



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO  
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE  
EMPRESAS

ANÁLISIS ECONOMICO-FINANCIERO DE URZANTE  
Iñaki Nieto Vidarte

DIRECTOR  
Pablo Archel Domench

Pamplona-Iruña

11/06/2014

## RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo tiene como objetivo principal evaluar el impacto que la crisis económica ha producido en una empresa determinante del sector del aceite de oliva en España como es URZANTE, mediante el análisis de la información corporativa y contable correspondiente a los ejercicios comprendidos entre 2008 y 2012. El trabajo tiene dos partes claramente diferenciadas: La primera de ellas se centra en la descripción del entorno y la estrategia de la firma, y la segunda aborda el análisis e interpretación de la información contenida en los estados contables. Mediante la base de datos SABI se ha obtenido la información que ha permitido efectuar comparaciones entre las empresas del sector y la empresa de referencia. Este trabajo ha dado como resultado que Urzante tiene una buena situación económico-financiera y que pese a los momentos de incertidumbre que se viven actualmente, ha seguido obteniendo resultados positivos, en sintonía con sus competidores.

## PALABRAS CLAVE

Aceite de oliva, análisis económico-financiero, estados contables.

## ABSTRACT

The main purpose of this Project is to assess the impact that the economical crisis has provoked in a crucial business of the olive oil sector in Spain as URZANTE is. Throughout the analysis of the corporate and accounting information according to the economical results of the years between 2008 and 2012. The Project has two different parts clearly differentiated: The first one is focused on the description of the environment and the strategy of the firm, and the second approaches the analysis and understanding of the information within the financial statements. The information has been extracted from the data base "SAB" I which has allowed us to realize comparisons between the business of the sector and those businesses of reference. The conclusion of this Project is that Urzante has a good economical-financial situation and in spite of the unclear moments we are currently facing, it has achieved positive results, so do its competitors.

## KEY WORDS

Olive oil, economical-financial analysis, financial statements.

## ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Análisis del entorno del sector del aceite de oliva.....	5
2.1. Definición del sector del aceite de oliva.....	5
2.1.1. La producción de aceite.....	5
2.2. Evolución del precio del aceite.....	7
2.3. Evolución del consumo.....	8
2.4. Análisis PESTEL.....	9
2.5. Análisis PORTER.....	10
3. Análisis de la estrategia de Urzante.....	11
3.1. Identidad.....	11
3.2. Historia.....	12
3.3. Gama de productos.....	13
3.4. Factores de éxito.....	13
4. Análisis de los estados contables.....	15
4.1. Balance funcional.....	16
4.2. Cuenta de pérdidas y ganancias funcional.....	17
4.3. Porcentajes verticales del balance.....	18
4.4. Porcentajes horizontales del balance.....	19
5. Análisis de la rentabilidad.....	20
5.1. Rentabilidad económica.....	21
5.1.1. Funcional y extrafuncional.....	22
5.1.2. Margen y rotación.....	23
5.2. Rentabilidad financiera.....	24
5.2.1. Descomposición de la rentabilidad financiera.....	25
6. Riesgo.....	26
6.1. Económico.....	26
6.1.1. GAO.....	27
6.2. Financiero.....	27
6.2.1. Riesgo de crédito.....	27
6.2.1.1. Corto plazo. Análisis de la liquidez.....	27
6.2.1.2. Largo plazo. Análisis de la solvencia.....	30
7. Conclusiones.....	31
8. Bibliografía.....	33

## 1. INTRODUCCIÓN

El Sector del Aceite de Oliva constituye el principal componente del conjunto global de Sectores de Aceites y Grasas operativos en España, los cuales configuran, entre todos ellos, uno de los más importantes grupos económicos de la Industria de Alimentos Transformados. Su facturación sobrepasa los 5500 millones de euros sobre los 9200 millones del conjunto global de aceites y grasas, representando el 60% de este.

España es además, el primer productor y exportador mundial de este producto, siendo el líder mundial en este mercado y el país que cuenta con la mayor superficie de cultivo destinada al olivar y el mayor número de olivos. España produce el 42% de la producción mundial total, seguido de Italia, con una producción total que es casi la mitad de la española. La producción de aceite de oliva de España representa casi el 60% del total de aceite de oliva producido en la UE, lo que evidencia el grado de repercusión sobre cualquier decisión en el seno del mercado europeo que afecte al sector del aceite.

En los últimos años, coincidiendo con la crisis que afecta a la economía española en general, el sector está atravesando una etapa de incertidumbre muy preocupante. Como es sabido, los precios han observado unas oscilaciones muy bruscas, con clara tendencia descendente, lo que ha contribuido a una reducción de los márgenes de explotación, que dificultan la supervivencia de las explotaciones menos rentables. La actual coyuntura económica está obligando a las empresas a revisar sus modelos de negocio y a redistribuir sus recursos financieros y económicos para poder adaptarse al mercado y sobrevivir con solvencia. Esto afecta aún más, a las pequeñas y medianas empresas, que encuentran graves dificultades para financiar sus negocios y, consecuentemente, para mantener sus actividades y sus plantillas.

Urzante empresa determinante del sector del aceite en España no es ajena a toda esta coyuntura económica. Como se sabe está situada en la Ribera de Navarra, concretamente en la Ciudad Agroalimentaria de Tudela. Fue constituida en junio de 1985 y su actividad principal consiste en el comercio de aceites. Con datos a 31/12/2011, a través de la información contable depositada en Registro Mercantil su activo total asciende a 59.881.380 euros, el importe neto de la cifra de negocio a 142.820.368 y en el ejercicio 2011 dispuso de 91 trabajadores.

Este trabajo tiene como objetivo principal evaluar el impacto que la crisis económica ha producido en una empresa como es URZANTE, mediante el análisis de la información corporativa y contable correspondiente a los ejercicios comprendidos entre 2008 y 2012.

Por otro lado, ver cómo responde la empresa navarra a todos estos cambios en los hábitos de consumo producidos por la crisis que se están dando en la sociedad. Saber cómo responde a estas necesidades de los consumidores, si opta por una estrategia de mayor margen que sus competidores o por el contrario mayor rotación o si opta por ofrecer un producto exclusivo que le diferencie de sus competidores.

El trabajo tiene dos partes claramente diferenciadas: La primera de ellas se centra en la descripción del entorno y la estrategia de la firma, que se realizará mediante el análisis PESTEL (Johnson y Scholes) y el enfoque de Porter, y la segunda aborda el análisis e interpretación de la información contenida en los estados contables depositados en el Registro Mercantil.

De esta manera, el trabajo adopta la metodología de análisis descrita por Archel y otros (2012) donde se contemplan cinco etapas para el análisis. Las dos primeras etapas (análisis del entorno y descripción de la estrategia) se corresponderían con la primera parte del trabajo, mientras que la segunda parte integra a las etapas tercera (análisis de los estados contables), cuarta (estudio de la rentabilidad-riesgo) y quinta (valoración y prospectiva). De manera adicional, la obtención de información de la base de datos SABI nos va a permitir efectuar alguna comparación entre las empresas del sector y la empresa de referencia.

## **2. ANÁLISIS DEL ENTORNO DEL SECTOR DEL ACEITE DE OLIVA**

### **2.1. Definición del sector del aceite de oliva**

El sistema de producción del aceite de oliva abarca desde la producción agraria a la distribución minorista, además de estas dos fases incluye la molienda, el comercio mayorista en origen, el refinado, el envasado, la extracción de orujo y la actividad exportadora. La estructura y la estrategia de las empresas de cada fase se ven afectadas por los cambios institucionales, el comercio exterior y el consumo, y, a su vez, condiciona el trabajo de las restantes fases y modifica las relaciones entre ellas.

#### *2.1.1. La producción de aceite*

En España, la producción de aceites de oliva ha crecido de forma importante en los últimos años, como consecuencia del aumento de superficie de olivar pero, sobre todo, debido a la incorporación de las mejoras tecnológicas en el campo –fundamentalmente, el regadío– y en la extracción de los aceites de oliva. En la tabla 1 se puede observar como de 1990 a 2011 la producción ha sufrido un incremento de un 119,04%, alrededor de 700 toneladas.

Tabla 1: Evolución de la producción de aceite de oliva

CAMPAÑA	PRODUCCION DE ACEITE DE OLIVA (MILES DE TONELADAS)
1990/1991	634,4
2007/2008	1236,1
2010/2011	1389,6
▲ 2010/2011 sobre 1990/1991	119,04%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de ICEX

En este proceso, el papel del movimiento cooperativo es determinante. Sin embargo, la escasa orientación al mercado del sector productor debilita las posibilidades de una mayor rentabilidad de los productores, al vender la mayor parte de la producción a granel, tanto en el mercado nacional, como en los mercados exteriores. Este comportamiento comercial hace muy dependiente al sector productor de otros operadores de la cadena producción-consumo, una dependencia que se muestra con mucha intensidad en el mercado interior por la alta concentración del sector de la distribución comercial y por la expansión de las marcas de distribuidor.

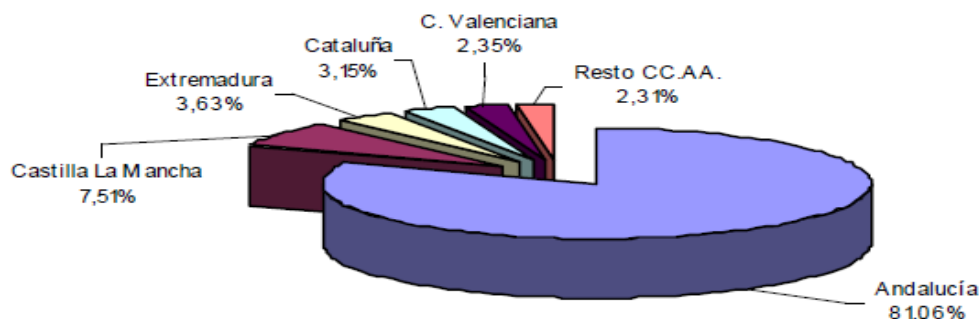
España es el primer productor y exportador mundial de este producto, siendo el líder mundial en este mercado y el país que cuenta con la mayor superficie de cultivo destinada al olivar y el mayor número de olivos.

Gráfico 1: Producción Mundial aceite de oliva año 2011. Fuente: www.elblogsalmon.com  
 Datos: Consejo Oleícola Internacional. Tomado por Encarnación Moral Pajares, Ramón Lanzas Molina, Pedro Cuadros Solas – Universidad de Jaén – 2011.



En la actualidad, un importante rasgo sectorial es la fuerte concentración de la actividad sectorial en unas pocas Comunidades Autónomas, especialmente en Andalucía, donde se produce más del 80% del aceite de oliva de España:

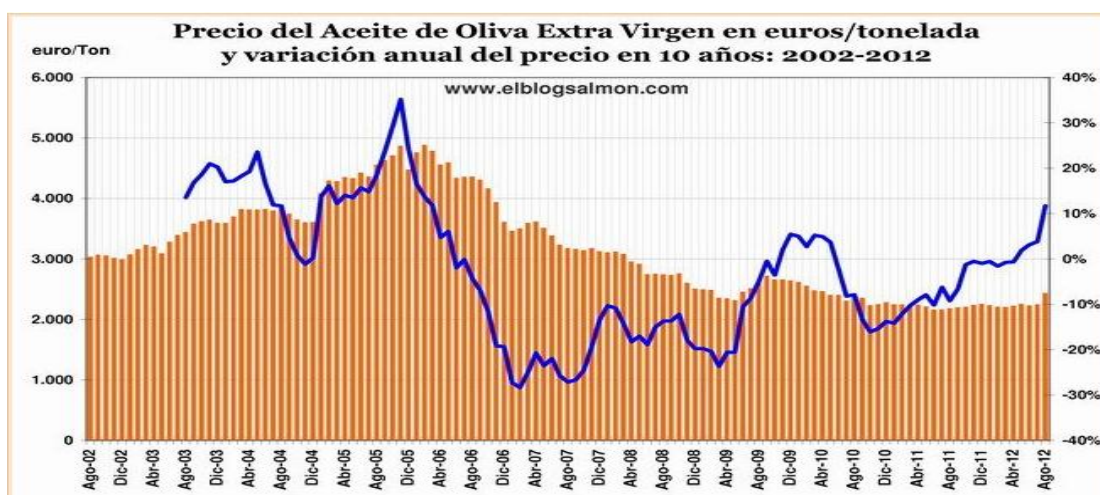
Gráfico 2: Producción de aceite por comunidades autónomas. Fuente: ICEX



## 2.2. Precio del aceite de oliva virgen extra:

El gráfico 3 muestra como el precio del aceite ha experimentado una subida cercana al 20% en los años 2011 y 2012 llegando a los 2200 euros la tonelada, pero todavía muy lejos de los 4800 euros/tonelada de finales de 2005. Desde esta fecha la producción se ha incrementado notablemente disminuyendo considerablemente el precio, debido en gran parte al incremento de la superficie cultivada y a las mejoras en las técnicas de cultivo.

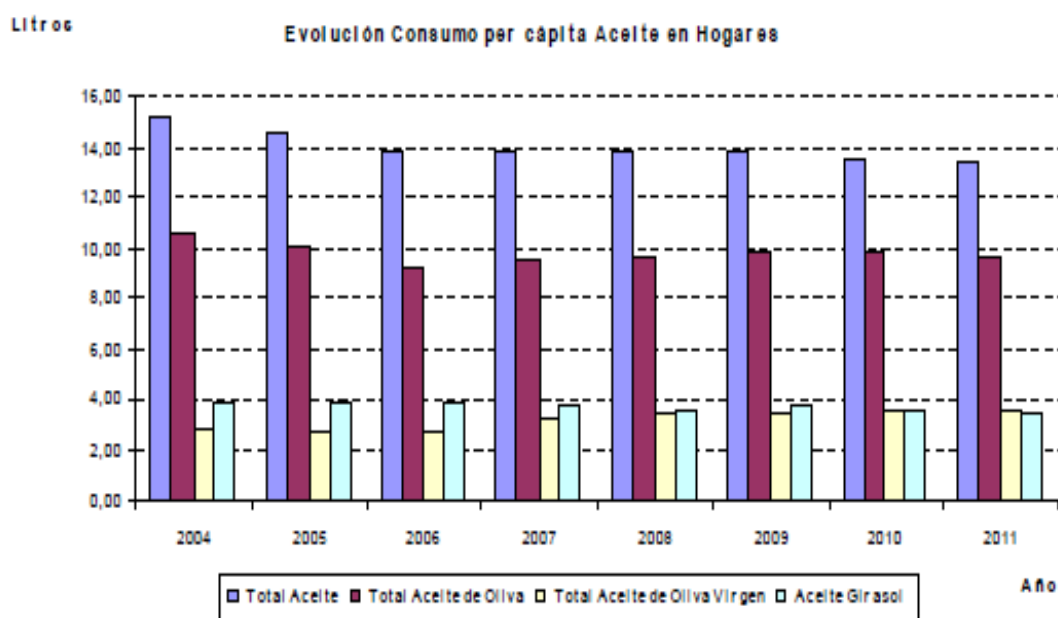
Gráfico 3: Fuente: [www.elblogsalmon.com](http://www.elblogsalmon.com).



### 2.3. Evolución del consumo

Como se puede observar en el gráfico, el consumo per cápita total de aceite ha disminuido de 15 litros por persona que se consumían en 2004 a 13,30 en 2011. Más concretamente, el aceite de oliva también ha visto disminuido su consumo en este periodo de tiempo siendo esta disminución menor. Sin embargo el consumo de aceite de oliva virgen, ha experimentado un incremento de 2,75 litros en 2004 a 3,58 en 2011.

Gráfico 4: Evolución del consumo per cápita de aceite en hogares. Fuente: ICEX



A continuación se analizarán el conjunto de fuerzas que van a determinar el entorno general del sector del aceite de oliva, así como las que delimitan la estructura del mismo. Para el análisis del entorno general, definido como el conjunto de elementos externos que están en constante interacción con las empresas e influyen en el futuro de las mismas, utilizaré la metodología PESTEL planteada por Johnson y Scholes, en el que se detallan una serie de indicadores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ecológicos y legales que afectan a las compañías. Para el análisis del entorno específico, donde se encuentran aquellos componentes que tienen consecuencias más concretas para la dirección de la empresa, seguiré el enfoque de Porter, para la delimitación de la estructura básica del sector, la cual va a venir delimitada por las fuerzas competitivas y la concentración del mismo.



## 2.4. Análisis del entorno general PESTEL

Dimensión política: En cuanto a la dimensión política, Langreo (2010) destaca que el Estado ha abandonado la idea de controlar el sector del aceite de oliva, aunque aún mantiene importante representación a través de sus cajas de ahorro. La creación del mercado único europeo supuso eliminación de barreras arancelarias, aunque persisten aun algunas barreras fiscales, técnicas y legales.

Dimensión económica: La crisis financiera mundial está golpeando todos los mercados y sectores y el aceite de oliva tampoco ha podido escapar de ella. El consumo exterior ha disminuido afectando esto a las exportaciones. Sin embargo, en España el consumo se ha mantenido estable ya que puede ser considerado como un producto de primera necesidad, mientras que en otros países el aceite de oliva se considera como un producto complementario.

Dimensión sociocultural: Hoy en día es de manifiesto el atractivo y salubridad de la dieta mediterránea, en la cual el aceite de oliva virgen extra ocupa un papel fundamental. Por ello su consumo se ha visto incrementado en los últimos años, especialmente en los países mediterráneos los cuales son los mayores consumidores de este producto a nivel mundial junto a EEUU.

Dimensión tecnológica: Ha aumentado algo la superficie de olivar, pero sobre todo se ha modernizado y ha aumentado el riego, lo que ha permitido incrementar mucho la producción. Asimismo han mejorado las técnicas de cultivo y el manejo del producto, mejorando la calidad.

Dimensión ecológica: Esta dimensión ha ido cobrando cada vez más importancia llegando hasta el límite de ser decisivo a la hora de comprar un producto. Esto ha conllevado a que las empresas tengan conciencia social y comiencen a tomar medidas ecológicas como, mejor tratamiento de residuos o consumo de energías sostenibles.

Dimensión legal: Normativa sobre envases. Real Decreto 895/2013, de 15 de noviembre, por el que se modifica el Real Decreto 1431/2003, de 21 de noviembre, por el que se establecen determinadas medidas de comercialización en el sector de los aceites de oliva y del aceite de orujo de oliva. Estimular a los Estados miembros a exigir la utilización de envases que no permitan el relleno en el canal HORECA (hostelería y restaurantes). Esta medida persigue continuar avanzando en la garantía de la calidad y autenticidad de los aceites puestos a disposición del consumidor final. Asimismo, tiene como objetivo mejorar la imagen del producto, en particular de las denominaciones de origen protegidas y las

indicaciones geográficas protegidas y de las marcas productoras consolidadas en el mercado, e informar mejor al consumidor sobre las características del aceite que se pone a su disposición.

## **2.5. Análisis del entorno específico: Porter**

**Intensidad de la competencia:** Se han formado cooperativas que han concentrado la oferta, han alcanzado cuotas altas en el envasado de virgen y han colocado sus productos en el gran mercado, en España y fuera. Destaca la posición del grupo Hojiblanca. La estrategia de la gran distribución (incremento de su marca propia, concentración de la demanda y presión sobre los precios) ha estrechado los márgenes de la cadena y ha forzado la concentración industrial. Con todo esto se puede afirmar que la intensidad de la competencia en el sector es alta.

**Competidores potenciales:** A la hora de hablar de la amenaza de competidores potenciales podemos decir que la amenaza es baja debido a las fuertes barreras de entrada. Los futuros competidores se encuentran con la necesidad de invertir en grandes instalaciones y maquinaria para poder producir, transformar o envasar el aceite. Otro obstáculo para aquellos que quieran entrar en el sector es el acceso a los canales de distribución ya que resulta muy complicado llegar a las grandes superficies.

**Productos sustitutivos:** Por un lado, al ser un producto de primera necesidad en España la amenaza de un producto sustitutivo es baja pero dependiendo de la cultura esta amenaza puede ir incrementándose. Por otro lado existe una alta disponibilidad de productos sustitutivos cercanos al consumidor como pueden ser el aceite de girasol o la mantequilla, que pueden llegar a sustituir al aceite de oliva. Por todo esto se podría afirmar que amenaza de productos sustitutivos es media.

**Poder negociador de los proveedores:** La fuerte concentración industrial que existe actualmente en el sector envasador hace que tengan un gran poder de negociación con los productores de aceite, imponiéndoles las condiciones de compra, por lo que su poder negociador es bajo.

**Poder de negociación de los clientes:** El aumento del poder de compra y concentración de las cadenas de distribución supone a los envasadores un escaso margen de negociación frente a éstos, por lo que el poder negociador de los clientes es alto.

### 3. ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA

#### 3.1. Identidad de la empresa

La identidad de la empresa viene dada por la misión, visión y valores que tiene, que en el caso de Urzante, como se detallan en su página web son los siguientes:

- Misión: Elaborar y comercializar productos alimenticios relacionados con el sector olivarero comprometiéndose a ser una empresa:
  - Productiva, anteponiendo siempre calidad sobre cantidad.
  - Innovadora, adaptándose a los avances tecnológicos.
  - Competitiva, en un mercado enormemente exigente.
  - Cercana, tanto a sus clientes como a sus consumidores finales.
- Visión: progresar en su labor productiva y comercial compitiendo con honradez con el resto de marcas del sector.
  - Convertirse en los proveedores habituales de sus clientes ganándose su confianza.
  - Desarrollar su actividad exportadora.
  - Ofrecer a sus empleados un trabajo que sirva para su propio desarrollo personal y que facilite su implicación en los objetivos de la empresa.
  - Controlar cada uno de los pasos productivos y comerciales en pos de la calidad y de la búsqueda de la excelencia empresarial.
- Valores: Constancia “Es un valor intangible, pero fundamental e inagotable en esta empresa”.
  - Tradición “Manteniendo los valores iniciales, asientan las bases de su éxito actual”.
  - Renovación “La adaptación continua y la apuesta por las nuevas tecnologías es imprescindible”.
  - Trabajo en equipo “Uno de los motivos que nos hacen mejorar a diario”.
  - Competencia “Una empresa no avanza si basa su filosofía en el amiguismo. Hay que dar día a día lo mejor de uno mismo”.
  - Salud “Nuestros clientes nos confían su salud, lo que nos obliga a buscar la excelencia en nuestra labor”.
  - Medio Ambiente “La Naturaleza es el origen de nuestro hacer, y debemos respetarla al máximo trabajando a su favor”.
  - Calidad “El concepto ‘calidad’ rige todas y cada una de las acciones y decisiones de Aceites Urzante”.

### 3.2. Historia

La historia de Urzante, es la historia de una familia que por 1960 comenzó su andadura en el comercio de aceite de oliva, con una tradición olivarera popular muy arraigada en los pueblos de la ribera.

Desde el inicio, su actividad ha consistido en el envasado y comercialización de aceites alimenticios. Poco a poco se han ido incorporando cada vez más profesionales a su lado con el fin de poder ofrecer a los clientes una mayor variedad de aceites, más calidad en sus productos y un mejor servicio.

La marca Urzante, nombre por el cual se conoce hoy en día a la empresa, fue creada en Junio de 1985. En ese momento se patentó además la primera imagen de su logotipo por el que también se les identifica.

En los 90 se creó un laboratorio interno, permitiendo hacer cata y análisis físico-químicos de cada aceite al instante, lo que benefició en la calidad de los productos. Además realiza una fuerte inversión en tecnología, lo que le permite ofrecer envases de mayor comodidad para el consumidor.

A partir del 2000, Urzante consigue diferentes certificaciones como ISO 9001, reconocida mundialmente y que asegura que el sistema de calidad de una organización, ya sea grande o pequeña, es el adecuado; el certificado británico BRC que garantiza que la fábrica de producción está en cumplimiento con todas las regulaciones en cuanto a la cadena británica de alimentos; también el certificado europeo IFS, utilizado sobre todo en Francia y Alemania.

En 2008, Urzante recuperó la histórica tradición olivarera de la comarca, año en el que comenzó su andadura el Trujal Almazara de Tudela, integrado en el recinto de Aceites Urzante. Gracias a esta nueva apuesta la empresa fue incluida dentro de la Denominación de Origen Protegida Aceite de Navarra a través de su marca Olivar de la Ribera, poniendo al servicio del consumidor Aceite de Oliva Virgen Extra con Denominación de Origen. Además a principios de 2010 se hace efectivo el traslado total a la Ciudad Agroalimentaria de Tudela, que había comenzado cuatro años antes.

En 2012, consigue la certificación ecológica USDA, calificación de productos ecológicos 100% para Estados Unidos, que controla un conjunto de estándares de producción desde el cultivo, al almacenaje, procesamiento, empaquetado y distribución. En la actualidad, Urzante se ha asociado al CNTA (Centro Nacional de Tecnología y Seguridad Alimentaria), entidad creada con el objetivo de contribuir al desarrollo e innovación de las empresas alimentarias.

### 3.3. Gama de productos

La cartera de productos de Urzante se conforma de los siguientes:

- Aceite de oliva virgen extra
- Aceite de oliva
- Aceite refinado de semillas
- Vinagres
- Mayonesas
- Aceitunas

### 3.4. Factores de éxito

Uno de los factores que más ha contribuido al éxito de Urzante es su apuesta por la calidad, el exhaustivo control que el equipo de su laboratorio aplica en el tratamiento de todos sus productos. Durante todo el proceso productivo realiza un análisis y control total del producto. Todo esto se debe demostrar con la obtención de certificados que, en algunos casos, son ‘pasaportes’ imprescindibles para poder exportar sus productos a determinados países del mundo.

La imagen es otro de los factores clave del éxito de Urzante, ya que su imagen se relaciona con una región específica (Navarra). Ante esta relación los clientes se muestran identificados con el producto lo que conlleva a una predisposición a consumir y a una fidelización de marca.

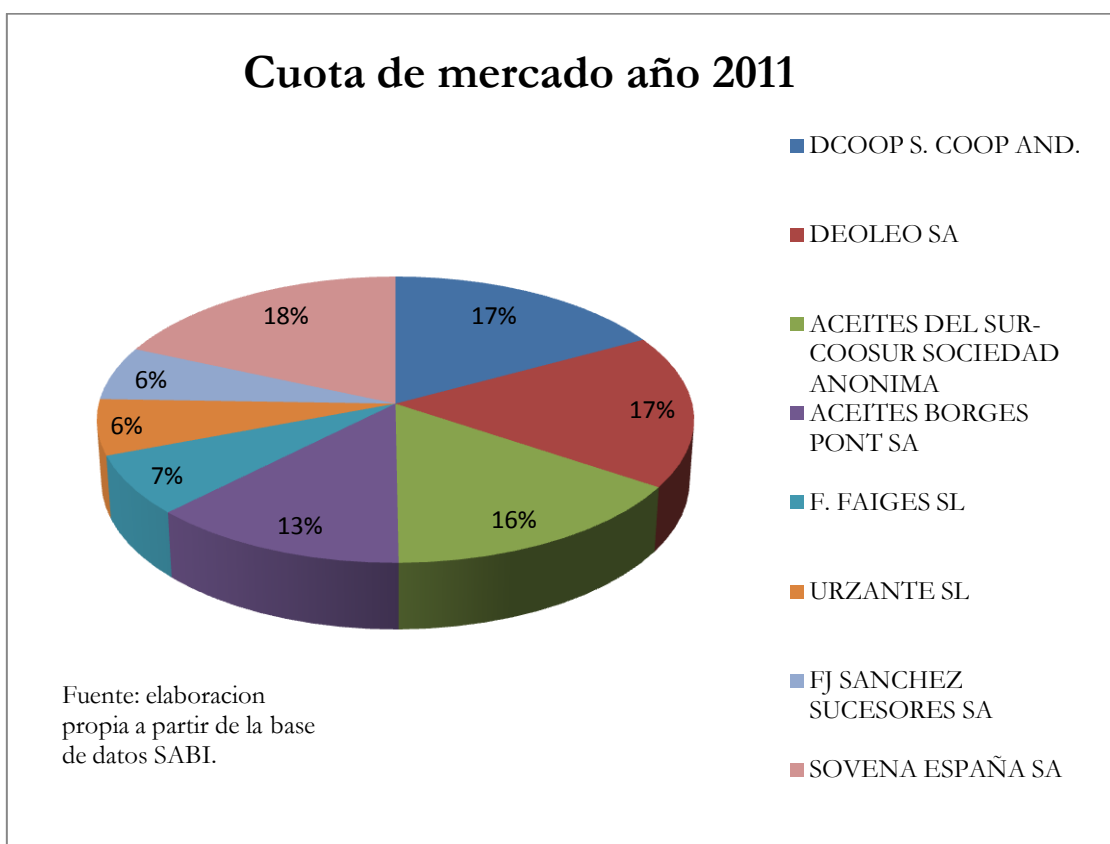
Por otro lado hay que destacar la posición competitiva que tiene Urzante respecto a sus competidores en la distribución del aceite de oliva. La empresa navarra está especializada en la venta de aceite de oliva a través de las marcas del distribuidor o marcas blancas lo que le ha provocado una ventaja competitiva, ya que en el mercado las marcas de distribuidor siguen creciendo.

En definitiva, con independencia de que en el último apartado del trabajo se haga una presentación más detallada de las principales conclusiones, podríamos decir que la producción de aceite de oliva se ha incrementado en los últimos años, debido en gran medida a las mejoras tecnológicas producidas en el sector. Esto ha hecho que el precio del aceite disminuya en la última década, con una gran importancia del movimiento cooperativo. El consumo se ha mantenido relativamente estable, bajando el consumo total de aceite levemente y con un ligero incremento en el consumo de aceite de oliva virgen. La alta concentración del sector de la distribución comercial y la expansión de las marcas de distribuidor, han dado como resultado una disminución en los márgenes de las empresas,

favoreciendo la concentración industrial, por un lado ejerciendo un gran poder negociador sobre sus proveedores, pero sufriendo el poder de los grandes distribuidores.

Esta alta concentración industrial y el fuerte poder de marcas de distribuidor o marcas blancas se refleja en el gráfico que se observa a continuación, donde se puede apreciar las empresas más importantes del sector en cuanto a volumen de negocio se refiere. Grandes empresas como Sovena, interproveedora de la marca blanca de Mercadona, Dcoop Sociedad Cooperativa Andaluza (Hojiblanca) el grupo Deoleo, propietario entre otras de las marcas Koipe o Carbonell, y la andaluza Aceites del Sur-Coosur, dueña de La Española, cuentan con más de la mitad de la cuota de mercado del año 2011. Urzante se sitúa por debajo de estas grandes compañías del sector con un 6% de la cuota de mercado alcanzando una cifra de ventas cercana a los 150 millones de euros, lejos de los 418 millones de Sovena.

Gráfico 5: Cuota de mercado del año 2011.



Para un análisis más exhaustivo es conveniente acercarse en conocer su posicionamiento financiero, conocer sus estados contables y ver su evolución en el tiempo, así como ver los orígenes de las rentabilidades obtenidas, en comparación con la media del sector, cosa que se estudiará en la segunda parte del trabajo que se presenta en los siguientes epígrafes.

#### **4. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES**

Como se ha comentado anteriormente, Urzante S.L. fue constituida el 27 de junio 1985 en Cascante, Navarra, y su domicilio social está en el Polígono La Serna, Ciudad Agroalimentaria, Calle A, 31500 Tudela. Su actividad principal consiste en el comercio de aceites y con datos a 31/12/2011, a través de la información contable depositada en el Registro Mercantil su activo total asciende a 59.881.380 euros, el importe neto de la cifra de negocios a 142.820.368 y en el ejercicio 2011 dispuso de 91 trabajadores 58 fijos y una media de 33 no fijos. El 100% de la propiedad de la empresa pertenece a personas físicas, por lo que no está controlada por ninguna empresa matriz, siendo tres los accionistas Jesús Marín Fuentes, José Luis Marín Fuentes y María Dolores Marín Fuentes.

El estudio se extiende a lo largo del periodo 2008-2011 (cuatro ejercicios económicos). Tres serían las razones que animan a realizar esta acotación. En primer lugar, hay que tener en cuenta que el Nuevo PGC entró en vigor para los ejercicios cerrados a partir de 2007, con lo que hemos logrado la homogeneidad de los datos contables. En segundo lugar, el periodo elegido nos va a permitir observar el comportamiento de la firma en los años de la crisis económica y, en tercer lugar, el límite de 2011 viene obligado por la imposibilidad de disponer de información contable posterior a esa fecha, lo que nos ha obligado a visitar el Registro mercantil de Navarra en busca de la memoria de 2011.

Antes de aplicar las diferentes técnicas de análisis a unos estados contables, es necesario como trabajo previo, preparar dichos estados para que puedan analizarse con rigurosidad. La reordenación funcional trata de convertir los modelos de cuentas anuales inicialmente recibidos, en una estructura operativa o simplificada que únicamente será válida a efectos del análisis.

Cuadro 1: Etapas del análisis de estados contables



Fuente: Archel y otros (2012).

#### 4.1. Balance funcional:

El modelo funcional del balance no presenta grandes diferencias con el modelo normalizado, con la salvedad de la distinción entre activos funcionales (los vinculados a la actividad) y extrafuncionales (los que no son estrictamente necesarios para el desarrollo de dicha actividad). En el caso de Urzante la distinción entre activos funcionales y extrafuncionales se detalla en la tabla 1. Como se puede observar, prácticamente la totalidad de los activos que dispone Urzante están vinculados a su actividad principal, siendo el peso de los activos extrafuncionales tanto a largo como a corto plazo muy pequeño, un 0,64% sobre el total de activo al final del ejercicio 2011. Este porcentaje es muy pequeño en comparación con la media del sector que se sitúa en torno a un 20% de activos extrafuncionales. Grandes empresas como Deoleo o Aceites Borges tienen un porcentaje de un 65% y 36% respectivamente, muy lejos de los números de Urzante. Esto puede ser debido a que la empresa navarra le da mucha más importancia a su actividad principal y no se centra tanto en otras actividades para obtener rentabilidad. Cabe destacar el incremento que produce en el año 2011 el activo extrafuncional a largo plazo, pasando de 7239 euros en el 2010 a un total 374244 un año después. Esto puede ser debido a que la partida créditos a terceros sufre una dotación de 230000 euros a lo largo del ejercicio 2011.



Tabla 2: Balance de situación funcional de Urzante.

ACTIVO	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>29.750.399</b>	<b>30.352.859</b>	<b>27.955.893</b>	<b>20.430.269</b>
ACTIVO FUNCIONAL	29.376.155	30.345.620	27.949.055	20.387.063
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	374.244	7.239	6.838	43.207
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>29.475.196</b>	<b>30.490.620</b>	<b>20.654.666</b>	<b>22.752.819</b>
ACTIVO FUNCIONAL	29.468.431	30.468.051	20.650.097	22.748.250
ACTIVO EXTRAFUNCIONAL	6.765	22.569	4.569	4.569
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>59.225.595</b>	<b>60.843.478</b>	<b>48.610.559</b>	<b>43.183.088</b>

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>18.276.916</b>	<b>17.625.829</b>	<b>15.655.560</b>	<b>14.228.940</b>
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>20.830.870</b>	<b>17.534.296</b>	<b>17.453.237</b>	<b>13.823.924</b>
<b>C) PASIVO CORRIENTE.</b>	<b>20.117.808</b>	<b>25.683.353</b>	<b>15.501.762</b>	<b>15.130.224</b>
<b>TOTAL PASIVO (A + B + C)</b>	<b>59.225.595</b>	<b>60.843.478</b>	<b>48.610.559</b>	<b>43.183.088</b>

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

#### 4.2. Cuenta de pérdidas y ganancias funcional

En cuanto al modelo funcional de la cuenta de pérdidas y ganancias, parte de la descomposición del resultado antes de intereses e impuestos (RAIT) en dos componentes: RAIT funcional y RAIT extrafuncional. El primero se obtiene por la diferencia entre los ingresos de explotación y los gastos de explotación. El segundo en cambio, está definido por los ingresos financieros. Por último, la diferencia entre el RAIT y los gastos financieros permite la obtención del resultado antes de impuestos (RAT). En la tabla 2 se puede observar como los ingresos financieros de Urzante, son muy bajos a lo largo de los cuatro años de estudio, incluso negativo en el 2011, provocado por el deterioro y enajenación de instrumentos financieros. Como ya se ha mencionado antes, Urzante está centrada en la obtención de rentabilidad a través de su actividad principal, el comercio de aceites, y por ello no realiza grandes inversiones financieras, haciendo que los ingresos provenientes de estas sean muy pequeños. Los gastos financieros sí que son más elevados y llama la atención el incremento sufrido del 2010 al 2011, lo que hace disminuir el resultado antes de impuestos considerablemente. En el año 2011, los datos medios del sector ofrecen unos resultados algo superiores a los de la empresa navarra, siendo la gran diferencia los ingresos financieros los cuales son bastante más elevados en las empresas competidoras de Urzante.

Tabla 3: Cuenta de pérdidas y ganancias funcional de Urzante

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
INGRESOS EXPLOTACIÓN	143.073.488	148.536.895	82.228.529	88.556.747
GASTOS EXPLOTACIÓN	-140.920.231	-145.690.983	-79.964.672	-86.584.606
<b>RAIT FUNCIONAL</b>	<b>2.181.596</b>	<b>2.845.912</b>	<b>2.291.360</b>	<b>1.972.141</b>
INGRESOS FINANCIEROS = RAIT EXTRAFUNCIONAL	-9.186	84	61.824	37.604
<b>RAIT</b>	<b>2.172.410</b>	<b>2.845.996</b>	<b>2.353.183</b>	<b>2.009.745</b>
GASTOS FINANCIEROS	-1.608.516	-880.556	-643.073	-684.400
<b>RAT</b>	<b>563.894</b>	<b>1.965.440</b>	<b>1.710.110</b>	<b>1.325.345</b>

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

Tabla 4: resultados del sector. Modelo funcional

Resultados del sector	fecha: 31/12/2011
<b>RAIT funcional</b>	3.121.566
<b>RAIT extrafuncional / ingresos financieros</b>	3.995.804
<b>RAIT</b>	7.117.371
<b>RAT</b>	655.914

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

### 4.3. Porcentajes verticales del balance

Los porcentajes verticales permiten comprobar el peso relativo que una partida tiene respecto a otra de nivel superior al que pertenece dentro de un determinado estado contable. En la tabla 1 del anexo 1 se puede ver que tanto el activo no corriente como el activo corriente tiene el mismo peso dentro del activo total, un 50%. Estos porcentajes se repiten a lo largo de los cuatro años objeto de análisis con excepción del año 2009 en el que el incremento del inmovilizado material respecto al año anterior es de un 45% a un 56% haciendo incrementar también el porcentaje de activo no corriente hasta un 57%. El peso de las demás partidas del activo se mantiene bastante estable a lo largo de los cuatro años. En cuanto al Patrimonio Neto y pasivo, se puede observar que las tres grandes masas patrimoniales, Patrimonio Neto, pasivo no corriente y pasivo corriente, tienen un peso de alrededor del 30% cada una y al igual que la mayoría de partidas se mantienen estables a lo largo del periodo. Es de destacar, que el capital suscrito y el resultado del ejercicio pierden peso dentro del patrimonio neto a favor de las deudas tanto a largo como a corto plazo, las

cuales han aumentado, pero la cuenta acreedores comerciales y otras cuentas a pagar también han disminuido considerablemente, lo que no pone en riesgo su solvencia.

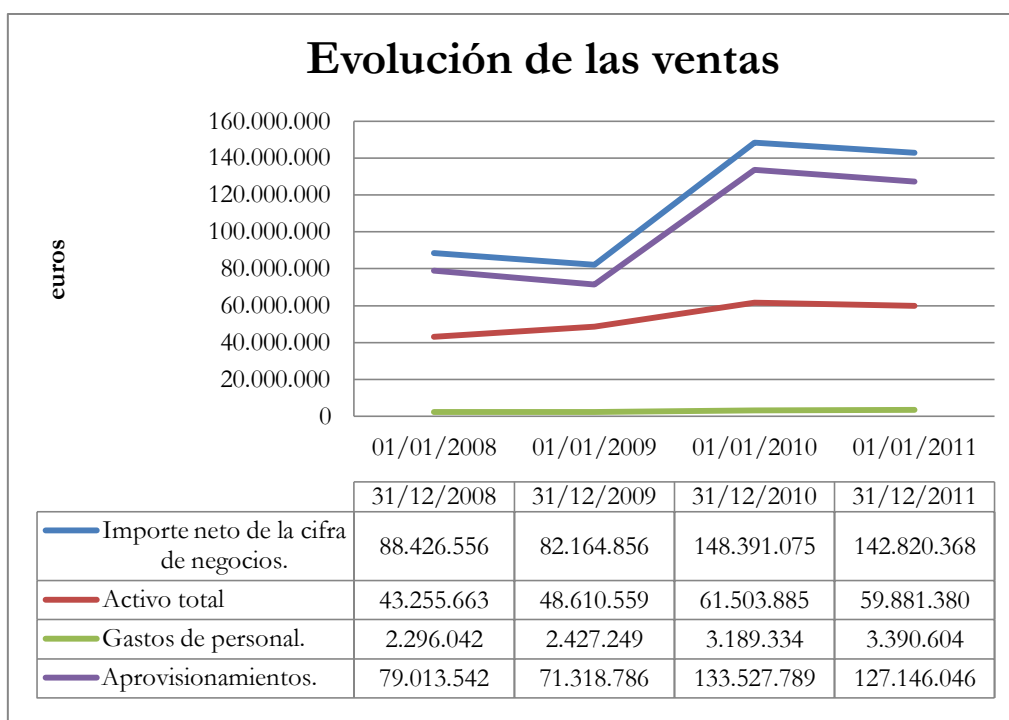
#### **4.4. Porcentajes horizontales del balance**

La información contable también se puede analizar de forma horizontal comparando el valor de cada elemento con el correspondiente a un año que se toma como base o referencia. En este caso se ha tomado como año de referencia el año inmediatamente anterior. En la tabla 2 del anexo 1 puede observarse que el total de activo aumentó en los años 2009 y 2010 y disminuyó levemente en el 2011. Se produce un aumento en el activo no corriente de Urzante S.L de un 36,35% entre 2009 y 2008 provocado en gran medida por el incremento que sufrió en ese periodo de tiempo el inmovilizado material. Como ya se ha comentado anteriormente las inversiones financieras a largo plazo ven aumentado su valor considerablemente por una nueva dotación de créditos a terceros entre el año 2010 y 2011, un 5170,09% concretamente. A corto plazo, entre el año 2009 y 2010, las inversiones financieras también presentan un gran incremento, cercano al 500%. Pese a que estas variaciones son muy elevadas en cuanto a su valor respecto al del año anterior, no repercuten significativamente en las variaciones del activo tanto corriente como no corriente, ya que su valor no llega al millón de euros. Por ello el aumento de un 47% entre el año 2009 y 2010 en el activo corriente no es debido a la variación en las inversiones financieras ni tampoco en el efectivo, que sube cerca de un 400% sino que se debe al incremento de un 69% en el valor de las existencias que suben 6 millones del año 2009 al 2010. El patrimonio neto va aumentando su valor a lo largo del periodo de estudio pese a que en el 2011 el resultado del ejercicio disminuya alrededor de un 80% respecto al 2010. De igual manera ocurre con el pasivo no corriente, sin embargo en el corriente se puede observar como del año 2010 al 2011 sufre una disminución cercana al 22%, en gran parte provocada por el descenso de las deudas a corto plazo, que un año antes habían sufrido un incremento del 96%, y la leve bajada de la partida acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.

En el siguiente gráfico, se puede apreciar la evolución del importe neto de la cifra de negocios y de los gastos tanto de personal como de aprovisionamientos, además de cómo han influido estas en el activo total de la empresa. Se puede observar que del año 2009 al 2010 se produce un gran incremento en la cifra de ventas, por encima del 80%. Urzante ha sido capaz de sostener este incremento en las ventas con una subida en los gastos de personal del 31%, pero el incremento de los aprovisionamientos ha sido superior, por encima del 87%. Esto ha provocado un ligero aumento en el resultado de explotación, un

24% superior al del año 2009. Esto también ha provocado un mayor volumen de existencias y como ya se ha comentado antes ha hecho que la cifra de activo ascienda un 26% respecto a 2009.

Gráfico 6: Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos SABI



## 5. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

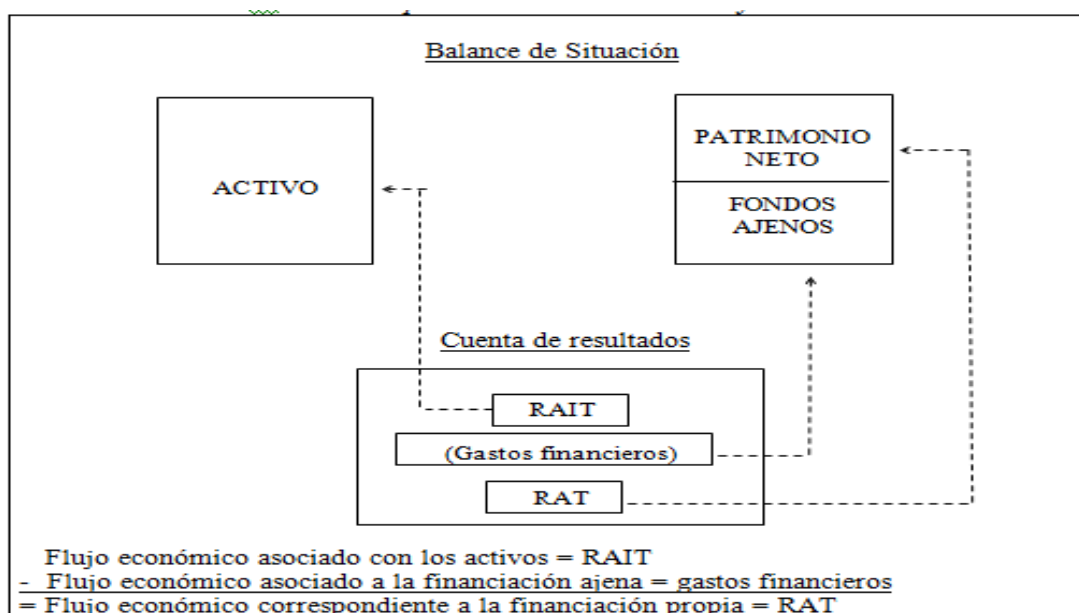
La información que proporciona la cuenta de pérdidas y ganancias es de gran utilidad para conocer la cifra de resultado obtenida por la empresa en el periodo considerado pero resulta insuficiente para determinar la posición relativa de la compañía, ya que no toma en cuenta los recursos utilizados para la generación de dicho resultado. Una medida que relaciona el beneficio obtenido con el esfuerzo realizado en forma de recursos invertidos para su obtención es la rentabilidad, que es el cociente entre un resultado y un nivel de inversión. Existen dos grandes acepciones del término rentabilidad, según se vinculen únicamente con la gestión económica, rentabilidad económica, o tengan en cuenta la gestión financiera, rentabilidad financiera.

La estructura económica de la firma se identifica con los activos, mientras que la estructura financiera comprende los recursos captados por la empresa para la financiación de los activos. Estos recursos financieros pueden ser aportados por los accionistas o por suministradores de fondos diferentes a los propietarios. Por lo tanto, nos encontramos con

tres magnitudes de fondo (activos, patrimonio neto y pasivo total) a cada una de las cuales se le puede asociar un flujo obtenido de la cuenta de resultados.

El flujo neto generado por la inversión en activos viene determinado por el RAIT que se trata de un excedente económico que únicamente depende de las actividades llevadas a cabo por la empresa con su estructura económica o activos. El flujo asociado con la financiación ajena es el coste de la misma, es decir los gastos financieros abonados a los suministradores de fondos ajenos. Finalmente, si al flujo neto correspondiente a la actividad económica (RAIT) se le descuenta el flujo asignado a los capitales ajenos se obtiene el resultado antes de impuestos (RAT), que es el flujo con el que se remunera al resto de la estructura financiera de la empresa, es decir a los propietarios. El cuadro 3 muestra la relación entre flujos económicos y fondos en la descomposición de la rentabilidad financiera.

Cuadro 2: Relación entre flujos económicos y fondos en la descomposición de la rentabilidad financiera.



Fuente: Archel y otros (2010)

### 5.1. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica o de los activos es la rentabilidad de las inversiones realizadas por la empresa. Esta tasa de rendimiento es independiente de la estructura financiera por lo que como base se tomará la cifra total de activos y en el numerador el RAIT, el cual es un excedente económico que depende únicamente de las actividades llevadas a cabo por la empresa.

La rentabilidad económica de Urzante en el 2011 es de 0,036 es decir por cada euro invertido en el activo el rendimiento obtenido es de 0,036 euros. Durante los cuatro años objeto de análisis es en el año que menor rendimiento consigue, ya que en los años anteriores su rentabilidad económica ronda los 0,05 euros por euro invertido, 0,052 en el 2010, 0,051 en 2009 y 0,047 en 2008. Comparando estos datos con los de sus competidores, Urzante obtiene un rendimiento menor que la media del sector durante los años 2011, 2010 y 2009 mientras que en el 2008 obtuvo mayor. Esta disminución en la rentabilidad económica del 2011 puede ser debido a que el resultado de explotación disminuyó ligeramente respecto al año anterior, mientras que la cifra de activo prácticamente se mantuvo constante.

Tabla 6: Rentabilidad económica de Urzante y del sector.

	2011	2010	2009	2008
<b>Urzante</b>	0,036	0,05188	0,05123	0,04748
<b>Sector</b>	0,04981	0,05345	0,06410	0,03476

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

La rentabilidad económica puede descomponerse en los elementos que la integran, con el objetivo de facilitar su análisis y profundizar en las causas de su evolución.

#### 5.1.1. RE funcional y extrafuncional:

En primer lugar, la diferenciación entre activos funcionales y extrafuncionales permite identificar la parte de rentabilidad económica que proviene de la tenencia de activos implicados en la actividad principal y la que proviene de otro tipo de activos, dando lugar a las dos siguientes expresiones:

$$\text{RE funcional} = \text{RAIT funcional} / \text{activo funcional}$$

$$\text{RE extrafuncional} = \text{RAIT extrafuncional} / \text{activo extrafuncional}$$

Por lo que la rentabilidad económica total será la suma de las rentabilidades generadas por ambos tipos de activos ponderadas por la proporción de activo total.

$$\begin{aligned}
 & \text{RE} \\
 & = \\
 & (\text{RE funcional} * \text{activo funcional} / \text{activo total}) \\
 & + \\
 & (\text{RE extrafuncional} * \text{activo extrafuncional} / \text{activo total})
 \end{aligned}$$

En el caso de Urzante, ya se ha comentado anteriormente que el porcentaje de activos extrafuncionales sobre el total de activo que posee es muy bajo comparándolo con la media del sector del aceite de oliva, por lo que la mayor parte de su rentabilidad económica proviene de la tenencia de activos implicados en la actividad principal. En la siguiente tabla se puede observar como durante los cuatro años prácticamente la totalidad de la rentabilidad económica de Urzante proviene de su actividad principal.

Tabla 7: Rentabilidad económica funcional de Urzante.

	2011	2010	2009	2008
Rentabilidad económica	<b>0,036</b>	<b>0,052</b>	<b>0,051</b>	<b>0,047</b>
R activos funcionales	<b>0,036</b>	<b>0,052</b>	<b>0,050</b>	<b>0,046</b>

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

Los datos el sector del 2011 ofrecen una rentabilidad económica funcional mayor que la de Urzante, en cambio en los tres años anteriores el rendimiento que logro fue superior al de la media de sus competidores. Sin embargo, el aprovechamiento que sus competidores hacen de los activos extrafuncionales, en gran parte las inversiones financieras, han hecho que pese a obtener un rendimiento menor a través de la actividad principal, han logrado una rentabilidad económica total superior.

Tabla 8: Rentabilidad económica del sector y su descomposición en funcional y extrafuncional.

	2011	2010	2009	2008
<b>RE sector</b>	0,04981	0,05345	0,06410	0,03476
<b>Extrafuncional</b>	0,05539	0,08177	0,17894	0,73483
<b>Funcional</b>	0,04612	0,04768	0,03653	0,04447

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

### 5.1.2. Margen / Rotación:

En segundo lugar, la rentabilidad económica funcional, puede descomponerse en dos nuevas magnitudes como son el margen económico sobre las ventas y la rotación de activos funcionales. El primero se obtiene dividiendo el RAIT funcional por las ventas, y es

equivalente a la proporción de ganancia obtenida por cada euro facturado, mientras que las ventas divididas por el activo funcional definen la rotación, que expresa el nivel de facturación conseguido por cada euro invertido en activos funcionales o la eficiencia en su utilización. La multiplicación de estas dos magnitudes es igual a la rentabilidad económica funcional.

Empresas que se dedican a la elaboración de productos de gran consumo, como es el caso de Urzante, suelen optar por una estrategia de vender mucho volumen con pequeño margen. En la siguiente tabla se puede apreciar como el margen económico sobre las ventas que obtiene Urzante es inferior que el del sector del año 2008 al 2011 y en esos años, excepto en el 2009 consigue una rotación superior. Esto puede ser debido a que la empresa navarra está especializada en la venta de aceite a través de marcas de distribuidor o marcas blancas, lo que le permite obtener una rotación más alta que la mayoría de sus competidores, pero con un margen menor. Esta circunstancia le ha hecho obtener del 2008 al 2010 como ya se ha comentado antes, una rentabilidad económica funcional superior a la de sus competidores.

Tabla 9: Descomposición de la rentabilidad económica en margen y rotación.

<b>Urzante</b>	<b>RE func</b>	<b>Margen</b>	<b>Rotación</b>	<b>Sector</b>	<b>RE func</b>	<b>Margen</b>	<b>Rotación</b>
<b>2008</b>	0,046	0,02230	2,0500	<b>2008</b>	0,04447	0,02252	1,9077
<b>2009</b>	0,050	0,02789	1,7914	<b>2009</b>	0,03653	0,03278	2,1053
<b>2010</b>	0,052	0,01918	2,7125	<b>2010</b>	0,04768	0,02433	2,2322
<b>2011</b>	0,036	0,01528	2,3871	<b>2011</b>	0,04612	0,02373	1,9974

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

## 5.2. Rentabilidad financiera:

La rentabilidad financiera, es la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios como aportantes de financiación al patrimonio empresarial. Desde un punto de vista contable, se trata de la rentabilidad final de la empresa como alternativa de inversión-negocio-riesgo para el accionista. Incluirá los gastos financieros. Si al RAIT se le minoran el importe de los gastos financieros con los que se ha retribuido a la deuda se obtiene el RAT magnitud con la que se retribuye al resto de la estructura financiera, por lo que para la obtención de la rentabilidad financiera, como base se tomará el patrimonio neto y en el numerador el RAT.



La rentabilidad financiera de Urzante durante los cuatro años objeto de estudio es inferior a los datos medios de sus competidores. Mientras que en los años 2008 y 2010 su rentabilidad financiera está muy cerca de la media del sector, en el 2009 y 2011 ofrece datos muy inferiores. El descenso tan pronunciado que se produce en el último año puede ser debido a que su resultado antes de impuestos (RAT) sufre una disminución cercana al 70%, bajando de 1.965.440 euros a 563.894, ya que su patrimonio neto se mantiene constante a lo largo del periodo, pese a un destacable incremento del año 2009 al 2010 de un 17%, pero acompañado también por un aumento en el RAT del 15%.

Tabla 10: Rentabilidad financiera de Urzante y del sector.

	2011	2010	2009	2008
<b>Urzante</b>	0,031	0,118	0,114	0,101
<b>Sector</b>	0,169	0,151	0,276	0,120

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

### 5.2.1. Descomposición de la rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera se puede estudiar como el efecto de dos vectores, en primer lugar, el que define la gestión económica de los activos, representado por la RE. En segundo lugar el que determina la gestión financiera de la deuda, representado por las variables coste de la deuda (CF) y relación de endeudamiento, (L) pasivo total/patrimonio neto.

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

La descomposición de la rentabilidad financiera permite apreciar en qué medida su valor se relaciona con la gestión de los activos (RE) o con la gestión de las fuentes de financiación (estructura financiera y coste de la misma). Por lo tanto, será igual a la RE más/menos un factor adicional debido a la utilización de la financiación ajena, conocido como efecto apalancamiento financiero. En la medida en que el interés con el que se retribuye a la financiación ajena sea inferior o superior al rendimiento obtenido por cada euro de inversión en activo (RE - CF), los beneficiados o perjudicados por dicho diferencial serán los accionistas.

En el caso de Urzante, la RE es mayor que el coste de la deuda del 2008 al 2010 y prácticamente igual en el 2011, por lo que durante los tres primeros años de análisis el diferencial (RE - CF) será positivo, originando un efecto apalancamiento financiero positivo y por tanto que la rentabilidad financiera sea superior a la rentabilidad económica, mientras que en el 2011 se puede observar que la rentabilidad de los propietarios es inferior

a la de los activos. Durante los tres primeros años de estudio el coste de la deuda de Urzante es inferior a la media del sector, pero en ambos casos el coste es muy bajo y tanto Urzante como sus competidores aprovechan de forma positiva el efecto apalancamiento financiero.

Como ya se ha comentado antes en el análisis del sector, la fuerte concentración industrial que existe actualmente en el sector envasador hace que tengan un gran poder de negociación con los productores de aceite, imponiéndoles condiciones de compra, lo que les hace poder trabajar con un coste medio de deuda muy bajo, permitiéndoles alcanzar altas rentabilidades financieras.

Tabla 11: Descomposición de la rentabilidad financiera.

Urzante	RF	RE	CF	L	Sector	RF	RE	CF	L
2008	0,101	0,047	0,0241	2,307	2008	0,120	0,035	0,0492	3,306
2009	0,114	0,051	0,0188	2,066	2009	0,276	0,064	0,0394	3,776
2010	0,118	0,052	0,0200	2,325	2010	0,151	0,053	0,0431	4,070
2011	0,031	0,036	0,0382	2,436	2011	0,169	0,049	0,0282	3,372

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

## 6. RIESGO

### 6.1. Riesgo económico

Para un correcto análisis económico-financiero de una empresa se deberá valorar si los niveles de rentabilidad obtenidos son acordes con los niveles esperados de acuerdo con los niveles de riesgo asumidos. El análisis de estados financieros deberá basarse en indicadores que midan el posicionamiento de la empresa ante un determinado tipo de riesgo y las consecuencias económico-financieras de dicho posicionamiento. Una posición de mayor riesgo implica una mayor probabilidad de perder rentabilidad, pero, al mismo tiempo, la posibilidad de obtener una alta prima por dicho riesgo. Los posicionamientos de riesgo son muchas veces alternativas estratégicas que la empresa asume de forma voluntaria, como pueden ser la adopción de una determinada estructura de costes o la diversificación geográfica. Otras veces los niveles de riesgo son soportados de forma involuntaria, como son las variaciones en el tipo de interés o cambios en las regulaciones del sector. El riesgo empresarial se puede estructurar en dos categorías: el riesgo económico, que incide de forma directa sobre los niveles de rentabilidad y el riesgo financiero, que esta relacionado con la capacidad financiera para generar recursos líquidos con los que poder hacer frente a los compromisos financieros.

La posición que adopte la empresa en relación a su estructura de costes fijos y variables de explotación constituye un factor de riesgo económico en la medida que determina

diferentes niveles de rentabilidad económica funcional. Su análisis se realiza a través del grado de apalancamiento operativo (GAO).

#### 6.1.1. Grado de apalancamiento operativo:

El apalancamiento operativo se produce en la empresa en razón de la existencia misma de costes fijos. La existencia de costes fijos es la causa de que los incrementos en el nivel de actividad produzcan variaciones más que proporcionales en el excedente de explotación. De esta forma, los costes fijos producen un efecto palanca sobre el RAIT funcional. Los costes fijos con los que cuenta Urzante han ido aumentando, provocado especialmente por el incremento en los gastos de personal y una mayor dotación de la amortización del inmovilizado material.

Tabla 12: Grado de apalancamiento operativo.

	2011	2010	2009
<b>Costes fijos</b>	-5.044.778	-4.353.618	-3.358.879
<b>RAIT funcional</b>	2.181.596	2.845.912	2.291.360
<b>Variacion % Importe neto cifra negocios</b>	-3,75%	80,60%	-7,08%
<b>Variacion % RAIT funcional</b>	-23,34%	24,20%	16,19%
<b>GAO</b>	6,218	0,300	2,286

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

## 6.2. El riesgo financiero

El campo de las finanzas distingue dos tipos de riesgo financiero: el riesgo de crédito, que hace referencia a la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos en el momento oportuno y el riesgo de quiebra que se relaciona con la probabilidad de que la empresa entre en una situación de descapitalización y pueda acabar liquidándose.

#### 6.2.1. El riesgo de crédito:

##### 6.2.1.1. Corto plazo:

El análisis de la liquidez está relacionado con la capacidad de la empresa para hacer frente a los compromisos de pago en el corto plazo. El capital circulante o fondo de maniobra, definido como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, utilizando la cifra promedio entre dos años consecutivos, representa la parte del activo corriente que queda libre una vez atendidos los compromisos de pago a corto plazo.

Capital circulante = activo corriente – pasivo corriente

La tabla siguiente muestra un fondo de maniobra positivo a lo largo de los cuatro años objeto de estudio (al no poder disponer de información de 2007 la cifra promedio de 2008

no se ha podido calcular), por lo que desde un punto de vista tradicional, la empresa no tendrá problemas para hacer frente a sus pagos a un año vista. Esta postura tradicional defiende un capital circulante lo más alto posible y se puede ver que Urzante dispone de un amplio margen para cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo, especialmente en el último año de estudio donde dispone de 7 millones de euros.

Tabla 13: Fondo de maniobra de Urzante.

	2011	2010	2009
<b>Activo corriente</b>	29.982.908	25.572.643	21.703.742
<b>Pasivo corriente</b>	22.900580	20.592.557	15.315.993
<b>Capital circulante</b>	7.082.327	4.980.085	6.387.750

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

El análisis de la liquidez de la empresa, basado únicamente en la cifra de capital circulante o fondo de maniobra, presenta una limitación derivada de la imposibilidad de establecer comparaciones con otras compañías, ya que suele ser normal que esa cifra alcance mayores valores en grandes empresas.

El ratio de circulante o de solvencia a corto plazo, relaciona el activo corriente con el pasivo corriente por medio de un cociente entre ambos y permite establecer comparaciones entre empresas de diferente tamaño.

Ratio de circulante = activo corriente / pasivo corriente

Urzante presenta unos valores superiores a la unidad, valor adecuado según el enfoque tradicional, ya que se puede hacer frente a los compromisos a corto plazo con el activo corriente. Sin embargo, un valor excesivamente alto (por encima de 2) no es muy recomendable, puesto que vendría a significar un exceso de inversiones en circulante, una maduración lenta del mismo o un escaso aprovechamiento de la financiación a corto plazo, y como se puede ver en la tabla los valores de la empresa navarra son inferiores o iguales a 1,5. Comparando estos datos con los del sector Urzante presenta un mayor excedente para cumplir con sus obligaciones a corto plazo, ya que especialmente en los años 2008 y 2009 este margen es muy pequeño en los datos medios del sector, pero en todos ellos superior a uno. Empresas como FJ Sanchez Sucesores o Hojiblanca Sociedad Cooperativa Andaluza ofrecen ratios muy cercanos a la unidad incluso en algunos años como 2009 y 2010 por debajo, circunstancia que deberían tener en cuenta en el futuro y esto hace disminuir la media del sector considerablemente.

Tabla 14: Ratio de circulante.

	Urzante	Sector
<b>2008</b>	1,504	1,069
<b>2009</b>	1,332	1,043
<b>2010</b>	1,187	1,184
<b>2011</b>	1,465	1,233

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

Esta visión tradicional del análisis del circulante, ha recibido diferentes críticas, ya que una empresa puede tener más activos corrientes que pasivos corrientes y, sin embargo, los primeros estar representados por existencias de difícil venta o clientes de dudoso cobro. Teorías recientes proponen minimizar la inversión necesaria para mantener un determinado nivel de actividad (just in time) y maximizar aquella financiación que se consiga en las mejores condiciones posibles.

Por ello, para completar dicho estudio se efectuará un análisis por descomposición de los diferentes componentes que integran el capital circulante, conocido como el análisis de las necesidades del fondo de rotación.

Esta técnica analiza los diferentes componentes del capital corriente a partir de las necesidades de financiación provocadas por el ciclo de explotación. Permite conocer la medida en que las necesidades de financiación que provocan las inversiones en activos corrientes se corresponden con la actividad de explotación o si se tratan de inversiones a corto plazo no relacionadas directamente con la misma, como pueden ser las inversiones financieras temporales. Por otro lado permite conocer también el tipo de fuentes que la empresa utiliza para financiar dichas necesidades, las derivadas de su actividad, como pueden ser aplazamientos concedidos por los proveedores, u otras fuentes alternativas, principalmente préstamos o créditos bancarios. En la tabla 14 se puede observar que en el caso de Urzante las necesidades del fondo de rotación de explotación (NFRE) van aumentando a lo largo de los 4 años de estudio, principalmente debido al incremento en la cifra de existencias y de deudores. Como se puede ver estas existencias no han sido financiadas por sus proveedores sino que ha recurrido a fuentes de financiación externa, aumentando las deudas a corto plazo con los bancos. Por ello las necesidades del fondo de rotación de explotación han aumentado en 14 millones de euros del 2009 al 2011. El hecho de que sean positivas significa que el ciclo de explotación no es financieramente autosuficiente. Si a las NFRE se le suma la cifra de otros activos corrientes, que en el caso de Urzante es muy baja por su poca apuesta por las inversiones financieras, y se le resta la cifra de otros pasivos corrientes se obtienen las necesidades del fondo de rotación. En la

evolución de la cifra de otros pasivos corrientes se puede apreciar el incremento mencionado anteriormente por las deudas a corto plazo. Estos valores positivos en las NFR representan la financiación adicional que tendrá que conseguir la empresa para mantener el nivel de inversiones en existencias y realizable de explotación (deudores comerciales) junto con otros activos corrientes. Por último, si a las necesidades del fondo de rotación se le suma la tesorería de la empresa se obtiene la cifra de capital circulante o fondo de rotación. Durante el periodo de análisis Urzante dispone de un fondo de rotación positivo, que representa la financiación que deberá obtener para poder mantener las inversiones en todo tipo de activos a corto plazo.

Tabla 15: Necesidades del fondo de rotación.

	2011	2010	2009
Existencias	14.889.401	12.313.511	9.304.020
Deudores	14.703.310	12.926.586	12.273.609
Acreedores comerciales	-5.856.553	-6.382.577	-7.449.028
<b>Necesidades Fondo de rotación de explotación</b>	<b>23.736.158</b>	<b>18.857.520</b>	<b>14.128.601</b>
Otros activos corriente	6.765	176.124	4.569
Otras pasivos corrientes	-17.046.028	-14.209.980	-7.866.965
<b>Necesidades de Fondo de Rotación</b>	<b>6.696.895</b>	<b>4.823.665</b>	<b>6.266.205</b>
Tesorería	298.752	242.199	121.545
<b>Fondo de rotación</b>	<b>6.995.647</b>	<b>5.065.863</b>	<b>6.387.750</b>

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

#### 6.2.1.2. *Largo plazo*

El riesgo financiero a largo plazo se relaciona con la solvencia empresarial, o lo que es lo mismo, con la estabilidad de la empresa y con la capacidad de la empresa de hacer frente a todos sus compromisos de pago, tanto a corto como a largo plazo. Este análisis clásico de la solvencia, tiene algunas limitaciones a causa del retraso con el que se publican las cuentas anuales y de la diversidad de prácticas contables que podrían dificultar la comparabilidad entre diferentes empresas. Además, se basa en la presunción de que la empresa será capaz de transformar el valor total de sus activos, incluida su estructura fija lo que supondría la paralización de la actividad empresarial, en liquidez. El ratio de solvencia sería el cociente entre el total de activo y el pasivo.

Ratio de solvencia = activo total / pasivo total

Al igual que ocurría con la solvencia a corto plazo, el ratio ofrece unos valores superiores a la unidad en el largo plazo, tanto en el caso de Urzante como en la media del

sector. Un ratio inferior a la unidad pronostica una situación de quiebra técnica dada la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos aun liquidando la totalidad de los activos. La inexistencia de patrimonio neto conducirá irreversiblemente a la liquidación y disolución de la sociedad. Como se puede observar en la tabla, esta circunstancia no se da en el sector del aceite de oliva por lo que la solvencia a largo plazo está asegurada.

Tabla 16: Ratio de solvencia.

	Urzante	Sector
<b>2008</b>	1,433	1,323
<b>2009</b>	1,423	1,300
<b>2010</b>	1,381	1,342
<b>2011</b>	1,410	1,369

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos SABI.

## 7. CONCLUSIONES

Como se ha comentado anteriormente, la producción de aceite de oliva se ha incrementado considerablemente en los últimos años, provocando una disminución en los precios que muchas empresas no han sido capaces de soportar. Solo aquellas que han sabido adaptarse a los cambios en los hábitos de consumo de los consumidores, producidos a raíz de la situación económica que se vive actualmente tanto en España como en el resto del mundo, han seguido ofreciendo resultados positivos. En este contexto el papel del movimiento cooperativo ha sido determinante produciendo gran parte del aceite total, destacando el papel de Hojiblanca Sociedad Cooperativa Andaluza. Por otro lado es de destacar la gran concentración industrial que existe actualmente en el sector formándose grandes grupos empresariales como Deoleo S.A. propietaria entre otros de Koipe o Carbonell.

Urzante ha sabido adaptarse a las nuevas necesidades de sus clientes, centrándose en la venta a través de marcas del distribuidor o marcas blancas, las cuales, en estos momentos de incertidumbre, son más atractivas para los consumidores, puesto que sus precios son más bajos. Este hecho le ha permitido obtener una rotación más alta que sus competidores, si bien es verdad que el sector del aceite de oliva es un sector que apuesta por una estrategia de vender mucho volumen con pequeño margen.

Esta expansión de las marcas blancas unido al fuerte poder de negociación que ejercen los distribuidores debilita la rentabilidad de las empresas del sector, que ofrecen unos rendimientos muy bajos por cada euro invertido en el activo. A lo largo del periodo de estudio Urzante obtiene una rentabilidad económica menor que la de sus competidores con

una notable disminución en la rentabilidad de 2011, provocado principalmente por una leve disminución en el resultado de explotación del 2011 respecto al de 2010. Este resultado ve aumentado su valor en un 10% del 2008 al 2011, pero en una proporción mucho menor que el aumento de la cifra de ventas la cual se incrementa un 61%. Esto es debido a que los aprovisionamientos aumentan en la misma cuantía y unido al aumento en los gastos de personal del 47% hacen que el gran incremento en las ventas no tenga repercusión en los beneficios de la compañía.

Prácticamente la totalidad de la rentabilidad económica procede del rendimiento que obtiene de sus activos funcionales, puesto que el valor de sus activos extrafuncionales es muy pequeño. Los datos del sector ofrecen unos valores menores en la rentabilidad económica funcional, pero el aprovechamiento que sus competidores hacen de sus activos extrafuncionales hace que obtengan una rentabilidad económica mayor.

Urzante presenta una rentabilidad financiera menor que la de sus competidores, especialmente en el 2011, debido en gran medida al descenso del RAT de un 70%. Durante los tres primeros años de análisis, Urzante aprovecha el efecto apalancamiento financiero positivo para obtener una rentabilidad financiera mayor que la económica, al igual que las demás empresas del sector pero en menor medida que estas.

Obtiene un fondo de maniobra positivo durante los 4 años de estudio, con un ratio de circulante mayor que 1, por lo que no tiene problemas para cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo. La solvencia a largo plazo está asegurada, ya que el ratio es mayor que 1 a lo largo del periodo de estudio al igual que ocurre con sus competidores, por lo que no se encuentra en situación de quiebra técnica, ni cerca de ella.

A pesar de la elevada incertidumbre que caracteriza al entorno empresarial, la evidencia encontrada nos permite afirmar que URZANTE se encuentra en una buena situación económico-financiera, con una situación patrimonial equilibrada. La firma disfruta de una gran ventaja competitiva respecto a sus competidores en la venta a través de marcas del distribuidor, lo que le está haciendo competir con grandes empresas que disponen de muchos más recursos económicos que los que dispone la empresa navarra, que en algunos casos cuentan con cifras de activo cuatro o cinco veces mayor que la de Urzante. Esto le ha permitido poder hacer frente a la crisis económica incluso aumentar su importe neto de la cifra de ventas, adaptándose a los nuevos tiempos e intentando ofrecer a sus clientes lo que estos demandan en un mercado tremendamente competitivo.



En todo caso, las conclusiones del presente trabajo habría que tomarlas con cautela, ya que está limitado por el corto periodo de análisis, provocado por un lado por el retraso con el que se presentan las cuentas anuales y por ello la disponibilidad de datos solo hasta el 31/12/2011. Por otro lado, la entrada en vigor en 2007 del nuevo Plan General Contable, ha supuesto la obtención de los datos a partir de esa fecha, para una homogeneización de las cuentas anuales. Otra limitación añadida ha sido que para la obtención de las magnitudes del sector se ha tenido que prescindir de algunos valores extremos, ya que con su inclusión desvirtuaría las comparaciones con los datos de Urzante.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

“Estados contables: Elaboración, análisis e interpretación” Pablo Archel Domench, Fermín Lizarraga Dallo, Santiago Sánchez Alegría y Manuel Cano Rodríguez. (2012)

“Los canales de comercialización de los aceites de oliva españoles” Juan Carlos Rodríguez Cohard y Manuel Parras Rosa. Universidad de Jaén. (2012)

“El aceite de oliva en la historia reciente de España. Una visión desde la industria” Alicia Langreo Navarro. (2010)

“Competencia y cadena de valor en la producción y distribución del aceite de oliva en Andalucía”. Agencia de defensa de la competencia de Andalucía. Elaborado por analistas económicos de Andalucía. (2012)

“Informe sectorial de alimentos. Aceite de oliva.” ICEX – Instituto Español de Comercio Exterior <http://www.icex.es> (2012)

Base de datos SABI

Registro Mercantil de Navarra

<http://www.interprofesionaldelaceitedeoliva.com/portal/>

[http://economia.elpais.com/economia/2014/03/02/actualidad/1393779162\\_210079.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/03/02/actualidad/1393779162_210079.html)

<http://www.magrama.gob.es>

<http://www.sabor-artesano.com>

<http://www.consumer.es/seguridad-alimentaria/normativa-legal/2013/03/19/216187.php>

<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/aciertoabril/empresas-finanzas/noticias/5626119/03/14/2/Las-marcas-blancas-se-aduenan-del-aceite-y-alcanzan-el-72-del-mercado.html#.Kku8ItPqXlaOAxG>

<http://www.urzante.es/>

<http://www.elblogsalmon.com/>