e)	0,24	0,33	0,26	0,38	0,40
Endeudamiento (e2)	1,28	1,29	1,33	1,39	1,4
Endeudamiento clásico 3 (ET/AT)	0,78	0,82	0,83	0,80	0,82

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, los Recursos Ajenos predominan ante los Propios. Sin embargo, a pesar de ser una empresa en la que predomina la deuda, el endeudamiento clásico 3 revela que estaría haciendo un uso excesivo de los Recursos Propios, pues es superior a 0,65 en todo el periodo. Al igual que la anterior, tiene un apalancamiento financiero positivo, por lo que podría seguir endeudándose.

Para finalizar con Carrefour, podemos decir que se trata de una empresa que podría llevar a cabo otro tipo de estrategia (propuesta más adelante) para maximizar su valor. Su Solvencia a Corto Plazo es inadecuada exceptuando sus periodos medios, por lo que a pesar de su escasa liquidez, sus existencias se podrían convertir fácilmente en líquido. Sin embargo, cuenta con una buena Solvencia a Largo Plazo pudiendo endeudarse más si así lo creyera conveniente.

5.4. Información bursátil

En el año 2004, Centros Comerciales Carrefour, S.A. decidió excluir sus acciones de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona mediante la realización de una oferta pública de adquisición sobre sus propias acciones. Por lo tanto, esta empresa no cotiza en bolsa, aunque si lo hace la matriz global.

6. Análisis económico financiero de DIA, S.A.

En este apartado procederemos a analizar la tercera empresa propuesta: Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. Sus Cuentas Anuales completas se encuentran en el Anexo 3.

6.1. Cuentas Anuales

Balance reformulado

Tal y como puede apreciarse en la Tabla 6.1, sus Activos sufrieron una serie de altibajos de forma generalizada, alcanzado su mayor valor en el año 2013 para luego caer en su valor más bajo en el año 2014. En este caso, tanto los Activos Fijos como los Circulantes tienen un peso más equitativo, representando estos Activos Fijos el 57% del Activo en el año 2015.

Tabla 6.1. Activo reformulado de DIA, S.A. (mil €)

ACTIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Activo Fijo [AF]	1.393.251	57%	1.162.359	56%	2.248.910	81%	2.254.215	79%	1.863.349	68%
Activo Inmovilizado	1.327.106	55%	1.103.840	53%	2.067.557	74%	2.078.923	73%	1.797.010	66%
Activos tangibles e intangibles	1.327.106	55%	1.103.840	53%	2.067.557	74%	2.078.923	73%	1.797.010	66%
Activo Financiero [AFf]	66.145	3%	58.519	3%	181.353	7%	175.292	6%	66.339	2%
Activo circulante [AC]	1.041.173	43%	913.807	44%	535.531	19%	582.309	21%	869.261	32%
Existencias	225.347	9%	203.954	10%	182.852	7%	183.458	6%	188.872	7%
Deudores comerciales	428.604	18%	343.736	17%	240.569	9%	207.471	7%	180.169	7%
Otros activos circulantes	162.780	7%	172.846	8%	41.540	1%	24.367	1%	44.795	2%
Disponible	25.521	1%	11.239	1%	29.203	1%	88.903	3%	42.720	2%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AExp})	198.921	8%	182.032	9%	41.367	1%	78.110	3%	412.705	15%
ACTIVO TOTAL [AT]	2.434.424	100%	2.076.166	100%	2.784.441	100%	2.836.524	100%	2.732.610	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Su evolución se encuentra en la Tabla 6.2, donde se aprecia con mayor claridad esta situación cambiante.

Tabla 6.2. Evolución por índices del Activo de DIA, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Fijo [AF]	100,00	120,98	120,69	62,38	74,77
Activo circulante [AC]	100,00	66,99	61,61	105,12	119,78
ACTIVO TOTAL [AT]	100,00	103,80	101,90	75,98	89,09

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Dentro del Activo Fijo, la partida más importante es el inmovilizado, siendo esta magnitud una de las causantes de los altibajos comentados anteriormente al sufrir un descenso considerable en el año 2014. En el Activo Circulante la partida predominante son los Deudores Comerciales seguidos de las Existencias, suponiendo un 18% y un 9% del circulante respectivamente.

Una vez analizada la estructura del Activo, pasaremos a comentar la del Pasivo y así saber de dónde provienen los recursos de la empresa. El Pasivo se encuentra en la Tabla 6.3.

Tabla 6.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de DIA, S.A. (mil €)

PN Y PASIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Recursos Propios (RP)	221.877	9%	319.553	15%	839.448	30%	884.675	31%	788.554	29%
Capital social	62.246	3%	683.264	33%	683.264	25%	686.091	24%	686.091	25%
Beneficios retenidos	-58.494	-2%	26.449	1%	48.516	2%	13.189	0%	-19.310	-1%
RTDO DEL EJERCICIO	216.975	9%	-391.946	-19%	105.255	4%	184.850	7%	121.049	4%
Otros Recursos propios	1.150	0%	1.786	0%	2.413	0%	545	0%	724	0%
Pasivo [ET]	2.212.547	91%	1.756.613	85%	1.944.993	70%	1.951.849	69%	1.944.056	71%
Recursos ajenos a L.P	949.791	39%	580.220	28%	709.239	25%	558.547	20%	693.722	25%
Pasivo circulante	1.262.756	52%	1.176.393	57%	1.235.754	44%	1.393.302	49%	1.250.334	46%
Acreeedores comerciales	952.645	39%	994.558	48%	958.797	34%	961.660	34%	888.097	32%
Oblig. financieras C.P	283.339	12%	145.209	7%	190.608	7%	334.166	12%	256.441	9%
Otros pasivos circulantes	26.772	1%	36.626	2%	86.349	3%	97.476	3%	105.796	4%
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	2.434.424	100%	2.076.166	100%	2.784.441	100%	2.836.524	100%	2.732.610	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Una vez más, el Pasivo es mucho más cuantioso que los Recursos Propios, suponiendo este un 91% del total en el año 2015. Los Recursos Propios tuvieron una caída progresiva a lo largo del periodo, llegando a su cifra mínima en el 2015, debido a las disminuciones de capital y unos Beneficios Retenidos negativos. Esta evolución puede verse en la Tabla 6.4.

Tabla 6.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de DIA, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos Propios (RP)	100,00	113,63	107,82	41,04	28,50
Pasivo [ET]	100,00	100,40	100,05	90,36	113,81
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	100,00	103,80	101,90	75,98	89,09

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por otro lado, en el Pasivo es el Circulante el que se impone ante los Recursos Ajenos a Largo Plazo, a pesar de la subida que experimentaron en el último año. En el Pasivo Circulante son los Acreedores Comerciales los que tienen el mayor peso, manteniéndose estables a lo largo del periodo. Esta evolución aparece reflejada en la Tabla 6.5.

Tabla 6.5. Evolución por índices del Pasivo de DIA, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos ajenos a L.P [RALP]	100,00	80,51	102,24	83,64	136,91
Pasivo circulante [PC]	100,00	111,43	98,83	94,09	100,99
PASIVO [ET]	100,00	100,40	100,05	90,36	113,81

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias se encuentra en la Tabla 6.6.

Tabla 6.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de DIA, S.A. (mil €)

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	4.551.735	4.146.438	4.199.037	4.244.687	4.059.856
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	5.401	5.000	7.259	4.695	4.181
5. Otros ingresos de explotación.	215.489	158.985	133.071	123.184	98.638
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	4.772.625	4.310.423	4.339.367	4.372.566	4.162.675
4. Aprovisionamientos.	-3.637.985	-3.166.218	-3.201.517	-3.261.464	-3.108.367
7. Otros gastos de explotación.	-358.325	-346.356	-346.129	-342.809	-361.846
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	776.315	797.849	791.721	768.293	692.462
6. Gastos de personal.	-439.339	-433.635	-428.916	-423.233	-417.947
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	336.976	364.214	362.805	345.060	274.515
8. Amortización del inmovilizado.	-104.575	-100.566	-110.608	-115.774	-115.910
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	821	775	3.514	255	254
10. Excesos de provisiones.	0	0	0	0	1.765
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-4.975	-7.402	-3.306	-6.549	-10.141
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	228.247	257.021	252.405	222.992	150.483
12. Ingresos financieros.	77.304	13.149	53.102	46.977	49.989
13. Gastos financieros.	-17.989	-35.506	-31.419	-33.446	-24.143
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	274	0	3.940	18.281	0
15. Diferencias de cambio.	213	-1.076	124	119	61
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	-14.910	-762.603	-124.346	-2.478	-19.999
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	44.892	-786.036	-98.599	29.453	5.908
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	273.139	-529.015	153.806	252.445	156.391
17. Impuestos sobre beneficios.	-56.164	137.069	-48.551	-67.595	-35.342
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)	216.975	-391.946	105.255	184.850	121.049
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0	0	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	216.975	-391.946	105.255	184.850	121.049

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, el Resultado del Ejercicio se mantuvo más o menos estable exceptuando el año 2014 en el que fue negativo.

El Valor de la Producción o Cifra Neta de Negocios permaneció estable a lo largo de todo el periodo, al igual que el Resultado Bruto de Explotación y el Resultado Neto de Explotación. Por lo tanto, en lo que se refiere a sus actividades de explotación hubo cierta estabilidad.

Sin embargo, es en el Resultado Financiero donde se aprecian los cambios más drásticos, pasando de un resultado positivo en el 2012 a casi -790.000 miles de € en el 2014 debido al deterioro de los instrumentos financieros. Este hecho es el responsable del Resultado negativo comentado anteriormente.

La evolución de las magnitudes comentadas anteriormente aparecen en la Tabla 6.7.

Tabla 6.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de DIA, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor de la Producción (VP)	100,00	105,04	104,24	103,55	114,65
EBITDA	100,00	125,70	132,16	132,68	122,75
Resultado Neto de Explotación	100,00	148,18	167,73	170,80	151,68
RESULTADO DEL EJERCICIO	100,00	152,71	86,95	-323,79	179,25

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Estado de Flujos de Efectivo reformulado

Tal y como puede verse en la Tabla 6.8., las disponibilidades de DIA han experimentado variaciones a lo largo de los años, aunque siempre se han mantenido positivas.

Tabla 6.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de DIA, S.A. (mil €).

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO PROFORMA	2015	2014	2013	2012	2011
Flujos de efectivo operativos (FTO)	205.213	198.875	305.326	228.504	288.779
(+) Flujos de efectivo por inversiones económicas (FTIe)	-347.746	307.517	-187.019	-409.512	-522.091
(=) Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)	-142.533	506.392	118.307	-181.008	-233.312
(+) Flujos de efectivo de los prestamistas (FTD)	480.324	-367.643	-69.545	313.954	636.717
(+) Flujos de efectivo de los propietarios (FTP)	-312.669	-140.395	-129.440	-96.393	-407.904
(=) Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)	167.655	-508.038	-198.985	217.561	228.813
Variación de Tesorería de las Actividades (FTt)	25.122	-1.646	-80.678	36.553	-4.499
(+) Flujos de tesorería ajenos a la actividad (FTat)	-10.840	-16.318	20.978	9.630	8.480
(=) Variación de Tesorería del Ejercicio (FT)	14.282	-17.964	-59.700	46.183	3.981
(+) Disponibilidades al comienzo del ejercicio (DISPi)	11.239	29.203	88.903	42.720	38.739
(=) Disponibilidades al final del ejercicio	25.521	11.239	29.203	88.903	42.720

Fuente: Elaboración propia

Sus flujos libres de tesorería económicos son negativos excepto en los años 2013 y 2014 debido a las fuertes inversiones económicas que llevaron a cabo, superando estas a los

flujos de efectivo operativos. En los años 2013 y 2014, el pago de dividendos a los accionistas y los flujos de los prestamistas fueron los causantes de que los flujos de efectivo de las actividades financieras fueran negativos, mientras que en el resto del periodo, los flujos positivos de los prestamistas hicieron que los mencionados anteriormente fueran positivos.

Lo comentado anteriormente lleva a unas variaciones de tesorería con altibajos, situación en la que influyen también los flujos de tesorería ajenos a la actividad. Sin embargo, esto no impide que la tesorería disponible al final del ejercicio sea siempre positiva a lo largo del periodo analizado.

6.2. Rentabilidad

La Tabla 6.9 muestra como el ROIC tiene el mismo valor que k_0 en todos los años estudiados, por tanto, DIA no estaría creando valor. La Rentabilidad Financiera es superior a la Rentabilidad Económica excepto en el año 2014 en el que dicha rentabilidad es negativa. Por último, el ROD está muy por debajo del ROE y ROIC, exceptuando el año 2014 en el que se encuentra por encima de estos.

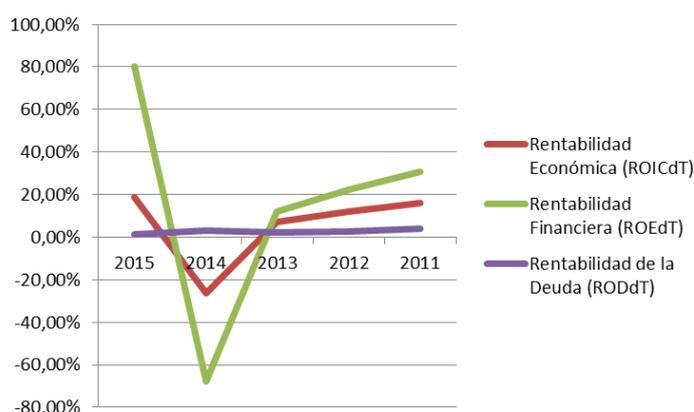
Tabla 6.9. Rentabilidades Después de Impuestos de DIA, S.A.

Rentabilidades Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad Económica (ROICdT)	18,50%	-26,26%	7,21%	11,91%	16,07%
Rentabilidad Financiera (ROEdT)	80,15%	-67,64%	12,21%	22,10%	30,70%
Rentabilidad de la Deuda (RODdT)	1,46%	3,24%	2,40%	2,66%	3,93%
k_0 (dT) (promedio ponderado)	18,50%	-26,26%	7,21%	11,91%	16,07%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Exceptuando el año 2014, en el que tanto el ROIC como el ROE fueron negativos, estas dos magnitudes fueron superiores al ROD, por lo que podría decirse que la empresa se encuentra en una situación de apalancamiento financiero positivo (Gráfico 6.1)

Gráfico 6.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de DIA, S.A.



Fuente: Elaboración propia

Respecto a la Rentabilidad Financiera Autogenerada, cuyos resultados pueden verse en la Tabla 6.10, afirmamos que DIA tiene una buena capacidad de generación de recursos financieros internos, alcanzando en el año 2015 un 100,57%, valor que contrasta con el 27,98% obtenido en el 2012.

Tabla 6.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de DIA, S.A.

Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
RFAdT	100,57%	59,05%	31,56%	27,98%	59,77%
Margen Final (mfa)	5,98%	8,25%	6,48%	5,52%	5,80%
Rotación (r)	3,64	2,98	2,39	2,41	4,67

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El margen final de la empresa es también bueno, obteniendo de media un 6,4% de beneficio por cada euro de ventas. No ocurre lo mismo con la rotación, ya que el accionista solo recuperaría su inversión una media de 3 veces con la Cifra Neta de Negocios, un dato bueno aunque no tanto como los de otras empresas.

6.3. Solvencia a Corto y Largo plazo

Los ratios relativos a la Solvencia a Corto Plazo se encuentran en la Tabla 6.11.

Tabla 6.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de DIA, S.A.

Solvencia a Corto Plazo y Liquidez	2015	2014	2013	2012	2011
Fondo de Maniobra (I1)	0,67	0,62	0,40	0,36	0,37
Test Ácido (I2)	0,49	0,45	0,25	0,23	0,21
Liquidez Inmediata (I3)	0,02	0,01	0,02	0,06	0,03

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En primer lugar, es necesario destacar que el ratio relativo al Fondo de Maniobra es menor que 1 en todos los años analizados, lo que significa que es negativo. Esto indicaría que DIA no dispondría de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus pagos, situación que se reafirma observando el test ácido y sus valores más próximos a 0 que a 1, aunque dichos valores aumentan en el año 2014 y 2015, por lo que DIA podría estar intentando resolver esta situación. Por el contrario, la liquidez inmediata si es muy inferior a 0,2, lo que quiere decir que la empresa podría hacer frente a sus pagos con sus activos más líquidos, es decir, su tesorería.

Si observamos además los Periodos Medios de Cobro y Pago en la Tabla 6.12, vemos como DIA sale claramente beneficiado al ser su Periodo Medio de Cobro muy superior al de Pago, a pesar de que este Periodo de Cobro esté aumentando, por lo que sus existencias son fácilmente convertibles en líquido.

Tabla 6.12. Periodos de Pago y Cobro de DIA, S.A.

Periodos de Pago y Cobro	2015	2014	2013	2012	2011
Periodo Medio de Cobro	31	25	19	16	8
Periodo Medio de Pago	88	100	97	92	46
Saldo Neto Días (PMCC-PMPP)	-57	-75	-78	-76	-38

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Por lo tanto podríamos concluir diciendo que, a pesar de que DIA puede hacer frente a los pagos con su liquidez inmediata, en general no tiene una buena solvencia a corto plazo, lo cual podría suponerle serios problemas si necesitara realizar pagos extraordinarios.

Los ratios relativos a la Solvencia a Largo Plazo se encuentran en la Tabla 7.13.

Tabla 6.13. Solvencia a Largo Plazo de DIA, S.A.

Solvencia a Largo Plazo	2015	2014	2013	2012	2011
Endeudamiento (e)	5,56	2,27	1,07	1,01	1,20
Endeudamiento (e2)	4,62	2,40	2,04	2,10	2,20
Endeudamiento clásico 3 (ET/AT)	0,91	0,85	0,70	0,69	0,71

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, los Recursos Ajenos predominan ante los Propios, al igual que el Pasivo. Sin embargo, a pesar de ser una empresa en la que predomina la deuda, el endeudamiento clásico 3 revela que estaría haciendo un uso excesivo de los Recursos Propios, pues es superior a 0,65 en todo el periodo. No obstante, a pesar de tener un apalancamiento financiero positivo no sería recomendable endeudarse más, sino que sería más conveniente esperar a la evolución de las rentabilidades, ya que en el 2014 estas descendieron bastante y es una situación que podría volver a ocurrir.

Para finalizar con DIA, podemos decir que se trata de una empresa que podría llevar a cabo otro tipo de estrategia (propuesta más adelante) para maximizar su valor. Su Solvencia a Corto Plazo es inadecuada en cierta parte, ya que aunque no dispone de una parte de sus activos reservados para emergencias para hacer frente a pagos extraordinarios, si posee una buena liquidez inmediata, así como unos buenos periodos medios, por lo que a pesar de su escasa liquidez, sus existencias se podrían convertir fácilmente en líquido. Sin embargo, cuenta con una buena Solvencia a Largo Plazo pudiendo endeudarse más si así lo creyera conveniente, aunque sería una decisión arriesgada.

6.4. Información bursátil

Los datos relativos a la información bursátil se encuentran en la Tabla 6.14.

Tabla 6.14. Ratios Bursátiles de DIA, S.A.

Ratios Bursátiles	2015	2014	2013	2012	2011
numero de acciones (*1000)	622.456	651.070	646.045	662.293	674.804
cotizacion (media)	5,44	5,63	6,40	4,81	3,50
BPA	0,35	-0,60	0,16	0,28	0,18
PER	1,90	-3,39	1,04	1,34	0,63
VCacc	0,36	0,49	1,30	1,34	1,17
Relación entre el VMacc y VCacc	15,26	11,47	4,93	3,60	3,00

Fuente: Elaboración Propia a partir de la información suministrada en la web de DIA, S.A.

El Beneficio por Acción que posee DIA es bastante bajo, llegando a ser negativo en el año 2014, lo que repercute en el PER de la empresa. Esto quiere decir que las acciones de DIA son baratas y que podrían adquirir un mayor precio. Por otro lado, la relación entre el valor de mercado y el valor contable de la acción si es superior, especialmente en los años 2015 y 2014, lo que indica que su valor de mercado estaría por encima de su valor contable.

7. Análisis económico financiero de Eroski Sociedad Cooperativa

En este apartado procederemos a analizar la cuarta empresa propuesta: Eroski Sociedad Cooperativa. Sus Cuentas Anuales completas se encuentran en el Anexo 4.

7.1. Cuentas Anuales

Balance reformulado

Los activos totales de Eroski, de forma generalizada han ido decreciendo a lo largo del periodo estudiado, exceptuando el año 2015 donde experimentaron una leve subida (Tabla 7.1.).

Tabla 7.1. Activo reformulado de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €)

ACTIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Activo Fijo [AF]	2.437.491	86%	2.356.800	80%	2.653.398	85%	2.738.708	84%	1.885.162	55%
Activo Inmovilizado	1.995.602	70%	1.696.027	58%	1.893.958	60%	1.643.721	50%	1.346.064	39%
Activos tangibles e intangibles	1.995.602	70%	1.696.027	58%	1.893.958	60%	1.643.721	50%	1.346.064	39%
Activo Financiero [AFf]	441.889	16%	660.773	22%	759.440	24%	1.094.987	33%	539.098	16%
Activo circulante [AC]	387.993	14%	393.125	13%	414.198	13%	343.413	10%	497.770	15%
Existencias	94.943	3%	95.177	3%	99.323	3%	109.405	3%	112.782	3%
Deudores comerciales	138.398	5%	161.419	5%	131.776	4%	132.177	4%	161.288	5%
Otros activos circulantes	137.436	5%	125.530	4%	106.787	3%	91.435	3%	93.494	3%
Disponible	17.216	1%	10.999	0%	76.312	2%	10.396	0%	130.206	4%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AExp})	21.006	1%	191.818	7%	68.989	2%	196.231	6%	1.049.722	31%
ACTIVO TOTAL [AT]	2.846.490	100%	2.941.743	100%	3.136.585	100%	3.278.352	100%	3.432.654	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En este caso, el Activo Fijo es mucho más cuantioso que el Circulante, suponiendo cerca de un 86% en el 2015. Tal y como puede verse en la Tabla 7.2, la evolución de los activos ha sido completamente opuesta en todo el periodo, experimentando su valor más alto el Activo Fijo cuando el Circulante tenía el más bajo.

Tabla 7.2. Evolución por índices del Activo de Eroski Sociedad Cooperativa

	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Fijo [AF]	100,00	145,28	140,75	125,02	129,30
Activo Circulante [AC]	100,00	68,99	83,21	78,98	77,95
ACTIVO TOTAL [AT]	100,00	95,50	91,37	85,70	82,92

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

El inmovilizado material es la partida más cuantiosa de los activos fijos, ya que estos inmovilizados son necesarios para almacenar y distribuir los productos. En el Activo Corriente, al contrario que en las empresas anteriores predominan los deudores comerciales seguidos de otros activos circulantes, suponiendo el ambas el 5% del total del Circulante.

En lo que se refiere al Patrimonio Neto y Pasivo, cuya evolución puede verse en la Tabla 7.3., es el Pasivo el predominante frente a los Recursos Propios, suponiendo un 65 % del total en el año 2015.

Tabla 7.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €)

PN Y PASIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Recursos Propios (RP)	986.204	35%	1.218.832	41%	1.422.098	45%	1.522.920	46%	1.862.063	54%
Capital social	434.081	15%	444.681	15%	471.724	15%	499.218	15%	489.040	14%
Beneficios retenidos	768.160	27%	942.582	32%	1.010.361	32%	982.155	30%	1.332.831	39%
RTDO DEL EJERCICIO	-216.037	-8%	-168.431	-6%	-59.987	-2%	41.547	1%	40.192	1%
Otros Recursos propios	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pasivo [ET]	1.860.286	65%	1.722.911	59%	1.714.487	55%	1.755.432	54%	1.570.591	46%
Recursos ajenos a L.P	1.334.182	47%	995.099	34%	1.120.350	36%	1.016.117	31%	820.650	24%
Pasivo circulante	526.104	18%	727.812	25%	594.137	19%	739.315	23%	749.941	22%
Acreedores comerciales	466.992	16%	543.047	18%	472.570	15%	500.175	15%	503.218	15%
Oblig. financieras C.P	55.654	2%	181.457	6%	119.555	4%	237.128	7%	244.738	7%
Otros pasivos circulantes	3.458	0%	3.308	0%	2.012	0%	2.012	0%	1.985	0%
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	2.846.490	100%	2.941.743	100%	3.136.585	100%	3.278.352	100%	3.432.654	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Patrimonio Neto ha ido decreciendo a lo largo de los años estudiados debido a las disminuciones en el Capital Social y en los Beneficios Retenidos. Por el contrario, el Pasivo siguió una línea creciente a lo largo de todo el periodo. Esta evolución puede verse en la Tabla 7.4.

Tabla 7.4. Evolución por índices del Patrimonio Neto y Pasivo de Eroski Sociedad Cooperativa

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos Propios (RP)	100,00	81,79	76,37	65,46	52,96
Pasivo [ET]	100,00	111,77	109,16	109,70	118,44
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	100,00	95,50	91,37	85,70	82,92

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por último, centrándonos en el Pasivo (Tabla 7.5), vemos cómo los Recursos Ajenos a largo plazo predominan ante el Circulante. Además, estos Recursos a largo plazo pasaron de 96.254 miles de € en 2011 a 9.945 miles de € en 2015, lo cual supone una bajada considerable. Los Acreedores Comerciales son la partida más destacada del Pasivo Circulante, suponiendo en el año 2015 el 16% del total del Pasivo Circulante.

Tabla 7.5. Evolución por índices del Pasivo de Eroski Sociedad Cooperativa

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos ajenos a L.P [RALP]	100,00	123,82	136,52	121,26	162,58
Pasivo circulante [PC]	100,00	98,58	79,22	97,05	70,15
PASIVO [ET]	100,00	111,77	109,16	109,70	118,44

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias puede consultarse en la Tabla 7.6.

El Resultado del Ejercicio experimenta una bajada a lo largo de los años, llegando a ser negativo en los 3 últimos.

Tanto el Valor de la Producción como el EBITDA han ido decreciendo debido a la disminución de sus ventas y el aumento de los gastos de personal, situación que no ocurre con sus aprovisionamientos que se van reduciendo, aunque esto no impide que se produzca la bajada.

El Resultado Neto de Explotación sigue la misma línea que las anteriores partidas, excepto en el año 2015 que tiene una leve subida. Es preciso destacar que aunque las amortizaciones del inmovilizado van descendiendo, el causante de la disminución del RNE es el resultado por enajenaciones del inmovilizado que sufre una drástica bajada en el

periodo analizado. El Resultado Financiero es negativo en todos los años y además en cada ejercicio se incrementa más esta situación. Cabe decir que aunque ya de por sí los ingresos financieros no cubren los gastos financieros, son los deterioros por enajenación de instrumentos financieros los principales causantes de esta situación.

Tabla 7.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	1.752.374	1.771.302	1.847.222	1.893.679	2.011.081
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	4.472	0	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación.	220.100	228.552	207.964	182.346	186.750
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	1.976.946	1.999.854	2.055.186	2.076.025	2.197.831
4. Aprovisionamientos.	-1.314.535	-1.319.867	-1.367.770	-1.414.786	-1.510.471
7. Otros gastos de explotación.	-307.562	-313.544	-300.299	-275.874	-261.593
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	354.849	366.443	387.117	385.365	425.767
6. Gastos de personal.	-236.455	-239.560	-254.264	-251.090	-237.565
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	118.394	126.883	132.853	134.275	188.202
8. Amortización del inmovilizado.	-33.117	-32.077	-34.844	-36.893	-46.329
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0	0	0	0	0
10. Excesos de provisiones.	119	0	2.138	727	3.389
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	133	-16.990	253	41.015	100.133
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	85.529	77.816	100.400	139.124	245.395
12. Ingresos financieros.	8.538	33.181	80.930	113.959	65.168
13. Gastos financieros.	-42.691	-46.727	-36.128	-54.570	-93.147
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0	0	-4	-159	-289
15. Diferencias de cambio.	9	1	135	102	742
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	-277.966	-245.745	-213.976	-158.202	-171.373
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	-312.110	-259.290	-169.043	-98.870	-198.899
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	-226.581	-181.474	-68.643	40.254	46.496
17. Impuestos sobre beneficios.	10.544	13.043	8.656	1.293	-6.304
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)	-216.037	-168.431	-59.987	41.547	40.192
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0	0	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	-216.037	-168.431	-59.987	41.547	40.192

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

La evolución de las magnitudes comentadas anteriormente puede verse en la Tabla 7.7.

Tabla 7.7. Evolución por índices de las magnitudes más relevantes de la Cuenta de Resultados de Eroski Sociedad Cooperativa

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor de la Producción (VP)	100,00	94,46	93,51	90,99	89,95
EBITDA	100,00	71,35	70,59	67,42	63,15
Resultado Neto de Explotación	100,00	56,69	40,91	31,71	34,85
Resultado Financiero	100,00	49,71	84,99	130,36	156,92
RESULTADO DEL EJERCICIO	100,00	103,37	-149,25	-419,07	-537,51

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Estado de Flujos de Efectivo reformulado

Las disponibilidades de Eroski, que pueden consultarse en la Tabla 7.8., experimentaron una fuerte bajada a lo largo del periodo estudiado, pasando de 130.206 miles de € en el año 2012 a 10.999 miles de € en 2015.

Tabla 7.8. Estado de Flujos de Efectivo pro-forma de Eroski Sociedad Cooperativa (mil €).

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
<i>Flujos de efectivo operativos (FTO)</i>	50.871	111.141	119.120	162.083	126.271
<i>(+) Flujos de efectivo por inversiones económicas (FTIe)</i>	-25.987	-99.070	-38.571	-248.695	8.347
<i>(=) Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)</i>	24.884	12.071	80.549	-86.612	134.618
<i>(+) Flujos de efectivo de los prestamistas (FTD)</i>	-10.391	-55.164	-24.992	-157.159	-277.140
<i>(+) Flujos de efectivo de los propietarios (FTP)</i>	-11.953	-23.883	-39.519	-27.596	-78.372
<i>(=) Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)</i>	-22.344	-79.047	-64.511	-184.755	-355.512
Variación de Tesorería de las Actividades (FTt)	2.540	-66.976	16.038	-271.367	-220.894
<i>(+) Flujos de tesorería ajenos a la actividad (FTat)</i>	3.677	1.663	49.878	151.557	323.966
(=) Variación de Tesorería del Ejercicio (FT)	6.217	-65.313	65.916	-119.810	103.072
<i>(+) Disponibilidades al comienzo del ejercicio (DISPi)</i>	10.999	76.312	10.396	130.206	27.134
<i>(=) Disponibilidades al final del ejercicio</i>	17.216	10.999	76.312	10.396	130.206

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Exceptuando el año 2012, donde las inversiones económicas superaron los flujos de efectivo operativos, los flujos libres de tesorería económicos fueron positivos, llevando a cabo pocas inversiones económicas.

Sin embargo, los flujos de efectivo de las actividades financieras fueron negativos a lo largo de todo el periodo, aunque han ido decreciendo. En este caso, tanto los flujos de los prestamistas como los de los propietarios fueron negativos. Además, los flujos de tesorería ajenos a la actividad tienen un mayor peso en la empresa, especialmente en los años 2011, 2012 y 2013. Lo dicho anteriormente son las causas de la variabilidad de la tesorería de Eroski, que a pesar de todo, se mantiene positiva en todo el periodo.

7.2. Rentabilidad

En los ratios relativos a la rentabilidad (Tabla 7.9) vemos como el ROIC tiene el mismo valor que k_0 en todos los años estudiados, siendo negativa en 3 años, por lo que la empresa estaría perdiendo valor. De igual forma, la Rentabilidad Financiera es negativa en ese mismo periodo de 3 años, llegando incluso a ser muy inferior a la económica, por tanto los accionistas estarían obteniendo pérdidas. Además, en este caso la Rentabilidad de la Deuda está por encima del ROE y ROIC, por lo que no se trataría de una situación óptima.

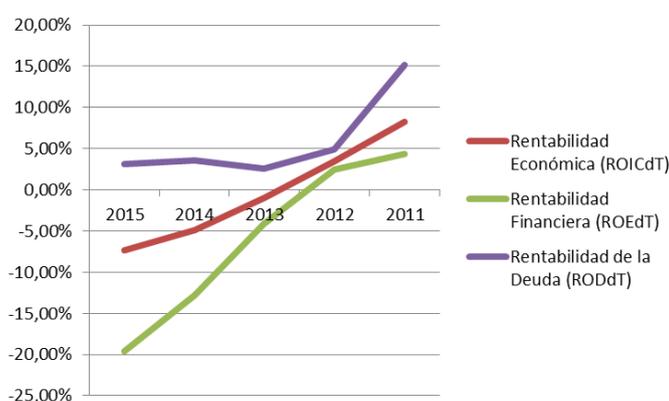
Tabla 7.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa

Rentabilidades Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad Económica (ROICdT)	-7,35%	-4,95%	-1,05%	3,43%	8,25%
Rentabilidad Financiera (ROEdT)	-19,59%	-12,76%	-4,07%	2,45%	4,32%
Rentabilidad de la Deuda (RODdT)	3,17%	3,59%	2,53%	4,86%	15,12%
ko (dT) (promedio ponderado)	-7,35%	-4,95%	-1,05%	3,43%	8,25%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En este caso, el ROIC está muy por debajo del ROD en todo el periodo analizado, por lo que se encontraría en una situación de apalancamiento financiero negativo donde un mayor uso de los Recursos Ajenos puede dar lugar a una pérdida de beneficios para los accionistas. Esta situación aparece reflejada en el Gráfico 7.1.

Gráfico 7.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa.



Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta a la Rentabilidad Financiera Autogenerada, que puede verse en la Tabla 7.10, se podría decir que la generación de recursos financieros de Eroski es buena, aunque ha bajado bastante a lo largo de los años, pasando de un 21,14% en 2011 a un 9,71% en 2015.

Tabla 7.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Eroski Sociedad Cooperativa

Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
RFAdT	9,71%	9,00%	9,04%	8,50%	21,14%
Margen Final (mfa)	6,11%	6,71%	7,21%	7,59%	9,79%
Rotación (r)	0,73	0,70	0,68	0,66	1,37

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El margen final de la empresa es también adecuado, obteniendo entre un 6% y un 9% de beneficio. Sin embargo, los datos referidos a la rotación no son tan buenos, ya que el accionista no llegaría a recuperar su inversión ni una vez solo con la Cifra Neta de Negocios.

7.3. Solvencia a Corto y Largo plazo

Los ratios relativos a la solvencia a corto plazo se encuentran en la Tabla 7.11.

Tabla 7.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Eroski Sociedad Cooperativa

Solvencia a Corto Plazo y Liquidez	2015	2014	2013	2012	2011
Fondo de Maniobra (I1)	0,74	0,54	0,70	0,46	0,66
Test Ácido (I2)	0,56	0,41	0,53	0,32	0,51
Liquidez Inmediata (I3)	0,03	0,02	0,13	0,01	0,17

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En lo que se refiere al Fondo de Maniobra, vemos que es menor que 1 en todos los años analizados, alcanzando su valor máximo en 2015 (0,74). Por lo tanto, el Fondo de Maniobra de Eroski es negativo. Esto indicaría que la empresa no dispondría de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus pagos, situación que se reafirma observando el test ácido con unos valores que, aunque en algunos años sobrepasan el 0,5, no llegan al 1. Además, la liquidez inmediata estaba muy cercana al 0,2 en el 2011 y 2013, lo que implica que la capacidad de hacer frente a sus pagos con sus disponibles o activos más líquidos (dinero) en esos años también estaría limitada. No obstante, en el resto de años estudiados esta liquidez se queda muy por debajo de 0,2, por lo que podríamos considerarla adecuada. Sin embargo, observando los Periodos Medios de Cobro y Pago en la Tabla 7.12., vemos como Eroski sale beneficiado al ser su Periodo Medio de Cobro muy superior al de Pago, por lo que sus existencias son fácilmente convertibles en líquido.

Tabla 7.12. Periodos Medios de Pago y Cobro de Eroski Sociedad Cooperativa

Periodos de Pago y Cobro	2015	2014	2013	2012	2011
Periodo Medio de Cobro	31	30	26	28	14
Periodo Medio de Pago	112	112	105	107	51
Saldo Neto Días (PMCC-PMPP)	-81	-82	-79	-79	-37

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, la solvencia a corto plazo de Eroski no es la adecuada, ya que no dispone de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus compromisos de pago. Sin embargo, la empresa logra hacer frente a esta situación gracias a su facilidad para convertir sus existencias en líquido, aunque no es recomendable seguir esta estrategia en el largo plazo.

Los ratios relativos a la Solvencia a Largo Plazo se encuentran en la Tabla 7.13.

Tabla 7.13. Solvencia a Largo Plazo de Eroski Sociedad Cooperativa

Solvencia a Largo Plazo	2015	2014	2013	2012	2011
Endeudamiento (e)	1,41	0,97	0,87	0,82	0,57
Endeudamiento (e2)	2,16	1,92	1,85	1,68	1,57
Endeudamiento clásico 3 (ET/AT)	0,65	0,59	0,55	0,54	0,46

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, los Recursos Ajenos predominan ante los Propios. En este caso es importante mirar el endeudamiento clásico 3, para comprobar como en todo el periodo analizado excepto el primer año su estructura financiera podría considerarse adecuada, mientras que en el 2011 Eroski tendría un exceso de deuda. Como comentamos anteriormente, su apalancamiento financiero es negativo, por lo que la decisión de endeudarse más no debería contemplarse.

Para finalizar con Eroski, podemos decir que se trata de una empresa que debe llevar a cabo otro tipo de estrategia para maximizar su valor, pues su rentabilidad ha ido decreciendo a lo largo del periodo estudiado llegando incluso a ser negativa. Su Solvencia a Corto Plazo es inadecuada en cierta parte, ya que aunque no dispone de una parte de sus activos reservados para emergencias para hacer frente a pagos extraordinarios, si posee una buena liquidez inmediata, así como unos buenos periodos medios, por lo que a pesar de su escasa liquidez, sus existencias se podrían convertir fácilmente en líquido. Además, su Solvencia a Largo Plazo es también inadecuada, teniendo un exceso de Recursos Ajenos que le impiden obtener el máximo beneficio para sus accionistas.

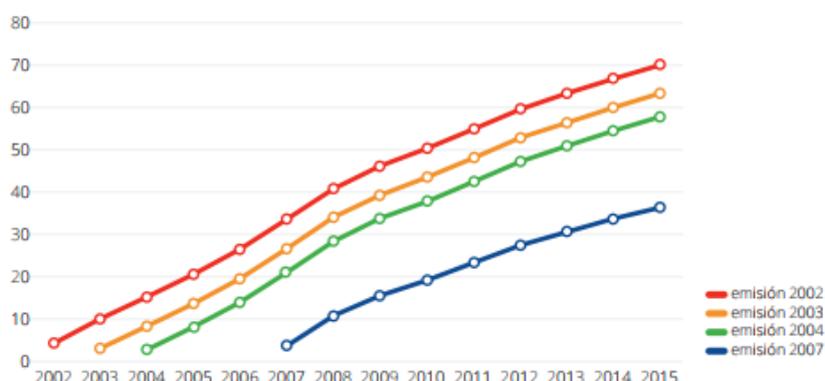
7.4. Información bursátil

Eroski por su condición de cooperativa no cotiza en bolsa, aunque posee un producto financiero propio sometido a la normativa del Mercado de Valores y que cotiza, desde julio de 2012, en la plataforma de negociación SEND. Este producto es conocido como Aportaciones Financieras Subordinadas EROSKI (AFSE) y su rentabilidad no depende de los resultados de la empresa, sino que su retribución anual está referenciada al Euribor. Sin embargo, al igual que las acciones, es un producto sin vencimiento y su liquidez es la otorgada por los mercados financieros.

La retribución de las AFSE está fijada en [Euribor + 3pp] para las emisiones del 2002, 2003 y 2004, y [Euribor + 2,5pp] para la emisión del 2007 y actualmente, su precio oscila

en torno al 42% de su valor nominal. En el Gráfico 7.2 se puede apreciar la evolución de los intereses acumulados de este producto.

Gráfico 7.2. Evolución de intereses acumulados de las AFSE de 2002, 2003, 2004 y 2007



Fuente: Eroski

8. Análisis económico financiero de Lidl Supermercados, S.A.U.

En este apartado procederemos a analizar la última empresa propuesta: Lidl, S.A. Sus Cuentas Anuales completas se encuentran en el Anexo 5.

8.1. Cuentas Anuales

Balance reformulado

Centrándonos primero en la situación de su Activo, vemos como se trata de la primera empresa analizada que ha ido creciendo a lo largo del periodo, alcanzando su valor máximo en el 2015 (Tabla 8.1.).

Tabla 8.1. Activo reformulado de Lidl Supermercados, S.A.U. (mil €)

ACTIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Activo Fijo [AF]	1.453.985	82%	1.338.819	79%	1.249.939	84%	1.229.587	84%	1.190.264	84%
Activo Inmovilizado	1.379.949	78%	1.261.481	74%	1.236.929	83%	1.211.236	83%	1.166.744	82%
Activos tangibles e intangibles	1.379.949	78%	1.261.481	74%	1.236.929	83%	1.211.236	83%	1.166.744	82%
Activo Financiero [AFf]	74.036	4%	77.338	5%	13.010	1%	18.351	1%	23.520	2%
Activo circulante [AC]	317.780	18%	356.609	21%	230.517	16%	231.090	16%	201.059	14%
Existencias	182.144	10%	165.446	10%	156.398	11%	168.094	11%	143.460	10%
Deudores comerciales	15.672	1%	20.186	1%	14.921	1%	17.200	1%	29.772	2%
Otros activos circulantes	20.454	1%	15.035	1%	6.929	0%	7.132	0%	5.271	0%
Disponible	99.510	6%	155.942	9%	52.269	4%	38.664	3%	22.556	2%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AExp})	780	0%	788	0%	1.143	0%	2.768	0%	23.470	2%
ACTIVO TOTAL [AT]	1.772.545	100%	1.696.216	100%	1.481.599	100%	1.463.445	100%	1.414.793	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Una vez más, los Activos Fijos son mucho más cuantiosos que el Circulante, suponiendo un 82% en el 2015. Tal y como puede verse en la Tabla 8.2, la evolución de los activos ha

sido similar exceptuando la gran subida del Activo Circulante en el año 2014 debido al Disponible o Tesorería.

Tabla 8.2. Evolución por índices del Activo de Lidl Supermercados, S.A.U.

	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Fijo [AF]	100,00	103,30	105,01	112,48	122,16
Activo Circulante [AC]	100,00	114,94	114,65	177,37	158,05
ACTIVO TOTAL [AT]	100,00	103,44	104,72	119,89	125,29

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

El inmovilizado material vuelve a ser la partida más cuantiosa de los activos fijos, mientras que en el Activo Circulante lo son las existencias y el Disponible, suponiendo un 10% y un 6% respectivamente del circulante.

Hablando ahora del Patrimonio Neto y Pasivo, cuya evolución puede verse en la Tabla 8.3., es el Pasivo el predominante frente a los Recursos Propios, suponiendo aproximadamente un 74% del total en el año 2015.

Tabla 8.3. Patrimonio Neto y Pasivo reformulado de Lidl Supermercados, S.A.U. (mil €)

PN Y PASIVO (mil €)	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Recursos Propios (RP)	454.521	26%	380.375	22%	343.960	23%	304.387	21%	291.110	21%
Capital social	180.000	10%	180.000	11%	180.000	12%	180.000	12%	180.000	13%
Beneficios retenidos	199.694	11%	172.537	10%	124.387	8%	111.110	8%	99.451	7%
RTDO DEL EJERCICIO	74.333	4%	27.157	2%	39.573	3%	13.277	1%	11.659	1%
Otros Recursos propios	494	0%	681	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pasivo [ET]	1.318.024	74%	1.315.841	78%	1.137.639	77%	1.159.058	79%	1.123.683	79%
Recursos ajenos a LP	654.512	37%	549.416	32%	470.617	32%	511.429	35%	583.701	41%
Pasivo circulante	663.512	37%	766.425	45%	667.022	45%	647.629	44%	539.982	38%
Acreedores comerciales	497.182	28%	551.194	32%	553.254	37%	519.076	35%	440.424	31%
Oblig. financieras C.P	130.538	7%	187.800	11%	92.437	6%	113.461	8%	89.912	6%
Otros pasivos circulantes	35.792	2%	27.431	2%	21.331	1%	15.092	1%	9.646	1%
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	1.772.545	100%	1.696.216	100%	1.481.599	100%	1.463.445	100%	1.414.793	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Patrimonio Neto ha ido creciendo a lo largo de los años estudiados debido al aumento en los Beneficios Retenidos. Por el contrario, el Pasivo sufrió una serie de altibajos alcanzando su valor máximo en el 2014. Esta evolución puede verse en la Tabla 8.4.

Tabla 8.4. Evolución por índices del Pasivo de Lidl Supermercados, S.A.U.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos Propios (RP)	100,00	104,56	118,15	130,66	156,13
Pasivo [ET]	100,00	103,15	101,24	117,10	117,30
PN Y PASIVO TOTAL [PT]	100,00	103,44	104,72	119,89	125,29

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Por último, el Pasivo (Tabla 8.5) está más o menos equilibrado en todo el periodo con una estructura que casi se aproxima al 50%. Los Recursos Ajenos a largo plazo siguieron una

tónica decreciente hasta el año 2013, año en el que volvieron a aumentar. Además, los Acreedores Comerciales y las Obligaciones Financieras a corto plazo fueron las partidas más cuantiosas del Pasivo Circulante.

Tabla 8.5. Evolución por índices del Pasivo de Lidl Supermercados, S.A.U.

	2011	2012	2013	2014	2015
Recursos ajenos a L.P [RALP]	100,00	87,62	80,63	94,13	112,13
Pasivo circulante [PC]	100,00	119,94	123,53	141,94	122,88
PASIVO [ET]	100,00	103,15	101,24	117,10	117,30

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias se encuentra en la Tabla 8.6.

Tabla 8.6. Cuenta de Pérdidas y Ganancias reformulada de Lidl Supermercados, S.A.U. (mil €)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	2.708.674	2.532.126	2.400.079	2.331.018	2.268.276
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0	0	0	0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0	0	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación.	26.313	26.841	23.172	14.438	12.297
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	2.734.987	2.558.967	2.423.251	2.345.456	2.280.573
4. Aprovisionamientos.	-1.971.610	-1.879.124	-1.792.007	-1.759.482	-1.711.739
7. Otros gastos de explotación.	-335.677	-327.835	-272.622	-265.228	-259.445
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	427.700	352.008	358.622	320.746	309.389
6. Gastos de personal.	-239.968	-219.365	-210.462	-207.048	-203.277
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	187.732	132.643	148.160	113.698	106.112
8. Amortización del inmovilizado.	-83.123	-65.851	-61.106	-58.175	-56.895
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	88	108	0	0	0
10. Excesos de provisiones.	1.816	667	761	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-4.852	-7.927	-7.043	-5.729	-5.638
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	101.661	59.640	80.772	49.794	43.579
12. Ingresos financieros.	529	882	1.128	1.104	2.288
13. Gastos financieros.	-24.002	-24.071	-24.913	-28.056	-26.280
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	-2.084	18	-4.094	-5.248	-3.356
15. Diferencias de cambio.	-31	-20	2	-26	-98
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0	0	0	0	0
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	-25.588	-23.191	-27.877	-32.226	-27.446
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	76.073	36.449	52.895	17.568	16.133
17. Impuestos sobre beneficios.	-1.740	-9.292	-13.322	-4.291	-4.474
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)	74.333	27.157	39.573	13.277	11.659
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS					
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0	0	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	74.333	27.157	39.573	13.277	11.659

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

El Resultado del Ejercicio fue aumentando a lo largo de los años excepto en el año 2014, ejercicio en el que experimentó una bajada seguida en el 2015 por su valor más alto. Tanto

el Valor de la Producción como el EBITDA han ido aumentando debido al aumento de sus ventas, aprovisionamientos y gastos de personal.

El Resultado Neto de Explotación sigue la misma línea que las anteriores partidas, excepto en el año 2014 que tiene una leve bajada. El Resultado Financiero es negativo en todos los años y experimenta subidas y bajadas debido a la variación del valor razonable en instrumentos financieros.

La evolución de los ratios comentados anteriormente puede verse en la Tabla 8.7.

Tabla 8.7. Evolución por índices de la Cuenta de Resultados de Lidl Supermercados, S.A.U.

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor de la Producción (VP)	100,00	102,85	106,26	112,21	119,93
EBITDA	100,00	107,15	139,63	125,00	176,92
Resultado Neto de Explotación	100,00	114,26	185,35	136,85	233,28
Resultado Financiero	100,00	117,42	101,57	84,50	93,23
RESULTADO DEL EJERCICIO	100,00	113,88	339,42	232,93	637,56

Fuente: Elaboración propia a partir de González (2008)

Estado de Flujos de Efectivo reformulado

El Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Lidl se encuentra en la Tabla 8.8 y, como puede apreciarse, sus disponibilidades experimentaron una serie de altibajos a lo largo de todo el periodo analizado.

Tabla 8.8. Estado de Flujos de Efectivo reformulado de Lidl Supermercados, S.A.U.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (mil €)	2015	2014	2013	2012	2011
Flujos de efectivo operativos (FTO)	113.256	106.985	138.246	23.567	93.087
(+) Flujos de efectivo por inversiones económicas (FTIe)	-204.501	-152.620	-94.583	-108.113	-92.682
(=) Flujos libres de tesorería económicos (FLTE)	-91.245	-45.635	43.663	-84.546	405
(+) Flujos de efectivo de los prestamistas (FTD)	35.000	147.980	-34.799	79.370	-22.174
(+) Flujos de efectivo de los propietarios (FTP)	0	1.082	0	0	0
(=) Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)	35.000	149.062	-34.799	79.370	-22.174
Variación de Tesorería de las Actividades (FTt)	-56.245	103.427	8.864	-5.176	-21.769
(+) Flujos de tesorería ajenos a la actividad (FTat)	-187	246	4.741	21.284	-32.291
(=) Variación de Tesorería del Ejercicio (FT)	-56.432	103.673	13.605	16.108	-54.060
(+) Disponibilidades al comienzo del ejercicio (DISPi)	155.942	52.269	38.664	22.556	76.616
(=) Disponibilidades al final del ejercicio	99.510	155.942	52.269	38.664	22.556

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Tanto en el año 2012 como el 2014 y 2015 las inversiones económicas superaron los flujos de efectivo operativos, haciendo que en esos años los flujos libres de tesorería económicos fueran negativos. Sin embargo, sucede lo contrario con los flujos de efectivo de las actividades financieras, siendo estos negativos en el año 2013 y 2011 debido a los flujos de

efectivo de los prestamistas. Lo dicho anteriormente son las causas de la variabilidad de la tesorería de Lidl, que a pesar de todo, se mantiene positiva en todo el periodo.

8.2. Rentabilidad

La Tabla 8.9 muestra el ROIC tiene el mismo valor que k_0 en todos los años estudiados, por lo que la empresa no estaría creando valor. La Rentabilidad Financiera es siempre superior a la Rentabilidad Económica, por tanto los accionistas continúan recibiendo beneficios a pesar de aplicarse el efecto impositivo. De igual forma, la Rentabilidad de la Deuda está muy por debajo del ROE y ROIC, por lo que sus decisiones de endeudamiento, a priori, son las correctas.

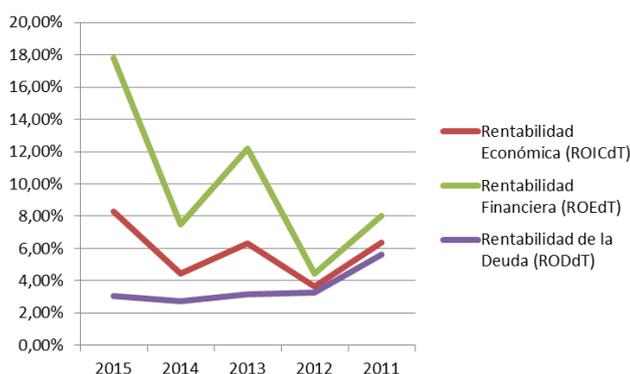
Tabla 8.9. Rentabilidades Después de Impuestos de Lidl Supermercados, S.A.U.

Rentabilidades Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad Económica (ROICdT)	8,30%	4,45%	6,34%	3,64%	6,35%
Rentabilidad Financiera (ROEdT)	17,81%	7,50%	12,21%	4,46%	8,01%
Rentabilidad de la Deuda (RODdT)	3,08%	2,76%	3,14%	3,27%	5,64%
k_0 (dT) (promedio ponderado)	8,30%	4,45%	6,34%	3,64%	6,35%

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En este caso, tanto el ROIC como el ROE están muy por encima del ROD, por lo que la decisión de financiarse a través de más Recursos Ajenos traería consigo un aumento en el beneficio para los propietarios, es decir, se encuentra en una situación de apalancamiento financiero positivo (Gráfico 8.1.).

Gráfico 8.1. Comparativa ROIC, ROE y ROD después de impuestos de Lidl Supermercados, S.A.U.



Fuente: Elaboración propia

En este caso, la Rentabilidad Financiera Autogenerada, cuyos resultados pueden verse en la Tabla 8.10, es de un 0% en todo el periodo debido a que los Ajustes al Resultado de Lidl siempre superan a su Resultado del Ejercicio, por lo que sus RGO tienen un valor de 0, situación que afecta también al margen final.

Tabla 8.10. Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos de Lidl Supermercados, S.A.U.

Rentabilidad Autogenerada Después de Impuestos	2015	2014	2013	2012	2011
RFAAdT	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Margen Final (mfa)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rotación (r)	2,30	2,50	2,61	2,46	4,70

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

La rotación de Lidl es buena, ya que el accionista recuperaría su inversión una media de 2,9 veces solo con la Cifra Neta de Negocios.

8.3. Solvencia a Corto y Largo Plazo

Los ratios relativos a la Solvencia a Corto Plazo se encuentran en la Tabla 8.11.

Tabla 8.11. Solvencia a Corto Plazo y Liquidez de Lidl Supermercados, S.A.U.

Solvencia a Corto Plazo y Liquidez	2015	2014	2013	2012	2011
Fondo de Maniobra (I1)	0,48	0,47	0,35	0,36	0,37
Test Ácido (I2)	0,20	0,25	0,11	0,10	0,11
Liquidez Inmediata (I3)	0,15	0,2	0,08	0,06	0,04

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En primer lugar, es necesario destacar que el ratio relativo al Fondo de Maniobra es menor que 1 en todos los años analizados, lo que significa que es negativo. Esto indicaría que Lidl no dispondría de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus pagos, situación que se reafirma observando el test ácido y sus valores más próximos a 0 que a 1. Por el contrario, la liquidez inmediata si es inferior a 0,2, lo que quiere decir que la empresa podría hacer frente a sus pagos con sus activos más líquidos, aunque debe tener cuidado en el último año ya que empieza a aproximarse bastante.

Además, observando los Periodos Medios de Cobro y Pago en la Tabla 8.12, vemos como Lidl sale claramente beneficiado al ser su Periodo Medio de Cobro muy superior al de Pago, por lo que sus existencias son fácilmente convertibles en líquido.

Tabla 8.12. Periodos Medios de Pago y Cobro de Lidl Supermercados, S.A.U.

Periodos de Pago y Cobro	2015	2014	2013	2012	2011
Periodo Medio de Cobro	2	2	2	4	2
Periodo Medio de Pago	82	90	93	85	40
Saldo Neto Días (PMCC-PMPP)	-79	-88	-91	-82	-38

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

Los ratios relativos a la Solvencia a Largo Plazo de Lidl pueden verse en la Tabla 8.13.

Tabla 8.13. Solvencia a Largo Plazo de Lidl Supermercados, S.A.U.

Solvencia a Largo Plazo	2015	2014	2013	2012	2011
Endeudamiento (e)	1,73	1,94	1,64	2,05	2,31
Endeudamiento (e2)	2,82	2,80	2,83	3,18	3,31
Endeudamiento clásico 3 (ET/AT)	0,74	0,78	0,77	0,79	0,79

Fuente: Elaboración propia a partir de Rojo (2011)

En general, los Recursos Ajenos predominan ante los Propios, al igual que el Pasivo. Sin embargo, a pesar de ser una empresa en la que predomina la deuda, el endeudamiento clásico 3 revela que estaría haciendo un uso excesivo de los Recursos Propios, pues es superior a 0,65 en todo el periodo. De igual forma, tiene un apalancamiento financiero positivo, especialmente en el año 2015 por lo que podría seguir endeudándose.

Para finalizar con Lidl, podemos decir que, aunque sus rentabilidades son buenas, podría llevar a cabo otro tipo de estrategia para maximizar su valor. Su Solvencia a Corto Plazo es inadecuada en cierta parte, ya que aunque no dispone de una parte de sus activos reservados para emergencias para hacer frente a pagos extraordinarios, si posee una buena liquidez inmediata, así como unos buenos periodos medios, por lo que a pesar de su escasa liquidez, sus existencias se podrían convertir fácilmente en líquido. Sin embargo, cuenta con una buena Solvencia a Largo Plazo pudiendo endeudarse más si así lo creyera conveniente.

8.4. Información bursátil

Lidl, por su condición de Sociedad Anónima Unipersonal no cotiza en bolsa, y tampoco se le conoce ningún producto financiero similar al de Eroski o Alcampo.

9. Aspectos fuertes y débiles de cada empresa. Propuestas de mejora.

En este apartado sintetizamos la información obtenida del análisis económico-financiero de las cinco empresas para así indicar sus aspectos fuertes y débiles, indicando así mismo unas propuestas de mejora.

Esta síntesis de información aparece recogida en las Tablas 9.1 y 9.2.

Tabla 9.1. Síntesis de la información obtenida de las CCAA

Empresas	Estructura Activo	Estructura PN+Pasivo	RBE	RNE	Rtdo. Del Ejercicio	FLTE	FTAF	Tesorería
Alcampo, S.A.	AF > AC	P > PN	Con altibajos	Con altibajos	Con altibajos	Positiva, con altibajos	Negativa, decreciente	Positiva, decreciente
Centros Comerciales Carrefour, S.A.	AF ≈ AC	P > PN	Con altibajos	Con altibajos	Crecientes	Con altibajos	Con altibajos	Positiva, decreciente
DIA, S.A.	AF > AC	P > PN	Crecientes	Crecientes	Con altibajos	Con altibajos	Con altibajos	Positiva, con altibajos
Eroski, Soc. Coop.	AF > AC	P > PN	Decrecientes	Decrecientes	Decrecientes	Decreciente	Negativa, decreciente	Positiva, decreciente
Lidl, S.A.	AF > AC	P > PN	Crecientes	Crecientes	Crecientes	Con altibajos	Con altibajos	Positiva, con altibajos

Fuente: Elaboración propia

En lo que se refiere a la estructura del Activo, en todas predominan los Activos Fijos frente al Circulante excepto en Carrefour, donde estas dos magnitudes están más equilibradas. En la estructura del Pasivo la situación es bastante similar, ya que todas las empresas tienen un mayor peso en el Exigible, dando más importancia a los Recursos Ajenos que a los Propios.

En el caso de los Resultados obtenidos en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias encontramos más variaciones. Solo DIA y Lidl tienen un Resultado Bruto y Neto de Explotación creciente, mientras que Alcampo y Carrefour experimentaron altibajos a lo largo del periodo analizado. Sin embargo, solo Carrefour y Lidl han visto aumentado su Resultado del Ejercicio a lo largo del periodo estudiado, mientras que Eroski es la única empresa cuyo resultado ha ido decreciendo en todo el periodo. DIA y Lidl tienen unos resultados muy variantes aunque, en general, se mantienen positivos.

Pasando ahora a la tesorería de cada empresa, todas poseen unas disponibilidades positivas. Mientras que Alcampo, Carrefour y Eroski ven como su tesorería va disminuyendo cada año que pasa, DIA y Lidl experimentan aumentos y descensos a lo largo de los años objetos de estudio.

Tabla 9.2. Síntesis de la información proporcionada por los Ratios de las empresas estudiadas

Empresas	ROIC vs Ko	Creación de Valor	SCP	Liquidez	SLP	Apalancamiento	PER
Alcampo, S.A.	=	No	Mala	Buena	Buena	Positivo	-
Centros Comerciales Carrefour, S.A.	=	No	Mala	Mala	Buena	Positivo	-
DIA, S.A.	=	No	Mala	Buena	Buena	Positivo*	Malo
Eroski, Soc. Coop.	=	No	Mala	Buena	Mala	Negativo	-
Lidl, S.A.	=	No	Mala	Buena	Buena	Positivo	-

*Positivo, aunque no recomendable debido a la rentabilidad negativa experimentada en otros años.

Fuente: Elaboración propia

Además, en todas las empresas el ROIC es igual a k_0 , por lo que aunque no pierden valor, tampoco lo estarían creando, situación que debería ser revisada.

Así mismo, su Solvencia a Corto Plazo no es adecuada en ningún caso. Todas las empresas tienen un Fondo de Maniobra negativo, lo que podría ocasionarles problemas a la hora de hacer frente a sus compromisos de pago. Sin embargo, todas las empresas analizadas exceptuando Carrefour poseen una buena liquidez inmediata.

Respecto a la Solvencia a Largo Plazo, Eroski es la única empresa analizada que posee una mala SLP con un apalancamiento financiero negativo. En su caso la decisión de aumentar los Recursos Ajenos no sería la más aceptada, mientras que en el resto de empresas sería lo más recomendable.

Finalmente, en referencia a los ratios bursátiles, solo DIA cotiza en la bolsa española, siendo así la única empresa analizada por su PER. Éste nos indica que el valor de las acciones es barato y que podría adquirir un mayor valor en el futuro.

Por consiguiente, podemos deducir que las políticas de gestión llevadas a cabo por estas empresas son similares, algo que no sería de extrañar puesto que pertenecen al mismo sector y tienen similares características.

Sin duda, los puntos fuertes de las empresas son su liquidez (exceptuando a Carrefour), su solvencia a largo plazo (excepto Eroski) y su tesorería, que siempre es positiva. Sin embargo, su solvencia a corto plazo y la falta de creación de valor serían algunos de sus puntos débiles. Las propuestas de mejora para mitigar estos puntos débiles están centradas en tres vías:

- Diversificación: El desarrollo de nuevos formatos comerciales más especializados dentro del sector de la distribución alimentaria sería una buena forma de aumentar

el nicho de clientes de este tipo de empresas. Cabe destacar que algunas de ellas, como DIA y Carrefour, ya han llevado a cabo esto con la apertura de tiendas especializadas en productos frescos y ecológicos.

- Crecimiento: Mediante el establecimiento de alianzas comerciales a largo plazo con proveedores, tanto nacionales como internacionales, se obtendrían mejores condiciones de compra. Además, el estudio de una posible integración vertical⁷ con fabricantes de materias primas u operadores logísticos dentro del mercado de la distribución comercial también podría dar lugar a una reducción de costes.
- Diferenciación: Una mejora en la relación calidad-precio de sus marcas blancas daría lugar a una mayor satisfacción de sus clientes, aumentando así su valor. Asimismo, el refuerzo de vías de comunicación con éstos (por ejemplo en redes sociales) contribuiría a dicha satisfacción.

10. Conclusiones

Una vez realizados los análisis a las cinco empresas propuestas en el periodo 2011-2015 y sintetizada la información, en este apartado expondremos las conclusiones más significativas.

El sector de la distribución alimentaria es uno de los más importantes dentro de la sociedad española al satisfacer una de sus necesidades básicas: el abastecimiento de alimentos. A pesar de eso, fue un sector también afectado por la crisis económica aunque en los últimos años estudiados se encontraba en una etapa de recuperación. Además, ha tenido que hacer frente a la llegada de las nuevas tecnologías y cambios en los hábitos de consumo, mentalidad y estructura de la población, algo a lo que las grandes empresas han sabido adaptarse.

Las cinco empresas elegidas para ser objeto de estudio son de las más representativas dentro del CNAE 4711 y algunas de ellas (Carrefour, Alcampo o Lidl) lo son también en el panorama europeo. Dichas empresas tuvieron que evolucionar para seguir manteniéndose a flote, creando distintos tipos de formatos de tienda (incluyendo la online) y ofreciendo productos para el mayor nicho de mercado posible.

⁷ La integración vertical ocurre cuando una misma empresa se hace cargo de actividades que tradicionalmente ha delegado en manos de terceros.

Asimismo, como una aportación a este trabajo hemos presentado una propuesta de reformulación de Estados Financieros para su análisis basada en AECA (2010) y Rojo (2011).

De los análisis se desprende que aunque se trata de empresas dedicadas a la distribución comercial cuyo mayor peso debería estar en sus Activos Circulantes (existencias), todas ellas lo tienen en los Activos Fijos. Esto puede deberse a la necesidad tanto de almacenes y plantas logísticas como de puntos de venta. No obstante, en sus Activos Circulantes son las existencias las que predominan frente a otras magnitudes en la mayoría de ellas, seguidas de sus deudores comerciales. Así mismo, todas le dan más importancia a los Recursos Ajenos antes que a los Propios, especialmente a sus Pasivos Circulantes como los acreedores comerciales. Esto es algo lógico puesto que cuentan con numerosos proveedores que son los encargados de suministrarles los productos que necesitan.

Su rentabilidad, aunque buena, no llega a sobrepasar el coste medio (k_0), llegando incluso a estar por debajo de éste antes de aplicar el efecto impositivo. En consecuencia, ninguna está creando valor lo que debería llevarles a un cambio de estrategia para conseguir maximizarlo. A pesar de eso, los accionistas de gran parte de ellas sí están obteniendo beneficios con un ROE bastante alto y su ROD está muy por debajo de la rentabilidad.

La Solvencia a Corto Plazo no es la adecuada en ningún momento debido a sus Fondos de Maniobra negativos. No obstante poseen una liquidez inmediata adecuada, por lo que en principio, podrían hacer frente a sus pagos con sus disponibles más líquidos, es decir, su tesorería. Además, sus periodos medios de cobro y pago son los más óptimos, llegando a cobrar de sus clientes mucho antes que pagar a sus proveedores. Esto significa que son empresas cuyas existencias pueden convertirse fácilmente en liquidez aunque el resto de sus activos no tengan la misma condición.

Por ello, se considera que quizás esa situación de liquidez sea algo premeditado, ya que son conscientes de que pueden atender sus compromisos de pago sin necesidad de tener una parte de sus activos reservados para emergencias, aunque esto podría ocasionarles serios problemas si aparecieran gastos imprevistos.

Además, para la mayoría de ellas su Solvencia a Largo Plazo revela que podrían seguir aumentando sus Recursos Ajenos a la par que aumentarían los beneficios para los accionistas. En este caso es preciso mencionar a Eroski, cuya situación es la más preocupante de todas, ya que es la única empresa cuyas deudas son excesivas llegando

incluso a hacerles tener pérdidas. Para Eroski, sería necesario un cambio de estrategia más radical, pues de continuar así podría llegar a una situación de quiebra.

Como propuestas, destacan aquellas centradas en su crecimiento, como sería el estudio de una integración vertical con operadores logísticos para comprobar si se reducirían gastos, su diversificación mediante establecimientos más especializados en el sector de la distribución alimentaria o una mayor relación calidad-precio de sus marcas blancas.

En general, las empresas estudiadas han sabido sortear la crisis económica y han podido adaptarse con éxito a las nuevas necesidades del mercado y siguen haciéndolo día tras día, siendo sus estrategias las correctas, aunque no óptimas, para llevar a cabo ese tipo de actividad.

11. Bibliografía

- Alcampo: <http://www.groupe-auchan.com/en/who-is-auchan/story/> (Fecha de acceso: 25/05/2017)
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) (2010): El Análisis Contable del Rendimiento y la Valoración de Empresas: Actividades Financieras y Operativas. Madrid.
- Carrefour: <http://www.carrefour.com/fr/content/historique> (Fecha de acceso: 25/05/2017)
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2004): OPA de exclusión formulada por Centros Comerciales Carrefour, S.A. Disponible en: <http://www.cnmv.es/opas/opa281.PDF> (Fecha de acceso: 14/08/2017)
- Compañía Española de Seguros de Créditos a la Exportación (CESCE) (2015): Distribución alimentaria. Informe sectorial de la economía española. Disponible en: <https://www.granadaempresas.es/wp-content/uploads/2017/01/d7d8137ff01c0821d1003179d49cec2b8778c4d1.pdf> (Fecha de acceso: 15/06/2017)
- Compañía Española de Seguros de Créditos a la Exportación (CESCE) (2016): Distribución alimentaria. Informe sectorial de la economía española. Disponible en: <http://www.informesectorialcesce.com/informes/4-distribucion/content/4-distribucion.pdf> (Fecha de acceso: 15/06/2017)
- DIA: <http://www.diacorporate.com/es/> (Fecha de acceso: 25/05/2017)
- Diez de Castro, E. et al (2006): Merchandising: Teoría y práctica. Madrid: Pirámide
- Eroski: <https://www.eroski.es/> (Fecha de acceso: 25/05/2017)
- González, J. (2008): Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: Aplicaciones prácticas. Madrid: Ediciones pirámide.
- Lendrevie, J. et al (1976): Mercator: Teoría y práctica del marketing. Madrid: Tecniban. (Consultado en: Diez de Castro, E. et al (2006): Merchandising: Teoría y práctica. Madrid: Pirámide).
- Lidl: <https://www.lidl.es/es/index.htm> (Fecha de acceso: 25/05/2017)
- Kotler, P. y Keller, K. (2006): Dirección de Marketing. México: Pearson Educación.

- Norma Internacional de Contabilidad nº 1, 2006. Disponible en: <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/nic01.pdf> (Fecha de acceso: 09/06/2017)
- Oriol, A. (2005): Claves de análisis de empresas. *Revista de contabilidad y dirección*, vol. 2, pp 13-51.
- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, BOE Núm. 278. Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, España, 20 de noviembre de 2007. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2007/11/20/pdfs/C00001-00152.pdf> (Fecha de acceso: 09/06/2017)
- Rojo Ramírez, A.A. (2011): Análisis económico-financiero de la empresa. Un análisis desde los datos contables. Madrid: Garceta Grupo Editorial.
- Vazquez, R. y Trespalacios, J.A. (2006): Estrategias de distribución comercial: Diseño del canal de distribución y relación entre fabricantes y detallistas. Madrid: Thomson.

Anexos

Anexo 1. Cuentas Anuales de Alcampo S.A.

Anexo 1.1. Balance de Alcampo S.A.

BALANCE	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVO					
A) Activo no corriente	690.047	720.267	778.836	786.000	773.173
II Inmovilizado material	655.531	689.092	685.762	697.066	683.256
1. Terrenos y construcciones	512.018	540.799	531.326	533.630	512.609
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	132.730	138.894	147.274	152.549	147.611
3. Inmovilizado en curso y anticipos	10.783	9.399	7.162	10.887	23.036
III Inversiones inmobiliarias	4.607	5.079	5.349	4.895	5.361
1. Terrenos	2.933	3.275	3.412	2.938	3.278
2. Construcciones	1.674	1.804	1.937	1.957	2.083
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	7.976	7.976	70.579	70.584	70.582
1. Instrumentos de patrimonio	7.976	7.976	70.577	70.578	70.576
V Inversiones financieras a largo plazo	3.837	4.030	5.414	4.899	5.184
1. Instrumentos de patrimonio	36	36	36	36	36
2. Créditos a terceros	0	389	2.035	1.299	1.299
5. Otros activos financieros	3.801	3.605	3.343	3.564	3.849
6. Otras inversiones	0	0	0	0	0
VI Activos por impuesto diferido	18.096	14.090	11.732	8.556	8.790
B) Activo corriente	365.227	312.801	277.610	315.643	409.861
II Existencias	210.213	208.494	186.496	189.980	229.799
1. Comerciales	210.213	208.494	186.496	189.980	229.799
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	55.857	48.952	47.286	65.440	89.516
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	5.270	6.391	6.665	3.746	9.690
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	5.270	6.391	6.665	3.746	9.690
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	17.440	21.902	19.977	20.478	22.905
3. Deudores varios	33.147	20.659	19.945	40.716	56.921
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	72.634	31.075	13.880	13.600	41.478
2. Créditos a empresas	72.634	31.075	13.880	13.600	41.200
VI Periodificaciones a corto plazo	1.297	601	564	576	465
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	25.226	23.679	29.383	46.047	48.603
1. Tesorería	25.226	23.679	29.383	46.047	48.603
Total activo (A + B)	1.055.274	1.033.068	1.056.446	1.101.643	1.183.034

PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
A) Patrimonio neto	195.433	203.584	198.585	185.768	193.164
A-1) Fondos propios	195.433	201.721	195.194	183.351	192.608
I Capital	106.956	106.956	106.956	106.956	106.956
1. Capital escriturado	106.956	106.956	106.956	106.956	106.956
III Reservas	53.143	55.791	55.092	44.067	47.917
1. Legal y estatutarias	21.391	21.391	21.391	21.391	21.391
2. Otras reservas	17.411	20.059	19.360	22.676	26.526
3. Reserva de revalorización	14.341	14.341	14.341	0	0
V Resultados de ejercicios anteriores	1	1	2	850	0
1. Remanente	1	1	2	850	0
VII Resultado del ejercicio	66.050	54.873	54.644	95.807	37.735
VIII (Dividendo a cuenta)	-30.717	-15.900	-21.500	-64.329	0
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	0	-150	194
II Operaciones de cobertura	0	0	0	-150	194
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0	1.863	3.391	2.567	362
B) Pasivo no corriente	128.174	100.663	63.768	74.789	71.519
I Provisiones a largo plazo	49.278	17.272	16.959	24.475	22.922
4. Otras provisiones	49.278	17.272	16.959	24.475	22.922
II Deudas a largo plazo	18.161	19.581	21.699	21.898	23.277
3. Acreedores por arrendamiento financiero	18.059	19.496	21.592	21.795	23.172
5. Otros pasivos financieros	102	85	107	103	105
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	44.076	44.076	76	76	76
IV Pasivos por impuesto diferido	14.594	17.645	22.921	26.204	23.084
VI Acreedores comerciales no corrientes	2.065	2.089	2.113	2.136	2.160
C) Pasivo corriente	731.667	728.821	794.093	841.086	918.351
III Deudas a corto plazo	22.058	17.411	16.034	25.306	11.433
2. Deudas con entidades de crédito	20.294	15.258	14.207	23.406	9.794
3. Acreedores por arrendamiento financiero	1.746	2.153	1.827	1.750	1.639
4. Derivados	0	0	0	150	0
5. Otros pasivos financieros	18	0	0	0	0
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	32	32	88.886	56.249	57.257
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	708.389	710.372	688.588	759.522	849.430
1. Proveedores	505.868	489.609	470.308	524.518	607.688
b) Proveedores a corto plazo	505.868	489.609	470.308	524.518	607.688
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	25.704	32.278	30.545	28.471	31.621
3. Acreedores varios	110.970	126.897	124.732	154.546	163.911
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	27.037	21.946	20.862	20.489	15.455
5. Pasivos por impuesto corriente	11.642	13.272	11.907	0	6.090
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	27.168	26.370	30.234	31.498	24.665
VI Periodificaciones a corto plazo	1.188	1.006	585	9	231
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	1.055.274	1.033.068	1.056.446	1.101.643	1.183.034

Anexo 1.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Alcampo, S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2014	2013	2012	2011
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	3.171.753	3.125.054	3.139.226	3.216.411	3.244.382
a) Ventas	3.054.042	3.016.702	3.033.676	3.113.709	3.145.167
b) Prestaciones de servicios	117.711	108.352	105.550	102.702	99.215
4. Aprovisionamientos	-2.535.359	-2.506.686	-2.517.441	-2.578.412	-2.604.461
a) Consumo de mercaderías	-2.534.552	-2.505.930	-2.518.114	-2.582.246	-2.600.437
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-807	-756	673	3.834	-4.024
5. Otros ingresos de explotación	15.420	11.618	13.934	17.016	19.285
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	15.420	11.618	13.934	17.016	19.285
6. Gastos de personal	-301.195	-290.732	-291.737	-303.604	-303.983
a) Sueldos, salarios y asimilados	-226.904	-219.656	-222.450	-232.410	-236.120
b) Cargas sociales	-68.479	-67.147	-66.685	-67.418	-66.512
c) Provisiones	-5.812	-3.929	-2.602	-3.776	-1.351
7. Otros gastos de explotación	-202.711	-196.795	-200.369	-205.890	-208.030
a) Servicios exteriores	-184.594	-179.440	-182.158	-188.290	-196.287
b) Tributos	-17.379	-17.193	-17.739	-16.303	-10.761
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-138	-151	10	-187	-671
d) Otros gastos de gestión corriente	-600	-11	-482	-1.110	-311
8. Amortización del inmovilizado	-65.737	-69.913	-69.572	-64.751	-62.682
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	897	1.049	819	94
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	2.391	-2.470	-2.897	-1.884	-25.194
a) Deterioro y pérdidas	2.391	-2.470	-2.897	-794	-27.327
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0	-1.090	2.133
13. Otros resultados	-1.705	0	0	0	0
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	82.857	70.973	72.193	79.705	59.411
B) Operaciones interrumpidas					
14. Ingresos financieros	11.705	6.345	7.412	44.707	3.158
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	6.186	6.235	7.329	44.604	2.844
a) En empresas del grupo y asociadas	6.186	6.235	7.329	44.604	2.844
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	5.519	110	83	103	314
a) De empresas del grupo y asociadas	41	61	71	76	259
b) De terceros	5.478	49	12	27	55
15. Gastos financieros	-4.707	-4.957	-5.368	-7.554	-8.793
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-1.081	-1.376	-1.174	-1.475	-1.913
b) Por deudas con terceros	-3.626	-3.581	-4.194	-3.673	-6.880
c) Por actualización de provisiones	0	0	0	-2.406	0
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	-158	-1	-1	0
a) Cartera de negociación y otros	0	-158	-1	-1	0
17. Diferencias de cambio	0	0	-123	360	-818
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	0	0	7.213
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0	0	7.213
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	6.998	1.230	1.920	37.512	760
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	89.855	72.203	74.113	117.217	60.171
20. Impuestos sobre beneficios	-23.805	-17.330	-19.469	-21.410	-22.436
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	66.050	54.873	54.644	95.807	37.735
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	66.050	54.873	54.644	95.807	37.735

Anexo 1.3. Estado de Flujos de Efectivo de Alcampo, S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	89.855	72.203	74.113	117.217	60.171
2. Ajustes del resultado	58.109	70.537	69.282	30.322	98.888
a) Amortización del inmovilizado (+)	65.737	69.913	69.572	64.751	62.682
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-27.437	1.067	-262	794	29.969
c) Variación de provisiones (+/-)	31.061	-231	523	2.019	630
d) Imputación de subvenciones (-)	-3.568	-897	-1.049	-819	-94
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-2.391	2.231	2.542	1.090	-752
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	-158	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-11.705	-6.345	-7.412	-44.707	-3.158
h) Gastos financieros (+)	4.707	4.957	5.368	7.554	8.793
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0	-360	818
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	1.705	0	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	-8.553	-8.847	-62.438	-10.915	-41.292
a) Existencias (+/-)	-912	-18.541	4.158	39.819	28.514
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-6.767	-174	18.098	24.076	-653
c) Otros activos corrientes (+/-)	0	-36	12	-111	-64
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-353	9.071	-85.409	-81.286	-69.998
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	182	409	576	6.611	3.115
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-703	424	127	-24	-2.206
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-25.494	-19.688	-15.572	13.561	-27.775
a) Pagos de intereses (-)	-4.707	-2.455	-8.125	-5.614	-5.209
b) Cobros de dividendos (+)	6.186	6.235	7.329	44.604	2.844
c) Cobros de intereses (+)	5.519	116	0	103	314
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-32.492	-23.584	-14.776	-25.532	-25.724
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	113.917	114.205	65.385	150.185	89.992
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-99.415	-64.184	-52.461	-94.131	-87.691
a) Empresas del grupo y asociadas	-41.559	-17.201	-270	-13.602	0
c) Inmovilizado material	-57.660	-46.983	-51.663	-80.529	-87.691
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	-13	0	0
e) Otros activos financieros	-196	0	-515	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	56.173	2.063	5.229	34.223	141.744
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	77	33.388	135.954
c) Inmovilizado material	55.784	678	5.152	550	5.159
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	526
e) Otros activos financieros	389	1.385	0	285	105
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-43.242	-62.121	-47.232	-59.908	54.053
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	-631	1.873	3.024	456
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	-631	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	1.873	3.024	456
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	3.210	-3.332	20.452	9.206	-9.210
a) Emisión	5.054	45.035	32.765	69.861	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	5.054	1.035	0	13.612	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	44.000	32.765	56.249	0
b) Devolución y amortización de	-1.844	-48.367	-12.313	-60.655	-9.210
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-1.844	-43.464	-8.542	-3.398	-9.210
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	-57.257	0
5. Otras deudas (-)	0	-4.903	-3.771	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-72.338	-54.488	-57.142	-105.063	-124.238
a) Dividendos (-)	-72.338	-54.488	-57.142	-105.063	-124.238
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-69.128	-58.451	-34.817	-92.833	-132.992
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	494
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	1.547	-6.367	-16.664	-2.556	11.547
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	23.679	30.046	46.047	48.603	37.056
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	25.226	23.679	29.383	46.047	48.603

Anexo 2. Cuentas Anuales de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

Anexo 2.1. Balance de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

BALANCE	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVO					
A) Activo no corriente	1.382.965	1.367.241	1.367.631	1.485.551	1.503.022
I Inmovilizado intangible	83.400	59.978	42.221	52.832	62.332
4. Fondo de comercio	11.362	11.362	11.362	18.881	20.071
5. Aplicaciones informáticas	55.687	33.685	23.386	25.348	34.845
9. Otro inmovilizado intangible	16.351	14.931	7.473	8.603	7.416
II Inmovilizado material	332.799	341.575	345.854	383.249	410.729
1. Terrenos y construcciones	74.428	73.702	72.159	75.122	65.463
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	256.150	262.388	271.340	303.741	343.823
3. Inmovilizado en curso y anticipos	2.221	5.485	2.355	4.386	1.443
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	882.225	878.431	883.437	969.402	979.078
1. Instrumentos de patrimonio	882.225	878.431	883.437	969.402	979.078
V Inversiones financieras a largo plazo	38.000	38.670	38.583	38.964	39.327
1. Instrumentos de patrimonio	162	162	162	162	162
3. Valores representativos de deuda	3	3	3	3	3
5. Otros activos financieros	37.835	38.505	38.418	38.799	39.162
VI Activos por impuesto diferido	46.541	48.587	57.536	41.104	11.556
B) Activo corriente	1.128.791	1.086.859	1.105.423	1.195.513	1.555.767
II Existencias	598.325	568.822	555.322	587.344	701.467
1. Comerciales	597.668	567.659	554.137	586.139	700.312
6. Anticipos a proveedores	657	1.163	1.185	1.205	1.155
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	224.356	211.217	165.806	211.490	255.087
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	24.693	19.610	14.449	12.197	8.279
a b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	24.693	19.610	14.449	12.197	8.279
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	142.125	127.016	107.806	131.989	163.123
3. Deudores varios	56.365	58.255	43.385	39.538	63.580
4. Personal	248	82	87	265	92
5. Activos por impuesto corriente	908	6.132	0	27.419	19.893
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	17	122	79	82	120
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	8	12	16	0	0
5. Otros activos financieros	8	12	16	0	0
V Inversiones financieras a corto plazo	8	0	14	151	415
2. Créditos a empresas	0	0	0	0	355
5. Otros activos financieros	8	0	14	151	60
VI Periodificaciones a corto plazo	1.069	1.870	3.102	1.233	1.569
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	305.025	304.938	381.163	395.295	597.229
1. Tesorería	64.054	78.794	64.544	93.001	85.639
2. Otros activos líquidos equivalentes	240.971	226.144	316.619	302.294	511.590
Total activo (A + B)	2.511.756	2.454.100	2.473.054	2.681.064	3.058.789

PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
A) Patrimonio neto	565.010	433.336	408.086	533.781	561.193
A-1) Fondos propios	560.263	427.103	403.934	533.567	560.963
I Capital	196.822	196.822	196.822	196.822	196.822
1. Capital escriturado	196.822	196.822	196.822	196.822	196.822
III Reservas	97.395	97.515	170.048	268.325	175.602
1. Legal y estatutarias	39.364	39.364	39.364	39.364	39.364
2. Otras reservas	58.031	58.151	130.684	228.961	136.238
V Resultados de ejercicios anteriores	0	0	-21.756	78.863	78.863
1. Remanente	0	0	0	78.863	78.863
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	0	0	-21.756	0	0
VI Otras aportaciones de socios	11.513	11.513	11.497	11.313	10.567
VII Resultado del ejercicio	254.533	187.171	47.323	-21.756	99.109
VIII (Dividendo a cuenta)	0	-65.918	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	4747	6233	4152	214	230
B) Pasivo no corriente	32.615	37.262	47.236	139.429	136.385
I Provisiones a largo plazo	9.608	7.153	7.387	93.348	95.436
4. Otras provisiones	9.608	7.153	7.387	93.348	95.436
II Deudas a largo plazo	337	346	786	979	818
5. Otros pasivos financieros	337	346	786	979	818
IV Pasivos por impuesto diferido	14.740	21.451	31.320	38.223	33.585
V Periodificaciones a largo plazo	7.930	8.312	7.743	6.879	6.546
C) Pasivo corriente	1.914.131	1.983.502	2.017.732	2.007.854	2.361.211
II Provisiones a corto plazo	34.381	37.937	31.772	32.799	25.849
2. Otras provisiones	34.381	37.937	31.772	0	0
III Deudas a corto plazo	119.298	134.114	96.044	107.117	129.668
2. Deudas con entidades de crédito	54.951	81.306	55.498	67.361	46.174
5. Otros pasivos financieros	64.347	52.808	40.546	39.756	83.494
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	21	41	41	341
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.756.853	1.811.164	1.888.414	1.867.110	2.205.254
1. Proveedores	1.300.482	1.296.922	1.260.927	1.309.980	1.400.252
b) Proveedores a corto plazo	1.300.482	1.296.922	1.260.927	1.309.980	1.400.252
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	182.400	236.828	320.877	314.185	571.505
3. Acreedores varios	136.825	128.933	136.492	129.010	151.078
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	55.758	58.232	64.793	49.443	41.341
5. Pasivos por impuesto corriente	0	0	7.674	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	79.086	87.485	95.843	62.856	39.341
7. Anticipos de clientes	2.302	2.764	1.808	1.636	1.737
VI Periodificaciones a corto plazo	3.599	266	1.461	787	99
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	2.511.756	2.454.100	2.473.054	2.681.064	3.058.789

Anexo 2.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2014	2013	2012	2011
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	7.346.328	7.333.295	7.355.180	7.532.393	7.897.178
a) Ventas	7.346.328	7.333.295	7.355.180	7.532.340	7.897.061
b) Prestaciones de servicios	0	0	0	53	117
4. Aprovisionamientos	-6.015.365	-6.064.636	-6.080.709	-6.236.755	-7.229.384
a) Consumo de mercaderías	-6.015.616	-6.068.139	-6.090.328	-6.231.706	-7.229.581
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	251	3.503	9.619	-5.049	197
5. Otros ingresos de explotación	118.587	114.548	98.807	78.599	823.699
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	113.501	109.683	94.499	75.157	820.138
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	5.086	4.865	4.308	3.442	3.561
6. Gastos de personal	-638.136	-616.488	-634.026	-642.375	-664.605
a) Sueldos, salarios y asimilados	-491.856	-471.181	-496.714	-504.381	-523.848
b) Cargas sociales	-146.280	-145.307	-137.312	-137.994	-140.757
7. Otros gastos de explotación	-649.371	-655.878	-655.208	-629.290	-657.135
a) Servicios exteriores	-625.189	-627.647	-629.777	-600.831	-635.212
b) Tributos	-21.571	-23.550	-23.306	-22.714	-18.898
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-1.710	-3.960	-1.429	-4.888	-2.134
d) Otros gastos de gestión corriente	-901	-721	-696	-857	-891
8. Amortización del inmovilizado	-92.156	-85.686	-93.806	-106.033	-103.929
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-5.830	1.157	-26.726	-35.208	-25.655
a) Deterioro y pérdidas	-3.805	2.990	-23.974	-32.294	-17.397
b) Resultados por enajenaciones y otras	-2.025	-1.833	-2.752	-2.914	-8.258
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	64.057	26.312	-36.488	-38.669	40.169
14. Ingresos financieros	202.445	173.984	110.468	4.930	55.948
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	202.016	173.492	109.351	0	48.874
a) En empresas del grupo y asociadas	202.016	173.492	109.351	0	48.874
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	429	492	1.117	4.930	7.074
a) De empresas del grupo y asociadas	258	153	882	1.813	6.759
b) De terceros	171	339	235	3.117	315
15. Gastos financieros	-445	-291	-6.419	-1.386	-6.534
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-251	-141	-27	-1.260	-6.076
b) Por deudas con terceros	-194	-150	-6.392	-126	-458
17. Diferencias de cambio	-4	-2	-2	28	20
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	-4.765	-7.038	259	12.443
a) Deterioros y pérdidas	0	-4.765	-7.038	259	12.443
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	201.996	168.926	97.009	3.831	61.877
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	266.053	195.238	60.521	-34.838	102.046
20. Impuestos sobre beneficios	-11.520	-8.067	-13.198	13.082	-2.937
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	254.533	187.171	47.323	-21.756	99.109
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	254.533	187.171	47.323	-21.756	99.109

Anexo 2.3. Estado de Flujos de Efectivo de Centros Comerciales Carrefour, S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	266.050	195.238	60.521	-34.838	102.046
2. Ajustes del resultado	-104.530	-83.585	18.407	150.590	76.874
a) Amortización del inmovilizado (+)	93.769	87.636	96.246	109.926	108.908
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	3.554	2.232	22.822	32.294	6.891
c) Variación de provisiones (+/-)	88	-234	560	8.340	892
d) Imputación de subvenciones (-)	-1.970	-1.377	-110	-16	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	2.025	1.833	2.752	2.914	8.258
g) Ingresos financieros (-)	-202.445	-173.984	-110.468	-4.930	-55.948
h) Gastos financieros (+)	445	291	6.419	1.386	6.534
i) Diferencias de cambio (+/-)	4	2	2	-28	-20
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	16	184	704	1.359
3. Cambios en el capital corriente	-99.364	-116.482	-1.231	151.860	7.718
a) Existencias (+/-)	-29.252	-9.997	41.641	121.544	42.575
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-18.951	-43.239	16.816	46.615	-26.558
c) Otros activos corrientes (+/-)	801	1.250	-1.748	721	-1.623
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-54.916	-64.625	-58.610	-17.392	-8.902
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	3.333	0	0	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-379	129	670	372	2.226
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	191.523	150.806	180.907	-17.942	58.137
a) Pagos de intereses (-)	-445	-291	-6.419	-1.386	-6.534
b) Cobros de dividendos (+)	202.016	173.732	203.999	0	48.874
c) Cobros de intereses (+)	429	492	1.117	4.930	7.074
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-10.477	-23.125	-16.448	-20.811	8.703
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	-2	-1.342	-675	20
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	253.679	145.977	258.604	249.670	244.775
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-107.624	-88.536	-90.096	-475.709	-197.254
a) Empresas del grupo y asociadas	-4.000	0	-15.721	-3.502	-4.900
b) Inmovilizado intangible	-32.067	-16.700	-8.778	-12.065	-9.903
c) Inmovilizado material	-71.549	-71.749	-65.597	-110.133	-181.251
e) Otros activos financieros	0	-87	0	-350.009	-1.200
h) Otros activos	-8	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	1.790	754	601	1.167	9.930
a) Empresas del grupo y asociadas	4	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	315	0	0	0	0
c) Inmovilizado material	595	754	200	662	3.827
e) Otros activos financieros	670	0	401	505	6.103
g) Unidad de negocio	206	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-105.834	-87.782	-89.495	-474.542	-187.324
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	3.790	5.762	0	230
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	3.790	5.762	0	230
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-26.385	25.808	-11.863	21.187	-122.989
a) Emisión	0	25.808	0	21.187	11.507
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	25.808	0	21.187	11.507
b) Devolución y amortización de	-26.385	0	-11.863	0	-134.496
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-26.364	0	-11.863	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	-21	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	0	0	0	-134.496
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-121.373	-164.018	-177.140	0	0
a) Dividendos (-)	-121.373	-164.018	-177.140	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-147.758	-134.420	-183.241	21.187	-122.759
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	87	-76.225	-14.132	-203.685	-65.308
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	304.938	381.163	395.295	598.980	662.537
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	305.025	304.938	381.163	395.295	597.229

Anexo 3. Cuentas Anuales de DIA, S.A.

Anexo 3.1. Balance de DIA, S.A.

BALANCE	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVO					
A) Activo no corriente	1.549.644	1.324.830	2.302.547	2.285.198	1.921.455
I Inmovilizado intangible	65.513	49.867	49.493	44.491	46.659
1. Desarrollo	4.924	4.864	1.119	424	0
2. Concesiones	266	298	330	362	394
3. Patentes, licencias, marcas y similares	4.881	2.194	2.489	72	72
4. Fondo de comercio	46.814	35.417	35.930	35.956	35.956
5. Aplicaciones informáticas	6.331	4.447	6.765	4.556	5.385
9. Otro inmovilizado intangible	2.297	2.647	2.860	3.121	4.852
II Inmovilizado material	558.211	516.707	504.439	487.296	507.913
1. Terrenos y construcciones	308.466	291.136	288.295	203.504	204.684
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	242.469	219.613	213.228	281.350	301.212
3. Inmovilizado en curso y anticipos	7.276	5.958	2.916	2.442	2.017
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	733.382	574.380	1.673.625	1.707.136	1.294.438
1. Instrumentos de patrimonio	703.382	537.266	1.513.625	1.547.136	1.242.438
2. Créditos a empresas	30.000	37.114	160.000	160.000	52.000
V Inversiones financieras a largo plazo	36.145	21.405	21.353	15.292	14.339
1. Instrumentos de patrimonio	36	36	36	36	36
2. Créditos a terceros	490	667	1.180	1.491	1.410
5. Otros activos financieros	35.619	20.702	20.137	13.765	12.893
VI Activos por impuesto diferido	112.306	129.561	24.850	4.057	32.783
VII Deudas comerciales no corrientes	44.087	32.910	28.787	26.926	25.323
B) Activo corriente	884.780	751.336	481.894	551.326	811.155
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	110	3292	0
II Existencias	225.347	203.954	182.852	183.458	188.872
1. Comerciales	215.352	196.573	180.780	181.447	185.221
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	7.411	6.309	1.321	1.691	3.508
6. Anticipos a proveedores	2.584	1.072	751	320	143
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	433.982	353.084	227.143	198.525	163.539
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	45.536	40.974	30.764	27.578	29.535
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	45.536	40.974	30.764	27.578	29.535
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	272.481	194.250	126.757	113.485	88.635
3. Deudores varios	65.491	74.575	52.932	37.152	33.357
4. Personal	703	791	790	944	472
5. Activos por impuesto corriente	49.256	41.859	7.912	18.881	11.405
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	515	635	7.988	485	135
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	197.958	178.856	40.576	57.251	411.796
2. Créditos a empresas	36.137	0	0	55.000	3.000
5. Otros activos financieros	161.821	178.856	40.576	2.251	408.796
V Inversiones financieras a corto plazo	963	3.176	681	17.567	909
2. Créditos a empresas	258	192	295	311	670
3. Valores representativos de deuda	0	2.913	0	0	0
4. Derivados	66	71	386	17.256	239
5. Otros activos financieros	639	0	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	1.009	1.027	1.329	2.330	3.319
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	25.521	11.239	29.203	88.903	42.720
1. Tesorería	25.521	11.206	29.168	23.410	28.162
2. Otros activos líquidos equivalentes	0	33	35	65.493	14.558
Total activo (A + B)	2.434.424	2.076.166	2.784.441	2.836.524	2.732.610

PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
A) Patrimonio neto	221.877	319.553	839.448	884.675	788.554
A-1) Fondos propios	220.677	317.712	837.855	884.778	787.663
I Capital	62.246	65.107	65.107	67.934	67.934
1. Capital escriturado	62.246	65.107	65.107	67.934	67.934
II Prima de emisión	0	618.157	618.157	618.157	618.157
III Reservas	13.021	62.431	59.846	66.926	18.227
1. Legal y estatutarias	13.021	13.021	13.587	13.587	780
2. Otras reservas	0	49.410	46.259	53.339	17.447
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-53.561	-58.864	-23.319	-62.769	-39.151
V Resultados de ejercicios anteriores	-29.651	0	0	0	0
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	-29.651	0	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	216.975	-391.946	105.255	184.850	121.049
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	11.647	22.827	12.809	9.680	1.447
A-2) Ajustes por cambios de valor	50	55	-820	-648	167
II Operaciones de cobertura	50	55	-820	-648	167
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.150	1.786	2.413	545	724
B) Pasivo no corriente	976.563	614.265	768.800	653.982	796.636
I Provisiones a largo plazo	32.448	63.969	40.461	38.161	107.057
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	1.186	861	554	531	496
4. Otras provisiones	31.262	63.108	39.907	37.630	106.561
II Deudas a largo plazo	917.343	516.251	668.778	520.386	586.665
1. Obligaciones y otros valores negociables	495.862	494.701	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	387.609	43	650.620	517.893	585.035
3. Acreedores por arrendamiento financiero	9.881	10.770	8.823	0	0
5. Otros pasivos financieros	23.991	10.737	9.335	2.493	1.630
IV Pasivos por impuesto diferido	26.772	34.045	59.561	95.435	102.914
C) Pasivo corriente	1.235.984	1.142.348	1.176.193	1.297.867	1.147.420
II Provisiones a corto plazo	0	2.581	26.788	2.041	2.882
2. Otras provisiones	0	2.581	26.788	0	0
III Deudas a corto plazo	283.320	145.187	190.583	334.139	256.412
1. Obligaciones y otros valores negociables	3.500	3.396	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	259.073	88.079	169.809	320.564	249.812
3. Acreedores por arrendamiento financiero	5.106	5.253	4.794	0	8
4. Derivados	0	0	1.373	928	0
5. Otros pasivos financieros	15.641	48.459	14.607	12.647	6.592
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	48.679	75.186	45.125	101.256	43.313
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	903.966	919.372	913.672	860.404	844.784
1. Proveedores	760.794	773.163	756.468	718.683	697.560
b) Proveedores a corto plazo	760.794	773.163	756.468	718.683	697.560
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	8.122	19.103	19.015	12.326	11.971
3. Acreedores varios	55.711	65.372	70.647	68.131	82.868
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	24.689	26.025	24.147	29.013	25.563
5. Pasivos por impuesto corriente	0	0	13.908	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	53.664	35.709	29.487	32.251	26.822
7. Anticipos de clientes	986	0	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	19	22	25	27	29
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	2.434.424	2.076.166	2.784.441	2.836.524	2.732.610

Anexo 3.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de DIA, S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2014	2013	2012	2011
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	4.551.735	4.146.438	4.199.037	4.244.687	4.059.856
a) Ventas	4.551.735	4.146.438	4.199.037	4.244.687	4.059.856
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	5.401	5.000	7.259	4.695	4.181
4. Aprovisionamientos	-3.637.985	-3.166.218	-3.201.517	-3.261.464	-3.108.367
a) Consumo de mercaderías	-3.586.806	-3.088.469	-3.140.378	-3.204.935	-3.054.244
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-15.795	-10.269	-12.080	-12.053	-11.106
c) Trabajos realizados por otras empresas	-34.985	-67.460	-49.347	-44.507	-43.522
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-399	-20	288	31	505
5. Otros ingresos de explotación	215.489	158.985	133.071	123.184	98.638
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	215.065	158.242	132.591	122.753	98.225
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	424	743	480	431	413
6. Gastos de personal	-439.339	-433.635	-428.916	-423.233	-417.947
a) Sueldos, salarios y asimilados	-352.545	-347.047	-341.292	-337.763	-336.184
b) Cargas sociales	-86.494	-86.281	-87.620	-85.418	-81.763
c) Provisiones	-300	-307	-4	-52	0
7. Otros gastos de explotación	-358.325	-346.356	-346.129	-342.809	-361.846
a) Servicios exteriores	-346.576	-331.016	-330.175	-328.656	-344.781
b) Tributos	-8.804	-8.952	-8.747	-8.898	-9.999
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-1.680	-2.921	-3.184	-1.763	-3.047
d) Otros gastos de gestión corriente	-1.265	-3.467	-4.023	-3.492	-4.019
8. Amortización del inmovilizado	-104.575	-100.566	-110.608	-115.774	-115.910
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	821	775	3.514	255	254
10. Excesos de provisiones	0	0	0	0	1.765
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-4.975	-7.402	-3.306	-6.549	-9.909
a) Deterioro y pérdidas	-1.085	-3.442	-466	-301	-2.183
b) Resultados por enajenaciones y otras	-3.890	-3.960	-2.840	-6.248	-7.726
13. Otros resultados	0	0	0	0	-232
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	228.247	257.021	252.405	222.992	150.483
B) Operaciones interrumpidas					
14. Ingresos financieros	77.304	13.149	53.102	46.977	49.989
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	73.681	97	30.000	34.500	40.000
a) En empresas del grupo y asociadas	73.681	97	30.000	34.500	40.000
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	3.623	13.052	23.102	12.477	9.989
a) De empresas del grupo y asociadas	1.112	7.415	20.229	10.219	8.186
b) De terceros	2.511	5.637	2.873	2.258	1.803
15. Gastos financieros	-17.989	-35.506	-31.419	-33.446	-24.143
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-19	-57	-288	-150	-2.632
b) Por deudas con terceros	-17.575	-33.439	-30.588	-31.165	-20.141
c) Por actualización de provisiones	-395	-2.010	-543	-2.131	-1.370
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	274	0	3.940	18.281	0
a) Cartera de negociación y otros	274	0	3.940	18.281	0
17. Diferencias de cambio	213	-1.076	124	119	61
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-14.910	-762.603	-124.346	-2.478	-19.999
a) Deterioros y pérdidas	-14.930	-41.882	-104.076	-2.478	-23.042
b) Resultados por enajenaciones y otras	20	-720.721	-20.270	0	3.043
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	44.892	-786.036	-98.599	29.453	5.908
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	273.139	-529.015	153.806	252.445	156.391
20. Impuestos sobre beneficios	-56.164	137.069	-48.551	-67.595	-35.342
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	216.975	-391.946	105.255	184.850	121.049
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	216.975	-391.946	105.255	184.850	121.049

Anexo 3.3. Estado de Flujos de Efectivo de DIA, S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	273.139	-529.015	153.806	252.445	156.391
2. Ajustes del resultado	28.736	914.744	198.159	35.074	106.201
a) Amortización del inmovilizado (+)	104.575	100.566	110.608	115.774	115.910
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	18.093	48.265	107.438	8.334	27.767
c) Variación de provisiones (+/-)	-35.828	5.678	-21.855	-71.015	-19.302
d) Imputación de subvenciones (-)	-848	-1.000	-3.514	-255	-254
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	3.890	3.960	2.840	6.248	7.726
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	-20	720.721	20.270	0	-3.043
g) Ingresos financieros (-)	-77.304	-13.149	-53.102	-46.977	-49.989
h) Gastos financieros (+)	17.989	35.506	31.419	33.446	24.143
i) Diferencias de cambio (+/-)	-212	1.076	-124	-119	-61
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-279	875	-172	-19.096	187
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	-1.320	12.246	4.351	8.734	3.117
3. Cambios en el capital corriente	-123.676	-110.183	32.771	-10.757	34.606
a) Existencias (+/-)	-21.792	-21.122	894	5.445	16.041
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-213.225	-86.536	-21.848	-32.114	-427
c) Otros activos corrientes (+/-)	18	305	17.889	2.619	-1.552
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	122.503	1.394	37.735	15.739	11.927
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-3	-101	-38	-843	14.702
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-11.177	-4.123	-1.861	-1.603	-6.085
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	28.280	-65.808	-58.320	-37.715	61
a) Pagos de intereses (-)	-16.999	-33.258	-29.500	-29.360	-21.479
b) Cobros de dividendos (+)	73.681	97	30.000	34.500	40.000
c) Cobros de intereses (+)	1.226	10.863	21.090	10.543	8.480
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-29.628	-43.510	-79.910	-53.398	-26.940
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	206.479	209.738	326.416	239.047	297.259
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-363.499	-174.475	-214.568	-410.848	-561.505
a) Empresas del grupo y asociadas	-181.046	-25.927	-78.279	-310.441	-461.996
b) Inmovilizado intangible	-21.652	-6.564	-9.606	-2.666	-5.831
c) Inmovilizado material	-148.695	-114.693	-126.571	-97.295	-93.211
e) Otros activos financieros	-12.106	-2.007	-29	-446	-467
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	-25.284	-83	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	3.647	454.811	27.437	423	39.414
a) Empresas del grupo y asociadas	0	454.054	27.319	0	39.050
b) Inmovilizado intangible	9	0	0	82	0
c) Inmovilizado material	3.638	647	118	341	364
e) Otros activos financieros	0	110	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-359.852	280.336	-187.131	-410.425	-522.091
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-200.055	-37.114	-45.575	-23.895	-39.304
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	-200.055	-37.166	-45.749	-23.971	-39.400
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	52	174	76	96
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	480.324	-367.643	-69.545	313.954	636.717
a) Emisión	611.244	550.258	233.747	313.954	851.136
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	1.265	498.097	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	609.979	37.166	230.000	1.647	850.642
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0	304.461	0
5. Otras deudas (+)	0	14.995	3.747	7.846	494
b) Devolución y amortización de	-130.920	-917.901	-303.292	0	-214.419
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-53.050	-767.305	-263.836	0	-20.776
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	-58.306	-150.596	-39.456	0	-193.643
5. Otras deudas (-)	-19.564	0	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-112.614	-103.281	-83.865	-72.498	-368.600
a) Dividendos (-)	-112.614	-103.281	-83.865	-72.498	-368.600
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	167.655	-508.038	-198.985	217.561	228.813
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	14.282	-17.964	-59.700	46.183	3.981
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	11.239	29.203	88.903	42.720	38.739
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	25.521	11.239	29.203	88.903	42.720

Anexo 4. Cuentas Anuales de Eroski Sociedad Cooperativa.

Anexo 4.1. Balance de Eroski Sociedad Cooperativa

BALANCE	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVO					
A) Activo no corriente	2.572.727	2.480.061	2.757.695	2.825.592	1.960.892
I Inmovilizado intangible	29.019	20.138	21.282	24.363	28.822
1. Desarrollo	599	761	922	1.015	1.095
2. Concesiones	1.173	1.220	1.267	0	0
3. Patentes, licencias, marcas y similares	744	907	1.096	1.216	1.305
4. Fondo de comercio	8.060	8.060	8.060	8.060	8.060
5. Aplicaciones informáticas	18.254	8.995	9.735	13.863	18.146
9. Otro inmovilizado intangible	189	195	202	209	216
II Inmovilizado material	266.828	273.757	284.855	297.981	304.349
1. Terrenos y construcciones	165.908	170.527	189.369	195.316	197.509
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	100.920	103.230	95.486	102.665	106.407
3. Inmovilizado en curso y anticipos	0	0	0	0	433
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	2.070.048	1.991.489	2.280.629	2.350.366	1.485.597
1. Instrumentos de patrimonio	1.699.755	1.402.132	1.587.821	1.321.377	1.012.893
2. Créditos a empresas	366.448	585.512	688.963	1.025.144	468.859
5. Otros activos financieros	3.845	3.845	3.845	3.845	3.845
V Inversiones financieras a largo plazo	71.596	71.416	66.632	65.998	66.394
1. Instrumentos de patrimonio	63.315	61.817	61.817	60.909	60.618
2. Créditos a terceros	3.399	4.820	0	0	1.203
5. Otros activos financieros	4.882	4.779	4.815	5.089	4.573
VI Activos por impuesto diferido	135.236	123.261	104.297	86.884	75.730
B) Activo corriente	273.763	461.682	378.890	452.760	1.471.762
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	600	0	31.738
II Existencias	94.943	95.177	99.323	109.405	112.782
1. Comerciales	94.774	94.835	98.599	108.365	111.378
6. Anticipos a proveedores	169	342	724	1.040	1.404
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	130.591	158.694	131.439	133.100	175.761
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	8.255	8.165	6.422	5.891	6.650
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	8.255	8.165	6.422	5.891	6.650
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	67.976	92.857	66.119	66.935	72.148
3. Deudores varios	52.160	55.403	56.408	55.723	79.199
5. Activos por impuesto corriente	384	542	555	1.330	4.769
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	1.225	870	842	1.470	10.435
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos	591	857	1.093	1.751	2.560
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	18.439	189.862	68.051	193.806	1.008.623
2. Créditos a empresas	9.990	181.300	61.307	186.026	1.007.882
5. Otros activos financieros	8.449	8.562	6.744	7.780	741
V Inversiones financieras a corto plazo	2.567	1.956	338	2.425	9.361
2. Créditos a empresas	2.254	1.651	15	1.215	1.096
3. Valores representativos de deuda	189	181	199	348	7.417
5. Otros activos financieros	124	124	124	862	848
VI Periodificaciones a corto plazo	10.007	4.994	2.827	3.628	3.291
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	17.216	10.999	76.312	10.396	130.206
1. Tesorería	17.216	10.999	76.312	10.396	130.206
Total activo (A + B)	2.846.490	2.941.743	3.136.585	3.278.352	3.432.654

PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
A) Patrimonio neto	986.204	1.218.832	1.422.098	1.522.920	1.862.063
A-1) Fondos propios	979.378	1.213.504	1.418.262	1.521.286	1.858.759
I Capital	430.273	440.873	467.916	495.410	485.232
1. Capital escriturado	430.273	440.873	467.916	495.410	485.232
II Prima de emisión	3.808	3.808	3.808	3.808	3.808
III Reservas	503.439	646.611	719.390	692.866	669.527
1. Legal y estatutarias	294.404	344.624	15.010	17.828	25.763
2. Otras reservas	209.035	301.987	704.380	675.038	643.764
V Resultados de ejercicios anteriores	-32.944	0	0	0	0
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	-32.944	0	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	-216.037	-168.431	-59.987	41.547	40.192
VIII (Dividendo a cuenta)	-9.161	-9.357	-12.865	-12.345	0
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	300.000	300.000	300.000	300.000	660.000
A-2) Ajustes por cambios de valor	6.826	5.328	3.836	1.634	3.304
I Activos financieros disponibles para la venta	6.826	5.328	5.328	4.509	4.235
II Operaciones de cobertura	0	0	-1.492	-2.875	-931
B) Pasivo no corriente	1.347.852	1.012.328	1.139.555	1.038.194	844.761
I Provisiones a largo plazo	5.839	7.379	2.574	4.722	5.133
4. Otras provisiones	5.839	7.379	2.574	4.722	5.133
II Deudas a largo plazo	1.139.343	977.680	1.098.774	1.010.208	815.485
1. Obligaciones y otros valores negociables	360.254	360.289	360.435	360.468	636
2. Deudas con entidades de crédito	747.446	589.501	707.903	415.144	468.593
3. Acreedores por arrendamiento financiero	3.131	0	0	22	27
4. Derivados	0	0	0	3.454	1.695
5. Otros pasivos financieros	28.512	27.890	30.436	231.120	344.534
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	189.000	10.040	19.002	1.187	32
IV Pasivos por impuesto diferido	2.253	2.103	2.012	2.012	1.985
V Periodificaciones a largo plazo	11.417	15.126	17.193	20.065	22.126
C) Pasivo corriente	512.434	710.583	574.932	717.238	725.830
II Provisiones a corto plazo	1.205	1.205	0	0	0
2. Otras provisiones	1.205	1.205	0	0	0
III Deudas a corto plazo	49.365	171.034	102.580	228.114	237.224
2. Deudas con entidades de crédito	1.477	146.670	77.302	177.475	192.844
3. Acreedores por arrendamiento financiero	626	0	0	8	37
4. Derivados	0	0	1.793	0	0
5. Otros pasivos financieros	47.262	24.364	23.485	50.631	44.343
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	7.513	13.059	8.129	19.309	21.128
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	448.062	514.862	447.248	460.801	459.964
1. Proveedores	214.844	189.146	199.926	206.947	236.863
b) Proveedores a corto plazo	214.844	189.146	199.926	206.947	236.863
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	145.759	224.833	148.579	156.800	128.984
3. Acreedores varios	41.960	44.777	49.118	53.623	56.756
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	14.568	16.807	17.492	16.270	14.224
5. Pasivos por impuesto corriente	1.066	5.779	8.529	9.154	9.504
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	29.304	33.062	22.939	17.589	13.603
7. Anticipos de clientes	561	458	665	418	30
VI Periodificaciones a corto plazo	6.289	10.423	16.975	9.014	7.514
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	2.846.490	2.941.743	3.136.585	3.278.352	3.432.654

Anexo 4.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Eroski Sociedad Cooperativa

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2014	2013	2012	2011
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	1.752.374	1.771.302	1.847.222	1.893.679	2.011.081
a) Ventas	1.752.374	1.771.302	1.847.222	1.893.679	2.011.081
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	4.472	0	0	0	0
4. Aprovisionamientos	-1.314.535	-1.319.867	-1.367.770	-1.414.786	-1.510.471
a) Consumo de mercaderías	-1.314.535	-1.319.625	-1.368.441	-1.414.356	-1.510.428
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	0	-242	671	-430	-43
5. Otros ingresos de explotación	220.100	228.552	207.964	182.346	186.750
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	219.207	228.402	207.077	181.681	186.112
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	893	150	887	665	638
6. Gastos de personal	-236.455	-239.560	-254.264	-251.090	-237.565
a) Sueldos, salarios y asimilados	-223.666	-227.964	-239.819	-29.594	-173.844
b) Cargas sociales	-12.789	-11.596	-14.445	-221.496	-63.721
7. Otros gastos de explotación	-307.562	-313.544	-300.299	-275.874	-261.593
a) Servicios exteriores	-269.585	-272.131	-270.503	-258.299	-240.993
b) Tributos	-4.087	-3.994	-3.775	-1.517	-2.719
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	135	-412	-33	-2.862	-716
d) Otros gastos de gestión corriente	-34.025	-37.007	-25.988	-13.196	-17.165
8. Amortización del inmovilizado	-33.117	-32.077	-34.844	-36.893	-46.329
10. Excesos de provisiones	119	0	2.138	727	3.389
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	133	-16.990	253	44.260	104.599
a) Deterioro y pérdidas	-2.507	-20.616	-5.239	-131	732
b) Resultados por enajenaciones y otras	2.640	3.626	5.492	44.391	103.867
13. Otros resultados	0	0	0	-3.245	-4.466
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	85.529	77.816	100.400	139.124	245.395
B) Operaciones interrumpidas					
14. Ingresos financieros	8.538	33.181	80.930	113.959	65.168
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0	0	30.950	60.000	473
a) En empresas del grupo y asociadas	0	0	30.950	60.000	473
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	8.538	33.181	49.980	53.959	64.695
a) De empresas del grupo y asociadas	6.872	31.745	47.375	51.223	62.893
b) De terceros	1.666	1.436	2.605	2.736	1.802
15. Gastos financieros	-42.691	-46.727	-36.128	-54.570	-93.147
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-858	-182	-218	0	-628
b) Por deudas con terceros	-41.833	-46.545	-35.910	-54.570	-79.242
c) Por actualización de provisiones	0	0	0	0	-13.277
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	-4	-159	-289
a) Cartera de negociación y otros	0	0	-4	-159	0
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0	0	0	0	-289
17. Diferencias de cambio	9	1	135	102	742
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-277.966	-245.745	-213.976	-158.202	-171.373
a) Deterioros y pérdidas	-277.966	-245.745	-213.976	-158.202	-175.871
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0	0	4.498
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-312.110	-259.290	-169.043	-98.870	-198.899
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	-226.581	-181.474	-68.643	40.254	46.496
20. Impuestos sobre beneficios	10.544	13.043	8.656	1.293	-6.304
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	-216.037	-168.431	-59.987	41.547	40.192
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	-216.037	-168.431	-59.987	41.547	40.192

Anexo 4.3. Estado de Flujos de Efectivo de Eroski Sociedad Cooperativa.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	-226.581	-181.474	-68.643	40.254	46.496
2. Ajustes del resultado	339.391	308.861	200.850	97.659	142.497
a) Amortización del inmovilizado (+)	33.117	32.077	34.844	36.893	46.329
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	280.254	267.015	218.577	161.625	175.896
c) Variación de provisiones (+/-)	-119	0	-2.138	-411	-3.435
d) Imputación de subvenciones (-)	-893	-150	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-2.640	-3.626	-5.492	-44.391	-103.867
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	-4.498
g) Ingresos financieros (-)	-8.538	-33.181	-80.930	-113.959	-65.168
h) Gastos financieros (+)	42.691	46.727	36.128	54.570	93.147
i) Diferencias de cambio (+/-)	-9	-1	-135	-102	-742
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	-4	159	289
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	-4.472	0	0	3.275	4.546
3. Cambios en el capital corriente	-46.358	43.060	-4.263	27.843	-26.194
a) Existencias (+/-)	234	3.904	10.753	2.947	27.647
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	28.016	-28.110	-9.569	23.149	38.506
c) Otros activos corrientes (+/-)	-4.900	-3.985	801	-337	-1.116
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-62.087	78.341	-11.327	-759	-93.747
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-7.621	-7.075	5.089	2.843	2.516
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	-15	-10	0	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-13.939	-57.864	37.657	74.020	73.349
a) Pagos de intereses (-)	-9.827	-47.822	-36.364	-57.780	-27.656
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	30.950	60.000	473
c) Cobros de intereses (+)	1.642	1.442	46.481	77.693	109.877
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-5.754	-8.481	913	5.872	7.858
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	-3.003	-4.323	-11.765	-17.203
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	52.513	112.583	165.601	239.776	236.148
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-56.561	-105.180	-647.546	-261.287	-64.927
a) Empresas del grupo y asociadas	-27.824	-64.498	-618.563	-227.426	-25.552
b) Inmovilizado intangible	-8.331	-3.684	-2.927	-4.723	-3.120
c) Inmovilizado material	-20.295	-36.566	-26.056	-21.553	-26.153
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	-7.585	-1.751
e) Otros activos financieros	-111	-432	0	0	-8.351
7. Cobros por desinversiones (+)	32.609	6.331	612.372	86.456	287.363
a) Empresas del grupo y asociadas	24.856	5.599	602.540	2.375	3.585
b) Inmovilizado intangible	65	0	0	41	575
c) Inmovilizado material	5.542	79	6.435	2.591	59.012
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	87.395
e) Otros activos financieros	2.146	72	3.397	8.355	1.302
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	581	0	73.094	135.494
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-23.952	-98.849	-35.174	-174.831	222.436
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-11.953	-14.526	-26.654	-15.251	-18.482
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	1.331	831	1.128	841	1.405
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	-15.347	-15.702	-27.782	-16.092	-19.887
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	1.363	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	700	345	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-10.391	-55.164	-24.992	-157.159	-277.140
a) Emisión	37.100	0	211.391	154.961	801
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	0	193.444	122.953	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	17.815	1.155	0
5. Otras deudas (+)	37.100	0	132	30.853	801
b) Devolución y amortización de	-47.491	-55.164	-236.383	-312.120	-277.941
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	-35	-146	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-6.699	-53.975	-6.539	-197.134	-275.849
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	-10.605	-2.566	0
5. Otras deudas (-)	-40.757	-1.043	-219.239	-112.420	-2.092
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	-9.357	-12.865	-12.345	-59.890
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	-9.357	-12.865	-12.345	-59.890
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-22.344	-79.047	-64.511	-184.755	-355.512
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	6.217	-65.313	65.916	-119.810	103.072
Efectivo o equivalentes al comienzo del	10.999	76.312	10.396	130.206	27.134
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	17.216	10.999	76.312	10.396	130.206

Anexo 5. Cuentas Anuales de Lidl, S.A.

Anexo 5.1. Balance de Lidl, S.A.

BALANCE	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVO					
A) Activo no corriente	1.470.001	1.353.103	1.256.781	1.235.916	1.194.934
I Inmovilizado intangible	13.822	14.388	15.693	17.640	18.761
2. Concesiones	6.808	6.720	6.799	6.798	6.736
5. Aplicaciones informáticas	63	338	1.330	2.762	4.149
9. Otro inmovilizado intangible	6.951	7.330	7.564	8.080	7.876
II Inmovilizado material	1.362.619	1.243.585	1.217.728	1.190.088	1.144.475
1. Terrenos y construcciones	1.114.269	1.017.914	1.018.063	988.061	934.687
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	221.264	191.605	162.160	165.786	168.697
3. Inmovilizado en curso y anticipos	27.086	34.066	37.505	36.241	41.091
III Inversiones inmobiliarias	64.539	65.217	0	0	0
1. Terrenos	39.287	44.599	0	0	0
2. Construcciones	25.252	20.618	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	4.568	5.022	6.079	6.765	6.488
1. Instrumentos de patrimonio	3.508	3.508	3.508	3.508	3.508
2. Créditos a empresas	1.060	1.514	2.571	3.257	2.980
V Inversiones financieras a largo plazo	8.437	10.607	10.439	15.094	20.540
4. Derivados	717	2.801	2.783	6.877	12.124
5. Otros activos financieros	7.720	7.806	7.656	8.217	8.416
6. Otras inversiones	0	0	0	0	0
VI Activos por impuesto diferido	16.016	14.284	6.842	6.329	4.670
B) Activo corriente	302.544	343.113	224.818	227.529	219.859
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	350	1.523	2.737
II Existencias	182.144	165.446	156.398	168.094	143.460
1. Comerciales	182.144	165.446	156.398	168.094	143.460
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	13.468	14.786	7.657	10.277	23.254
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	3.056	8.274	3.371	3.629	17.001
3. Deudores varios	5.974	5.761	4.199	5.845	5.652
4. Personal	144	110	87	40	102
5. Activos por impuesto corriente	4.294	641	0	763	471
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	0	0	0	0	28
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	756	757	686	1.186	532
2. Créditos a empresas	756	757	686	1.186	532
V Inversiones financieras a corto plazo	24	31	107	59	20.201
2. Créditos a empresas	24	31	107	59	201
5. Otros activos financieros	0	0	0	0	20.000
VI Periodificaciones a corto plazo	6.642	6.151	7.351	7.726	7.119
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	99.510	155.942	52.269	38.664	22.556
1. Tesorería	99.510	155.942	52.269	38.664	22.556
Total activo (A + B)	1.772.545	1.696.216	1.481.599	1.463.445	1.414.793

PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
A) Patrimonio neto	454.521	380.375	343.960	304.387	291.110
A-1) Fondos propios	454.027	379.694	343.960	304.387	291.110
I Capital	180.000	180.000	180.000	180.000	180.000
1. Capital escriturado	180.000	180.000	180.000	180.000	180.000
III Reservas	199.694	172.537	124.387	111.110	99.451
1. Legal y estatutarias	28.905	26.189	22.232	20.904	19.738
2. Otras reservas	170.789	146.348	102.155	90.206	79.713
VII Resultado del ejercicio	74.333	27.157	39.573	13.277	11.659
B) Pasivo no corriente	684.860	576.307	491.304	526.280	592.311
I Provisiones a largo plazo	15.159	13.267	9.448	7.719	6.217
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	4.777	4.110	3.725	3.424	3.074
4. Otras provisiones	10.382	9.157	5.723	4.295	3.143
II Deudas a largo plazo	523.810	411.281	236.000	278.059	357.323
2. Deudas con entidades de crédito	523.037	410.531	235.174	277.358	356.639
5. Otros pasivos financieros	773	750	826	701	684
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	115.543	124.868	225.169	225.651	220.161
IV Pasivos por impuesto diferido	30.348	26.891	20.687	14.851	8.610
C) Pasivo corriente	633.164	739.534	646.335	632.778	531.372
II Provisiones a corto plazo	5.444	540	644	241	1.036
2. Otras provisiones	5.444	540	0	0	0
III Deudas a corto plazo	130.492	187.747	92.330	113.339	89.906
2. Deudas con entidades de crédito	130.492	187.747	92.330	112.612	89.756
5. Otros pasivos financieros	0	0	0	727	150
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	144.564	154.928	177.597	143.929	8.615
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	352.618	396.266	375.657	375.147	431.809
1. Proveedores	242.220	280.615	266.125	278.262	331.953
b) Proveedores a corto plazo	242.220	280.615	266.125	278.262	331.953
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	3.044	3.321	5.137	10.128	8.237
3. Acreedores varios	64.673	70.185	65.813	52.915	58.173
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	25.955	21.802	19.584	18.273	18.843
5. Pasivos por impuesto corriente	0	4.395	1.953	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	16.726	15.948	17.045	15.569	14.603
VI Periodificaciones a corto plazo	46	53	107	122	6
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	1.772.545	1.696.216	1.481.599	1.463.445	1.414.793

Anexo 5.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Lidl, S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2014	2013	2012	2011
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	2.708.674	2.532.126	2.400.079	2.331.018	2.268.276
a) Ventas	2.708.674	2.532.126	2.400.079	2.331.018	2.268.276
4. Aprovisionamientos	-1.971.610	-1.879.124	-1.792.007	-1.759.482	-1.711.739
a) Consumo de mercaderías	-1.969.777	-1.881.195	-1.796.500	-1.753.009	-1.713.291
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-1.833	2.071	4.493	-6.473	1.552
5. Otros ingresos de explotación	26.313	26.841	23.172	14.438	12.297
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	26.306	26.241	22.874	14.363	12.292
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	7	600	298	75	5
6. Gastos de personal	-239.968	-219.365	-210.462	-207.048	-203.277
a) Sueldos, salarios y asimilados	-185.781	-169.203	-163.214	-160.386	-157.341
b) Cargas sociales	-54.187	-50.162	-47.248	-46.662	-45.936
7. Otros gastos de explotación	-335.677	-327.835	-272.622	-265.228	-259.445
a) Servicios exteriores	-325.991	-317.540	-266.077	-257.078	-251.058
b) Tributos	-9.312	-7.111	-6.104	-6.241	-5.935
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-3	-2.874	-1	-1.254	-1.534
d) Otros gastos de gestión corriente	-371	-310	-440	-655	-918
8. Amortización del inmovilizado	-83.123	-65.851	-61.106	-58.175	-56.895
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	88	108	0	0	0
10. Excesos de provisiones	1.816	667	761	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-4.852	-7.927	-7.043	-5.729	-5.638
a) Deterioro y pérdidas	297	403	410	-1.160	-6.968
b) Resultados por enajenaciones y otras	-5.149	-8.330	-7.453	-4.569	1.330
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	101.661	59.640	80.772	49.794	43.579
14. Ingresos financieros	529	882	1.128	1.104	2.288
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	529	882	1.128	1.104	2.288
a) De empresas del grupo y asociadas	46	67	68	160	217
b) De terceros	483	815	1.060	944	2.071
15. Gastos financieros	-24.002	-24.071	-24.913	-28.056	-26.280
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-16.344	-17.643	-17.212	-16.533	-16.598
b) Por deudas con terceros	-7.658	-6.428	-7.701	-11.523	-9.682
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-2.084	18	-4.094	-5.248	-3.356
a) Cartera de negociación y otros	-2.084	18	-4.094	-5.248	-3.356
17. Diferencias de cambio	-31	-20	2	-26	-98
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-25.588	-23.191	-27.877	-32.226	-27.446
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	76.073	36.449	52.895	17.568	16.133
20. Impuestos sobre beneficios	-1.740	-9.292	-13.322	-4.291	-4.474
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	74.333	27.157	39.573	13.277	11.659
B) Operaciones interrumpidas					
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	74.333	27.157	39.573	13.277	11.659

Anexo 5.3. Estado de Flujos de Efectivo de Lidl, S.A.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2015	2014	2013	2012	2011
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	76.073	36.449	52.895	17.568	16.133
2. Ajustes del resultado	125.327	100.156	95.804	107.069	95.471
a) Amortización del inmovilizado (+)	83.123	65.851	61.106	58.175	56.895
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	1.539	-2.623	-4.902	8.887	-18
c) Variación de provisiones (+/-)	10.195	5.515	4.270	3.212	5.510
d) Imputación de subvenciones (-)	-267	-108	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	5.149	8.330	7.453	4.569	5.638
g) Ingresos financieros (-)	-529	-882	-1.128	-1.104	-2.288
h) Gastos financieros (+)	24.002	24.071	24.913	28.056	26.280
i) Diferencias de cambio (+/-)	31	20	-2	26	98
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	2.084	-18	4.094	5.248	3.356
3. Cambios en el capital corriente	-55.425	4.177	14.788	-78.842	1.015
a) Existencias (+/-)	-18.531	-6.977	16.189	-31.107	6.220
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	4.968	-6.339	1.818	11.949	-11.649
c) Otros activos corrientes (+/-)	-491	1.200	375	-607	572
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-39.955	18.147	-1.826	-56.688	7.271
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-160	-698	-202	-722	-112
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-1.256	-1.156	-1.566	-1.667	-1.287
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-32.183	-32.839	-24.161	-21.142	-17.285
a) Pagos de intereses (-)	-22.746	-23.595	-19.996	-22.293	-19.329
c) Cobros de intereses (+)	536	958	1.080	1.086	2.247
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-9.973	-9.750	-5.245	65	-203
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	-452	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	113.792	107.943	139.326	24.653	95.334
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
6. Pagos por inversiones (-)	-206.429	-158.133	-98.957	-110.677	-191.504
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	-931	-3.498
b) Inmovilizado intangible	-780	-471	-217	-652	-3.413
c) Inmovilizado material	-204.840	-156.950	-98.740	-109.094	-148.878
d) Inversiones inmobiliarias	-809	-562	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	-150	0	0	-35.715
7. Cobros por desinversiones (+)	1.205	4.801	8.035	22.762	64.284
a) Empresas del grupo y asociadas	455	986	1.186	0	50.000
b) Inmovilizado intangible	0	18	60	0	15
c) Inmovilizado material	664	3.797	3.128	2.564	13.092
e) Otros activos financieros	86	0	561	20.198	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	3.100	0	1.177
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-205.224	-153.332	-90.922	-87.915	-127.220
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	1.082	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	1.082	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	35.000	147.980	-34.799	79.370	-22.174
a) Emisión	230.000	440.000	117.565	167.166	61.885
2. Deudas con entidades de crédito (+)	170.000	400.000	49.565	31.890	61.885
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	60.000	40.000	68.000	135.276	0
b) Devolución y amortización de	-195.000	-292.020	-152.364	-87.796	-84.059
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-115.000	-129.020	-112.364	-87.796	-83.938
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	-80.000	-163.000	-40.000	0	-121
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	35.000	149.062	-34.799	79.370	-22.174
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-56.432	103.673	13.605	16.108	-54.060
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	155.942	52.269	38.664	22.556	76.616
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	99.510	155.942	52.269	38.664	22.556