



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**TRABAJO FIN DE GRADO EN**

**APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA DE ANÁLISIS DE ESTADOS  
FINANCIEROS A LA EMPRESA MERCADONA, S.A.**

**Ainara Fayanás Lainez**

**DIRECTOR**

**Pablo Archel Domench**

**CODIRECTOR**

**Fermín Lizarraga Dallo**

**Pamplona-Iruña**

**A 4 de junio de 2.014**

## **RESUMEN**

El presente trabajo trata de averiguar y explicar algunas de las razones por las que una firma emblemática del sector de la distribución, como es Mercadona, se ha visto menos afectada por la crisis económica que sus competidoras. Ante la persistencia de la recesión iniciada en 2.008, con este proyecto se buscará conocer algunas de las causas del gran éxito de esta empresa de distribución. Tras analizar en la primera parte del trabajo el entorno y la estrategia que definen la actuación de esta empresa, en segundo lugar, se analiza la información económico-financiera contenida en los estados contables básicos: balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias entre los años 2.007 y 2.012. Las conclusiones del trabajo nos presentan una firma mejor posicionada que sus competidoras, por ejemplo, mimetizando los mejores aspectos financieros de cada una de ellas.

Palabras clave: Análisis económico-financiero, sector distribución, Mercadona.

This work tries to find out and explain some causes for which one emblematic firm of the distribution's sector, like Mercadona, has been seen less affected than its competitors because of the economic crisis. In view of the recession which started in 2.008, with this project some causes of the big success of this distribution company will be looked for. After have analyzed in the first part of the work the economic environment and the strategy which define the company's action, in the second part, there is analyzed the economic-financiers information content in the basic accounting statements: balance sheet and income statement between 2.007 and 2.012. The work's conclusions present one firm better positioned than its competitors, for example, mimicking each one's best aspects.

Key words: Economic-financier analysis, distribution sector, Mercadona.

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>4</b>
<b>2. ENTORNO.....</b>	<b>5</b>
2.1. Entorno macroeconómico.....	5
2.2. Entorno sector alimenticio.....	6
<b>3. ESTRATEGIA.....</b>	<b>8</b>
<b>4. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.....</b>	<b>10</b>
<b>4.1. Análisis mediante porcentajes verticales y horizontales.....</b>	<b>12</b>
4.1.1. <i>Porcentajes verticales.....</i>	<i>12</i>
4.1.2. <i>Porcentajes horizontales.....</i>	<i>14</i>
<b>4.2. Análisis de la rentabilidad.....</b>	<b>17</b>
4.2.1. <i>Reordenación funcional del balance y cuenta de resultados.....</i>	<i>18</i>
4.2.2. <i>Análisis de la rentabilidad económica y financiera.....</i>	<i>19</i>
4.2.2.1. Rentabilidad financiera.....	20
4.2.2.2. Rentabilidad económica.....	24
<b>4.3. Posicionamiento de riesgo.....</b>	<b>26</b>
4.3.1. <i>Riesgo económico.....</i>	<i>27</i>
4.3.1.1. Situaciones de riesgo que condicionan la evolución de las ventas.....	27
4.3.1.2. La estructura empresarial de costes fijos y variables.....	28
4.3.1.3. Grado de Apalancamiento Financiero.....	31
4.3.2. <i>Riesgo financiero.....</i>	<i>31</i>
4.3.2.1. Capital circulante.....	32
4.3.2.2. Análisis de las Necesidades del Fondo de Rotación.....	33
4.3.2.3. Análisis dinámico del circulante: Rotación y Periodos medios.....	35
4.3.2.4. Ratio de solvencia.....	36
<b>5. CONCLUSIONES.....</b>	<b>37</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>39</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

Mercadona, un supermercado que últimamente está en boca de todos, y más desde que empezó a instalarse en nuestra provincia, Navarra. Antes de que viniese, era común entre familiares y amigos encargar sus productos cuando éstos se iban de vacaciones, sobre todo productos de higiene y cosmética. Eran percibidos como productos de calidad y a buen precio. A principios del año 2.013 abrieron por primera vez un establecimiento en Navarra, más específicamente en Ansoáin, dentro de la comarca de Pamplona. Su éxito fue enorme, y a partir de ahí, empezaron a abrir más, y más establecimientos por la provincia. Y esto aún no ha parado, el próximo en abrir será el próximo 26 de junio de 2.014 en Burlada. ¿Qué tiene esta cadena de supermercados para tener tanto éxito? ¿Si los productos son percibidos como buenos y a buen precio, es esta empresa rentable? ¿En qué se diferencia de la competencia para obtener tantos buenos resultados como oímos en las noticias?

Mercadona, S.A. se dedica a la explotación de una cadena de supermercados de alimentación. Se constituyó en enero de 1.977 y actualmente está presente en 46 provincias y 15 comunidades autónomas de España con 1.478 supermercados (datos a 31/03/2014). El presidente ejecutivo es Juan José Roig Alfonso y cuenta con unos 74.000 empleados, de los cuales entorno al 65% son mujeres y el resto hombres. Según una noticia de El País publicada el 6 de marzo de 2.014, aunque la cadena haya vivido una auténtica explosión en los últimos años, ahora ha entrado en una fase de digestión. Después de que en 2.011 y 2.012 ampliase su plantilla en 10.000 empleados, en el ejercicio de 2.013 se mantuvo congelada en 74.000. Además, la cifra neta de negocios creció un 2,9% en 2.013, el crecimiento más bajo desde 2.009. La causa principal ha sido su gran apuesta por la venta de alimentos frescos, para lo que contrató los 10.000 empleados ya mencionados.

Sus tiendas suministran alrededor de 3.000.000 de hogares de alimentación, limpieza del hogar, higiene y belleza, y comida para animales domésticos.

Las buenas noticias de estos últimos años sobre la buena marcha de esta compañía son contrastadas con una crisis económica que acecha a la inmensa mayoría de las personas y empresas españolas. Desde que comenzó en 2.008, el PIB ha disminuido un 5,96%, el paro se ha duplicado, y por consiguiente, el nivel de ingresos de las familias españolas se ha visto reducido considerablemente. El 13,5% de los hogares españoles manifiesta llegar a fin de mes con mucha dificultad, un 2,8% más que en 2.007, y el 41,4% de los hogares no tiene capacidad para afrontar gastos imprevistos, casi un 10% por encima del año 2.007

(DIALNET 2.014). Aunque, también es cierto que el sector de la distribución alimentaria es de los sectores que menos ha sufrido en esta recesión, ya que se han dado altibajos como en otros, pero en este caso la evolución ha sido algo más estable.

El presente trabajo tiene como objetivo averiguar y explicar algunas de las razones por las que una firma emblemática del sector de la distribución, como es Mercadona, se ha visto menos afectada por la crisis económica que sus competidoras. Para ello, en primer lugar, debemos empezar con un análisis tanto macroeconómico como sectorial, y analizar también la estrategia que lleva acabo la empresa valiéndonos de la información corporativa publicada por la firma y contenida en sus cuentas anuales. Con este epígrafe, el trabajo trata de averiguar si la estrategia de la firma se basa más en un abaratamiento de costes para ofrecer precios más asequibles que la competencia a través del liderazgo en costes o si por el contrario, apuesta por una estrategia de diferenciación intentando posicionarse por encima de la competencia ofreciendo más calidad en sus productos. A continuación, el siguiente apartado analiza la información contable de la firma, para cuyo fin se consultó la base de datos SABI y las propias memorias de la compañía. Una vez estructurada la información, se obtuvieron datos relevantes de la firma mediante la aplicación de la metodología de análisis rentabilidad-riesgo para, seguidamente, proceder a la interpretación de los mismos. Por último, se concluirá de acuerdo a los resultados obtenidos para así poder identificar cuáles son tanto los puntos fuertes como los puntos débiles de la firma, estratégicamente y financieramente. En caso de conseguir resultados que perjudiquen la buena marcha de la compañía, se intentará exponer soluciones al problema.

## **2. ENTORNO**

### **2.1. Entorno macroeconómico**

Mercadona sólo ofrece sus servicios en el estado español, por lo que analizaremos sólo el entorno macroeconómico del estado.

Lo más significativo y que influye directamente a esta empresa es que España en 2.008 entró en una crisis económica que todavía perdura. En cuanto a lo económico, desde el principio de la crisis se ha dado una evolución alcista en los precios, representada en la evolución del IPC (Índice de Precios al Consumo), dándose una inflación constante. Además, la evolución anual del PIB en España ha sido negativa desde 2.009, si bien en

2.011 se mantuvo más o menos constante sin variar negativamente. Otro de los datos económicos en España más destacado es que el desempleo inició una trayectoria fuertemente ascendente, hasta sobrepasar actualmente la barrera de los 5.000.000, suponiendo alrededor de un 25% del total de activos en España (datos de febrero de 2.014).

Como veremos más tarde, Mercadona ha querido aprovechar esta situación del entorno para desarrollar su estrategia de *siempre precios bajos*, convirtiéndose así en un claro caso de éxito.

## 2.2. Entorno sector alimenticio

Aunque estemos en una situación de crisis, el sector de alimentación es de los sectores que menos ha sufrido. Es cierto que ha sufrido altibajos, pero en menor medida que los demás. Estamos ante un sector donde su consumo es de primera necesidad, por lo que los consumidores habrán intentado reducir su gasto como en todo, pero en este caso no han podido prescindir de él como lo habrán hecho con otras cosas.

Gráfico nº 1. Evolución del Índice de Producción Industrial (IPI)

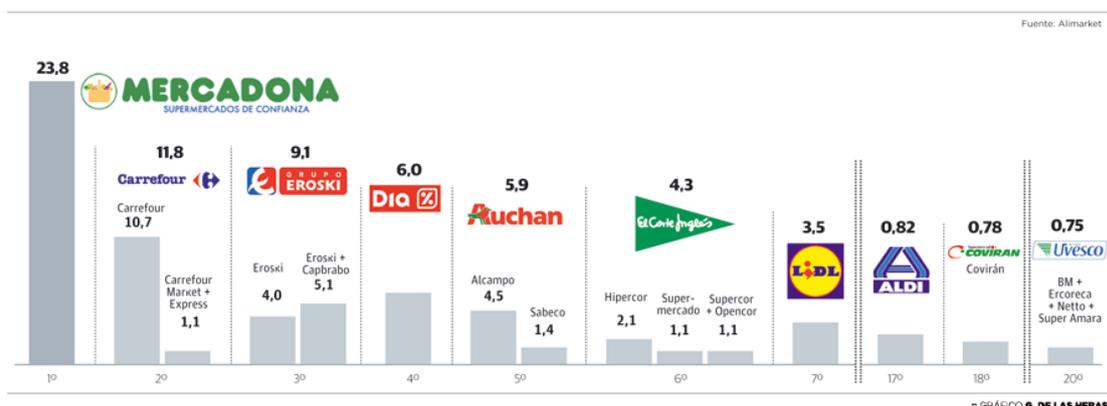


Fuente: INE (IPI, Índice de Producción Industrial); EUROSTAT; MINETUR  
Ámbito sectorial: RAMI 15 CNAE-2009, divisiones 10, 11 y 12

Como podemos observar en este gráfico, la evolución del Índice del Producción Industrial en el sector de alimentación, bebidas y tabaco ha sido mucho más estable que el conjunto de sectores en España. Los dos han tenido las mismas tendencias a la hora de subir y bajar, pero el total de España lo ha hecho de forma más fuerte, hasta que en el año 2.013 parece que se han empezado a equiparar.

En cuanto al entorno de los supermercados españoles, Mercadona se sitúa en primera posición, seguido de Carrefour, Eroski, Dia, Auchan y Corte Inglés (datos de 2.012).

Gráfico nº 2. Principales cuotas de mercado en el sector de distribución minorista con base alimentaria en 2.012

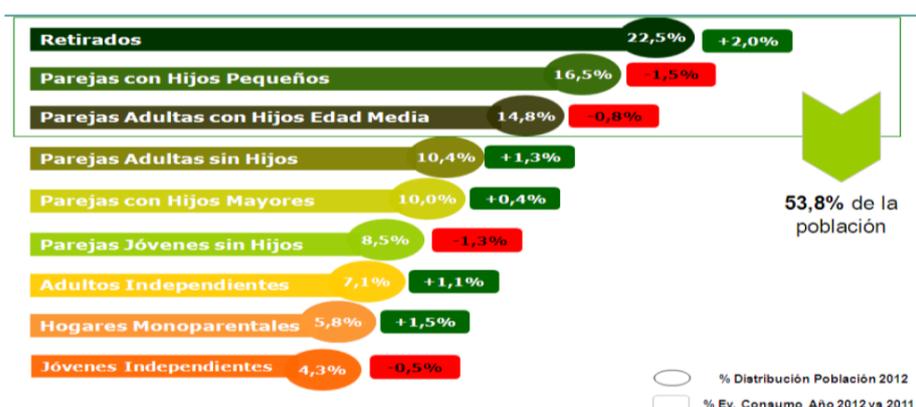


Fuente: Alimarket.

Además de tener la mayor cuota de mercado en España, Mercadona ha sido la que ha experimentado mayor crecimiento.

En cuanto al perfil del consumidor español, el 22,5% de los hogares españoles lo forman jubilados, y éstos han crecido su consumo de alimentos a raíz del reagrupamiento familiar que se ha dado como consecuencia de la crisis (muchas familias han tenido que volver a casa de sus padres y vivir de la pensión de los jubilados). También ha aumentado un poco el consumo de parejas adultas sin hijos o parejas con hijos mayores, pero las parejas con hijos pequeños o de media edad (mayoría de la población) han disminuido su consumo (MAGRAMA 2.013)

Gráfico nº 3. Distribución de la población y evolución de su consumo.



A raíz de la crisis, los hábitos de consumo también han cambiado. Según un barómetro realizado por MAGRAMA, en 2.012 (último dato disponible) la primera motivación para la

elección del supermercado era el precio, seguido de la calidad y la proximidad. Este dato es contrastado con lo que ocurría antes de la situación económica actual, donde la primera motivación era la calidad, seguido de la proximidad y el precio.

Por último, el consumidor español por lo general se define muy fiel a las marcas, aunque en los últimos años se ha dado más importancia al precio que a las marcas o la calidad. Como consecuencia de la fidelidad hacia las marcas y la importancia del precio, se han consolidado las marcas blancas ofrecidas por los supermercados. Según la consultora KPMG, España es el segundo país europeo donde mayor penetración tienen las marcas blancas, después de Inglaterra. El motivo principal es que los supermercados españoles tienen libertad a la hora de fijar los precios, por lo que ponen mayor margen a los productos de los fabricantes y así, favorecen la venta de su marca blanca.

### 3. ESTRATEGIA



Una vez analizado el entorno macroeconómico y sectorial, procederemos a analizar la estrategia que lleva a cabo Mercadona.

En el proceso de análisis de la estrategia, es muy importante definir dos conceptos que sirven de guía de la actuación de la empresa en el futuro: la misión (identidad y personalidad de la empresa) y la visión (percepción de lo que la empresa podría o debería llegar a ser en el futuro). Según el

modelo empresarial que presenta la Memoria anual de Mercadona en 2.013, su misión es: “Prescriptores totales de las soluciones necesarias para que “El Jefe” (sus clientes) se fabrique su Compra Total (Frescos + Secos)”. En cuanto a la visión, presentan lo siguiente: “Conseguir una Cadena Agroalimentaria Sostenible que la Sociedad quiera que exista y sienta orgullo de ella, a través del liderazgo y teniendo a “El Jefe” como faro”.

Mercadona lleva 20 años basando su modelo comercial en la fórmula *Siempre precios bajos*, permitiendo a sus clientes realizar una Compra Total con productos de la máxima calidad y

al precio más bajo posible. Para poder ofrecer esta fórmula, la estrategia de Mercadona se basa en el liderazgo en costes gracias a:

Una bajada en costes a una serie de productos de diversas secciones; alimentación, limpieza y cosmética, a través de recortes en elementos que no aportaban valor como el envasado, empaquetado, los diseños y el modo de transportar los productos.

Algunos ejemplos del ahorro conseguido son los siguientes:

- Plástico (30M €), cartón (6M €) y tinta (2M €).
- Venta a granel de fruta y verdura (175M €).
- Ordenación de productos para “transportar más con menos recursos”.

Como fuentes de la ventaja en costes de Mercadona encontramos las siguientes;

La fuente principal es el aprovechamiento del conocimiento, llamado “efecto aprendizaje”. Con esto, actúa en el mercado de sus proveedores y realiza operaciones para mejorar su eficiencia. Se trata de una vinculación con sus proveedores basada en la confianza, relaciones a largo, estabilidad y colaboración.

Por consiguiente, la compensación de la bajada del precio es mediante una relación a largo, con plazos de pago más largos que la competencia, transformación de la marca del proveedor a marca blanca y ayudas en mejoras productivas. En algunos casos se puede hablar de exclusividad, ya que a veces Mercadona es el único cliente de su proveedor. Ejemplo, Laboratorio Korott.

Además, el efecto experiencia debido a la experiencia acumulada por la empresa, la adopción de rígidos controles de costes en determinadas actividades y el rediseño del producto (ahorro en costes de materiales y distribución) supone una disminución de los costes unitarios.

Otra de las fuentes es la reducción de los costes indirectos, principalmente referidos al servicio post-venta.

Por otra parte, el predominio del pago al contado hace que haya escasos costes de financiación por aplazamiento de pago.

Por último, el autoabastecimiento por parte del cliente reduce costes laborales.

La empresa trabaja con más de 2.000 proveedores, de los cuales 110 son interproveedores, que fabrican, entre otras, las marcas Hacendado, Bosque Verde, Deliplus y Compy. La

compañía mantiene con ellos un modelo de colaboración mutua y de compromiso conjunto, con relaciones a largo plazo reguladas en el Convenio Marco de Buenas Prácticas Comerciales. Estas relaciones de cooperación con los proveedores, conocidas como eslabones verticales, posibilitan el abaratamiento de los costes, pudiendo así ofrecer precios inferiores que la competencia.

Mercadona fomenta constantemente el crecimiento profesional de su plantilla a través de la formación continua y con una política de Recursos Humanos orientada a la realización profesional y satisfacción. Estas mejoras producidas en las habilidades individuales suponen resultados superiores, pudiendo obtener como consecuencia menores costes.

Como se ha mencionado anteriormente, Mercadona sólo ofrece sus servicios a nivel estatal. Además, según publicó el periódico El Mundo el 6 de marzo de 2014, la empresa ha frenado la expansión internacional porque prefiere centrarse en los productos frescos. Ahora compra el pescado en diferentes lonjas de España, y acude al campo para comprar la fruta y la verdura. Por otra parte, están probando de nuevo con la carne y la charcutería al corte, cosa que quitaron hace años, y los clientes lo han agradecido con comentarios como “ya era hora” (El Mundo 2014).

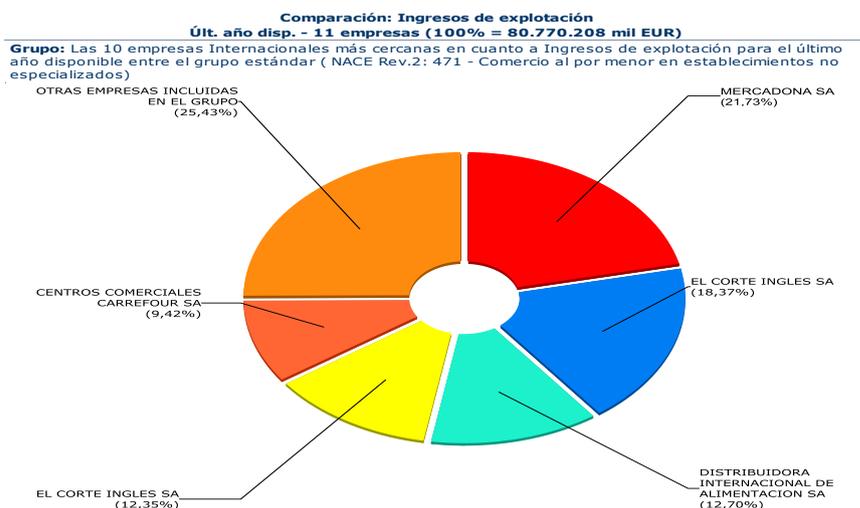
#### **4. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS**

Una vez analizados el entorno y la estrategia que lleva a cabo Mercadona, analizaremos los estados contables de la empresa. Para ello, empezaremos con una comparativa de las partidas más importantes con las 10 empresas más cercanas en cuanto a Ingresos de explotación dentro del sector Comercio al por menor en establecimientos no especializados para el último año disponible. Las empresas a comparar son El Corte Inglés S.A., Distribuidora Internacional de Alimentación S.A., Carrefour S.A., Eroski Sociedad Cooperativa, Alcampo S.A., Lidl Supermercados S.A. e Hipercor S.A.. Esta comparación nos va a servir para situarnos y conocer la posición que tiene Mercadona dentro de su sector.

Mercadona supera la media realizada entre las empresas a comparar en todos los elementos estudiados. Donde más significativo es, es en los Ingresos de Explotación, ya que mientras

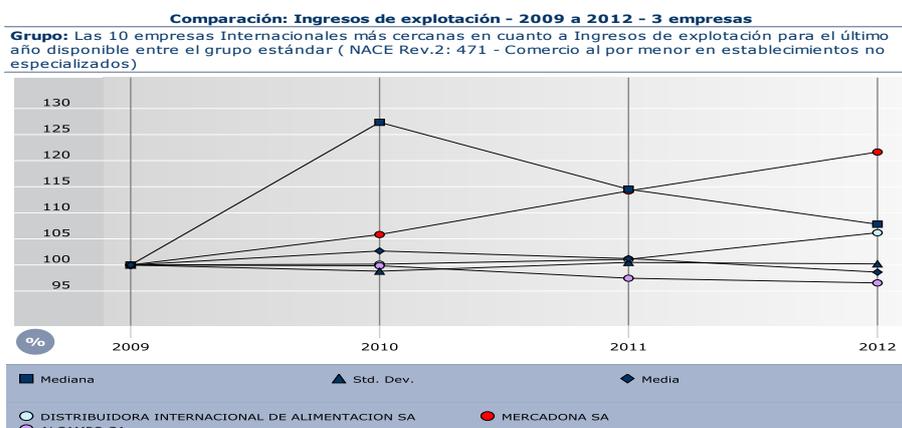
que el grupo de empresas recogió en 2.012 una media de 7.342.746.000€, Mercadona obtuvo 17.552.041.000€, más del doble. En el siguiente gráfico circular podemos observar que sólo Mercadona recoge el 21,73% de los Ingresos de explotación totales.

Gráfico nº 4. Comparación ingresos de explotación



En el siguiente gráfico podemos observar también la tendencia de los últimos 4 años, para así poder concluir que no es cosa del último año, si no que ha tenido una tendencia alcista en los últimos años. Vemos que hay una clara diferencia entre Mercadona y el resto de empresas, ya que mientras que la primera ha ido aumentando sus Ingresos de explotación considerablemente, el resto de empresas (y la media también) han disminuido. También es cierto que la Distribuidora Internacional de Alimentación S.A. ha aumentado el último año sus Ingresos de explotación, aunque en menor proporción.

Gráfico nº 5. Tendencia en la comparación de ingresos de explotación

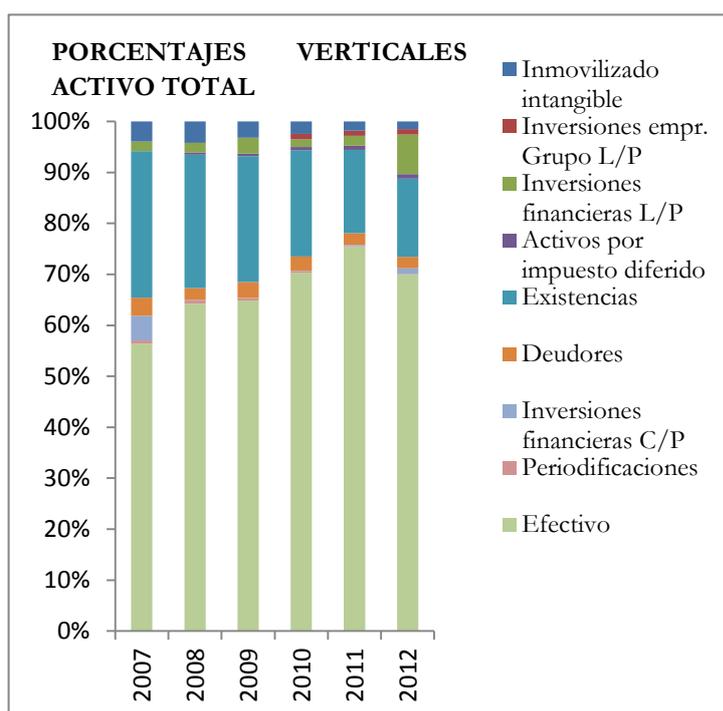


## 4.1. Análisis mediante porcentajes verticales y horizontales

### 4.1.1. Porcentajes verticales

A continuación, vamos a analizar el peso relativo de las partidas más importantes del Balance y la Cuenta PYG respecto de otra partida de nivel superior mediante los porcentajes verticales desde el año 2.007 hasta 2.012.

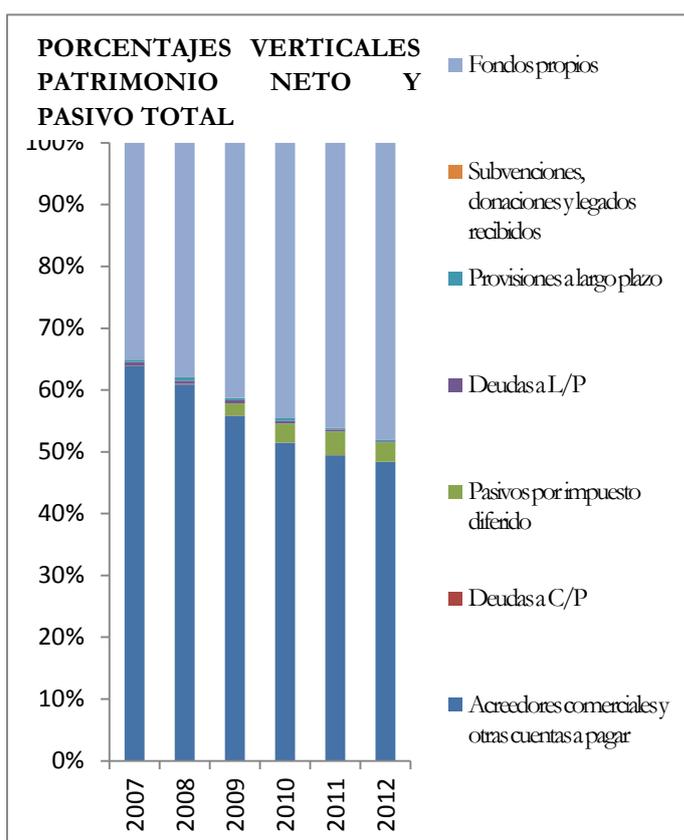
Gráfico nº 6. Porcentajes verticales del Activo total



En cuanto al activo, las partidas que mayor peso tienen sobre el total del activo en estos últimos años son el inmovilizado material y la tesorería. Podemos concluir que es algo coherente debido a que es un sector donde el mayor movimiento de su negocio se recoge en las instalaciones de los supermercados y a los clientes se les cobra al contado.

Por otra parte, en 2.007 el 58,54% era activo no corriente y el 41,46% activo corriente. Pero conforme han pasado los años, esta distribución ha variado; en 2.012 el 47,34% era activo no corriente y el 52,66% activo corriente. Esto se debe mayormente a que mientras que la proporción del inmovilizado material sobre el total del activo ha ido disminuyendo, la proporción de la tesorería ha ido aumentando.

Gráfico n° 7. Porcentajes verticales del Patrimonio neto y Pasivo total



En el patrimonio neto y pasivo las partidas que más peso tienen son los fondos propios y los acreedores comerciales y otras deudas a pagar, porque aunque los supermercados cobran a sus clientes al contado, normalmente a los proveedores se les paga dentro de un plazo definido.

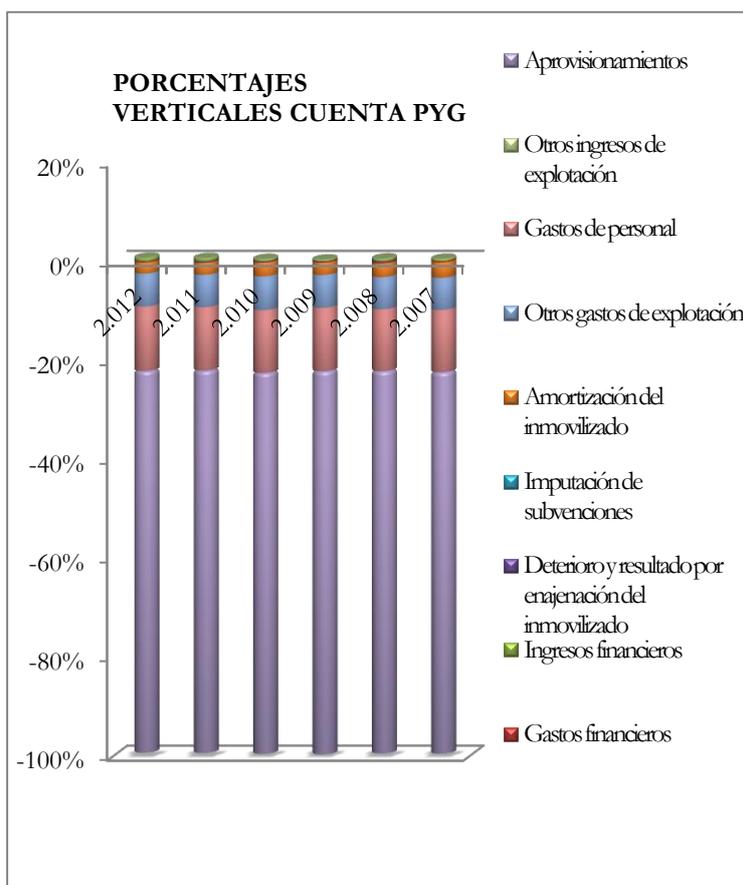
En cuanto a la tendencia de los últimos años, en un principio la partida que más recogía era el pasivo corriente, pero poco a poco ha ido equiparándose con el patrimonio neto, hasta estar ambos en 2012 en un 48%. El

peso del pasivo no corriente ha aumentado alrededor de un 3%.

Una vez analizados el activo y el patrimonio neto y pasivo por separado, vamos a analizar la posición de equilibrio de Mercadona relacionando estas tres grandes masas patrimoniales.

Durante los últimos 6 años la empresa ha tenido un pasivo total mayor que su patrimonio neto, lo que significa que ha utilizado más los recursos ajenos que los propios. Estar en esta posición es algo arriesgado si se va endeudando de forma descontrolada, pudiendo llegar a una situación de desequilibrio. Pero si observamos la tendencia de los últimos años, podemos ver que Mercadona ha ido mejorando su posición de equilibrio minorando el pasivo mediante una menor deuda con los acreedores y aumentando el patrimonio neto con más fondos propios.

Gráfico n° 8. Porcentajes verticales de la cuenta PYG



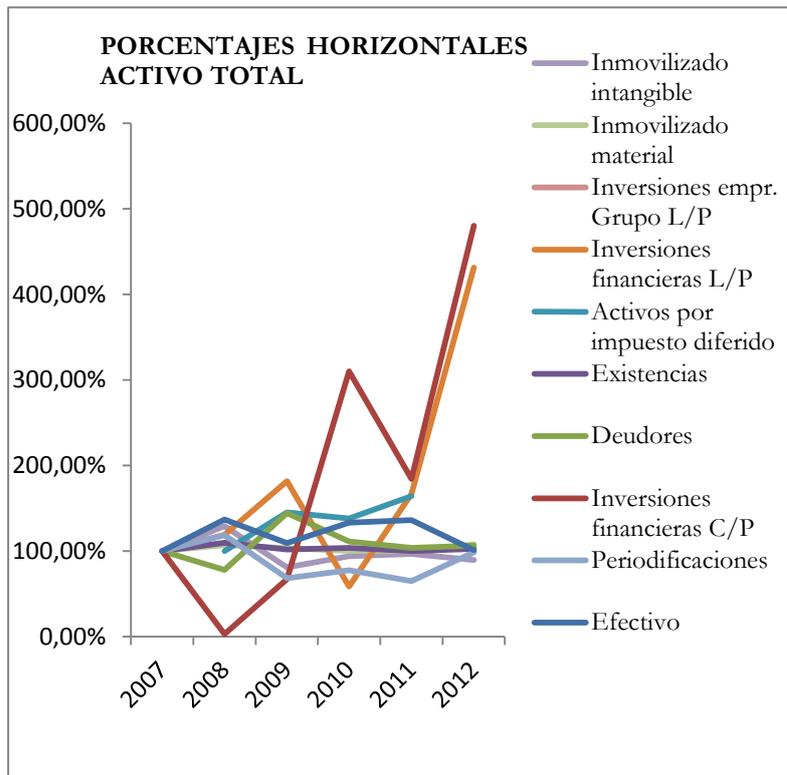
En lo que respecta a la cuenta PYG, se ha calculado el peso relativo de sus diferentes partidas sobre el importe neto de la cifra de negocios. A priori podemos observar que durante los últimos 6 años los porcentajes se han mantenido constantes, sin grandes variaciones. En cuanto a las partidas más importantes (mayor peso), podemos concluir que son los aprovisionamientos y los gastos de personal. Por otra parte, el porcentaje de amortización del

inmovilizado material ha disminuido casi un 2%, que está relacionado con la disminución del peso del inmovilizado material sobre el total del activo que se ha mencionado anteriormente.

#### 4.1.2. Porcentajes horizontales

Una vez analizados los porcentajes verticales para estudiar el peso relativo de las diferentes partidas, nos centraremos en los porcentajes horizontales para ver la evolución que han tenido en los últimos 6 años.

Gráfico nº 9. Porcentajes horizontales del activo total



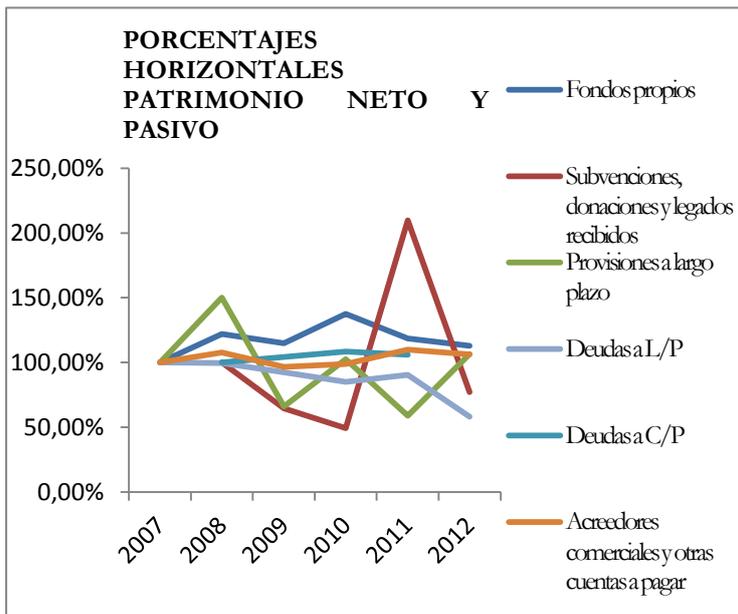
En cuanto al activo total, los cambios más significativos se han dado tanto en las inversiones financieras a largo plazo como a corto plazo. Aunque en el último año su aumento ha sido alrededor del 400%, también es cierto que en los 5 años anteriores ambas inversiones han tenido altibajos, siendo de mencionar que mientras un tipo de

inversión aumentaba, el otro por lo contrario disminuía.

La partida que ha ido aumentando considerablemente desde que disponemos de su información (2.008) son los activos por impuesto diferido, y las que han ido disminuyendo son el inmovilizado intangible y las periodificaciones. Por último, los deudores y la tesorería han ido aumentando poco a poco y las variaciones en el inmovilizado material han sido pequeñas, si bien cuando han variado han sido al alza.

Antes de empezar a estudiar el gráfico de los porcentajes verticales del patrimonio neto y pasivo, es de mencionar que la partida de pasivos por impuesto diferido no se ha incluido en él debido a su gran aumento en los años 2.009 y 2.010 (7.961,10% y 13.766,70% respectivamente), ya que distorsionaba el gráfico e imposibilitaba la lectura del resto de partidas. Por lo tanto, podemos concluir que la variación más significativa se ha dado en los Pasivos por impuesto diferido, empezando en 2.007 (primer año de estudio) con 412.000€ y acabando en 2.012 (último año de estudio) con 197.825.000€, si bien el gran salto se dio en 2.009.

Gráfico nº 10. Porcentajes horizontales del Patrimonio neto y Pasivo total

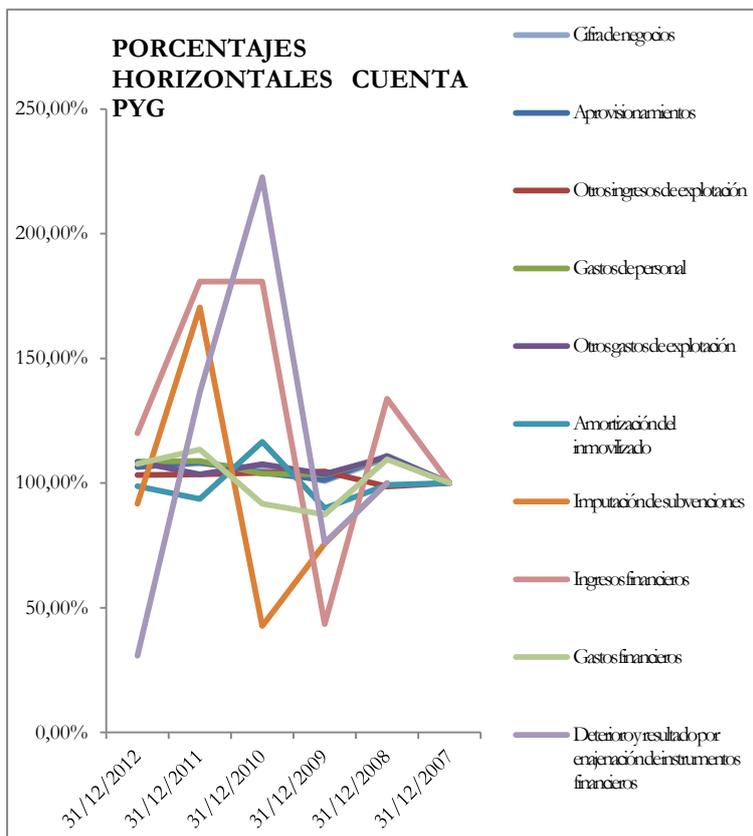


La siguiente partida con cambios más drásticos ha sido las subvenciones, donaciones y legados recibidos. Exceptuando el año 2011 donde se duplicaron, su tendencia ha sido bajista.

Por otra parte, la cuenta de acciones propias se ha mantenido en -6.968.000.000€ hasta 2011,

aumentando en 2012 1.127,48%. También es de mencionar que mientras que las deudas a largo plazo han ido disminuyendo poco a poco, las deudas a corto plazo lo han hecho a la inversa.

Gráfico nº 11. Porcentajes horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias



Como en el caso anterior, en este gráfico tampoco se ha podido incorporar la partida de deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado. Exceptuando el año 2008, los aumentos y las disminuciones no son muy elevados, pero en dicho año se da un aumento del 918,14%. En cuanto al resto de partidas, podemos concluir lo siguiente:

Las ventas han ido aumentando entre 0 y 10%,

aunque lo han hecho en menor proporción que la cuenta de deudores y tesorería. En relación a las ventas, los aprovisionamientos han ido aumentando de forma equiparada con ellas, por lo que parece que se ha sido eficiente.

Por otra parte, los gastos de personal han ido aumentando entre 0 y 10%, algo coherente teniendo en cuenta las numerosas noticias que han salido estos últimos años sobre la buena marcha del negocio y las contrataciones de empleados.

En cuanto a la amortización del inmovilizado, aunque el inmovilizado material haya ido aumentando, no pasa lo mismo con su amortización, exceptuando el año 2.010, donde aumentó un 16,56%.

Con la imputación de subvenciones al resultado en cambio, sí que pasa lo mismo con su parte relacionada del balance de situación, las subvenciones, donaciones y legado recibidos. Todos los años hay una disminución entre 0 y 50% excepto en 2.011 que aumenta un 70,46% (algo menos que el importe de las subvenciones).

Los ingresos financieros han ido aumentando aunque en menor proporción que las inversiones financieras a largo y corto plazo. En 2.009 se da una disminución del 57%, y teniendo en cuenta que en dicho año las inversiones financieras a corto plazo disminuyeron, podemos concluir que parece que es algo coherente.

Por último, en cuanto a los gastos financieros, podemos observar una coherente relación con las deudas a largo y a corto plazo. En 2.008 los gastos financieros aumentaron un 9,56%, lo que puede guardar relación con el mayor aumento que se da en las deudas a corto plazo comparando con la disminución que se da en las deudas a largo plazo. En 2.009 y 2.010 ocurre lo contrario, ya que los gastos financieros disminuyen cuando la deuda a largo plazo disminuye más en comparación con el aumento de la deuda a corto plazo. En 2.011 y 2.012 los gastos financieros aumentan entre 7 y 13%, y aunque en un principio no parece coherente ya que las deudas a largo plazo disminuyen considerablemente, no disponemos de información sobre el importe de la deuda a corto plazo del año 2.012.

#### **4.2. Análisis de la rentabilidad**

Una vez analizados el peso relativo y la evolución entre los años 2.007 y 2.012 de las diferentes partidas que componen el balance de situación y la cuenta PYG, el siguiente paso de la interpretación de los estados contables es el análisis de rentabilidad. Este análisis consiste en medir la relación del beneficio obtenido con el esfuerzo realizado mediante los recursos invertidos, es decir, representa el cociente entre el resultado y el nivel de inversión.

#### 4.2.1. Reordenación funcional del balance y cuenta de resultados

Para llevar a cabo el análisis de rentabilidad haremos unos ajustes sobre el balance y la cuenta PYG, que consiste en utilizar modelos funcionales de ambos estados contables.

El modelo funcional del balance distingue entre activos funcionales, que son los que están vinculados a la actividad principal y son necesarios para el desarrollo de dicha actividad, y los activos extrafuncionales que no son necesarios para el desarrollo de la actividad principal.

A continuación, obtenemos el modelo funcional del balance de situación entre 2.007 y 2.012 realizado a través del método que propone el manual Estados Contables de los autores Pablo Archel, Fermín Lizarraga, Santiago Sánchez y Manuel Cano.

Tabla nº 12. Modelo funcional del balance de situación (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
<b>Activo no corriente</b>	2.941.218,00	2.534.986,00	2.506.594,00	2.507.149,00	2.420.562,00	2.242.713,00
Activo funcional	2.613.441,00	2.434.722,00	2.436.410,00	2.438.546,00	2.382.819,00	2.211.110,00
Activo extrafuncional	327.777,00	100.264,00	70.184,00	68.603,00	37.743,00	31.603,00
<b>Activo corriente</b>	3.308.156,00	3.226.153,00	2.537.435,00	2.040.005,00	1.895.395,00	1.588.424,00
Activo funcional	3.261.873,00	3.217.269,00	2.532.618,00	2.038.451,00	1.893.079,00	1.507.560,00
Activo extrafuncional	46.283,00	8.884,00	4.817,00	1.554,00	2.316,00	80.864,00
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6.249.374,00</b>	<b>5.761.139,00</b>	<b>5.044.029,00</b>	<b>4.547.154,00</b>	<b>4.315.957,00</b>	<b>3.831.137,00</b>
<b>Patrimonio neto</b>	3.184.493,00	2.867.127,00	2.396.203,00	1.964.120,00	1.633.998,00	1.343.637,00
<b>Pasivo no corriente</b>	25.226,00	31.868,00	43.383,00	36.797,00	46.343,00	38.812,00
<b>Pasivo corriente</b>	3.039.655,00	2.862.144,00	2.604.443,00	2.546.237,00	2.635.616,00	2.448.688,00
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>6.249.374,00</b>	<b>5.761.139,00</b>	<b>5.044.029,00</b>	<b>4.547.154,00</b>	<b>4.315.957,00</b>	<b>3.831.137,00</b>

Para empezar, en el caso de Mercadona la mayor parte del activo no corriente es activo funcional debido al gran inmovilizado material del cual dispone, ya que sus servicios son ofrecidos en numerosos supermercados alrededor de España.

Por otra parte, la mayor parte del activo corriente es funcional, formado mayormente por el efectivo seguido de las existencias. Cabe destacar la poca cuantía de deudores, algo común en un supermercado ya que normalmente cobran al contado.

El modelo funcional de la cuenta de resultados descompone el resultado antes de intereses e impuestos (RAIT) en dos partes; RAIT funcional y RAIT extrafuncional.

El RAIT funcional es la diferencia entre los ingresos de explotación y los gastos de explotación, y el RAIT extrafuncional son los propios ingresos financieros. La suma de ambos forma el RAIT.

Para terminar, si al RAIT restamos los gastos financieros, obtenemos el resultado antes de impuestos (RAT).

Tabla nº 13. Modelo funcional de la cuenta de resultados (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Ingresos de explotación	17.552.618,00	16.476.962,00	15.270.515,00	14.429.431,00	14.309.827,00	13.010.300,00
Gastos de explotación	16.889.687,00	15.830.217,00	14.707.281,00	14.053.261,00	13.860.443,00	12.548.719,00
RAIT funcional	656.351,00	640.771,00	560.147,00	369.640,00	429.543,00	459.420,00
RAIT extrafuncional (ingresos financieros)	82.211,00	54.277,00	26.593,00	16.161,00	43.403,00	38.600,00
<b>RAIT</b>	<b>738.562,00</b>	<b>695.048,00</b>	<b>586.740,00</b>	<b>385.801,00</b>	<b>472.946,00</b>	<b>498.020,00</b>
Gastos financieros	-28.347,00	-26.311,00	-23.192,00	-25.269,00	-28.902,00	-26.380,00
<b>RAT</b>	<b>710.215,00</b>	<b>668.737,00</b>	<b>563.548,00</b>	<b>360.532,00</b>	<b>444.044,00</b>	<b>471.640,00</b>

#### 4.2.2. Análisis de la rentabilidad económica y financiera

El siguiente paso de la interpretación de los estados contables es el análisis de la rentabilidad económica y rentabilidad financiera. Por un lado, la rentabilidad económica refleja la rentabilidad de las inversiones realizadas por la empresa. Es independiente de

cómo la empresa financia sus activos, es decir, es independiente de la estructura financiera. Por ello, el total de los activos se relaciona con el RAIT (Resultado Antes de Intereses e Impuestos) obtenido, ya que depende solamente de las actividades realizadas por la empresa con sus activos. Por consiguiente, calcularemos la RE de la siguiente manera;

$$RE = \frac{RAIT}{Activo\ Total}$$

Por otro lado, la rentabilidad financiera es la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios. Incluye todos los efectos producidos sobre la cifra de negocios, por lo que en este caso sí que están incluidos los costes producidos por la financiación ajena. Por consiguiente, calcularemos la RF de la siguiente manera;

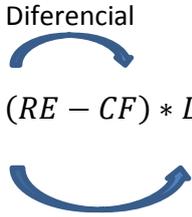
$$RF = \frac{RAT}{Patrimonio\ Neto}$$

Una vez definidos los dos tipos de rentabilidades, los descompondremos uno por uno para una mejor comprensión y análisis. Comenzaremos con la rentabilidad financiera;

#### 4.2.2.1. Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera está compuesta por dos partes: La parte correspondiente a la gestión económica de los activos (RE) y la parte de la gestión financiera de la deuda, representada por el coste de la deuda (CF) y el endeudamiento (L). El coste de la deuda se obtiene mediante el cociente entre los gastos financieros y el pasivo total, mientras que la relación de endeudamiento se obtiene mediante el cociente entre el pasivo total y el patrimonio neto. Una vez definidos todos los componentes de la RF, la calcularemos a partir de la siguiente fórmula;

$$RF = RE + (RE - CF) * L$$



A través de esta descomposición, podremos apreciar en qué medida está basada la rentabilidad en la gestión de sus activos (RE) o en la gestión de las fuentes de financiación (efecto apalancamiento). Como podemos observar en la fórmula, para que el efecto apalancamiento sea positivo y así poder obtener una rentabilidad financiera mayor, el

diferencial debe ser positivo, es decir, la rentabilidad económica debe ser mayor que el coste de la deuda. Por otra parte, si el diferencial es multiplicado por una relación de endeudamiento (L) superior a uno, el efecto apalancamiento será mayor al diferencial, pero si es multiplicado por un número inferior a uno, será menor que el diferencial, obteniendo una rentabilidad financiera inferior. En la siguiente tabla obtenemos los datos necesarios para el cálculo de la rentabilidad financiera entre los años 2.007 y 2.012.

Tabla nº 14. Descomposición de la rentabilidad financiera

Año	RF	RE	CF	L	Diferencial	Efecto apalancamiento
2.007	0,351	0,130	0,011	1,851	0,119	0,221
2.008	0,298	0,116	0,011	1,736	0,105	0,182
2.009	0,200	0,087	0,010	1,463	0,077	0,113
2.010	0,258	0,122	0,009	1,200	0,113	0,136
2.011	0,254	0,129	0,009	1,053	0,120	0,126
2.012	0,235	0,123	0,010	0,985	0,113	0,111

Para empezar, podemos observar una diferencia clara en la RF entre el año 2.008 y 2.009 y el resto de años. En el año 2.009 disminuye alrededor de un 33% y en el resto de años surgen altibajos sin gran variación. Por otra parte, vemos que todos los años la rentabilidad económica es mayor que el coste de la deuda, por lo que se obtiene un diferencial positivo. Esto significa que los acreedores financieros (los que prestan) están recibiendo una remuneración inferior a la que Mercadona recibe por la gestión de sus activos. En esta situación, contra mayor sea la deuda más se aprovechará de la situación ya que obtiene suficiente rentabilidad (RE) para pagar a los que le financian. A continuación, analizaremos la RF año a año para conocer su evolución y el por qué.

En 2.007, la rentabilidad financiera se basaba más en el efecto apalancamiento que en la gestión de sus activos. El gran diferencial obtenido por la rentabilidad económica y el bajo coste de la deuda multiplicado por un endeudamiento superior a la unidad, hizo que el efecto apalancamiento fuese casi el doble que la RE.

En 2.008 en cambio, aunque se mantuviese un endeudamiento parecido y el mismo coste de la deuda, la disminución de la rentabilidad económica hizo que el diferencial disminuyese un poco, obteniendo un efecto apalancamiento algo inferior. En consecuencia, al sumar una RE y un efecto apalancamiento menor, se obtuvo una rentabilidad financiera inferior.

En 2.009, la rentabilidad económica bajó alrededor de un 3%, y además el ratio de endeudamiento bajó 0,30 puntos más o menos, obteniendo un menor efecto apalancamiento tanto por el menor diferencial como por el menor multiplicador del endeudamiento.

En 2.010 la rentabilidad financiera aumentó 5,8% debido a que aunque el endeudamiento fuese inferior, la rentabilidad económica aumentó casi un 4%, obteniendo un mayor diferencial tanto por la gestión de sus activos como por la pequeña disminución del coste de la deuda, superando el efecto del menor endeudamiento.

En 2.011 la RF se mantuvo más o menos constante, disminuyendo sólo un 0,4%. Aunque se obtuvo una RE 0,7% superior haciendo que el diferencial fuese algo mayor, el endeudamiento disminuyó 0,15 puntos, por lo que el efecto apalancamiento fue inferior.

Por último, en 2.012 la rentabilidad financiera disminuyó en gran medida por la disminución del ratio de endeudamiento, ya que pasó a estar por debajo de la unidad, haciendo que el efecto apalancamiento fuese inferior al diferencial.

Teniendo en cuenta la evolución entre los años 2.007 y 2.012, podemos concluir que Mercadona conforme han pasado los años ha ido aprovechando en menor medida el diferencial obtenido por el bajo coste de la deuda conseguido, ya que ha ido disminuyendo el ratio de endeudamiento a base de aumentar el patrimonio neto en mayor proporción que el pasivo total. Es decir, ha ido adoptando una estrategia más conservadora a base de poca deuda aunque su coste sea muy pequeño. En consecuencia, el efecto apalancamiento ha ido disminuyendo poco a poco hasta ser inferior que la rentabilidad económica, por lo que la rentabilidad financiera en los últimos años se basaba más en la gestión de sus activos que en el efecto apalancamiento, lo contrario que al principio del análisis (2.007).

Una vez analizada la situación de Mercadona, sería conveniente compararla con otras empresas para conocer su posicionamiento. El grupo a comparar va a ser con Carrefour, Eroski y Dia, porque como ya hemos mencionado anteriormente, Mercadona ocupa el primer puesto en su sector, y estos supermercados son los que le proceden. Así, podremos ver en qué se diferencia respecto a ellos y el porqué de su liderazgo.

Primero analizaremos estas tres empresas para después poder concluir (datos de 2.012):

- Carrefour: Es el supermercado que peor rentabilidad financiera obtiene (-6,5%). ¿Por qué? Aunque consigue un coste financiero muy pequeño, un 0,01%, al obtener

una rentabilidad económica negativa consigue un diferencial negativo. A ello se le suma su fuerte endeudamiento de 4,023 puntos, haciendo que el efecto palanca sea aún más negativo.

- Eroski: También obtiene una rentabilidad financiera negativa (-4,8%), pero sus causas son muy diferentes. Este supermercado sí que obtiene una rentabilidad económica positiva, pero su coste financiero es tan elevado que hace que su diferencial sea negativo. La cosa empeoraría si tuviese un endeudamiento como Carrefour, pero en este caso Eroski es más tradicional y tiene un ratio de endeudamiento de 1,206 puntos, por lo que consigue que su efecto palanca no se dispare negativamente, y gracias a ello no obtiene una RF tan negativa como la de Carrefour.
- Dia: La situación de Dia es completamente distinta a estos dos últimos, y a la vez muy parecida a la de Mercadona. Dia tiene una rentabilidad del 18%, conseguida gracias a una rentabilidad económica positiva y un coste financiero más pequeño que esta última. Por consiguiente, obtiene un diferencial positivo, y al multiplicarlo con un endeudamiento de 2,317 puntos (más arriesgado que Mercadona), consigue un efecto palanca de 7,18%. La ventaja que tiene Mercadona sobre Dia es que consigue un coste de la deuda bastante inferior, y a la vez su rentabilidad económica es algo mayor.

Una vez analizadas las tres empresas, ¿en qué se diferencia Mercadona de ellas para tener tanto éxito? Sus rentabilidades financieras y económicas conseguidas durante los últimos años han sido siempre superiores a las obtenidas por estas empresas en el año 2012. Digamos que Mercadona está muy bien posicionada gracias a que consigue lo mejor de cada una de las tres empresas analizadas.

Consigue un pequeño coste de la deuda como lo hace Carrefour, pero este último lo contrasta con una rentabilidad económica negativa y por consiguiente un diferencial negativo. Consigue una rentabilidad económica alrededor de un 12% como Dia, pero este último obtiene un coste financiero más elevado y por consiguiente un diferencial más pequeño.

¿Cuál podríamos decir que es el punto débil de Mercadona? Que no aprovecha este mejor posicionamiento respecto de su competencia con su pequeño endeudamiento. Si se endeudase un poco más, conseguiría un mayor efecto palanca y en consecuencia un mejor aún posicionamiento en el mercado.

#### 4.2.2.2. Rentabilidad económica

Una vez analizada la descomposición de la rentabilidad financiera, el siguiente paso es descomponer la rentabilidad económica.

Primero empezaremos con el análisis debido a la tenencia de activos funcionales y extrafuncionales, y a continuación seguiremos con el análisis debido a la estrategia de margen y rotación.

Si en la rentabilidad económica diferenciamos entre activos funcionales y extrafuncionales, podremos ver cuánto proviene de los activos provenientes de las actividades principales y cuánto del resto de activos. Por lo tanto, podemos calcular la RE mediante la suma de la rentabilidad económica funcional y la rentabilidad económica extrafuncional, siempre multiplicando cada una de ellas por la proporción que suponen sus activos sobre el total del activo.

Como hemos mencionado anteriormente, la RE se puede obtener mediante el cociente entre el RAIT (resultado antes de intereses e impuestos) y el total del activo. Por lo tanto, las rentabilidades económicas funcional y extrafuncional quedarán de la siguiente manera;

$$REf = \frac{RAIT\ funcional}{Activo\ funcional}$$

$$REe = \frac{RAIT\ extrafuncional}{Activo\ extrafuncional}$$

Si multiplicamos cada una de ellas por lo que suponen sus activos sobre el total del activo, obtendremos la rentabilidad económica de la siguiente forma;

$$RE = \left( REf * \left( \frac{Af}{AT} \right) \right) + \left( REe * \left( \frac{Ae}{AT} \right) \right)$$

A continuación, obtenemos una tabla que recoge las rentabilidades de ambos tipos de activos con sus correspondientes pesos relativos sobre el total del activo:

Tabla nº 15. Descomposición de la rentabilidad económica

Año	REf	%Af	REe	%Ae	RE
2.007	0,124	97,06%	0,343	2,94%	0,130
2.008	0,107	98,13%	0,569	1,87%	0,116
2.009	0,084	98,76%	0,293	1,24%	0,087
2.010	0,119	98,49%	0,366	1,51%	0,122
2.011	0,121	98,30%	0,589	1,70%	0,129
2.012	0,114	95,98%	0,340	4,02%	0,123

A priori se puede observar que Mercadona durante estos años ha invertido mucho más en activos funcionales que extrafuncionales, entre 95% y 99%, sin invertir apenas en estos últimos. No se puede concluir que sea una buena estrategia a simple vista debido a que la rentabilidad que generan los activos extrafuncionales es bastante superior a la que generan los otros. Por lo tanto, al invertir tan poco en este tipo de activos hace que esté desaprovechando la rentabilidad que generan, ya que si invirtiese más en extrafuncionales, gracias a su elevada rentabilidad podría obtener una rentabilidad económica mucho mayor. Un ejemplo claro es que mientras que desde el año 2.010 la rentabilidad económica extrafuncional ha aumentado considerablemente, la rentabilidad económica por su parte no lo ha hecho, debido a la inversión tan insignificante que se realiza con este tipo de activos.

A continuación, analizaremos la rentabilidad económica debido a la estrategia de margen y rotación. En este caso, sólo se tiene en cuenta la rentabilidad obtenida por los activos funcionales. Como ya sabemos, la REf se obtiene mediante el cociente entre el RAITf y el activo funcional. Para el cálculo de la REf debido al margen y rotación, se multiplica el cociente anterior por el cociente entre ventas y ventas (el resultado de este cociente es igual a la unidad, pero es utilizado para relacionarlo con el cociente anterior). Por lo tanto, esta multiplicación se puede transformar en la siguiente;

$$REf = \left( \frac{RAITf}{Ventas} \right) * \left( \frac{Ventas}{Activo\ funcional} \right)$$

La primera expresión (RAITf/Ventas) representa el margen económico sobre ventas, que expresa la ganancia obtenida por cada euro facturado (vendido). Si el margen es pequeño, significa que los precios de venta son bajos, no muy lejos del coste, y si es grande, que los precios son elevados.

La segunda expresión (Ventas/Activo funcional) representa la rotación de activos funcionales, que significa el nivel de facturación conseguido por cada euro invertido en activos funcionales, es decir, el rendimiento obtenido gracias a la inversión.

Por consiguiente, otra forma de calcular la rentabilidad económica funcional es mediante la multiplicación entre el margen y la rotación. Hay dos estrategias comunes entre las empresas; la primera es obtener un margen elevado (precios altos) a cambio de una baja rotación (vender poca cantidad), estrategia común entre empresas dirigidas a la diferenciación. La segunda es obtener un pequeño margen (precios bajos) a cambio de una alta rotación (vender mucha cantidad), estrategia común entre empresas con estrategia dirigida al liderazgo en costes.

A continuación, obtenemos la descomposición de la rentabilidad económica funcional entre margen y rotación para Mercadona entre los años 2.007 y 2.012:

Tabla nº 16. Descomposición de la rentabilidad económica funcional

Año	REfuncional	Margen	Rotación
2.007	0,124	0,035	3,492
2.008	0,107	0,030	3,573
2.009	0,084	0,026	3,291
2.010	0,119	0,037	3,227
2.011	0,121	0,039	3,097
2.012	0,114	0,037	3,040

Como podemos observar en la tabla, Mercadona lleva a cabo una estrategia a base de un mínimo margen con precios bajos a cambio de una alta rotación, que como se ha mencionado anteriormente, es común entre empresas que persiguen la estrategia de liderazgo en costes, y ya se ha mencionado al principio del análisis que ésta era la estrategia de Mercadona. En cuanto a la evolución de estos últimos años, el margen ha sufrido variaciones casi insignificantes, y lo mismo ocurre con la rotación. Si nos centramos en la REf, podemos concluir que sigue el mismo ritmo que el margen, ya que cuando el margen aumenta también lo hace la rentabilidad, y viceversa.

### 4.3 Posicionamiento de riesgo

El siguiente punto a analizar de los estados contables es el posicionamiento de riesgo que tiene la empresa. Este posicionamiento puede ser tomado de forma involuntaria o voluntaria, ya que no se puede considerar siempre como algo negativo. Es cierto que contra

más riesgo, más posibilidad hay de perder rentabilidad, pero también es verdad que existe más posibilidad de obtener una alta prima por dicho riesgo. El posicionamiento de riesgo se puede clasificar en dos partes; el riesgo económico, incidiendo directamente en el nivel de rentabilidad, y el riesgo financiero, reflejando la capacidad financiera de generar recursos líquidos para poder hacer frente a los compromisos financieros.

#### *4.3.1. Riesgo económico*

El primer riesgo a analizar será el riesgo económico, que a la vez se puede agrupar en torno a tres categorías; situaciones de riesgo que condicionan la evolución de la cifra de negocios, la estructura empresarial de costes fijos y variables de explotación y el Grado de Apalancamiento Financiero (GAF) de la empresa.

##### 4.3.1.1. Situaciones de riesgo que condicionan la evolución de las ventas.

La cifra de negocios es la principal magnitud que condiciona la evolución del resto de partidas, y a la vez, la cifra de negocios es condicionada por factores como los ciclos económicos, cambios en el sector, duración del ciclo de vida de los productos, etc.

La cuenta de resultados es una buena herramienta para identificar los factores que determinan el resultado, tomando las ventas como punto de partida. Por ello, la siguiente tabla nos muestra la evolución del peso de las diferentes partes sobre los ingresos de explotación:

Tabla nº 17. Peso de las diferentes partidas de la cuenta PYG sobre los ingresos de explotación (en miles)

	2.012		2.011		2.010		2.009		2.008		2.007	
	Importe	% sobre ventas										
Ingresos de explotación	17.552.618	100	16.476.962	100	15.270.515	100	14.429.431	100	14.309.827	100	13.010.300	100
Gastos de explotación	-16.889.687	-96,22	-15.830.217	-96,07	-14.707.281	-96,31	-14.053.261	-97,39	-13.860.443	-96,86	-12.548.719	-96,45
Resultado de explotación	662.931	3,78	646.745	3,93	563.234	3,69	376.170	2,61	449.384	3,14	461.581	3,55
Ingresos financieros	82.211	0,47	54.277	0,33	26.593	0,17	16.161	0,11	43.403	0,30	38.600	0,30
Gastos financieros	-28.347	-0,16	-26.311	-0,16	-23.192	-0,15	-25.269	-0,18	-28.902	-0,20	-26.380	-0,20
Resultado financiero	53.864	0,31	27.966	0,17	3.401	0,02	-9.108	-0,06	14.501	0,10	12.220	0,09
Resultado antes de impuestos	716.795	4,08	674.711	4,09	566.635	3,71	367.062	2,54	463.885	3,24	473.801	3,64

Como podemos observar, aunque año tras año hayan ido aumentando los ingresos de explotación, el incremento de los gastos de explotación ha sido paralelo, por lo que su peso sobre las ventas se ha mantenido constante, alrededor de un 96%. Esto significa que Mercadona ha logrado con su aumento de la cifra de negocios un aumento proporcional de sus costes variables, sin incidir en los costes fijos. Es una buena señal ya que si los gastos de explotación hubiesen aumentado en mayor proporción que las ventas, significaría que dicho aumento habría hecho aumentar los costes fijos además de los variables, pudiendo perjudicar su rentabilidad. Sin embargo, en el siguiente punto de este análisis veremos que este resultado no es del todo cierto.

#### 4.3.1.2. La estructura empresarial de costes fijos y variables.

A la hora de analizar el riesgo económico con este método, clasificaremos los diferentes costes de la cuenta de resultados entre costes variables y costes fijos. Los primeros varían de forma proporcional a los niveles de actividad, como los aprovisionamientos y otros gastos de explotación. Los segundos en cambio, no varían ante cambios en los niveles de actividad, como la amortización del inmovilizado.

Con este método, podemos analizar el riesgo económico a través del Grado de Apalancamiento Operativo (GAO).

El GAO representa la relación entre la variación de las ventas y la variación del Resultado Antes de Intereses e Impuestos funcional ( $\Delta\text{RAITf}/\Delta\text{Ventas}$ ) debido a la existencia de costes fijos. Si estos costes son distintos de cero, cuando las ventas varíen bien hacia arriba o bien hacia abajo, el RAITf lo hará en una proporción mayor ya que: si las ventas aumentan, los costes variables lo harán en la misma proporción, aumentando el margen entre ambos en el mismo %. Pero al restar a este margen superior los mismos costes fijos (suponiendo que estos no varían), el resultado obtenido aumentará en mayor proporción, ya que a un margen superior hemos restado los mismos costes fijos. Si las ventas disminuyen, ocurrirá a la inversa, disminuyendo el resultado funcional en mayor proporción que las ventas debido a que los costes fijos no han disminuido y los hemos restado a un menor margen.

A la hora de analizar el riesgo, contra mayor sean los costes fijos, mayor es el riesgo, ya que en caso de que las ventas caigan, más difícil es recortar en este tipo de costes, obteniendo una disminución del resultado funcional mucho más grande. Aunque también es cierto que si las ventas aumentan, se obtendrá mayor resultado, por lo que es una posición más arriesgada. Por lo tanto, el apostar por un GAO alto será bueno si la evolución de las ventas es positiva.

A continuación, obtenemos una tabla de la empresa Mercadona donde se recoge el Grado de Apalancamiento Operativo obtenido entre los años 2.007 y 2.012:

Tabla nº 18. Grado de Apalancamiento Operativo (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Importe neto de la cifra de negocios	17.522.881	16.448.101	15.242.859	14.402.371	14.283.643	12.984.925
Coste variable	-14.296.129	-13.407.203	-12.424.384	-11.896.622	-11.725.443	-10.570.905
Margen sobre cargas variables	3.226.752	3.040.898	2.818.475	2.505.749	2.558.200	2.414.020
Costes fijos	-2.593.558	-2.423.014	-2.282.897	-2.156.639	-2.135.000	-1.977.814
RAIT funcional	656.351	640.771	560.147	369.640	429.543	459.420
Variación % Importe neto cifra negocios	6,53%	7,91%	5,84%	0,83%	10,00%	
Variación % RAIT funcional	2,43%	14,39%	51,54%	-13,95%	-6,50%	
GAO	<b>0,372</b>	<b>1,820</b>	<b>8,831</b>	<b>-16,778</b>	<b>-0,650</b>	

A priori podemos observar que todos los años ha aumentado la cifra de negocios y con ella también en proporciones similares los costes variables. También podemos ver que los

costes fijos no son del todo fijos, ya que todos los años han aumentado entre 5% y 10%. Debido a estos mayores costes, dependiendo de la cuantía del aumento hay años donde el Resultado Antes de Intereses e Impuestos ha aumentado y otros donde ha disminuido. En consecuencia, se obtiene índices del GAO distintos entre los diferentes años. Por ello, será adecuado analizar lo que ha ocurrido año tras año para entender mejor estas diferencias:

- 2.007 → 2.008

El margen sobre cargas variables aumentó en 5,97%, pero los costes fijos lo hicieron en mayor medida. En consecuencia, se obtuvo un RAITf inferior al del año 2.007, un 6,5% menor. Por lo tanto, aunque la variación de las ventas fuese positiva, como la variación del RAITf fue negativa, el cociente entre ambos (GAO) fue negativo, siendo -0,650.

- 2.008 → 2.009

Además de que el margen sobre ventas disminuyó un 2,05% debido al mayor aumento de los costes variables en comparación con las ventas, los costes fijos aumentaron un 1,01%. Por consiguiente, se obtuvo un RAITf inferior al del año 2.008. Al ser esta última variación negativa, el GAO salió negativo además de superior a la unidad porque el resultado disminuyó más de lo que las ventas aumentaron.

- 2.009 → 2.010

Del año 2.009 al año 2.010 las cosas cambiaron ya que además de obtener más ventas que costes variables consiguiendo un mayor margen, aunque los costes fijos aumentaron, lo hicieron en menor medida que el margen. En consecuencia, el RAITf aumentó un 51,54%, y al dividirlo por un menor aumento de las ventas (proporcionalmente) se obtuvo un GAO de 8,83.

- 2.010 → 2.011

Entre estos dos años el GAO siguió siendo positivo pero menor que el anterior ya que los costes fijos aumentaron muy poco por debajo del margen, por lo que el RAITf sólo fue 14,39% superior al de 2.010. Se consiguió un GAO de 1,82.

- 2.011 → 2.012

En 2.012 el GAO sigue siendo positivo, pero en este caso es menor a la unidad porque el aumento del RAITf es menor que el de las ventas debido a que proporcionalmente los costes fijos aumentan más que el margen.

En resumen, podemos concluir lo siguiente; para empezar, Mercadona no es capaz de mantener sus costes fijos constantes, el hecho de que sus ventas aumenten también le supone un aumento de estos costes además de los variables. El problema que ocasiona este aumento de los costes fijos es que entre 2.007 y 2.009 dicho aumento es superior a lo que aumenta el margen, consiguiendo un Resultado Antes de Intereses e Impuestos peor que el del año anterior. En 2.010 se dio un cambio gracias a un bastante mayor margen superando al aumento de los costes fijos, aunque a partir de 2.011 vuelve a recaer en mayores costes fijos y aumentando en menor proporción su margen, si bien los resultados obtenidos (RAITf) son algo superiores al año anterior y se sigue obteniendo un GAO positivo.

Por lo tanto, aunque el aumento de los costes fijos no le esté perjudicando gravemente ya que a partir de 2.010 la variación de su resultado (RAITf) es positiva, debería hacer hincapié en intentar mantener fijos estos costes para aprovechar más su continuo aumento de ventas.

#### 4.3.1.3. Grado de Apalancamiento Financiero

Para terminar, el último indicador para poder analizar el riesgo económico de la empresa es el Grado de Apalancamiento Financiero (GAF). Está unido al análisis de la rentabilidad financiera que hemos realizado anteriormente (página 20) ya que el GAF es representado por el ratio de endeudamiento (L).

Por consiguiente, contra mayor endeudamiento tenga la empresa, mayor será su posicionamiento de riesgo, pero también sabemos que al multiplicarlo por el diferencial positivo, se obtendrá una mayor rentabilidad. Pero como hemos mencionado en el análisis de la rentabilidad financiera, Mercadona conforme han pasado los años ha ido adoptando una posición más conservadora a base de reducir su endeudamiento aumentando sus fondos propios en mayor proporción que su deuda ajena. Por lo tanto, su posicionamiento de riesgo se ha visto reducido, pero también es cierto que ha aprovechado menos el efecto apalancamiento con su bajo coste de la deuda, y por consiguiente su nivel de rentabilidad financiera ha ido disminuyendo.

#### 4.3.2. *Riesgo financiero*

Una vez analizado el riesgo económico, el siguiente riesgo a analizar es el financiero. Como hemos mencionado, es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus

compromisos financieros (pagos). Se diferencian dos tipos de riesgo, el riesgo de crédito (capacidad para hacer frente a los pagos cuando haya que hacerlos) y el riesgo de quiebra (probabilidad de que el valor de las deudas supere el activo y pueda acabar quebrándose).

Comentaremos el riesgo de crédito. Para poder hacer frente a los pagos en el momento oportuno es necesario disponer de liquidez, bien mediante la tesorería o bien mediante activos fácilmente transformables en efectivo. El tener demasiada liquidez o generarla tarde será algo negativo para la rentabilidad. Existe el riesgo de crédito a corto plazo (capacidad de pago a corto) y el riesgo de crédito a largo plazo (relacionado con la solvencia, es decir, la estabilidad de la empresa y su capacidad para hacer frente tanto a pagos a corto como a largo).

#### 4.3.2.1. Capital circulante

Una forma de analizar el riesgo el crédito a corto plazo es la visión original mediante el capital circulante, si bien es la menos específica de todas, por lo que más adelante veremos métodos más específicos. Es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, es decir, representa la parte de los activos (corrientes) que queda libre una vez deducidos los compromisos de pago a corto plazo. En la siguiente tabla podemos observar la evolución de la empresa Mercadona:

Tabla nº 19. Capital circulante (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Activo corriente	3.267.155	2.881.794	2.288.720	1.967.700	1.741.910	1.588.424
Pasivo corriente	2.950.900	2.733.294	2.575.340	2.590.927	2.542.152	2.448.688
<b>Capital circulante</b>	<b>316.255</b>	<b>148.501</b>	<b>-286.620</b>	<b>-623.227</b>	<b>-800.243</b>	<b>-860.264</b>

Hasta el año 2.010 no dispuso de liquidez suficiente a través de su activo corriente para hacer frente a los pagos que debía hacer a corto plazo, aunque la tendencia fue alcista hasta que en 2.011 y 2.012 sí dispuso de ello. No lo hizo disminuyendo sus compromisos a corto, sino que fue aumentando en mayor proporción sus activos.

#### 4.3.2.2. Análisis de las Necesidades del Fondo de Rotación

Como el capital circulante no es muy específico a la hora de analizar el riesgo financiero, el siguiente paso a analizar es las necesidades del fondo de rotación. Este análisis permite conocer si las necesidades de financiación se derivan de actividades del ciclo de explotación o de otras inversiones a corto plazo que no están relacionadas con dicha explotación. Este análisis se descompone en tres partes;

- Necesidades del Fondo de Rotación de Explotación (NFRE)

Si a las existencias que quiere mantener la empresa sumamos la cuantía de deudores que tiene la empresa y restamos la financiación relacionada con la actividad de explotación (acreedores comerciales), obtenemos las NFRE.

Tabla nº 20. Necesidades del Fondo de Rotación de Explotación (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Existencias	565.136	559.253	550.436	535.982	508.059	485.022
Deudores	80.880	77.154	72.041	57.750	53.954	60.651
Acreedores comerciales	-2.949.694	-2.730.902	-2.572.942	-2.588.595	-2.539.959	-2.446.539
<b>Necesidades Fondo de Rotación de Explotación</b>	<b>-2.303.678</b>	<b>-2.094.496</b>	<b>-1.950.466</b>	<b>-1.994.863</b>	<b>-1.977.946</b>	<b>-1.900.866</b>

Como podemos observar, entre los años 2.007 y 2.012 Mercadona ha obtenido unas necesidades negativas y generalmente en aumento año tras año. Esto significa que la financiación obtenida por los acreedores comerciales es más que suficiente para financiar las inversiones relacionadas con el ciclo de explotación, pudiendo utilizar el sobrante para financiar actividades ajenas de dicho ciclo. Por consiguiente, no le ha sido necesario recurrir a financiación ajena a la explotación.

Analizándolo más profundamente, podemos concluir que las necesidades cada vez son más negativas debido mayormente a la mayor financiación de los acreedores, cuya causa posible podría ser aplazamientos concedidos por los proveedores.

- Necesidades de Fondo de Rotación (NFR)

Si a las necesidades anteriores sumamos el resto del activo corriente exceptuando la tesorería y restamos el resto de financiación a corto plazo no relacionada con el ciclo de explotación, obtenemos las NFR.

Tabla n° 21. Necesidades del fondo de rotación (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Necesidades Fondo de Rotación de Explotación	-2.303.678	-2.094.496	-1.950.466	-1.994.863	-1.977.946	-1.900.866
Otros activos corrientes	31.796	12.249	10.682	12.345	52.994	91.292
Otros pasivos corrientes	-1.206	-2.392	-2.399	-2.332	-2.194	-2.149
<b>Necesidades Fondo de Rotación</b>	<b>-2.273.088</b>	<b>-2.084.638</b>	<b>-1.942.183</b>	<b>-1.984.850</b>	<b>-1.927.146</b>	<b>-1.811.723</b>

En este caso también ocurre lo mismo. Es suficiente con la financiación a corto plazo para cubrir las inversiones de dicho plazo. No es necesario recurrir a la financiación a largo plazo. Además, las variaciones ocurridas año tras año se deben en mayor medida las variaciones que se dan en las NFRE, debido a que la mayor parte del activo corriente y pasivo corriente de Mercadona corresponde a partidas relacionadas con el ciclo de explotación como las existencias, clientes y deudores, algo común en el sector de los supermercados.

- Fondo de Rotación (FR)

Si a las NFR sumamos la tesorería que quiere mantener la empresa, obtenemos el FR.

Tabla n° 22. Fondo de rotación (en miles)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Necesidades Fondo de Rotación	-2.273.088	-2.084.638	-1.942.183	-1.984.850	-1.927.146	-1.811.723
Tesorería	2.589.343	2.233.139	1.655.563	1.361.624	1.126.904	951.459
<b>Fondo de Rotación</b>	<b>316.255</b>	<b>148.501</b>	<b>-286.620</b>	<b>-623.227</b>	<b>-800.243</b>	<b>-860.264</b>

Como podemos observar, al querer mantener niveles de tesorería bastante elevados, la situación es algo diferente a las necesidades anteriores. En los años 2.011 y 2.012 con la financiación a corto plazo que le sobraba a la hora de financiar el activo corriente exceptuando la tesorería, no le ha sido suficiente para mantener cubierto el efectivo. Por ello, las cuantías positivas del fondo de rotación de esos años representan los recursos a

largo plazo que debió buscar Mercadona para mantener el activo corriente. El resto de años sí que la financiación a corto plazo fue suficiente para cubrir el activo corriente.

#### 4.3.2.3. Análisis dinámico del circulante a través del ciclo de las operaciones: Rotaciones y Periodos medios

Otro método para estudiar más a fondo el riesgo financiero comparando con el tradicional capital circulante es la rotación y el periodo medio. La diferencia con el método tradicional es que estos dos están formados por información obtenida del balance y la cuenta de resultados, proporcionando un dinamismo que el enfoque tradicional no aporta debido a que está compuesto sólo por partidas del balance (situación estática a 31/12).

- Rotación

Representa las veces que puede renovar una actividad del ciclo de explotación (aprovisionamientos, ventas y compras) su correspondiente saldo medio del balance (existencias, deudores y proveedores). Como Mercadona es una empresa comercial y no industrial, no existiendo fase de transformación, sólo calcularemos la rotación de existencias, deudores y proveedores (no hay materia prima ni productos en curso).

Tabla nº 23. Rotación

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
<b>Rotación existencias</b>	23,28	22,10	20,73	20,44	21,29	20,10
<b>Rotación clientes</b>	216,65	213,19	211,59	249,39	264,74	214,09
<b>Rotación proveedores</b>	4,47	4,53	4,44	4,24	4,28	4,18

Como podemos observar, existe una clara diferencia entre la rotación de clientes y las demás rotaciones. Si bien el volumen de consumo ha permitido renovar el saldo de existencias entre 20 y 24 veces al año entre los años 2.007 y 2.012, y el volumen de compras entre 4 y 5 veces el saldo de proveedores, la cifra de negocios alcanzada ha permitido rotar entre 210 y 270 veces el saldo de clientes. Esto es algo común en el sector de los supermercados debido a que son los que antes cobran a sus clientes (normalmente al contado) y más tarde pagan a sus proveedores.

- Periodo medio de maduración

Representa el tiempo que transcurre desde que se paga a los proveedores hasta que se recupera a través del cobro de clientes. Pero aparte de este periodo está el periodo medio de maduración técnico, que al tratarse de un supermercado (empresa comercial) representa el tiempo que transcurre desde que se almacena las existencias hasta que se cobra. Analicemos la empresa Mercadona:

Tabla n° 24. Periodo medio de maduración (días)

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
<b>Periodo medio Aprovevisionamiento</b>	15,68	16,52	17,61	17,86	17,14	18,16
<b>Periodo medio Cobro</b>	1,68	1,71	1,73	1,46	1,38	1,70
<b>Periodo medio Pago</b>	81,74	80,66	82,16	86,17	85,34	87,25

La evolución de los últimos años ha sido bastante regular, y podemos concluir lo siguiente;

Las existencias se han almacenado entre 15 y 18 días, y entre que ha vendido a sus clientes y finalmente ha recibido el cobro han pasado entre 1 y 2 días. Por otro lado, entre que ha comprado las existencias y finalmente ha pagado al proveedor, han transcurrido entre 80 y 87 días.

Por consiguiente, Mercadona ha obtenido un PMM técnico entre 16 y 20 días (suma de PM de aprovisionamiento y PM de cobro). ¿Qué significa esto? Que entre que obtiene la existencia y cobra por su venta, como mucho ha transcurrido 20 días, y como durante estos últimos años ha pagado entre los 80 y 87 días, durante unos 60 días ha podido tener en su cuenta bancaria una buena cantidad de dinero sin pagar ningún tipo de interés.

#### 4.3.2.4. Ratio de solvencia

Como hemos mencionado al principio del apartado del riesgo financiero, existe el riesgo de crédito a corto plazo y el riesgo de crédito a largo plazo. Lo analizado hasta ahora pertenece al corto plazo, por lo que a continuación nos adentraremos en el largo plazo, relacionado con la solvencia. Ya hemos conocido que representa la estabilidad de la empresa y su capacidad para hacer frente a los pagos tanto a corto como a largo. Un

método para analizarlo es el ratio de solvencia, calculado mediante el cociente entre el activo total y el pasivo.

A continuación obtenemos la evolución de Mercadona entre los años 2.007 y 2.012.

Tabla nº 25. Ratio de solvencia

	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2.007
Ratio de solvencia	1,89	1,83	1,76	1,66	1,58	1,54

Como podemos observar, Mercadona ha obtenido todos los años un ratio de solvencia mayor a la unidad, incluso ha ido en aumento. Esto significa que además de que su activo cubre su volumen de deudas, el patrimonio neto es distinto de cero y positivo, por lo que se encuentra en una correcta situación. Es destacable su evolución alcista teniendo en cuenta la situación económica actual, ya que en momentos de recesión suele ser común entre las empresas sufrir una disminución de la actividad y a la vez tener dificultad a la hora de hacer frente a los compromisos financieros, cosa que no ha ocurrido a Mercadona. En cuanto a la causa del aumento, se debe a que aunque haya ido aumentando poco a poco su deuda, ha aumentado su activo total en mayor proporción.

## 5. CONCLUSIONES

- Mercadona se ha posicionado como la distribuidora con base alimentaria que más cuota de mercado consigue en medio de una crisis económica que acecha desde 2.008, adoptando una estrategia de liderazgo en costes basando su modelo comercial en la fórmula *siempre precios bajos*.
- Aunque ofrezca siempre precios bajos, esta empresa consigue ser rentable, incluso más que su competencia, adoptando, de hecho, las mejores estrategias económico-financieras de cada una de sus principales competidoras.
- En cuanto a la evolución y relación entre las partidas del balance y la cuenta de resultados, podemos concluir que guardan relación y las variaciones han sido coherentes.
- Por otra parte, desde el principio del análisis (2.007) hasta 2.012, la rentabilidad financiera disminuyó un 11,6%. Conforme pasaron los años fue disminuyendo su relación de endeudamiento consiguiendo un efecto palanca menor, no aprovechando así su tan pequeño coste de la deuda. Sí que es cierto que ocupa el

primer puesto en su sector, y que sus rentabilidades son superiores a las de su competencia principal, pero si no adoptase una estrategia tan conservadora, podría obtener aún mayores rentabilidades.

- En cuanto a la rentabilidad económica, Mercadona ha invertido mucho más en activos funcionales (entre 95% y 99%), pero no se puede concluir que sea una buena estrategia ya que la rentabilidad que generan los activos extrafuncionales es mucho mayor que la que generan los funcionales. Por consiguiente, si quiere ser económicamente más rentable, debería invertir más en activos extrafuncionales.
- Siguiendo con la rentabilidad económica, podemos concluir que los resultados obtenidos en cuanto al margen y la rotación van acorde con la estrategia que persigue Mercadona de liderazgo en costes; obtiene un pequeño margen (precios bajos) a cambio de una alta rotación (vende mucha cantidad).
- En cuanto al riesgo económico, se concluye que los costes fijos sí han aumentado al crecer sus ventas y no ha sido capaz de mantenerlos constantes. Aunque a partir de 2.010 el RAITf haya ido aumentando y no le ha perjudicado gravemente, debería hacer hincapié en mantener constantes estos costes para aprovechar más su continuo aumento de ventas.
- En cuanto al riesgo financiero, como mucho ha tardado en cobrar 20 días, y como durante estos años ha pagado a sus proveedores entre 80 y 87 días gracias al modelo de colaboración mutua y de compromiso conjunto, ha podido tener en su cuenta bancaria una buena cantidad de dinero sin pagar ningún tipo de interés durante unos 60 días.
- Por último, durante los años analizados ha cubierto su volumen de deudas con su activo total, además de haber obtenido siempre un patrimonio neto distinto de cero y positivo. Además, cabe destacar su evolución alcista teniendo en cuenta la situación económica complicada de estos últimos años.

En definitiva, Mercadona recoge la mayor cuota de mercado de su sector y consigue ser más rentable que su principal competencia mimetizando lo mejor de cada una de ellas, además de obtener liquidez más que suficiente gracias a sus relaciones a largo plazo con los proveedores. Sin embargo, si aprovechase más su pequeño coste de la deuda agrandando un poco su relación de endeudamiento e invirtiese más en activos extrafuncionales, conseguiría ser aún más rentable. Por último, debería hacer hincapié en sus costes fijos y evitar que éstos aumenten debido a su constante crecimiento de las ventas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Base de datos científica SABI
- [www.mercadona.es](http://www.mercadona.es)
- Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. Pablo Archel Domench, Fermín Lizarraga Dallo, Santiago Sánchez Alegría y Manuel Cano Rodríguez. 4.ª edición.
- Índice de Precios al Consumo: <http://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/indice-de-precios-al-consumo/ipc/espana.aspx>
- Producto Interior Bruto: <http://www.datosmacro.com/pib/espana>
- Desempleo en España: <http://www.elcaptor.com/2013/12/grafico-evolucion-paro-registrado-espanol.html>
- Desempleo en España:  
<http://www.datosmacro.com/paro/espana?sector=Paro&sc=T>
- Estudio de canal de distribución supermercados en España. Octubre 2.013.
- Memoria anual Mercadona 2.013.
- Fundamentos de Dirección Estratégica de la Empresa. Navas, J.E.; Guerras, L.A. (2.012)
- Diario Expansión, Julian Brines. <http://www.expansion.com>
- El Mundo (2.014). Mercadona crece un 4% en ventas y un 1% en beneficios hasta alcanzar los 515 millones de euros: <http://www.elmundo.es/comunidad-valenciana/2014/03/06/5318345b268e3ec8508b456a.html>
- El País (2.014). Mercadona frena su escalada:  
[http://economia.elpais.com/economia/2014/03/06/actualidad/1394104521\\_320256.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/03/06/actualidad/1394104521_320256.html)
- Sector alimentación, bebidas y tabaco (2.014):  
<http://www.minetur.gob.es/esES/IndicadoresyEstadisticas/Presentaciones%20sectoriales/Alimentaci%C3%B3n.pdf>
- Análisis del comportamiento de los ingresos de las familias españolas durante la crisis económica (2.014). Dra. Mónica Gómez de la Torre del Arco y Dra. Mª Teresa López López: [dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4639712.pdf](http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4639712.pdf)