



---

# **Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias Económicas y  
Empresariales**

**Grado en Administración y Dirección  
de Empresas**

**Estudio de los Flujos de  
Efectivo del Sector Vitivinícola.**

Presentado por:

***Virginia Manrique Martínez***

Tutelado por:

***Begoña Busto Marroquín***

Valladolid, 04 de abril de 2017



## Índice

1.	INTRODUCCIÓN. CUESTIONES PREVIAS. ....	5
2.	METODOLOGÍA. ....	5
3.	CONCEPTO DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (EFE). NORMATIVA ESPAÑOLA. ....	6
4.	ANALOGÍAS Y DIFERENCIAS ENTRE LA NORMATIVA CONTABLE ESPAÑOLA, NORMATIVA INTERNACIONAL (NIC/NIIF) Y NORMATIVA ESTADOUNIDENSE (SFAS). ....	13
5.	ANÁLISIS CONTABLE A TRAVÉS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO. ....	15
6.	ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA “BODEGAS BILBAINAS S.A”.....	16
6.1.	CUESTIONES DE INTERÉS. ....	16
6.2.	ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DE BODEGAS BILBAÍNAS, S.A. ....	16
6.2.1.	Flujos de efectivo de explotación. ....	16
6.2.2.	Flujos de efectivo de inversión. ....	18
6.2.3.	Flujos de efectivo de financiación. ....	20
6.2.4.	Variaciones netas de efectivo y equivalentes. ....	21
6.2.5.	Flujos de explotación, financiación e inversión. ....	23
6.2.6.	Equilibrio entre los flujos de efectivo. ....	24
6.3.	ESTUDIO DEL PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN FINANCIERO (PMMF). ....	24
6.4.	ESTUDIO DEL FONDO DE MANIOBRA. ....	27
6.5.	ESTUDIO DE LAS RATIOS MÁS REPRESENTATIVAS. ....	29
6.5.1.	Capital corriente. ....	29
6.5.2.	Disponibilidad inmediata. ....	31
6.5.3.	Endeudamiento a corto plazo. ....	32
6.5.4.	Endeudamiento a largo plazo. ....	33
6.5.5.	Solvencia. ....	35
6.5.6.	Resultado antes de impuestos/flujo de explotación. ....	37
6.5.7.	Resultado económico neto/cifra neta de negocios. ....	39
6.5.8.	Cifra neta de negocio/total activo. ....	40
6.5.9.	Resultado económico neto/total activo. ....	42

6.5.10. Resultado después de impuestos/fondos propios. ....	43
6.5.11. Fondos propios/total pasivo. ....	44
7. COMPARACIÓN BODEGAS BILBAINAS S.A CON EL SECTOR. ....	45
8. CONCLUSIONES. ....	49
9. BIBLIOGRAFÍA. ....	52
10. RELACIÓN DE ACRÓNIMOS. ....	53
11. ANEXO DE TABLAS Y GRÁFICOS. ....	54

## **1. INTRODUCCIÓN. CUESTIONES PREVIAS.**

En el presente trabajo se va a realizar un estudio sobre el Estado de Flujos de Efectivo (EFE), sus características más importantes según la normativa contable española; así como sus diferencias con la normativa contable internacional (NIC/NIIF) y con la normativa de Estados Unidos (SFAS).

Para llevar a cabo dicho estudio se va a tomar como referencia una empresa vitivinícola, en concreto “Bodegas Bilbaínas S.A”. Estudiaremos su EFE y explicaremos las distintas partes de las que está compuesto; sus Flujos de Explotación, de Inversión y de Financiación. Además estudiaremos el Fondo de Maniobra y su Periodo Medio de Maduración en el periodo comprendido entre los años 2011-2015. También analizaremos los signos de los flujos anteriormente citados para ver en la fase del ciclo de vida en el que se encuentra la empresa. Se desea comprobar también si los excedentes existentes de los Flujos de Explotación se destinan o no a los Flujos de Inversión.

Para comprobar la marcha de la empresa se dará prioridad a la relación que se mantiene entre el beneficio antes de impuestos y el flujo de efectivo de explotación.

Una vez analizada la empresa, la compararemos con el sector para ver en qué situación se encuentra. Para ello calcularemos una serie de ratios, centrándonos sobre todo en ratios de capital corriente, para compararlos con los del sector; ratios que obtendremos de la Central de Balances del Banco de España.

## **2. METODOLOGÍA.**

Los datos usados para llevar a cabo el estudio han sido obtenidos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a través de las Cuentas Anuales de la empresa Bodegas Bilbaínas S.A, estudiando principalmente el Estado de Flujos de Efectivo y su memoria para poder entender ciertos movimientos realizados por la sociedad. Los datos del EFE, desde el año 2011 hasta el 2015, están reflejados en una tabla, cuyos importes están reflejados

en Euros (Ver Tabla 2.1 en Anexo de tablas y gráficos), siendo analizados mediante Excel básicamente.

Los datos utilizados para la comparación entre Bodegas Bilbaínas S.A. y el sector han sido obtenidos de la Central de Balances del Banco de España (<http://www.bde.es/bde/es/areas/cenbal/>).

### **3. CONCEPTO DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (EFE). NORMATIVA ESPAÑOLA.**

Las empresas españolas deberán elaborar las cuentas anuales de acuerdo con lo previsto en el Plan General Contable (1)(PGC). Éstas están compuestas por el Balance, la cuenta de Pérdidas y Ganancias, el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN), el Estado de Flujos de Efectivo (EFE) y la Memoria.

En el Balance se muestran, debidamente separados, el activo corriente, el activo no corriente, el patrimonio neto, el pasivo corriente y el pasivo no corriente. En él también aparecerá el resultado del ejercicio obtenido de la cuenta de Pérdidas y Ganancias; este resultado se obtendrá por la diferencia de ingresos y gastos obtenidos en el periodo contable y los ingresos menos los gastos imputados al patrimonio neto. En ambos registraremos los hechos económicos o transacciones cuando ocurran, con independencia de la fecha de su cobro o pago, como establece el principio de devengo, uno de los principios contables de obligatorio cumplimiento para llevar a cabo la contabilidad.

Para ver el estado de una empresa, su potencial, su solvencia y su mantenimiento en el mercado, tradicionalmente se ha hecho a través del estudio de su Balance; aunque en la actualidad se está optando por estudiar los flujos de tesorería de las empresas. (2)(Rojo Ramírez. A, 2008)

El estado de flujos de efectivo *“informa sobre el origen y la utilización de los activos monetarios representativos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes, clasificando los movimientos por actividades e indicando la variación neta de dicha magnitud en el ejercicio”* (1)(PGC); es decir, ofrece información sobre la capacidad de la empresa para generar efectivo y de sus necesidades de liquidez analizando los diferentes flujos de entrada y salida, para poder conocer su liquidez, viabilidad y adaptabilidad financiera. Para su

elaboración se sigue el criterio de caja y no el de devengo como en el caso del resultado del ejercicio (3)(Diéguez Soto, J., 2009)

*“Se entiende por efectivo y otros activos líquidos equivalentes, los que como tal figuran en el epígrafe B.VII del activo del balance, es decir, la tesorería depositada en la caja de la empresa, los depósitos bancarios a la vista y los instrumentos financieros que sean convertibles en efectivo y que en el momento de su adquisición, su vencimiento no fuera superior a tres meses, siempre que no exista riesgo significativo de cambios de valor y formen parte de la política de gestión normal de la tesorería de la empresa.” (1)(PGC).*

El objetivo principal del EFE es determinar la capacidad de las empresas para generar efectivo con el que se puedan cumplir con las obligaciones y con los proyectos de inversión y expansión de las mismas.

Éste se elaborará con los datos del Balance, de la cuenta de Pérdidas y Ganancias y de la memoria. Se presentará con los datos correspondientes al ejercicio económico que se cierra y los del año inmediatamente anterior; además se incluye otra columna con “notas”, donde se mostrará el número de la memoria en el que se encontrará la explicación de los datos que se reflejan en esa anotación.

La estructura del EFE, tal y como se recoge en el Plan General Contable español, es la siguiente:

**Tabla 3.1: Estructura del Estado de Flujos de Efectivo en el PGC español.**

<b>A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>Notas</b>	<b>N</b>	<b>N+1</b>
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos			
2. Ajustes del resultado			
3. Cambios en el capital corriente			
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación			
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
<b>B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>			
6. Pagos por inversiones			
7. Cobros por desinversiones			
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
<b>C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>			
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio			
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero			
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio			
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación			
<b>D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>			
<b>E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes</b>			
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio			
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio			

**Fuente: (1) PGC**

El EFE se divide en tres clases de flujos de efectivo:

- Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEAE);
- Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEAI);
- Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FEAF);

La variación, aumento o disminución, del efectivo resulta de la suma de los tres tipos de flujos:

$$\text{Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes} = \pm \text{FEAE} \pm \text{FEAI} \pm \text{FEAF}$$

En la tercera parte del PGC, Normas de Elaboración de las Cuentas Anuales (NECA), exactamente en la NECA 9º, se establece que el EFE se formulará teniendo en cuenta lo siguiente:

### **A) Los flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación:**

Son fundamentalmente los ocasionados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa, así como por otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación.

La variación del flujo de efectivo ocasionada por estas actividades se mostrará por su importe neto, a excepción de los flujos de efectivo correspondientes a intereses, dividendos percibidos e impuestos sobre beneficios, que se mostrarán por separado.

Para ello, el resultado del ejercicio antes de impuestos deberá corregirse para eliminar los gastos o ingresos que no han producido movimiento de flujos de efectivo y habrá que añadir las transacciones de ejercicios anteriores que hayan sido cobradas y pagadas en éste, clasificando por separado los siguientes conceptos:

- a) Los ajustes para eliminar:
  - Las correcciones valorativas, tales como amortizaciones, pérdidas por deterioro de valor, o resultados obtenidos por la aplicación del valor razonable, y las variaciones en las provisiones.
  - Operaciones que deban ser clasificadas como actividades de inversión o financiación, tales como resultados por enajenación de inmovilizado o de instrumentos financieros.
  - Remuneración de activos financieros y pasivos financieros cuyos flujos de efectivo deban mostrarse separadamente conforme a lo previsto en el apartado c) siguiente.
  - El descuento de papel comercial, o el anticipo por cualquier otro tipo de acuerdo, del importe de las ventas a clientes se tratará a los efectos del estado de flujos de efectivo como un cobro a clientes que se ha adelantado en el tiempo.
- b) Los cambios en el capital corriente que tengan su origen en una diferencia en el tiempo entre la corriente real de bienes y servicios de las actividades de explotación y su corriente monetaria.
- c) Los flujos de efectivo por intereses, incluidos los contabilizados como mayor valor de los activos, y cobros de dividendos.

d) Los flujos de efectivo por impuesto sobre beneficios.

**B) Los flujos de efectivo por actividades de inversión:**

Son aquellos pagos que tienen su origen en la adquisición de activos no corrientes tales como inmovilizados intangibles, materiales, inversiones inmobiliarias o inversiones financieras, así como los cobros procedentes de su enajenación o de su amortización al vencimiento.

**C) Los flujos de efectivo por actividades de financiación:**

Son los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresa o de recursos concedidos por entidades financieras o terceros, en forma de préstamos u otros instrumentos de financiación, y los pagos realizados por amortización o devolución de las cantidades aportadas por ellos. Aquí también figuran los pagos a favor de los accionistas en concepto de dividendos.

**D)** Los cobros y pagos procedentes de activos financieros, así como los correspondientes a los pasivos financieros de rotación elevada podrán mostrarse netos, siempre que se informe de ello en la memoria. Se considerará que el periodo de rotación es elevado cuando el plazo entre la fecha de adquisición y la de vencimiento no supere seis meses.

**E)** Los flujos procedentes de transacciones en moneda extranjera se convertirán a la moneda funcional al tipo de cambio vigente en la fecha en que se produjo cada flujo en cuestión, sin perjuicio de poder utilizar una media ponderada representativa del tipo de cambio del periodo en aquellos casos en que exista un volumen elevado de transacciones efectuadas.

Si entre el efectivo y otros activos líquidos equivalentes figuran activos denominados en moneda extranjera, se informará en el estado de flujos de efectivo del efecto que esta rúbrica haya tenido la variación de los tipos de cambio.

**F)** La empresa debe informar de cualquier importe significativo de sus saldos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes al efectivo que no estén disponibles para ser utilizados.

**G)** Cuando exista una cobertura contable, los flujos del instrumento de cobertura se incorporarán en la misma partida que los de la partida cubierta, indicando en la memoria este efecto.

**H)** En el caso de operaciones interrumpidas, se detallarán en la nota correspondiente de la memoria los flujos de las distintas actividades.

**I)** Respecto a las transacciones no monetarias, en la memoria se informará de las operaciones de inversión y financiación significativas que, por no haber dado lugar a variaciones de efectivo, no hayan sido incluidas en el estado de flujos de efectivo.

En caso de existir una operación de inversión que implique una contraprestación parte en efectivo o activos líquidos equivalentes y parte en otros elementos, se deberá informar sobre la parte no monetaria independientemente de la información sobre la actividad en efectivo o equivalentes que se haya incluido en el estado de flujos de efectivo.

**J)** La variación de efectivo y otros activos líquidos equivalentes ocasionada por la adquisición o enajenación de un conjunto de activos y pasivos que conformen un negocio o línea de actividad se incluirá, en su caso, como una única partida en las actividades de inversión, en el epígrafe de inversiones o desinversiones según corresponda, creándose una partida específica al efecto con denominación “Unidad de negocio”.

**K)** Cuando la empresa posea deuda con características especiales, los flujos de efectivo procedentes de ésta, se incluirán como flujos de efectivo de las actividades de financiación, en una partida específica denominada “Deudas con características especiales” dentro del epígrafe 10. “Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero”.

Además cabe destacar que en España no tienen la obligación de redactar el EFE las PYMES, ni las empresas que puedan presentar Balance, Estado de Cambios de Patrimonio Neto y memoria abreviados. Las empresas que, según lo dispuesto en el artículo 257 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (4)(TRLSC) (RDL 1/2010 del 2 de julio), pueden presentar las cuentas abreviadas son las que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, al cierre de

cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias que se muestran la siguiente tabla:

**Tabla 3.2: Límites para la elaboración de las Cuentas Anuales abreviadas.**

CARACTERÍSTICAS	CUANTÍA
Total partidas de activo	≤ 4.000.000
Importe de la cifra de negocios	≤ 8.000.000
Número medio de empleados durante el ejercicio	≤ 50

Fuente: Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internalización.

En la elaboración del EFE, por lo general, no se admiten criterios contables alternativos, por lo que se le considera un estado contable bastante objetivo.

La información que proporciona es histórica, por lo que requiere que se establezcan ciertas hipótesis sobre la empresa y su entorno general y específico para poder llevar a cabo una extrapolación hacia el futuro de la forma más precisa posible.

#### **4. ANALOGÍAS Y DIFERENCIAS ENTRE LA NORMATIVA CONTABLE ESPAÑOLA, NORMATIVA INTERNACIONAL (NIC/NIIF) Y NORMATIVA ESTADOUNIDENSE (SFAS).**

La normativa contable española, la internacional y la estadounidense son muy similares, aunque, en cuanto al estado de flujos de efectivo, los dos últimos se asemejan bastante, pero existen algunas diferencias con la regulación del PGC español.

Tal y como se ha apuntado con anterioridad, en el caso del PGC, la elaboración del EFE no es obligatoria para aquellas empresas que puedan presentar el balance, el ECPN y la memoria abreviados; y para las PYMES que apliquen el PGC para PYMES será opcional. Mientras que en el caso de la NIC/NIIF su presentación es obligatoria (NIC 7.1), también es obligatorio para la normativa contable estadounidense (FASB).

En ambos casos la estructura es la misma, se distingue entre flujos de efectivo de las actividades de explotación, flujos de efectivo de las actividades de inversión y flujos de efectivo de las actividades de financiación.

En cuanto a la presentación existen algunas diferencias en el método utilizado para su cálculo; mientras que el PGC establece que los flujos de efectivo de las actividades de explotación deben presentarse utilizándose el método indirecto, en el cual se parte del resultado del ejercicio y se van realizando ajustes hasta obtener la tesorería generada por las operaciones; las NIC/NIIF establece que puede usarse tanto el método indirecto como el directo, el que presenta por separado las principales categorías de cobros y pagos. Aunque pueden usarse los dos las NIC/NIIF aconsejan que se utilice el directo, al igual que la normativa estadounidense.

Como ya hemos dicho antes, las NIC/NIIF y la normativa estadounidense son muy similares, en las dos, la elaboración del EFE es obligatoria y las dos recomiendan el método directo. Aunque también existen algunas diferencias; según la primera, los intereses y dividendos pagados pueden clasificarse como un flujo de las operaciones o de las inversiones; mientras que la SFAS indica que los intereses pagados y recibidos y los dividendos recibidos se clasifican

como flujos de las operaciones; y los dividendos pagados como flujos de la financiación.

A continuación se muestran las principales diferencias y similitudes entre las tres normas:

**Tabla 4.1: Similitudes y diferencias en el EFE en la normativa contable española, normativa internacional y normativa estadounidense.**

<b>CARACTERISTICAS</b>	<b>NIC7</b>	<b>PCG</b>	<b>SFAS</b>
<b>Método recomendado para los flujos de explotación</b>	Directo	Indirecto	Directo
<b>Cálculo de los flujos de inversión</b>	Pagos-Cobros	Pagos-Cobros	Pagos-Cobros
<b>Cálculo de los flujos de inversión</b>	Pagos-Cobros	Pagos-Cobros	Pagos-Cobros
<b>Impuestos</b>	Explotación Financiación Inversión	Explotación	Explotación Financiación Inversión
<b>Intereses pagados</b>	Explotación Financiación	Explotación	Explotación Financiación
<b>Intereses cobrados</b>	Explotación Inversión	Explotación	Explotación Inversión
<b>Dividendos cobrados</b>	Explotación Inversión	Explotación	Explotación Inversión
<b>Dividendos pagados</b>	Explotación Financiación	Financiación	Explotación Financiación

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de (5) Ibáñez Jiménez, E.M. y Parte Esteban, L., 2008.

Como se muestra en el cuadro anterior mientras que las NIC/NIIF han permitido distintas alternativas en algunos supuestos, el PGC ha optado por dejar una única opción, como puede verse en el caso de los intereses y en los dividendos.

## 5. ANÁLISIS CONTABLE A TRAVÉS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.

Debido a la importancia que tiene el EFE y a la información que proporciona, se ve claramente que es muy útil para llevar a cabo un análisis contable de la empresa, para que resulte útil a los distintos usuarios que estén interesados en la misma a la hora de tomar decisiones. Se deberán estudiar los signos positivos o negativos de cada uno de los flujos (explotación, inversión y financiación) para poder saber en la fase del ciclo de vida en el que se encuentra la empresa (introducción, crecimiento, madurez, declive, reestructuración o liquidación).

La información que nos proporciona el EFE permite a los usuarios evaluar la capacidad que tiene la empresa para generar efectivo y las necesidades de liquidez que pueda tener. Esto quiere decir que los usuarios desean saber si los beneficios de la empresa se convierten en tesorería con lo que la empresa pueda repartir dividendos, si hay efectivo como para poder financiar las inversiones realizadas y como para poder devolver los fondos ajenos, o si, por el contrario, la empresa tiene escasez de tesorería para poder hacer frente a la continuidad de las operaciones.

*“En todo caso a la hora de enjuiciar la evolución y posición relativa de la tesorería generada por la actividad ordinaria, se deberá, asimismo, tener en consideración los factores intrínsecos al sector en el que se desarrolla la actividad, el periodo medio de maduración de la firma o tal y como se ha indicado la fase del ciclo de vida en el que se encuentran inmersos tanto la empresa como cada uno de sus productos: introducción, crecimiento, madurez, declive, reestructuración y liquidación”* (6)(ALVAREZ CARRIAZO, J.L, 2008).

Para poder llevar a cabo un análisis del que podamos extraer información que sea realmente representativa del estado de la empresa, es necesario realizar este estudio de un número elevado de años, entre cinco y seis años, ya que las necesidades de inversión y de financiación se proyectan en más de un ejercicio económico; aunque tampoco es interesante realizar el estudio de muchos más años de los anteriormente recomendados, ya que podría dificultar la toma de conclusiones.

En lo referido a los parámetros a considerar, lo haremos siguiendo las reclasificaciones que marca el PGC.

## 6. ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA “BODEGAS BILBAINAS S.A”.

### 6.1. CUESTIONES DE INTERÉS.

Bodegas Bilbaínas S.A. es una de las bodegas más antiguas de la Rioja, fue fundada en 1901. Se dedican a la elaboración y comercialización de vino, así como a otras actividades que tengan que ver con dicha actividad.

Cuenta con la mayor superficie de viñedos del municipio de Haro, 250 hectáreas, que abastecen de uva a la bodega, asegurando así un procesamiento rápido sin pérdida de calidad.

Las bodegas demuestran su voluntad de innovar combinando diariamente tanto prácticas tradicionales como otras más avanzadas para garantizar la máxima calidad.

### 6.2. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DE BODEGAS BILBAÍNAS, S.A.

#### 6.2.1. Flujos de efectivo de explotación.

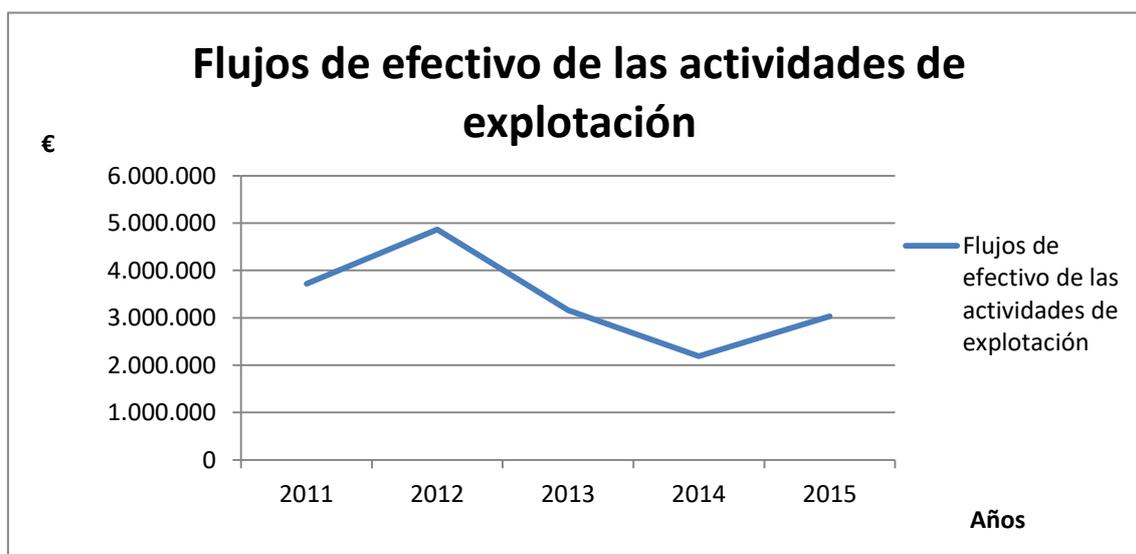
En el periodo analizado, 2011-2015, se puede ver como todos los flujos de efectivo de explotación son positivos.

**Tabla 6.1: Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	3.719.362	4.866.818	3.156.924	2.189.678	3.034.437

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos

**Gráfico 6.1: Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación de Bodegas Bilbaínas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.**

Del año 2011 al 2012 estos flujos aumentan considerablemente, 1.000.000€ aproximadamente, pasando de 3.719.362€ en 2011 a 4.866.818€ en 2012.

Estudiando las variaciones interanuales se puede ver que en el periodo 2012-2013 se produce una caída del 35% (véase tabla 6.1 que se muestra en el anexo de tablas y gráficos). En el año 2013 el resultado del ejercicio es mayor que el obtenido en el año 2012; aunque fue mayor, se vio contrarrestado por la partida de cambios en el capital corriente, que sufrió una gran caída, pasando de 1.339.501€ a -698.845€; esto se debe a la disminución de las existencias, que pasan de 142.602€ a -149.578€; los deudores y otras cuentas a cobrar también disminuyen muchísimo, pasando de 608.350€ a -210.448€; otros activos corrientes también caen, ya que pasan de 155€ a -155.133€; los acreedores y otras cuentas a pagar pasan de 588.394€ a -183.686€; y también por la disminución de otros activos y pasivos no corrientes, que pasaron de 3.540€ a -2150€. A su vez otros flujos de efectivo de las actividades de explotación disminuyen, pasando de -450.008€ a -568.487€. Esto se debe a que aumentan los pagos de intereses, pasando de -750€ a -48.050€; y aumentan los pagos por impuesto sobre beneficio, que pasan de -653.089€ a -817.479€.

En el año 2014 los flujos de efectivo de las actividades económicas disminuyen, pasando de 3.156.924€ a 2.189.678€. Los cambios en el capital corriente disminuyen, pasan de -698.845€ a -1.806.753€; en gran medida por los resultados por bajas y enajenación de inmovilizado, que su saldo en este año es de -51.585€. Además, los otros flujos de efectivo de las actividades de explotación también disminuyen, debido en gran medida a que los pagos por impuestos sobre beneficios aumentan, -1.213.517€ en vez de -817.479€ del año 2013.

En el 2015 los flujos aumentan 1.000.000€ aproximadamente, debido a que aumentan las correcciones valorativas por deterioro, que pasan de -213.723€ a 188.723€; a que aumentan los cambios en el capital corriente, de -1.8806.753€ a -745.696€.

### 6.2.2. Flujos de efectivo de inversión.

Durante todos los años analizados los flujos de inversión son negativos ya que la empresa realiza inversiones.

**Tabla 6.2: Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>	-1.711.707	-4.199.488	-6.763.600	-1.573.953	-2.701.983

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

**Gráfico 6.2: Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión de Bodegas Bilbaínas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.**

En el año 2012, atendiendo a lo indicado en la nota 6 de la Memoria de 2012, la empresa compra inmovilizado material para llevar a cabo el proyecto de modernización de sus instalaciones, las cuales están encaminadas a la mejora de la calidad en la elaboración, crianza y embotellado de vino.

En 2013 la empresa vuelve a comprar inmovilizado para el proyecto de modernización de sus instalaciones antes citado. Y además en este año, la sociedad ha contratado dos imposiciones con distintas entidades bancarias, cada una de 2,5 millones de euros y con vencimiento a corto; tal y como indica la nota 8.1 de la Memoria de 2013, lo que provoca que los flujos de inversión pasen de -4.199.488€ a -6.763.600€.

En el 2014 la empresa realiza inversiones en inmovilizado material al igual que en los años anteriores para su proyecto de mejora de las instalaciones. La cuantía por desinversiones aumenta 2.574.888€; esto se debe al cobro de otros activos financieros de una imposición con una entidad bancaria de 2,5 millones de euros (nota 8.1 de la Memoria de 2014).

En 2015 vuelve a realizar inversiones en inmovilizado material para su mejora de las instalaciones. Además tiene un cobro por otros activos financieros

correspondientes a una imposición con una entidad bancaria de 2'5 millones de euros, haciendo que pasen los flujos de inversión de -1.573.953€ a -2.701.983€.

### 6.2.3. Flujos de efectivo de financiación.

Los flujos de efectivo de las actividades de financiación de la empresa son todos negativos a excepción del año 2013, en el cual son positivos.

**Tabla 6.3: Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>	-513.653	-162.469	1.968.809	-918.783	-335.295

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

**Gráfico 6.3: Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

En el 2012 la empresa emite deuda con entidades de crédito por valor de 357.489€, lo que hace que los flujos de financiación varíen, aunque siguen siendo negativos. Por otro lado adquiere instrumentos de patrimonio propio y reparte beneficios, provocando una salida de efectivo.

En el 2013 los flujos de financiación pasan a ser positivos, ya que la empresa ha contraído deuda con entidades de crédito por 2.033.349€, y por una subvención que el Gobierno de la Rioja le otorga para la adquisición de inmovilizado. La empresa sigue repartiendo dividendos.

En el 2014 los flujos vuelven a ser negativos debido principalmente a la devolución y amortización de deudas con entidades de crédito.

En 2015 los flujos siguen siendo negativos porque, aunque la empresa recibe efectivo por una subvención del Gobierno de la Rioja, por una emisión de deuda con entidades de crédito y de otras deudas; hay también una retirada de efectivo por el reparto de dividendos.

#### 6.2.4. Variaciones netas de efectivo y equivalentes.

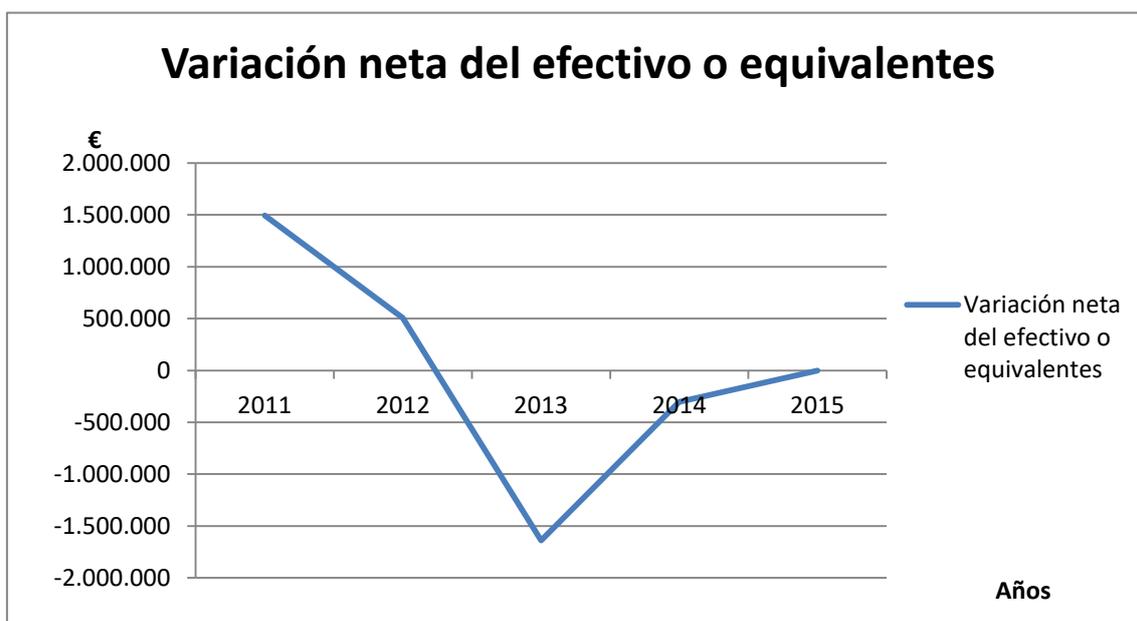
Si realizamos una visión conjunta de la evolución de Bodegas Bilbaínas S.A. podemos ver que el efectivo de la empresa del 2012 al 2015 ha ido disminuyendo aunque nunca ha llegado a ser negativo

**Tabla 6.4: Variación Neta del Efectivo o Equivalentes de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes</b>	1.494.329	504.861	-1.637.216	-303.058	-2.857

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

**Gráfico 6.4: Variación Neta del Efectivo o Equivalentes de Bodegas Bilbaínas S.A.**



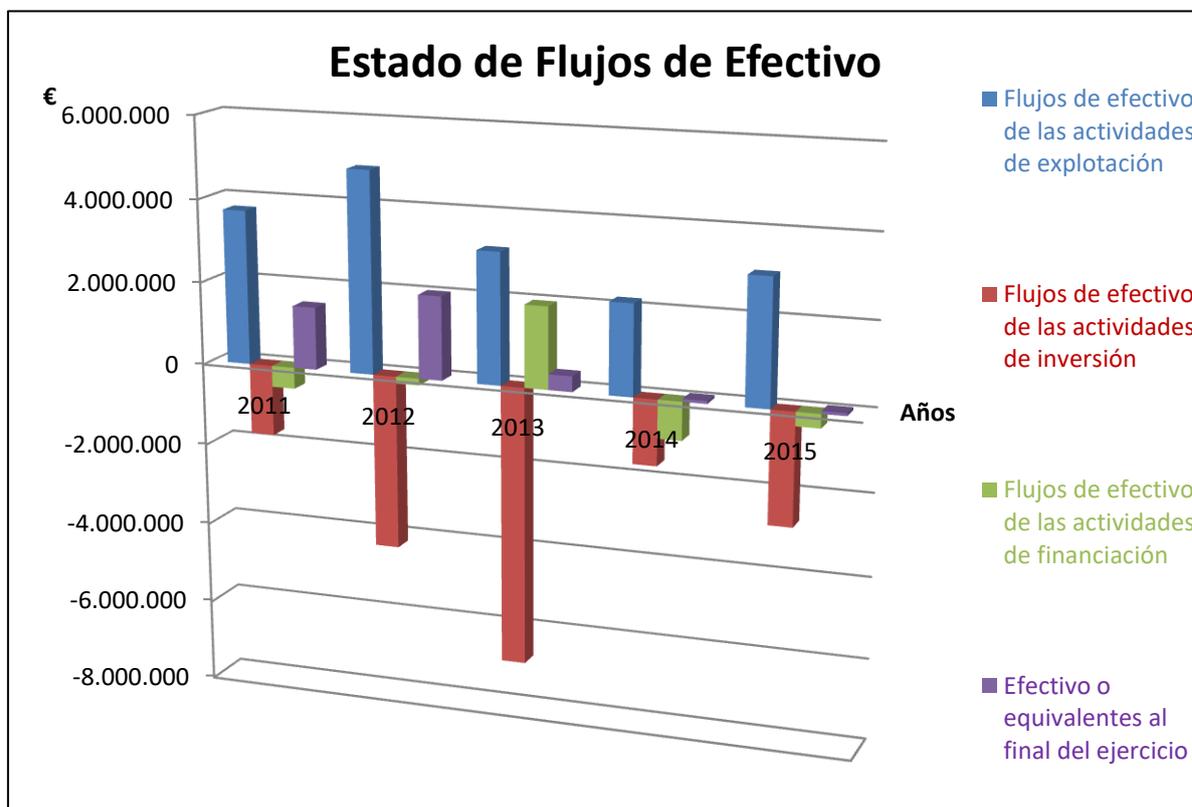
**Fuente:** Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

En los dos primeros años de estudio el efectivo aumenta, 1.494.329€ y 504.861€ respectivamente. En el año 2013 se produce una disminución de efectivo de 1.637.216€, ya que los flujos de explotación disminuyen y la inversión aumenta bastante. El efectivo sigue disminuyendo en los dos últimos años de estudio, llegando en el 2015 a 68.052€.

### 6.2.5. Flujos de explotación, financiación e inversión.

Una vez analizado cada flujo de efectivo por separado, se va a proceder a hacer un análisis de la evolución de los tres flujos conjuntamente.

**Gráfico 6.5: Estado de Flujos de Efectivo de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2.1 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

En el gráfico se muestra como la empresa destina los ingresos obtenidos por la actividad principal de la empresa a actividades de inversión y a devolver deuda, excepto en el año 2013 donde, como ya se ha comentado, incrementa su deuda.

### 6.2.6. Equilibrio entre los flujos de efectivo.

Una vez analizados todos los flujos de efectivo de la empresa Bodegas Bilbaínas S.A. vamos a analizar el equilibrio que existe entre ellos.

**Tabla 6.5: Equilibrio entre los flujos de efectivo.**

AÑOS	FLUJOS EXPLOTACIÓN	FLUJOS INVERSIÓN	FLUJOS FINANCIACIÓN	ETAPA
2011	+	-	-	madurez
2012	+	-	-	madurez
2013	+	-	+	crecimiento
2014	+	-	-	madurez
2015	+	-	-	madurez

Fuente: elaboración propia con información de (7) Fernando Ruiz Lamas (2011).

Como se puede ver en la tabla anterior, la empresa Bodegas Bilbaínas estaría en la etapa de madurez. En esta etapa los flujos de explotación son positivos al tener un nivel de ventas consolidado y poca variación en los niveles de actividad; generando liquidez, la cual se utilizará para el mantenimiento de la infraestructura productiva, lo que generará unos flujos de inversión negativos. Los flujos de financiación serán negativos por la devolución de deuda y el pago de dividendos. (8)(Sánchez Alegría, S., Lizarraga Dallo, F., Glaría Aznáez, I.)

### 6.3. ESTUDIO DEL PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN FINANCIERO (PMMF).

El Periodo Medio de Maduración (PMM) son los días que pasan entre el pago a proveedores por la compra de materias primas hasta el cobro de los clientes. Es el número de días que la empresa necesita para financiar su ciclo operativo.

El Periodo Medio de Maduración está formado por:

- Periodo medio de almacenamiento; que es el tiempo que pasa entre la compra de mercaderías y su venta.

Para calcularlo primero hay que calcular la rotación de almacenamiento, que son las veces que se renueva el almacén al año y se calcula

dividiendo consumo entre la existencia media; y ésta se calcula sumando el saldo de las existencias iniciales más las finales entre dos. En este tema hay que reconocer que no es demasiado riguroso; sin embargo, es el método que se ha elegido por las limitaciones de la información con que contamos.

Por último, para calcular el periodo medio de almacenamiento tenemos que dividir 360 entre la rotación de almacenamiento.

$$\text{PMM almacenamiento} = \frac{360}{\text{rotación de almacenamiento}}$$

Dónde:

$$\text{Rotación de almacenamiento} = \frac{\text{consumo}}{\text{existencia media}}$$

- Periodo Medio de Clientes; que es el tiempo que pasa desde que se produce la venta del producto hasta que se cobra.

Para calcularlo primero hay que calcular la rotación de clientes, que son las veces que se renuevan los derechos de cobro al año. Se calcula dividiendo las ventas entre el saldo medio de los clientes.

El periodo medio de clientes se calculará dividiendo 360 entre la rotación de clientes.

$$\text{PMM clientes} = \frac{360}{\text{rotación de clientes}}$$

Dónde:

$$\text{Rotación de clientes} = \frac{\text{ventas+IVA}}{\text{saldo medio clientes}}$$

- Periodo medio de proveedores; que es el tiempo que pasa desde la compra de las mercaderías hasta que se pagan a los proveedores.

Para calcularlo primero hay que calcular la rotación de proveedores, que se obtiene dividiendo las compras entre el saldo medio de los proveedores.

Las compras son el resultado de restar a la suma del consumo y las existencias finales las existencias iniciales; y el saldo medio es el

resultado de dividir entre dos la suma de los proveedores iniciales y finales.

Por último, el periodo medio de proveedores se calcula dividiendo 360 entre la rotación de proveedores.

$$\text{PMM proveedores} = \frac{360}{\text{rotación de proveedores}}$$

Dónde:

$$\text{Rotación de proveedores} = \frac{\text{compras+IVA}}{\text{saldo medio proveedores}}$$

**Tabla 6.6: Datos de Bodegas Bilbaínas S.A. para el cálculo del periodo medio de maduración.**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Existencias</b>	17.349.108	17.206.506	17.356.084	17.574.455	18.412.226
<b>Consumo</b>	4.472.427	4.551.336	5.070.579	5.122.761	8.474.312
<b>Clientes</b>	3.598.269	2.784.781	2.989.241	3.398.751	3.636.813
<b>Ventas</b>	15.295.969	14.521.748	15.476.648	16.461.336	18.922.191
<b>Proveedores</b>	1.227.263	1.848.601	1.515.439	536.603	1.042.232
<b>Compras</b>		5.334.568	6.316.390	6.462.770	11.267.620
<b>Existencia media</b>		17.277.807	17.281.295	17.465.269,5	17.993.340,5
<b>Saldo medio clientes</b>		3.191.525	2.887.011	3.193.996	3.517.782
<b>Saldo medio proveedores</b>		1.537.932	1.682.020	1.026.021	789.417,5

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 6.7: Cálculo del Periodo Medio de Maduración de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Rotación de almacenamiento</b>	0,26	0,29	0,29	0,47
<b>Periodo medio almacenamiento</b>	1366,63	1226,93	1227,36	764,38
<b>Rotación de clientes</b>	4,55	5,36	5,15	5,38
<b>Periodo medio clientes</b>	79,12	67,15	69,85	66,93
<b>Rotación de proveedores</b>	3,47	3,76	6,30	14,27
<b>Periodo medio proveedores</b>	103,79	95,87	57,15	25,22
<b>PMM</b>	1341,97	1198,22	1240,06	806,09

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver en el cuadro anterior, Bodegas Bilbaínas tiene un periodo medio de almacenamiento que oscila entre 764 y 1366 días. De 2012 a 2014 la media de almacenamiento de la materia prima es 1273 días; mientras que en 2015 bajó a 764 días. Que los días de media fuesen mayores los tres primeros años puede deberse a que se consumiese menos vino por la crisis.

El periodo medio de clientes es alto, ya que los clientes pagan entre los 67 y los 79 días. El periodo medio de proveedores también es alto, ya que la empresa paga a los proveedores entre los 25 y los 103 días.

En 2012 y 2013 puede verse que la empresa cobra a sus clientes antes de lo que paga a sus proveedores, por lo que se puede decir que la empresa financia parte de su actividad por los proveedores. A partir de 2014 cambia su política de cobros y pagos, ya que paga a los proveedores antes de lo que cobra a sus clientes. En 2015 sigue con la misma política de pagos del año anterior.

La empresa tiene un periodo medio de maduración financiero positivo. En los tres primeros años estudiados la empresa tarda, de media, 1260 días en recuperar la inversión realizada para llevar a cabo su actividad principal; estos días disminuyen en 2015, tardando 806 días.

#### **6.4. ESTUDIO DEL FONDO DE MANIOBRA.**

El fondo de maniobra es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, e indica la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

La situación más recomendable es que el fondo de maniobra sea positivo, esto significa que la empresa tiene liquidez para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas; mientras que si es negativo indica que la empresa tiene problemas de liquidez y que tendrá problemas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. De todos modos siempre dependerá del tipo de actividad que lleven a cabo las empresas y de la política de cobros y pagos; pues por ejemplo, en las grandes superficies es frecuente la existencia de fondos de maniobra negativos.

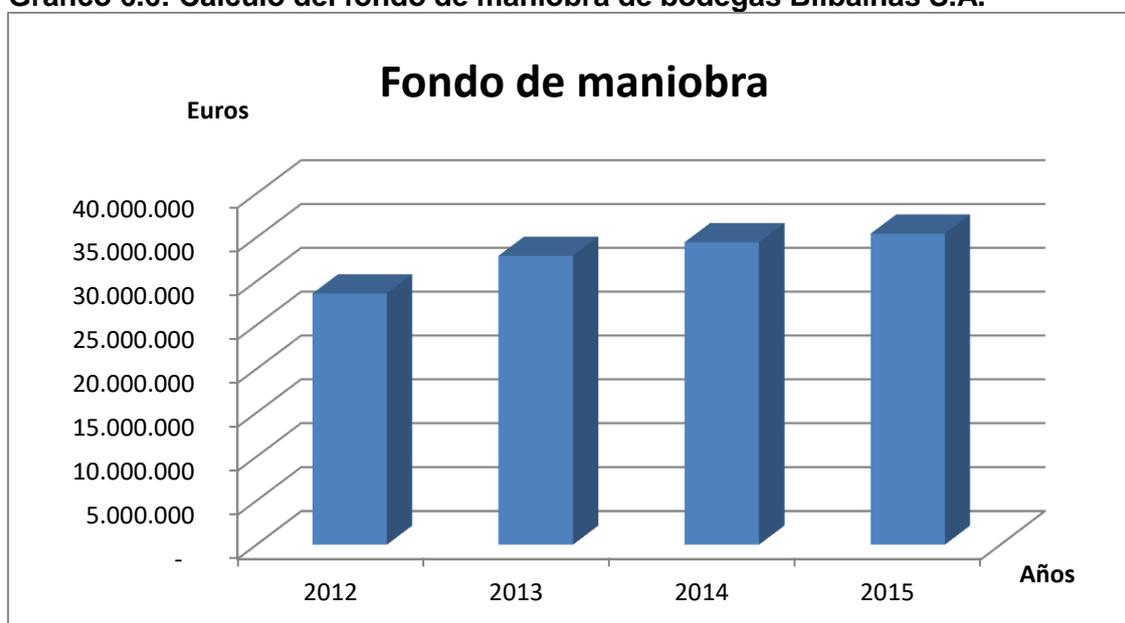
Bodegas Bilbaínas tiene un fondo de maniobra positivo, ya que su activo corriente es mucho mayor que su pasivo corriente.

**Tabla 6.8: Cálculo del Fondo de Maniobra de Bodegas Bilbaínas.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Activo corriente</b>	32.388.027	36.690.359	37.395.197	39.705.665
<b>Pasivo corriente</b>	3.787.783	3.786.410	2.941.181	4.267.474
<b>Fondo de maniobra</b>	28.600.244	32.903.949	34.454.016	35.438.191

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.6: Cálculo del fondo de maniobra de bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el gráfico, el fondo de maniobra aumenta durante el periodo analizado. Este aumento se debe, por un lado a que el activo corriente de la empresa va aumentando; del 2012 al 2013, pasando de 32.388.027€ a 36.690.359€, por unas inversiones financieras a corto plazo que realiza la empresa; del 2013 al 2015, pasando de 36.690.359€ a 39.705.665€, por las inversiones en empresas del grupo y asociados que aumentan considerablemente; y por otro lado, el pasivo corriente va siendo cada vez menor durante los tres primeros años, pasando de 3.787.783€ a 2.941.181€, porque disminuyen los acreedores comerciales mientras que en el 2015

aumenta, pasando a 4.267.474€, debido a que tienen más deudas a corto y por deudas con empresas del grupo. Aunque el pasivo corriente haya aumentado, el activo corriente lo ha hecho en una proporción mayor, por lo que el fondo de maniobra no disminuye.

## 6.5. ESTUDIO DE LAS RATIOS MÁS REPRESENTATIVAS.

A continuación se muestran una serie de ratios, las que se ha creído que son las más importantes para el estudio de la empresa.

### 6.5.1. Capital corriente.

Esta ratio indica la relación que existe entre el activo corriente y el pasivo corriente; y está relacionado con la solvencia de la empresa.

Se calcula de la siguiente manera:

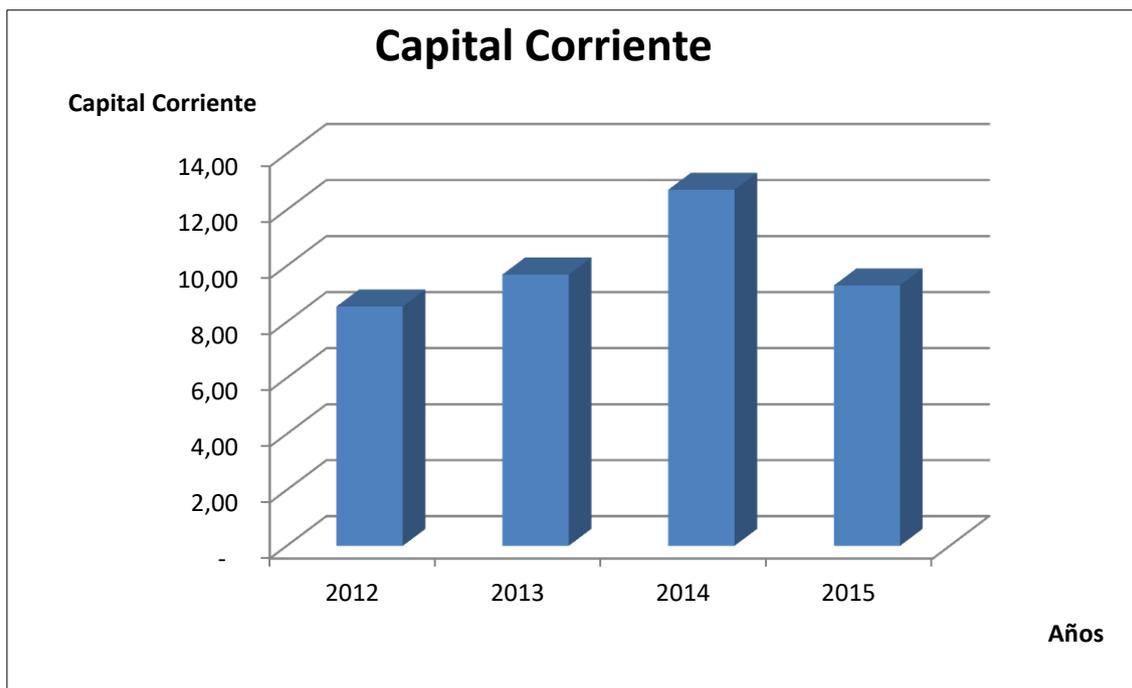
$$\text{Capital Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

**Tabla 6.9: Cálculo del capital corriente de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Activo corriente</b>	32.388.027	36.690.359	37.395.197	39.705.665
<b>Pasivo corriente</b>	3.787.783	3.786.410	2.941.181	4.267.474
<b>Capital corriente</b>	8,55	9,69	12,71	9,30

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.7: Capital Corriente de Bodegas Bilbaínas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia.**

Como puede observarse en el cuadro anterior, la empresa cuenta con una ratio de liquidez mayor que 1 en todo el periodo analizado; esto muestra que la empresa tiene capacidad para hacer frente a las obligaciones que presenta la empresa a corto plazo.

Como ya se ha comentado con anterioridad, el activo corriente va aumentando, pasando de 32.388.027€ en 2012 a 39.705.665€ en 2015, y el pasivo en un principio disminuye y después aumenta, llegando a los 4.267.474€ en 2015 de los 3.787.783€ en el 2012. Esto hace que la tendencia de la ratio sea creciente, pasando de un valor de 8,55 a 12,71, hasta llegar al 2015 donde baja a un valor de 9,30. Estos valores de la ratio tan altos se debe a que el activo es mucho más grande que el pasivo, mostrando que a lo mejor la empresa cuenta con recursos ociosos.

### 6.5.2. Disponibilidad inmediata.

Esta ratio muestra la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas a c/p únicamente con su disponible (caja, bancos). Se calcula mediante la relación por cociente entre el disponible y el pasivo corriente, o lo que es lo mismo, sus exigibles a menos de doce meses.

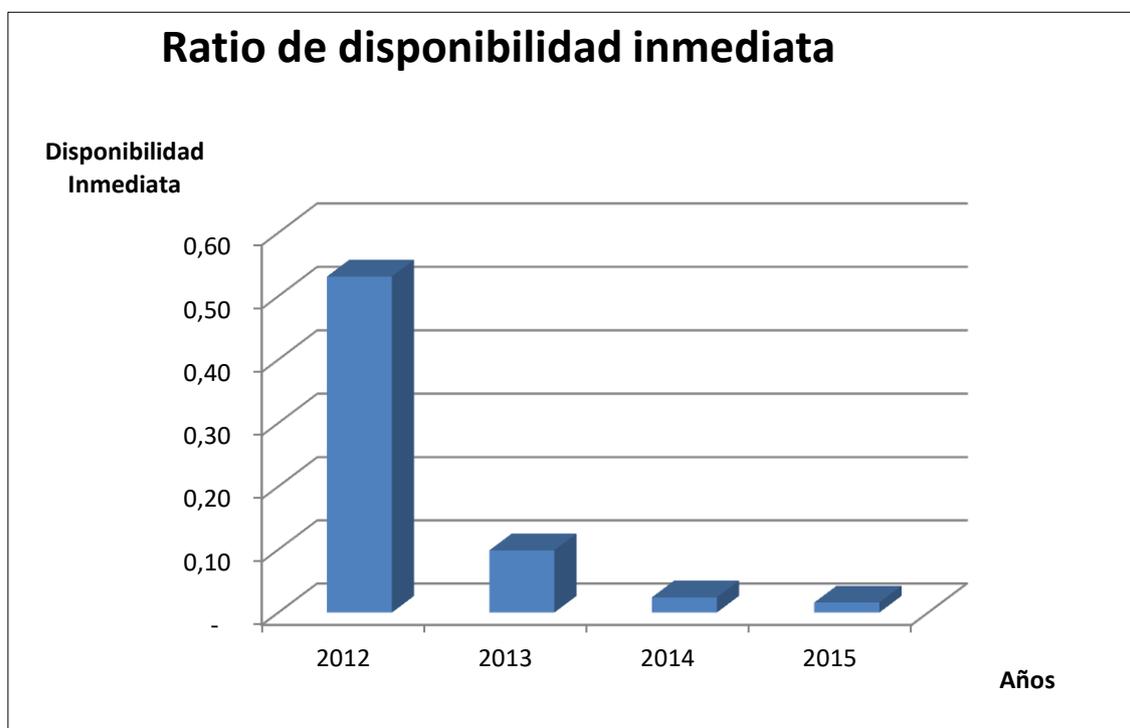
$$\text{Disponibilidad inmediata} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Tabla 6.10: Cálculo de la disponibilidad inmediata de Bodegas Bilbaínas S.A.

	2012	2013	2014	2015
Disponible	2.011.183	373.967	70.909	68.052
Pasivo corriente	3.787.783	3.786.410	2.941.181	4.267.474
Disponibilidad inmediata	0,53	0,10	0,02	0,02

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 6.8: Disponibilidad Inmediata de Bodegas Bilbaínas S.A.



Fuente: Elaboración propia.

Aunque en la literatura contable se habla de que esta ratio debería rondar el valor de la unidad, lo que significaría que la empresa contaría con recursos suficientes para hacer frente a la totalidad de las deudas a corto, lo cierto es que tampoco es interesante tener tantos recursos líquidos.

En el caso de Bodegas Bilbaínas, se puede comprobar que en el año 2012 la ratio tiene un valor bastante más alto que en el resto de los años, 0,53. En el año 2013 este valor baja considerablemente, llegando a 0,10. El valor en 2014 y 2015 es más bajo aún, llegando a un 0,02 en ambos casos. La caída de este valor se debe a una considerable reducción en la cantidad de disponible de la empresa, pasando de 2.011.183€ en 2012 a 68.052€ en 2015.

### 6.5.3. Endeudamiento a corto plazo.

Esta ratio nos indica la relación que existe entre el pasivo corriente y el patrimonio neto de la empresa. Su cálculo es el siguiente:

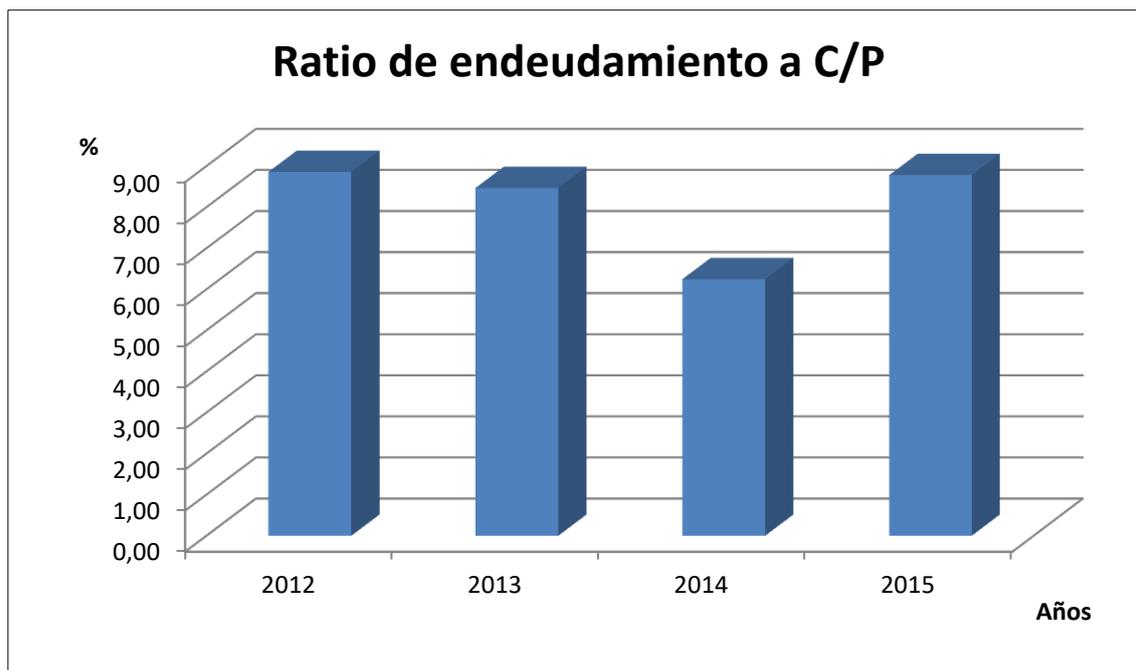
$$\text{Endeudamiento a Corto} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} * 100$$

**Tabla 6.11: Cálculo del endeudamiento a corto plazo de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Pasivo corriente</b>	3.787.783	3.786.410	2.941.181	4.267.474
<b>Patrimonio neto</b>	42.756.833	44.724.400	47.083.614	48.589.678
<b>Endeudamiento a corto</b>	8,86%	8,47%	6,25%	8,78%

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.9: Endeudamiento a corto plazo de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la tabla 6.8 que se encuentra en el anexo de tablas y gráficos.

Como se puede observar en el gráfico anterior, esta ratio tiene unos valores muy bajos, siempre por debajo del 10%, lo que muestra que la empresa no está apalancada, no se financia apenas con recursos ajenos.

El valor de esta ratio se mantiene prácticamente constante durante el periodo analizado, ya que oscila entre 8,47% y 8,86%, a excepción del año 2014, donde su pasivo corriente baja a 2.941.181 haciendo que el valor de la ratio sea 6,25%.

#### **6.5.4. Endeudamiento a largo plazo.**

Esta ratio nos muestra la relación existente entre el pasivo no corriente y el patrimonio neto.

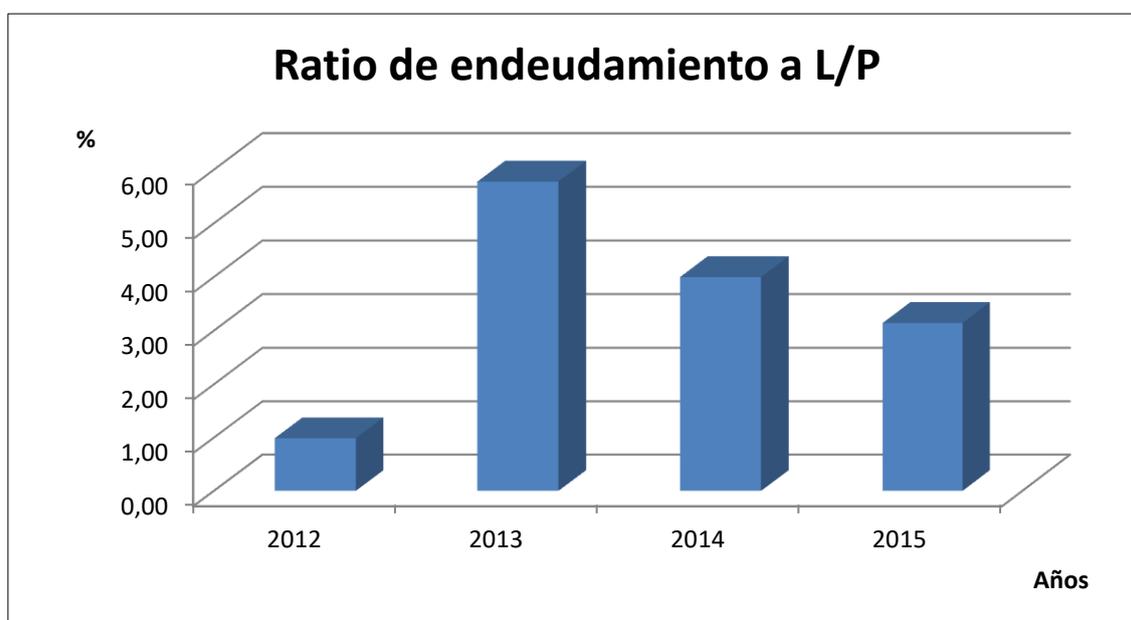
$$\text{Endeudamiento a largo} = \frac{\text{Pasivo no Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} * 100$$

**Tabla 6.12: Cálculo del endeudamiento a largo plazo de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Pasivo no corriente</b>	422.707	2.583.343	1.882.764	1.526.955
<b>Patrimonio neto</b>	42.756.833	44.724.400	47.083.614	48.589.678
<b>Endeudamiento a largo</b>	0,99%	5,78%	4,00%	3,14%

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.10: Endeudamiento a largo plazo de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver, el valor de esta ratio pasa de un 0,99% en 2012 a un 5,78% en 2013. Después de esa subida el valor vuelve a bajar pero no llega a tener valores tan bajos como en 2012, pasando a un 4% en 2014 y a un 3,14% en 2015. Este aumento de la ratio se debe a que, aunque el patrimonio neto aumenta, el pasivo no corriente aumenta en mayor proporción, pasa de 422.707€ en 2012 a 2.583.343€ en 2013, a 1.882.764€ en 2014 y a 1.526.955€ en 2015.

Viendo los valores de esta ratio puede observarse que, como ya se comentó en el corto plazo, la empresa no se financia casi con financiación ajena, ya que su valor no pasa de un 5,78%.

### 6.5.5. Solvencia.

Esta ratio mide la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a la totalidad de sus obligaciones. Muestra la relación existente entre el activo (corriente y no corriente) y el pasivo (corriente y no corriente) de la empresa.

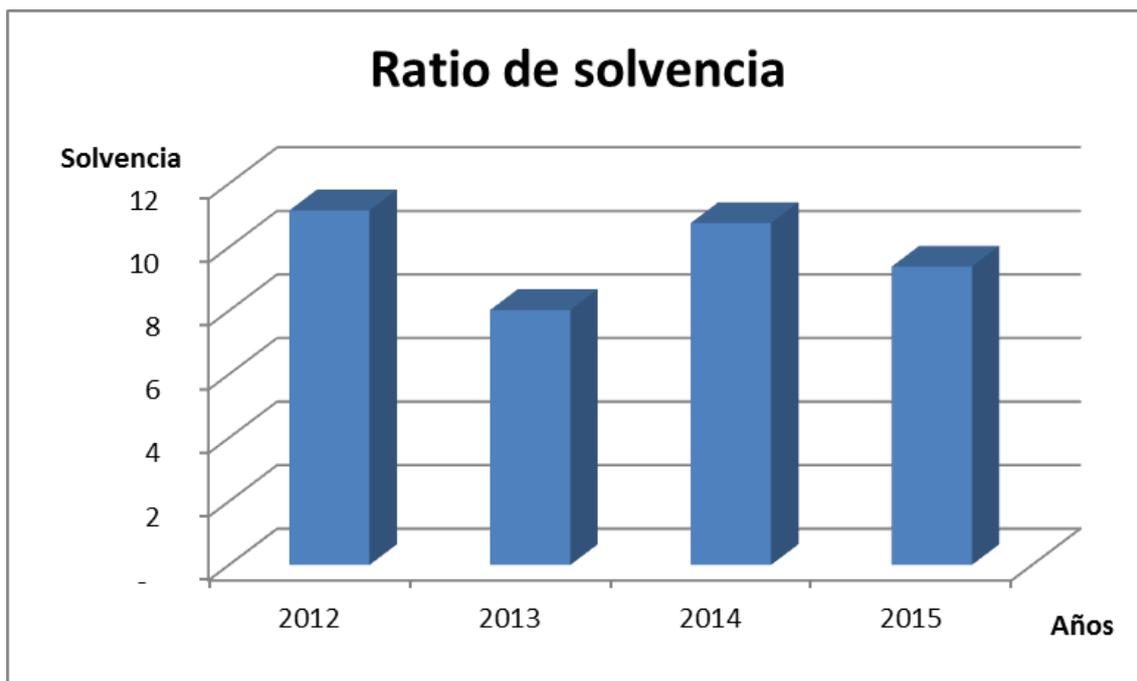
$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo no Corriente} + \text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo no Corriente} + \text{Pasivo Corriente}} * 100$$

**Tabla 6.13: Cálculo de solvencia de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Activo corriente</b>	32.388.027	36.690.359	37.395.197	39.705.665
<b>Activo no corriente</b>	14.579.296	14.403.794	14.512.362	14.678.442
<b>pasivo corriente</b>	3.787.783	3.786.410	2.941.181	4.267.474
<b>pasivo no corriente</b>	422.707	2.583.343	1.882.764	1.526.955
<b>Solvencia</b>	11,15	8,02	10,76	9,39

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.11: Solvencia de Bodegas Bilbainas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia.**

Lo que muestra este gráfico es que la empresa tiene solvencia suficiente para hacer frente a las deudas de la empresa tanto a corto como a largo plazo ya que los valores muestran que el activo de la empresa es muy superior a los pasivos, lo que supone la existencia de un patrimonio neto elevado.

El valor de esta ratio disminuye en 2013, pasando de 11,15 en 2012 a 8,02, esta bajada se debe principalmente a que el pasivo no corriente aumenta considerablemente con respecto al año anterior, pasando de 422.707€ a 2.583.343€; en 2014 este valor aumenta a 10,76, debido a que el activo corriente pasa de 36.690.359€ a 37.395.197€ y a que el pasivo no corriente es menor que en 2013; en 2015 vuelve a disminuir el valor debido al aumento que experimenta el pasivo corriente, que pasa de 2.941.181€ a 4.267.474€.

### 6.5.6. Resultado antes de impuestos/flujo de explotación.

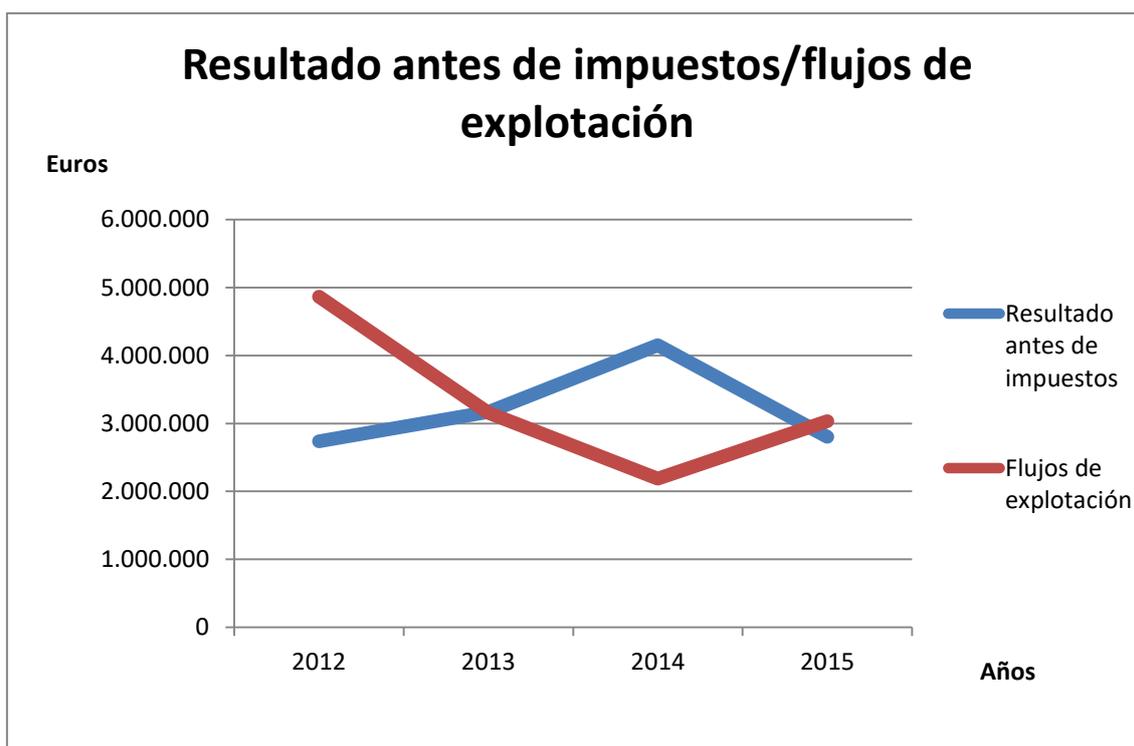
Esta ratio muestra que parte del resultado antes de impuestos se convierte realmente en efectivo para la empresa a través de los flujos de explotación.

**Tabla 6.14: Resultado antes de impuestos/flujo de explotación de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
Resultado antes de impuestos	2.738.102	3.168.019	4.151.671	2.803.817
flujo de explotación	4.866.818	3.156.924	2.189.678	3.034.437

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.12: Resultado antes de impuestos/flujos de explotación de Bodegas Bilbaínas S.A.**



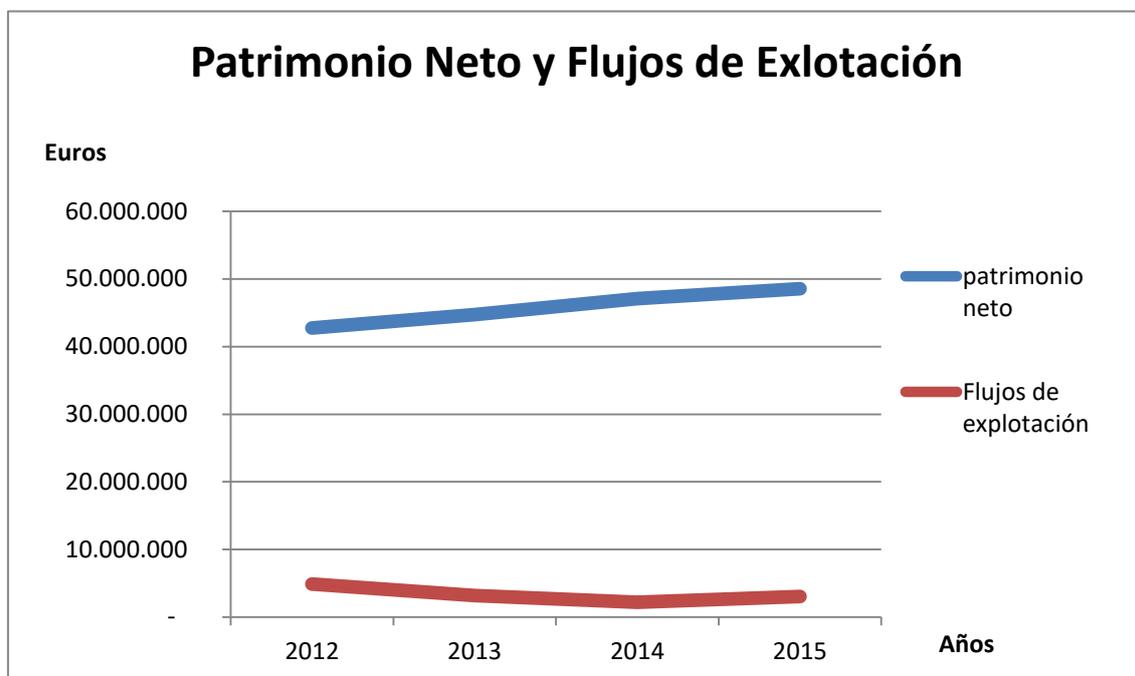
Fuente: Elaboración propia.

Lo normal en el estudio de estas variables es que sigan la misma tendencia, lo que indicaría que la empresa está saneada; lo contrario ocurre en el caso de Bodegas Bilbaínas S.A., donde su comportamiento es totalmente contrario.

Como podemos ver, el resultado antes de impuestos va aumentando del 2012 al 2014, pasando de 2.738.102€ a 4.151.671€ y disminuye en el 2015, pasando a 2.803.817€. Por el contrario, los flujos de explotación van disminuyendo hasta el 2015 donde vuelven a subir, pasan de 4.866.818€ a 2.189.678€ de 2012 a 2014 y después a 3.034.437€ en 2015.

Para ver si la empresa no está saneada, conclusión que podría sacarse al ver el gráfico anterior, se va a comparar la variación del patrimonio neto y la de los flujos de explotación de la empresa para comprobar si realmente la empresa tiene problemas.

**Gráfico 6.13: Variación del Patrimonio Neto y de los Flujos de Explotación de Bodegas Bilbaínas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia.**

Como puede verse en el gráfico anterior, ambas variables siguen la misma evolución, no hay cambios significativos en ninguna de las dos; por lo que se puede decir que la empresa no tiene ningún problema y que la tendencia totalmente contraria del resultado antes de impuestos/flujos de explotación puede deberse a que la empresa en vez de convertir el beneficio generado en efectivo lo destine bien para llevar a cabo actividades de inversión, o bien para actividades de financiación, disminuyendo deudas que la empresa tenga con terceros.

Como ya se ha comentado en el punto 6.2.2 de este trabajo, la empresa realiza varias inversiones en inmovilizado material desde el 2012 hasta el 2015. En el punto 6.2.3 se vio que la empresa contrae deudas con entidades de crédito en los años 2012, 2013 y 2015, mientras que en el 2014 amortiza deuda, de ahí que en este año haya tanta diferencia entre los dos valores. Por esta razón podemos concluir que las diferencias se deben a que la empresa destina el beneficio que genera a llevar a cabo actividades de inversión.

#### 6.5.7. Resultado económico neto/cifra neta de negocios.

Esta ratio muestra la relación existente entre el beneficio de la empresa y sus ventas.

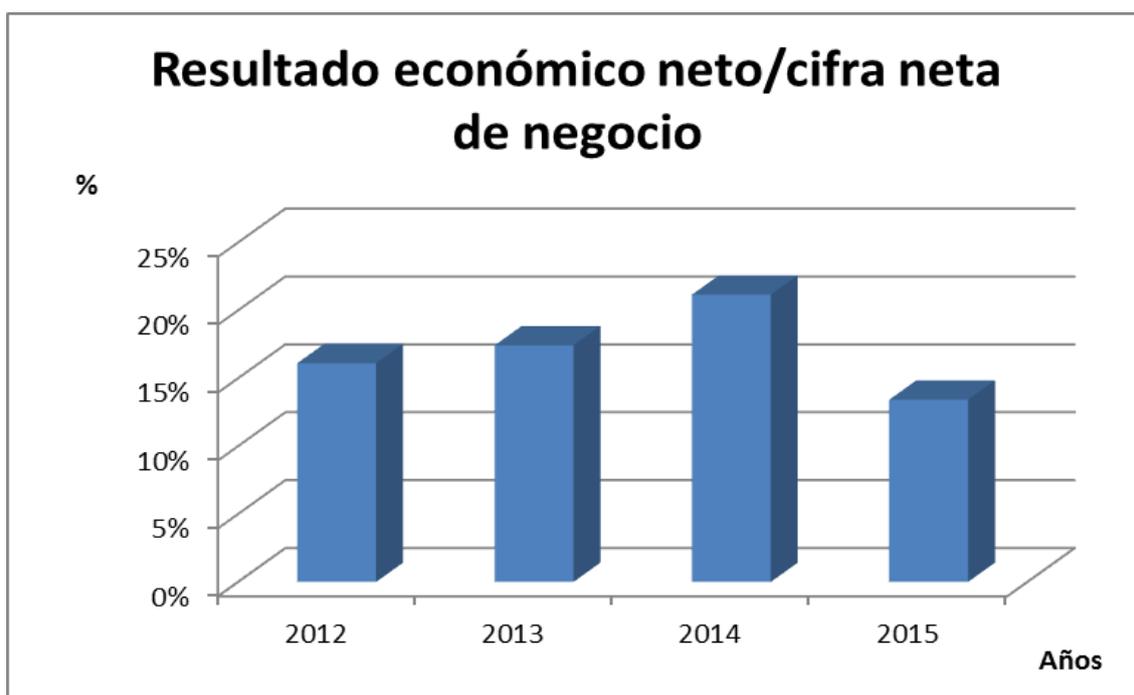
$$\text{Ratio} = \frac{\text{Resultado económico neto}}{\text{cifra neta de negocio}} * 100$$

**Tabla 6.15: Cálculo del Resultado económicos neto/cifra neta de negocio de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Resultado económico neto</b>	1.954.984	2.244.638	2.897.224	2.113.018
<b>Cifra neta de negocio</b>	12.134.935	12.884.973	13.697.996	15.748.971
<b>Resultado económico neto/cifra neta de negocio</b>	16%	17%	21%	13%

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.14: Resultado económico neto/ cifra neta de negocio de Bodegas Bilbaínas S.A.**



**Fuente: Elaboración propia.**

Esta ratio se mantiene con unos valores más o menos constante durante los dos primeros años (2012, 2013), siendo 16% y 17% respectivamente. En 2014 se observa un aumento, llegando a 21%, éste se debe a que aumentan las ventas y el beneficio; mientras que en 2015 vuelve a bajar, llegando al valor más bajo del periodo analizado, un 13%, por la bajada que sufre el beneficio con respecto al año anterior, mientras que las ventas han aumentado de un año a otro.

#### **6.5.8. Cifra neta de negocio/total activo.**

Esta ratio muestra la relación que existe entre las ventas de la empresa y su activo.

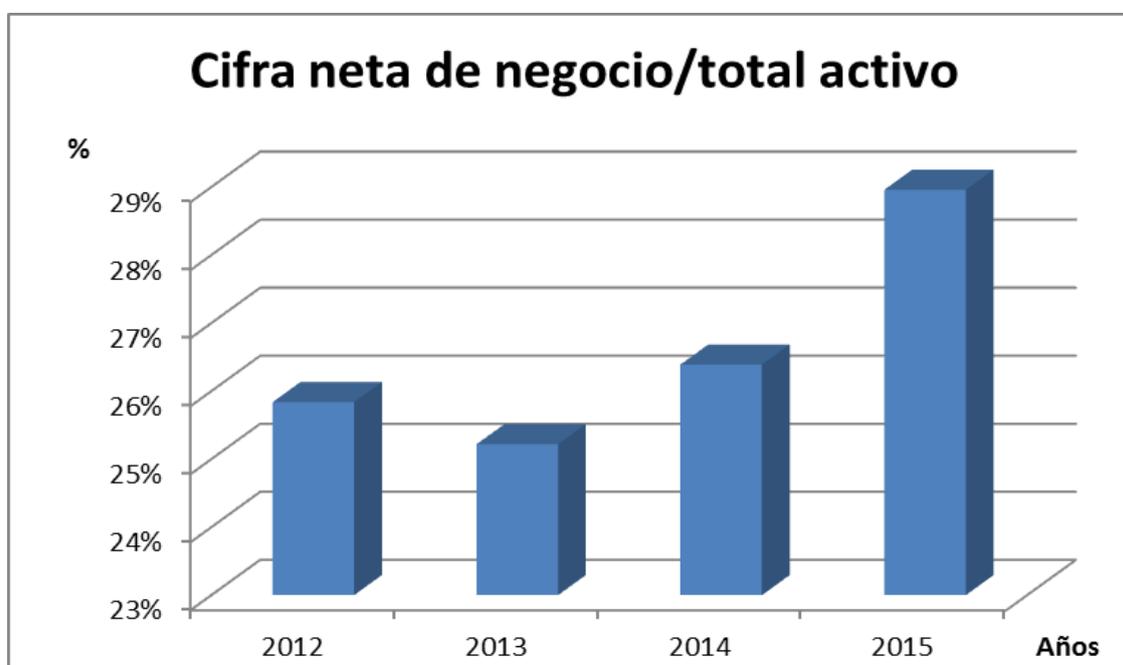
$$\text{Ratio} = \frac{\text{Cifra neta de negocio}}{\text{Total activo}} * 100$$

**Tabla 6.16: Cálculo de la cifra neta de negocio/total activo de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Cifra neta de negocio</b>	12.134.935	12.884.973	13.697.996	15.748.971
<b>Total activo</b>	46.967.323	51.094.153	51.907.559	54.384.107
<b>Cifra neta de negocio/total activo</b>	26%	25%	26%	29%

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.15: Cifra neta de negocio/total activo de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, del año 2012 al 2013 esta ratio baja de 26% a 25% porque, aunque la cifra de negocio aumenta con respecto al año anterior, el activo aumenta en mayor proporción. Después del 2013 comienza a aumentar, ya que tanto en 2014 como en 2015 aumentan la cifra de negocio y el activo, llegando a un valor de 29% en 2015, año en el que más aumenta la cifra de negocio.

### 6.5.9. Resultado económico neto/total activo.

Esta ratio relaciona el beneficio y el activo de la empresa.

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Resultado antes de impuestos}}{\text{flujo de explotación}} * 100$$

Tabla 6.17: Cálculo del Resultado económico neto/total activo de Bodegas Bilbaínas S.A.

	2012	2013	2014	2015
Resultado económico neto	1.954.984	2.244.638	2.897.224	2.113.018
Total activo	46.967.323	51.094.153	51.907.559	54.384.107
Resultado económico neto/total activo	4%	4%	6%	4%

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 6.16: Resultado económico neto/total activo de Bodegas Bilbaínas S.A.



Fuente: Elaboración propia.

Esta ratio se mantiene prácticamente constante a lo largo de los años estudiados, teniendo un valor de 4% en 2012, 2013 y 2015; en 2014 obtiene un valor de 6%, aumento casi insignificante.

### 6.5.10. Resultado después de impuestos/fondos propios.

Esta ratio muestra la relación que existe entre el resultado después de impuestos con los fondos propios de la empresa.

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Resultado después de impuestos}}{\text{Fondos propios}} * 100$$

Tabla 6.18: Cálculo del Resultado después de impuestos/fondos propios de Bodegas Bilbaínas S.A.

	2012	2013	2014	2015
Resultado después de impuestos	1.954.984	2.244.638	2.897.224	2.113.018
Fondos propios	42.388.156	44.190.974	46.574.011	48.033.481
Resultado después de impuestos/Fondos propios	5%	5%	6%	4%

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 6.17: Resultado después de impuestos/fondos propios de Bodegas Bilbaínas S.A.



Fuente: Elaboración propia.

Los valores de esta ratio oscilan entre 4% y 6%. Tanto en 2012 como en 2013 tiene un valor de 5%; mientras que en 2014 llega a un 6% y en 2015 llega al

valor más bajo de la ratio, debido a que el resultado después de impuestos disminuye, mientras que los fondos propios aumentan.

### 6.5.11. Fondos propios/total pasivo.

Esta ratio muestra la relación existente entre los fondos propios de la empresa y el total del pasivo de la misma.

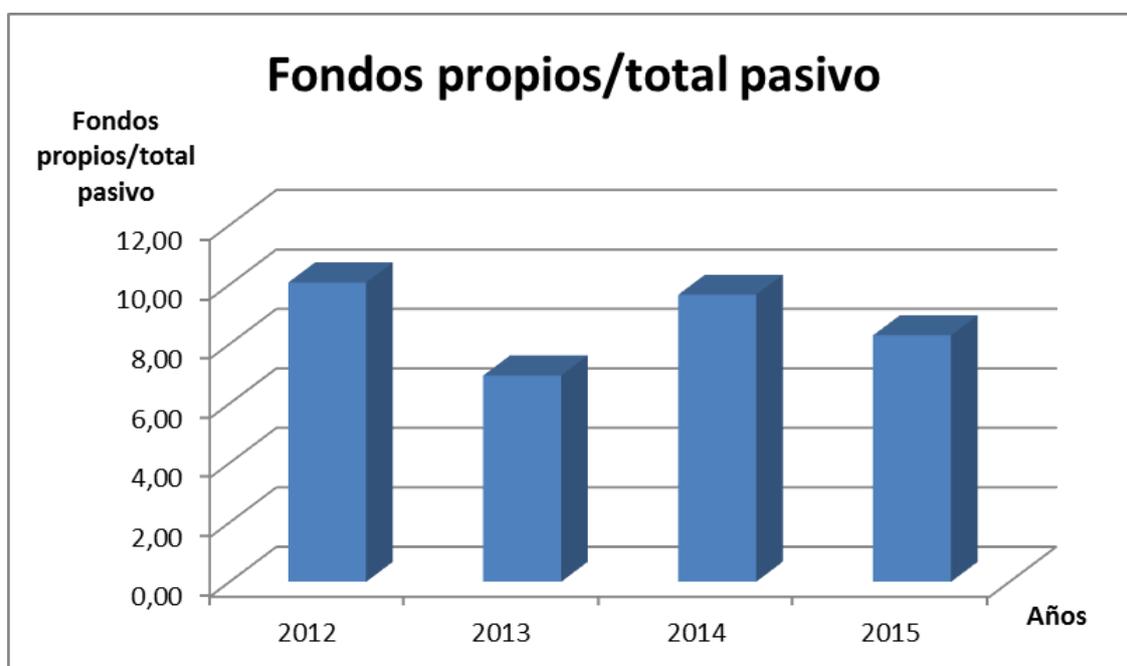
$$\text{Ratio} = \frac{\text{Fondos propios}}{\text{Total pasivo}}$$

**Tabla 6.19: Cálculo de Fondos propios/total pasivo de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2012	2013	2014	2015
<b>Fondos propios</b>	42.388.156	44.190.974	46.574.011	48.033.481
<b>Total pasivo</b>	4.210.490	6.369.753	4.823.945	5.794.429
<b>Fondos propios/total pasivo</b>	10,07	6,94	9,65	8,29

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 6.18: Fondos propios/total pasivo de Bodegas Bilbaínas S.A.**



Fuente: Elaboración propia.

Esta ratio tiene un valor de 10,07 en el año 2012, implicando que los fondos propios de la empresa son diez veces mayores que sus pasivos. En 2013 esta cantidad baja a 6,94. En 2014 aumenta hasta 9,65, ya que en este año los fondos propios aumentan y el pasivo es menor que el año anterior. En 2015 vuelve a bajar esta cantidad, siendo de 8,29 porque sus pasivos aumentan de un año a otro.

## **7. COMPARACIÓN BODEGAS BILBAÍNAS S.A CON EL SECTOR.**

Después de estudiar individualmente la empresa Bodegas Bilbaínas S.A., se va a comparar el estado de la empresa con el sector; para ello se va a comparar el Código Nacional de Actividades Económicas (CNAE) de nuestra empresa, que es el 1102 (elaboración de vinos) con el sector de la *elaboración de bebidas*, que corresponde con el código C11 según el Banco de España, ya que éste no hace una desagregación mayor. Este análisis se va a llevar a cabo comparando los valores de algunas de las ratios que nos proporciona el Banco de España con los datos de nuestra empresa. La comparación de la empresa con el sector se va a realizar en el año 2015, que se corresponde con el último periodo que proporciona el Banco de España.

Los datos del sector se han obtenido de la Central de Balances del Banco de España, que ha estudiado a 27 empresas con un tamaño de su cifra de negocios entre 10 y 50 millones. La información obtenida se presenta en cuartiles (Q1, Q2, Q3); así si la empresa se sitúa por debajo del Q1 implica que el 75% de las empresas estudiadas tendrán una posición mejor que la suya; si se encuentra entre el Q1 y el Q2, implicará que la empresa se encuentra por debajo de la mediana del sector y que hay un 50% de empresas que se sitúan por encima de ella; si se encuentra entre el Q2 y el Q3, implicará que la empresa se encuentra por encima de la mediana y que por encima de ella sólo hay un 25% de empresas con mejores resultados que ella; y por último, si se encuentra por encima del Q3, la empresa estará dentro del 25% de empresas

con resultados mayores al Q3. Por otro lado, los datos utilizados para el cálculo de las ratios de la empresa se han obtenido de sus cuentas anuales.

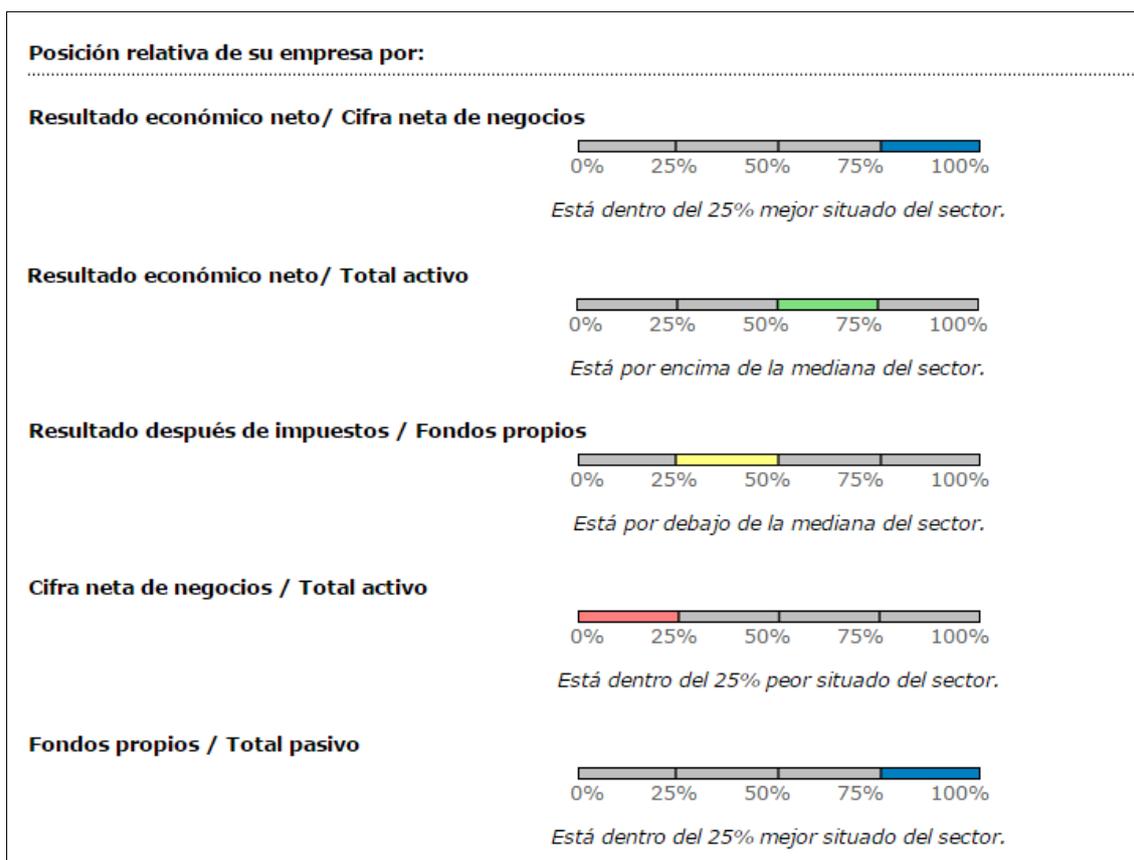
Las ratios que se van a comparar son las que se muestran a continuación:

**Tabla 7.1: Ratios comparativos de Bodegas Bilbaínas S.A. con el sector.**

<b>RATIO</b>	<b>Q1</b>	<b>Q2</b>	<b>Q3</b>	<b>BODEGAS BILBAINAS</b>
$\frac{\text{Resultado económico neto}}{\text{Cifra neta de negocios}} * 100$	1,76%	6,02%	10,33%	$\frac{2113018}{1574897} = 13,42\%$
$\frac{\text{Cifra neta de negocios}}{\text{Total activo}} * 100$	43,90%	57,18%	91,93%	$\frac{15748971}{54384107} = 28,96\%$
$\frac{\text{Resultado económico neto}}{\text{Total activo}} * 100$	1,16%	3,30%	8,41%	$\frac{2113018}{54384107} = 3,89\%$
$\frac{\text{Resultado después de impuestos}}{\text{Fondos propios}} * 100$	2,70%	5,22%	10,96%	$\frac{2113018}{48033431} = 4,40\%$
$\frac{\text{Fondos propios}}{\text{Total patrimonio neto y pasivo}} * 100$	50,13%	65,52%	78,52%	$\frac{48033481}{54384107} = 88,32\%$

**Fuente: Elaboración propia con los datos proporcionados por el Banco de España y por las cuentas de Bodegas Bilbaínas S.A.**

**Imagen 7.1: Ratios comparativos de Bodegas Bilbaínas S.A. con el sector.**



**Fuente: Central de Balances del Banco de España.**

Como se puede ver en la primera ratio, la empresa se sitúa dentro del 25% de las empresas que mejores datos obtienen al contar con una ratio de 13'42, que es mayor que 10'33 que corresponde con el valor del tercer cuartil. Esta ratio muestra que el resultado económico neto representa un 13'42% del total de la cifra neta de negocios.

Si nos fijamos en la ratio que compara el resultado económico de la empresa con sus activos se observa que la empresa se sitúa entre el segundo percentil y el tercero, habiendo sólo un 25% de empresas que tienen un mejor resultado en esta ratio.

Siguiendo con la tercera ratio se puede observar que la empresa se sitúa entre el 50% de las empresas con un valor similar de esta ratio, situándose entre el primer y el segundo cuartil, con un valor de 4,40 que es mayor que 2,70. Al tratarse de una ratio que relaciona el resultado después de impuestos con los fondos propios de la empresa, midiendo la rentabilidad del patrimonio, se

puede apuntar que la rentabilidad que obtiene la empresa de su patrimonio no es muy elevada.

En cuanto a la cuarta ratio la situación es totalmente distinta, al tener una ratio del 28'96 frente al 43'90 que representa el valor del primer cuartil, situándose la empresa entre el 25% de las empresas con peores datos obtienen, lo que implica que obtiene una cifra neta de negocios mucho menor al total de sus activos.

Por último, en lo que se refiere a la quinta ratio ésta mide que tanto por ciento de la propiedad de la empresa tiene sobre ella misma. La empresa tiene un resultado del 88'32, situándose así entre el 25% de las empresas con mejor resultado del sector, ya que se encuentra por encima de 78'52, valor del tercer cuartil.

El estudio realizado no resulta del todo concluyente, la razón puede venir motivada por la escasa desagregación que el Banco de España realiza en el sector; pues mientras que el CNAE de nuestra empresa es el 1102 (elaboración de vinos), el Banco de España se queda en el C11 "elaboración de bebidas".

## 8. CONCLUSIONES.

El estudio realizado de Bodegas Bilbaínas S.A. muestra como la empresa no utiliza apenas financiación ajena para llevar a cabo su actividad ordinaria.

Se ha comprobado como los flujos de explotación son positivos en todos los años analizados, habiendo aumentado sobre todo en el último año del estudio, esto es en 2015.

Los flujos de inversión son negativos, lo que muestra que la empresa destina el efectivo obtenido en la realización de inversiones de inmovilizado para el proyecto de modernización de sus instalaciones.

Los flujos de financiación han ido variando, pasando de negativos a positivos, debido a la devolución de deuda, y después vuelven otra vez a ser negativos.

En cuanto al fondo de maniobra, se puede observar que es positivo durante todo el periodo estudiado. Que sea positivo implica que la empresa puede hacer frente a la totalidad de su pasivo corriente con su activo corriente. El fondo de maniobra ha ido aumentando con el paso de los años. Una de las razones por las que esta diferencia es tan grande se debe a que la empresa cuenta con una gran cantidad de existencias. Este valor tan elevado de existencias puede deberse a la actividad principal de la empresa, la elaboración de vinos, ya que ciertos vinos tienen que pasar años en barricas para su elaboración, lo que les podría convertir en activos no corrientes, si bien tomando en consideración las normas contables al ser existencias deben ser tratadas como activos corrientes.

Que el fondo de maniobra sea positivo implica que la empresa gane fiabilidad frente a terceros, ya que los posibles inversores mirarán esta ratio, entre otras razones, para decidir si invertir en la empresa o no.

Otras ratios que pueden mirar los posibles inversores son las de solvencia, disponibilidad y endeudamiento, que si se analizan se ve que tanto la solvencia como la disponibilidad han disminuido y que el endeudamiento ha aumentado. Esto podría ser síntoma de pérdida de fiabilidad de los inversores, pero después de hacer el estudio puede verse que el activo corriente de la empresa ha ido aumentando con el paso de los años, pero por el aumento de su pasivo

corriente hace que la ratio de solvencia disminuya; esto mismo ocurre con la ratio de disponibilidad. La ratio de endeudamiento a corto plazo aumenta debido también al aumento del pasivo corriente. Este aumento puede deberse a que la empresa ha cambiado su política de cobros y pagos, ya que en un principio la empresa cobraba a sus clientes antes de lo que pagaba a sus proveedores, financiándose así gracias a ellos, como se ve en el estudio del Periodo Medio de Maduración. Esto ha cambiado en los últimos años, ya que paga a sus proveedores antes de lo que cobra a sus clientes; esta puede ser la razón por la que sus pasivos corrientes hayan aumentado, para poder llevar a cabo su actividad diaria.

Esto no quiere decir que la situación de la empresa sea peor, ya que sigue teniendo unos valores de las ratios de endeudamiento muy bajos y un fondo de maniobra muy elevado; por lo que los posibles inversores pueden seguir confiando en la empresa.

Por otro lado, se puede observar que la empresa está sobrepatrimonializada, ya que sus fondos propios son 10 veces mayores que el total del pasivo. Esto puede ser negativo ya que la empresa puede estar desaprovechando recursos y no estar sacando toda la rentabilidad que pudiera. En este caso se podría recomendar a la empresa que llevase a cabo una retribución a sus accionistas o que hiciese una reducción de reservas de libre disposición.

Al realizar la comparación entre el resultado antes de impuestos con los flujos de explotación se ha observado que ambos parámetros no siguen la misma tendencia, cuestión que nos indicaría la existencia de una empresa saneada; muy por el contrario en nuestro caso ambas variables muestran comportamientos absolutamente diferentes. Aunque por otro lado, si se ve la variación del patrimonio neto y de los flujos de explotación, junto con el resto de ratios, se puede ver que la empresa no tiene problemas de ningún tipo, y parece estar totalmente saneada. En algunos de los ejercicios se podría justificar tal proceder en que la empresa transfiere flujos de efectivo desde la explotación para financiar actividades de inversión, esto se muestra así, por ejemplo, en el año 2013 en que la empresa realizó una gran política de inversión, siendo el único año en que los flujos de financiación positivos.

Por último, en cuanto a la comparación de Bodegas Bilbaínas S.A. con el sector, se puede comprobar como la empresa es una de las mejor valoradas en cuanto a convertir sus ventas en beneficio real. A la vez es una de las peor valoradas en cuanto a la relación de su cifra de negocios y el total de sus activos. Y es de las mejor valoradas en cuanto a proporción fondos propios y de total de pasivo. Aunque como ya se ha comentado, el estudio no resulta del todo concluyente por la desagregación tan escasa que hace el Banco de España en comparación con el CNAE.

## 9. BIBLIOGRAFÍA.

1. Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre: PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD. Ministerio de Economía y Hacienda.
2. ROJO RAMÍREZ, A. (2008): “Estado de Flujos de Efectivo y análisis de la empresa”, Partida Doble, Número 204, páginas 48 a 64.
3. DIÉGUEZ SOTO, J. (2009): “Análisis crítico del Estado de Flujos de Efectivo de las actividades de explotación del PGC 2007 y su utilización en la evaluación de la solvencia empresarial”. Revista de Contabilidad y Tributación. Número 319.
4. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC).
5. IBAÑEZ JIMÉNEZ, E.M Y PARTE ESTEBAN, L. (2008): “El estado de flujos de efectivo: presentación y análisis”. Partida Doble, número 199.
6. ÁLVAREZ CARRIAZO, J. L. (2008): “Estado de Flujos de Efectivo: un caso práctico”. Revista de Contabilidad y Tributación. Número 304.
7. RUIZ LAMAS, F. (2011): “Análisis de los estados de circulación financiera”. <http://ciberconta.unizar.es/leccion/analecf/rlamas1.pdf> [Último acceso: 21-02-2017]
8. SÁNCHEZ ALEGRÍA, S., LIZARRAGA DALLO, F., GLARÍA AZNÁEZ, I. (2008): “El Estado de Flujos de Tesorería según las etapas del ciclo de vida de la empresa: una aproximación empírica”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa Vol. 14, número 2.
9. CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA. <http://www.bde.es/bde/es/areas/cenbal/> [Último acceso: 16-02-2017].
10. <https://lariojaturismo.com/comunidad/larioja/recurso/bodegas-bilbainas/f2640caa-6cc5-44ec-947b-64b870aecc8a> [Último acceso: 31.1.2017].

## 10. RELACIÓN DE ACRÓNIMOS.

C/P	Corto Plazo.
CNAE	Código Nacional de Actividades Económicas.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
ECPN	Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.
EFE	Estado de Flujos de Efectivo.
FASB	Financial Accounting Standards Board.
FEAE	Flujos de Efectivo de Actividades de Explotación.
FEAF	Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación.
FEAI	Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión.
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido.
L/P	Largo Plazo.
NECA	Normas de Elaboración de las Cuentas Anuales.
NIC/NIIF	Normas Internacionales de Contabilidad. Normas Internacionales de Información Financiera.
PGC	Plan General Contable.
PMM	Periodo Medio de Maduración.
PMMF	Periodo Medio de Maduración Financiero.
PYMES	Pequeñas Y Medianas Empresas.
RDL	Real Decreto Ley.
S.A.	Sociedad Anónima.
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards.
TRLSC	Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

## 11. ANEXO DE TABLAS Y GRÁFICOS.

**Tabla 2.1: Datos resumen del Estado de Flujos de Efectivo de Bodegas Bilbaínas S.A.**

	2011	2012	2013	2014	2015
Flujos de efectivo de las actividades de explotación					
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>	3.265.863	2.738.102	3.168.019	4.151.671	2.803.817
<b>2. Ajustes del resultado</b>	1.131.254	1.235.683	1.258.387	765.273	1.217.326
Amortización del inmovilizado	1.417.517	1.369.069	1.453.622	1.424.608	1.411.944
Correcciones valorativas por deterioro	62	106.934	106.860	-213.762	188.723
Variación de provisiones	-	5.497	6.131	6.185	6.574
Imputación de subvenciones	-47.496	-42.736	-50.756	-51.819	-40.912
Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	-93.770			-51.585	-
Ingresos financieros	-144.702	-203.831	-304.869	-451.786	-375.379
Gastos financieros	-	750	48.050	103.432	78.879
Diferencias de cambio	-357	-	-651	-	16
Otros ingresos y gastos				-19.028	-52.519
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	52.928	1.339.501	-698.845	-1.806.753	-745.696
Existencias	52.914	142.602	-149.578	-218.371	-837.771
Deudores y otras cuentas a cobrar	368.745	608.350	-210.448	-308.370	-351.525
Otros activos corrientes	61	155	-155.133	-123.086	-78.429
Acreedores y otras cuentas a pagar	-368.792	588.394	-183.686	-1.156.926	522.029
Otros activos y pasivos no corrientes	-5.447	3.540	-2.150	-38.998	
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	-725.236	-450.008	-568.487	-862.487	-241.010
Pagos de intereses	-	-750	-48.050	-96.456	-74.640
Cobros de intereses	144.702	203.831	297.042	447.486	306.431
Cobros/pagos por impuesto sobre beneficios	-869.938	-653.089	-817.479	-1.213.517	-472.801
<b>5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>3.719.362</b>	<b>4.866.818</b>	<b>3.156.924</b>	<b>2.189.678</b>	<b>3.034.437</b>
Flujos de efectivo de las actividades de inversión					
<b>6. Pagos por inversiones</b>	-721.613	-1.270.550	-6.347.074	-1.290.744	-1.525.983
Empresas del grupo y asociadas	-1.114.501	-2.928.938	-416.526	-2.858.097	-3.676.000
Inmovilizado intangible					
Inmovilizado material	-721.613	-1.270.550	-1.347.074	-1.290.744	-1.525.008
Inversiones inmobiliarias					
Otros activos financieros		-	-5.000.000	-	-975
<b>7. Cobros por desinversiones</b>	124.407			2.574.888	2.500.000
Inmovilizado material	124.407			74.888	-
Otros activos financieros				2.500.000	2.500.000
<b>8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>	<b>-1.711.707</b>	<b>-4.199.488</b>	<b>-6.763.600</b>	<b>-1.573.953</b>	<b>-2.701.983</b>
Flujos de efectivo de las actividades de financiación					
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	-	-6.403	285.598	17.786	54.814
Adquisición de instrumentos de patrimonio propio	-	-6.403	-513		
Enajenación de instrumentos de patrimonio propio					368
Subvenciones, donaciones y legados recibidos		-	286.111	17.786	54.446
<b>10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>-13.219</b>	<b>357.489</b>	<b>2.113.307</b>	<b>-442.746</b>	<b>247.280</b>
EMISIÓN					
Deudas con entidades de crédito		357.489	2.033.349		8.108
Otras		-	79.958	-3.553	239.172
DEVOLUCIÓN Y AMORTIZACIÓN DE					
Deudas con entidades de crédito	-13.219			-439.193	
<b>11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de</b>	<b>-500.464</b>	<b>-513.555</b>	<b>-430.096</b>	<b>-493.823</b>	<b>-637.389</b>
<b>12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>	<b>-513.653</b>	<b>-162.469</b>	<b>1.968.809</b>	<b>-918.783</b>	<b>-335.295</b>
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	357	-	651	-	-16
<b>Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes</b>	<b>1.494.329</b>	<b>504.861</b>	<b>-1.637.216</b>	<b>-303.058</b>	<b>-2.857</b>
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	11.993	1.506.322	2.011.183	373.967	70.909
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	1.506.322	2.011.183	373.967	70.909	68.052

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la CNMV sobre Bodegas Bilbaínas.

**Tabla 6.1: Variación interanual (2011-2015).**

<b>VARIACIÓN INTERANUAL</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Flujos efectivo explotación</b>	31%	-35%	-31%	39%
<b>Flujos efectivo inversión</b>	145%	61%	-77%	72%
<b>Flujos efectivo financiación</b>	-68%	-1312%	-147%	-64%
<b>Efectivo y equivalentes</b>	34%	-81%	-81%	-4%

Fuente: Elaboración propia.