



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas
y Empresariales**

Trabajo de Fin de Máster

Máster en Contabilidad y Gestión

Financiera

**Estudio de las sociedades
Cerealto Global S.L. y Galletas
Gullón S.A. a través de sus EFE**

Presentado por:

Iván Lucas Sánchez

Tutelado por:

Ana Morales Guerrero

Valladolid, 02 de Julio de 2025

UNIVERSIDAD DE VALLADOLID
MÁSTER EN CONTABILIDAD Y
GESTION FINANCIERA

CURSO ACADÉMICO 2024/2025

TRABAJO FIN DE MÁSTER

“Estudio de las sociedades Cerealto Global S.L. y Galletas Gullón S.A. a través de sus Estados de Flujos de Efectivo ”

Trabajo presentado por:

Iván Lucas Sánchez

Firma:

Tutor: Ana Morales Guerrero

Firma:

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Valladolid, julio, 2025

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo realizar un análisis acerca de la solvencia y liquidez de dos empresas del sector alimentario, a través del estudio detallado de sus cuentas anuales (en adelante, CCAA). En este caso, se ha optado por estudiar a las compañías Cerealto y Gullón, dos de los principales actores en la industria de la fabricación de galletas, cereales de desayuno y snacks.

El hecho de que ambas empresas sean de Palencia añade un valor adicional al estudio, ya que permite observar la evolución de dos grandes actores del sector alimentario en una misma región, ambas empresas han sido seleccionadas debido a su relevancia en el mercado y la magnitud de los recursos con los que trabajan.

El estudio se estructura en dos partes fundamentales. En primer lugar, se procederá con una presentación breve de las empresas seleccionadas, proporcionando el contexto necesario para comprender su perfil corporativo y su posicionamiento en el mercado. A continuación, se realizará un análisis económico-financiero más detallado, utilizando como herramienta clave el estado de flujos de efectivo (en adelante EFE) y una serie de ratios financieros que permitirán evaluar en profundidad su rendimiento y salud financiera.

Finalmente, a partir de los resultados obtenidos en el análisis, se alcanzará una conclusión comparativa sobre la solidez financiera de ambas compañías, destacando sus fortalezas y debilidades en términos de solvencia y liquidez. Se pretende ofrecer una visión clara y objetiva sobre la viabilidad financiera de Cerealto y Gullón, contribuyendo al conocimiento sobre la situación económica del sector alimentario en el que operan.

Palabras clave: Estado de flujos de efectivo, estados financieros, solvencia, liquidez.

Códigos JEL: M41, G32, L66.

Abstract

The aim of this study is to carry out an analysis of the solvency and liquidity of two companies in the food industry through a detailed examination of their annual accounts (hereinafter, CCAA). In this case, the companies selected for analysis are Cerealto and Gullón, two of the main players in the production of biscuits, breakfast cereals, and snacks.

The fact that both companies are based in Palencia adds an additional layer of value to the study, as it allows for an observation of the development of two major players in the food sector within the same region. These companies were chosen due to their relevance in the market and the magnitude of the resources they manage.

The study is structured in two main parts. First, a brief introduction to the selected companies will be provided to establish the context and help understand their corporate profiles and market positioning. Then, a more in-depth financial and economic analysis will be carried out, using the cash flow statement (hereinafter, CFS) and a set of financial ratios as key tools to evaluate their performance and financial health.

Finally, based on the findings of the analysis, a comparative conclusion will be drawn regarding the financial strength of both companies, highlighting their strengths and weaknesses in terms of solvency and liquidity. The objective is to offer a clear and objective perspective on the financial viability of Cerealto and Gullón, contributing to a broader understanding of the economic landscape within the food sector in which they operate.

Keywords: Statement of cash flows, financial statements, solvency, liquidity.

JEL: M41, G32, L66.

Relación de acrónimos

– AC	Activo Corriente
– ANC	Activo No Corriente
– ANCMV	Activos No Corrientes mantenidos para la venta
– CCAA	Cuentas Anuales
– CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores ECPN
– ECPN	Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
– EFE	Estado de Flujos de Efectivo
– FE	Flujo de Efectivo de actividades de Explotación
– FF	Flujo de Efectivo de actividades de Financiación
– FI	Flujo de Efectivo de actividades de Inversión
– ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
– I+D+I	Investigación y Desarrollo
– JEL	Journal of Economic Literature
– NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
– NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
– PC	Pasivo Corriente
– PN	Patrimonio Neto
– PNC	Pasivo No Corriente
– PNCMV	Pasivos No Corrientes mantenidos para la venta
– PGC	Plan General de Contabilidad
– PGC/PYME	PGC de Pequeñas y Medianas Empresas
– RAII	Resultado antes de intereses e impuestos
– RAI	Resultado antes de impuestos
– ROA	Rentabilidad económica
– ROE	Rentabilidad financiera

Índice

Relación de acrónimos.....	7
Resumen	5
1 Introducción y objeto de estudio.....	13
2 Perfil empresarial y contexto.....	14
2.1 Cerealto Global S.L.	14
2.1.1 Historia del grupo.....	14
2.1.2 Proyección empresarial.....	16
2.2 Galletas Gullón S.A.	17
2.2.1 Historia del grupo.....	17
2.2.2 Proyección empresarial.....	19
3 Análisis del sector galletero	21
3.1 Evolución y composición del sector galletero en España.....	21
3.2 Canales de venta e importancia de las marcas de distribuidor	23
3.3 Comercio exterior.....	23
3.4 Ranking de empresas por nivel de facturación	24
4 Metodología aplicada	26
5 Fundamentos teóricos del EFE	27
5.1 El estado de flujos de efectivo	27
5.1.1 Marco regulador del EFE.....	28
5.1.2 Metodología de elaboración del EFE	29
5.1.3 Estructura del EFE	30
5.1.4 Interpretación del EFE.....	34
5.1.5 Beneficios de elaborar el EFE.....	35
6 Análisis del Estado de flujos de efectivo.....	37
6.1 Análisis del EFE de Cerealto Global S.L.....	37
6.1.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación.....	37
6.1.2 Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión	39
6.1.3 Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación	40
6.1.4 Variación neta del efectivo o equivalentes.....	41
6.1.5 Análisis comparativo de los flujos de efectivo	42
6.2 Análisis del EFE de Galletas Gullón S.A.....	44
6.2.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación.....	44

6.2.2	Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión	45
6.2.3	Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación	46
6.2.4	Variación neta del efectivo o equivalentes.....	47
6.2.5	Análisis comparativo de los flujos de efectivo	48
7	Análisis de sus indicadores financieros.....	50
7.1	Fondo de maniobra	50
7.2	Ratio de solvencia a c/p	52
7.3	Acid test.....	54
7.4	Disponibilidad ordinaria	56
7.5	Endeudamiento total	57
7.6	Calidad de la deuda	59
7.7	Solvencia.....	61
7.8	Autonomía financiera.....	62
7.9	Rentabilidad económica (ROA)	64
7.10	Rentabilidad financiera (ROE)	66
7.11	Apalancamiento financiero	67
7.12	Importe neto de la cifra de negocios	69
8	Conclusiones	71
9	Bibliografía.....	73
9.1	Recursos electrónicos.....	73
9.2	Bibliografía	74
9.3	Normativas	74
10	Anexo. Otros estados financieros	75

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 2.1 Oficinas centrales y planta de producción de Cerealto en Venta de Baños.....	14
Ilustración 2.2 Planta de producción Gullón II en Aguilar de Campoo.	18

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1 Principales empresas del sector de las galletas	24
Tabla 3.2 Consumo y gasto en bollería, galletas y cereales de los hogares, 2022.....	25
Tabla 5.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación.....	31
Tabla 5.2 Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión.....	32
Tabla 5.3 Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación.	33
Tabla 5.4 Efecto de las variaciones de los tipos de cambio.....	33
Tabla 5.5 Variación neta del efectivo o equivalentes.....	33
Tabla 6.1 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Cerealto (miles de €)	37
Tabla 6.2 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Cerealto (miles de €)	39
Tabla 6.3 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Cerealto (miles de €)	40
Tabla 6.4 Variación neta del efectivo o equivalentes de Cerealto (miles de €).....	41
Tabla 6.5 Evolución del EFE de Cerealto 2018-2022 (miles de €).....	42
Tabla 6.6 Etapas de la vida de la empresa en Cerealto	43
Tabla 6.7 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Gullón (miles de €)	44
Tabla 6.8 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Gullón (miles de €).....	45
Tabla 6.9 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Gullón (miles de €).	46
Tabla 6.10 Variación neta del efectivo o equivalentes de Gullón (miles de €)	47

Tabla 6.11 Evolución del EFE de Gullón 2018-2022 (miles de €).....	48
Tabla 6.12 Etapas de la vida de la empresa en Gullón	49
Tabla 7.1 Comparativa de la evolución del Fondo de Maniobra (miles de €).....	52
Tabla 7.2 Comparativa de la evolución de la ratio de solvencia a c/p.....	53
Tabla 7.3 Comparativa de la evolución del Acid Test.....	55
Tabla 7.4 Comparativa de la evolución de la ratio de Disponibilidad ordinaria	57
Tabla 7.5 Comparativa de la evolución de la ratio de Endeudamiento total.....	58
Tabla 7.6 Comparativa de la evolución de la Calidad de la deuda	59
Tabla 7.7 Comparativa de la evolución de la ratio de Solvencia.....	62
Tabla 7.8 Comparativa de la evolución de la ratio de Autonomía financiera.....	63
Tabla 7.9 Comparativa de la evolución de la ratio de Autonomía financiera.....	63
Tabla 7.10 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad económica ..	65
Tabla 7.11 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad financiera	66
Tabla 7.12 Comparativa de la evolución del Apalancamiento financiero	68
Tabla 7.13 Comparativa de la evolución del INCN (miles de €).....	70
Tabla 10.1 Evolución del Balance de Cerealto durante el período de 2018 a 2022.....	75
Tabla 10.2 Evolución de la Cuenta de resultados de Cerealto durante el período de 2018 a 2022	76
Tabla 10.3 Evolución del Estado de flujos de efectivo de Cerealto durante el período de 2018 a 2022	77
Tabla 10.4 Evolución del Balance de Gullón durante el período de 2018 a 2022 ..	78
Tabla 10.5 Evolución de la Cuenta de resultados de Gullón durante el período de 2018 a 2022	79
Tabla 10.6 Evolución del Estado de flujos de efectivo de Gullón durante el período de 2018 a 2022	80

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1 Variaciones en el consumo de galletas.....	22
Gráfico 3.2 Cuota de mercado en la comercialización del sector	23

Gráfico 6.1 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Cerealto (miles de €)	37
Gráfico 6.2 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Cerealto (miles de €)	39
Gráfico 6.3 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Cerealto (miles de €)	40
Gráfico 6.4 Variación neta del efectivo o equivalentes de Cerealto (miles de €)...	41
Gráfico 6.5 Evolución de EFE de Cerealto 2018-2022 (miles de €).....	42
Gráfico 6.6 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Gullón (miles de €)	44
Gráfico 6.7 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Gullón (miles de €)	45
Gráfico 6.8 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Gullón (miles de €)	46
Gráfico 6.9 Variación neta del efectivo o equivalentes de Gullón (miles de €).....	47
Gráfico 6.10 Evolución del EFE de Gullón 2018-2022 (miles de €)	48
Gráfico 7.1 Comparativa de la evolución del Fondo de Maniobra (miles de €)	51
Gráfico 7.2 Comparativa de la evolución de la ratio de solvencia a c/p	53
Gráfico 7.3 Comparativa de la evolución del Acid Test	55
Gráfico 7.4 Comparativa de la evolución de la ratio de Disponibilidad ordinaria...	56
Gráfico 7.5 Comparativa de la evolución de la ratio de Endeudamiento total	58
Gráfico 7.6 Comparativa de la evolución de la Calidad de la deuda.....	60
Gráfico 7.7 Comparativa de la evolución de la ratio de Solvencia	61
Gráfico 7.8 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad económica..	65
Gráfico 7.9 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad financiera....	66
Gráfico 7.10 Comparativa de la evolución del Apalancamiento financiero.....	68
Gráfico 7.11 Comparativa de la evolución del INCN (miles de €)	70

1 INTRODUCCIÓN Y OBJETO DE ESTUDIO

El presente Trabajo de Fin de Máster tiene como finalidad llevar a cabo un análisis económico-financiero comparativo entre los dos grupos más relevantes dentro del sector alimentario: Cerealto Global S.L. y Galletas Gullón S.A. Ambas entidades desarrollan su actividad en la industria de la fabricación de galletas, cereales, pasta y snacks, contando con una trayectoria consolidada en el mercado nacional e internacional.

La elección de estas dos empresas no es casual, sino que responde a dos importantes razones, en primer lugar, se trata de dos organizaciones con sede en la provincia de Palencia, lo cual permite contextualizar el análisis dentro de un entorno geográfico común, facilitando la comparación directa desde una perspectiva regional. En segundo lugar, ambas compañías presentan una dimensión empresarial considerable, tanto en términos de volumen de producción como de activos, situándose entre los actores más relevantes del sector.

El enfoque metodológico del trabajo se articula en torno al estudio de las CCAA consolidadas de cada empresa, con especial énfasis en el EFE, herramienta clave para la evaluación de la liquidez y la capacidad de generación de recursos por parte de una entidad. Asimismo, se hará uso de distintos ratios financieros, que permitirán complementar el análisis desde la perspectiva de la solvencia, la rentabilidad y la estructura financiera.

En primer lugar, se presentará un breve análisis del sector y una descripción de cada una de las empresas, con el fin de contextualizar sus características organizativas, su modelo de negocio y su posición competitiva. A continuación, se procederá con el análisis técnico de los EFE, prestando atención tanto a la evolución temporal de los flujos como a su interpretación cualitativa. Este análisis se completará con el estudio de ratios seleccionados que permitan extraer conclusiones relevantes sobre la salud financiera de ambas compañías.

Finalmente, se expondrán las conclusiones del estudio, comparando los resultados obtenidos y valorando las fortalezas y debilidades de cada empresa en términos de liquidez y solvencia. Con ello, se pretende ofrecer una visión crítica y fundamentada sobre la sostenibilidad financiera de Cerealto y Gullón, aportando así una contribución al conocimiento del sector alimentario desde una perspectiva económico-financiera.

2 PERFIL EMPRESARIAL Y CONTEXTO

La información obtenida para el siguiente estudio ha sido obtenida de las CCAA y otros estados financieros localizados en la base de datos Sabi ya que no fue posible encontrarlos ni a través de sus páginas web oficiales ni tampoco en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) debido a que ambos grupos empresariales a pesar de su tamaño no cotizan en ningún mercado bursátil.

2.1 Cerealto Global S.L.

2.1.1 Historia del grupo

La historia de Cerealto conocida anteriormente como Siro tiene sus raíces en la primigenia y artesanal empresa Galletas Siro allá por el año 1916 en la localidad palentina de Alar del Rey creada por Siro Fernández de la cual recibe el nombre. Favorecida por la política de cupos establecida por el régimen durante la época de posguerra logra un gran crecimiento constituyéndose así en el año 1966 como sociedad anónima, década en la adquiere importantes factorías como la de Venta de Baños (actual sede del grupo).



Ilustración 2.1 Oficinas centrales y planta de producción de Cerealto en Venta de Baños.

Con la transición llegaron las multinacionales extranjeras al mercado español para acabar comprando la mayoría de las industrias nacionales, este hecho afectó también a Siro, que en 1987 fue adquirida por el grupo francés BSN Danone. No obstante, la poca variedad en la producción y la necesidad de desarrollar nuevos productos hizo que Danone decidiera prescindir de Galletas Siro, que vendió en 1991 al Juan Manuel González Serna, en este momento la cuota de mercado había descendido ya al 4,6%

en 1992, sin embargo, en menos de cinco años y gracias a la gestión del empresario madrileño y su política de diversificación hacia otros sectores de la alimentación, Grupo Siro consiguió su máximo histórico en la cuota de mercado con el 15,3% de la producción nacional. Algunas de las adquisiciones más relevantes durante la década fueron la zamorana Pastas Reglero en 1993, Río Productos Alimenticios en 1994, KP Larios en 1995, Pastas Ardilla y La Familia en 1998 y las instalaciones y plantilla de Galletas Fontaneda de Aguilar de Campoo en el año 2002.

Continuando con su política expansionista Grupo Siro suscribe en el año 2004 un importante convenio como proveedor de la conocida cadena de supermercados Mercadona, este hito supuso para la corporación un nuevo plan estratégico con una inversión de más de 200 millones de €. En el año 2010 abre una nueva planta de más de 26 millones de inversión en Medina del Campo. En esa misma fecha para el desarrollo y diseño de nuevos productos inaugura su centro de I+D+I en la localidad de El Espinar (Segovia). En el año 2011 adquirió la fábrica de galletas Nutrexpa en Jaén.

En 2013, con el objetivo de expandir su presencia internacional y fortalecer sus operaciones en mercados clave en América y Europa, se crea la sociedad Cerealto como la filial internacional del grupo, a través de la cual se invierte para adquirir nuevas instalaciones en Tepeji (México), Workshop (Reino Unido), Mem Martins (Portugal) y en Silvano d'Orba (Italia).

En el año 2018, Mercadona anunció que cambiaba su política de interproveedores, pasando a tener varios fabricantes en cada producto, esta mayor competencia acabó generando una fuerte caída en las ventas y obligó al grupo a llevar a cabo una política de desinversión. Entre las pérdidas más significativas destacan la venta de sus fábricas en Briviesca (Burgos), El Espinar (Segovia), Navarrés (Valencia) y Medina del Campo (Valladolid), Antequera (Málaga) y Paterna (Valencia).

Con el objetivo de ser más competitivos Grupo Siro y Cerealto en ese mismo año decidieron fusionarse, dando lugar a Cerealto Siro Foods, la nueva marca que reflejaría la consolidación de ambos negocios bajo una única estructura operativa y de mercado.

En septiembre de 2021, Cerealto Siro afrontaba una deuda de más de 320 millones de euros y no podía hacer frente a sus obligaciones. La empresa encargó a la banca de inversión Alantra la búsqueda de un socio para garantizar su continuidad. En marzo de 2022, se alcanzó un acuerdo con una joint venture formada por el fondo de inversión americano Davidson Kempner y el turco Afendis Capital Management, los cuales adquirieron el 75% de la compañía, manteniendo a Juan Manuel González Serna como presidente. (Cerealto, 2025)

La operación de reestructuración financiera dependía de que los trabajadores aceptaran un plan de viabilidad con reducción salarial. Tras el rechazo de los empleados de algunas plantas, Cerealto cerró la fábrica de Venta de Baños y trasladó la producción a otras instalaciones. La situación se complicó, y los fondos de inversión retiraron la oferta, lo que llevó a la paralización temporal de las plantas. Tras negociaciones mediadas por la ministra de Industria, Reyes Maroto, se mejoraron las condiciones laborales y las tres plantas afectadas aceptaron el acuerdo.

Finalmente, el 13 de junio de 2022, los fondos Afendis y Davidson Kempner adquirieron el 75% de Cerealto Siro, y el 1 de julio, Cem Karakas fue nombrado presidente ejecutivo, marcando un cambio importante en la gestión actual de la empresa. (Cerealto, 2025)

2.1.2 Proyección empresarial

A lo largo de los años, el grupo Cerealto-Siro ha recibido varios reconocimientos por la calidad de sus productos, sus innovaciones tecnológicas y sus buenas prácticas en el ámbito empresarial. En las áreas de innovación alimentaria y calidad de producto destacan los premios "VI Sanidad Castilla y León" a Imasdea en 2014, "Mejor Empresa Alimentaria Española 2003 en Innovación" otorgado por el Ministerio de Industria y en materia de responsabilidad social empresarial, los premios a la "Mejor Acción Social de Integración Laboral" en 2006 y "Olimpia 2003" otorgado por el Consejo Superior de Deportes en reconocimiento por la contribución de la empresa al fomento del deporte entre personas con discapacidad.

En la actualidad Cerealto cuenta con más de 2.800 empleados repartidos entre sus 6 factorías en territorio nacional y las de Portugal, Reino Unido y México. El grupo afirma en su página web ser el mayor grupo europeo de fabricación de galletas, snacks y pasta, persiguiendo una estrategia de fabricar su totalidad para terceros renunciando a vender bajo su marca propia.

En cuanto al volumen de la cifra de negocios la corporación en el 2023 fue de unos 463 millones de euros aumentando un 9,2 % respecto del año anterior. Si bien en lo que respecta al resultado del ejercicio de ese mismo año tuvo unas pérdidas por valor de 18,7 millones de euros.

Aunque Cerealto Siro Foods ha pasado por varias transformaciones y reestructuraciones a lo largo de los años, la empresa sigue siendo una entidad privada. No está cotizada en la bolsa, ya que su propiedad fue adquirida en su mayoría por los fondos de inversión mencionados previamente. (Cerealto, 2025)

En el ámbito social, cuenta con tres Centros Especiales de Empleo propios, ubicados en Venta de Baños, Jaén y Paterna (Comunidad Valenciana). Estos centros emplean a más de 500 personas con discapacidad, representando aproximadamente el 11% de su plantilla. (Cerealto, 2020)

En cuanto a sus perspectivas futuras, la compañía continúa enfocada en la innovación de productos, especialmente en las categorías de productos saludables, sin gluten y veganos, lo que le permite responder a las nuevas tendencias del mercado alimentario.

2.2 Galletas Gullón S.A.

2.2.1 Historia del grupo

La empresa fue fundada en el año 1892 por José Gullón Barrios, considerada la primera productora nacional de galletas, tiene su origen en Aguilar de Campoo, una villa situada al norte de la provincia de Palencia.

Que los dos colosos de la industria galletera hayan echado raíces en la misma provincia no es fruto del capricho ni del azar, sino la consecuencia lógica de una historia que fermenta en las entrañas del comercio y la tierra. A finales del siglo XIX, el azúcar que cruzaba el Atlántico desde las colonias españolas desembarcaba en el puerto de Santander y, tierra adentro, se encontraba con el trigo sobrio y abundante de Castilla. Allí, en ese cruce silencioso de rutas y materias, comenzó a hornearse el porvenir de una industria que convertiría a Palencia en el referente galletero del país, más concretamente a Aguilar de Campoo, pues llegó a ser conocido como “*El pueblo de las galletas*” donde llegaron a existir hasta 5 de los fabricantes más grandes (Fontaneda, Gullón, Fontibre, Ruvil y Tefe).

Como motor de su crecimiento, al igual que sucedió con Grupo Siro, la crisis de posguerra jugó un papel determinante. En un contexto de escasez y restricciones, la ubicación estratégica le aseguró un flujo constante de materia prima. Esa ventaja logística, unida a su capacidad productiva, le permitió sortear los rigores del desabastecimiento y consolidarse como un actor clave en la industria alimentaria española. Como curiosidad Galletas Gullón fue nombrada suministradora oficial de la Casa Real, lo que le otorgó prestigio e impulsó el crecimiento del fabricante, este lazo de amistad con sus majestades sigue presente, los cuales visitan públicamente las instalaciones con periodicidad.

A mediados del siglo XX la crisis del sector llevó al cierre a tres de los mayores fabricantes de la región, Fontibre, Ruvil y Tefe. (Gullón, 2025)

Como respuesta y medida de salvación Gullón lleva a cabo una estrategia de diversificación con la que consigue no solo volver a establecerse sino crecer gracias a productos nuevos como la galleta integral y a una mayor cuota de mercado liberada por sus competidores.

La llegada de María Teresa Rodríguez Sainz-Rozas a la dirección general marcó un punto de inflexión, pues bajo su liderazgo, Gullón comenzó a diversificar aún más su gama de productos, apostar por la automatización de procesos y desarrollar una cultura empresarial orientada al crecimiento sostenible.

En el año 2003 se inaugura en Aguilar la denominada fábrica Gullón II, considerada la más grande de España y una de las más modernas de Europa. Lo que supuso una gran inversión estratégica para fortalecer su capacidad productiva y consolidar su posición en el mercado nacional y potenciar el exterior.



Ilustración 2.2 Planta de producción Gullón II en Aguilar de Campoo.

En las últimas dos décadas, Galletas Gullón ha mantenido una política de reinversión sistemática de beneficios en activos productivos e innovación tecnológica. Esta estrategia le ha permitido operar con márgenes de rentabilidad por encima de la media del sector, así como resistir con solidez los vaivenes económicos derivados de la crisis de 2008 o las disrupciones generadas por la pandemia.

La empresa ha experimentado también un notable impulso internacional. En la actualidad, exporta el 35% de su producción a más de 120 países, para ello, cuenta con sociedades filiales en Francia, Italia, Portugal, Reino Unido y Estados Unidos, a través de las cuales la compañía establece alianzas comerciales que le permiten ampliar su

red de distribución en Europa, América Latina, Asia y África. Mientras Cerealto articula su estrategia de crecimiento mediante la adquisición de fábricas y la constitución de sociedades en el extranjero, con el objetivo de producir y distribuir directamente en los mercados locales, Gullón opta por un modelo inversor basado en el fortalecimiento de su capacidad productiva nacional, exportando desde España a los distintos mercados internacionales.

Esta expansión se ha complementado con una fuerte inversión en innovación y desarrollo, creando nuevas líneas de productos saludables, sin azúcares añadidos, integrales y sin gluten, lo que ha permitido a la corporación poder anticiparse a las nuevas tendencias de consumo.

A diferencia de Cerealto, que dedica la totalidad de su producción a marcas de distribuidor, Galletas Gullón comercializa un 59 % bajo esta modalidad, combinando así su estrategia entre marca propia y distribución.(Gullón, 2025)

2.2.2 Proyección empresarial

Desde sus inicios, la empresa ha mantenido una clara orientación familiar e independiente, convirtiéndose con el paso de las décadas en una de las compañías galleteras más longevas y relevantes de España.

Al concentrarse la propiedad en manos de la familia fundadora y de miembros clave de la dirección, la compañía ha optado tradicionalmente por un modelo de desarrollo basado en la reinversión de beneficios y el uso de recursos propios, en lugar de recurrir al endeudamiento externo.

Esta estrategia queda reflejada en la composición del capital social, donde destaca la presidenta María Teresa Rodríguez Sainz-Rozas con un 55,29% de participación, seguida por el director general Juan Miguel Martínez Gabaldón con un 16%, y los hijos de la familia Gullón Rodríguez, que ostentan un 3,86% cada uno. A esto se suma un 10,49% en autocartera y un 2,78% de capital disperso. En conjunto, la propiedad familiar controla más del 80% del accionariado, lo que garantiza un alto grado de estabilidad en la toma de decisiones y una visión de largo plazo en la gestión de la empresa.

Galletas Gullón ha sido reconocida en múltiples ocasiones por su labor en innovación, sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Entre sus galardones más destacados se encuentran el “Premio Nacional a la Innovación” en el año 2009, y el reconocimiento por parte del Ministerio de Sanidad por su compromiso con la Estrategia NAOS (Nutrición, Actividad Física y Prevención de la Obesidad).

A nivel regional, ha recibido premios como el "Castilla y León Económica a la Mejor Empresa" por su impacto económico y social en la Comunidad. Asimismo, ha sido reconocida por su compromiso con la igualdad de oportunidades, la formación continua de sus trabajadores y la implantación de medidas de conciliación laboral.

Actualmente, la empresa genera más de 2.100 puestos de trabajo. Dado que sus dos fábricas están ubicadas en la villa de Aguilar de Campoo, su presencia tiene un impacto significativo en la región, contribuyendo de manera notable a la economía de la España rural.

Galletas Gullón se posiciona como el mayor fabricante español de galletas y uno de los principales del continente europeo con unas ventas de 630 millones de euros en 2023, un 18% más respecto del año anterior.

En cuanto al resultado del ejercicio el correspondiente al año 2023 no ha sido publicado, al menos en las fuentes disponibles, el último resultado que podemos observar es el correspondiente al ejercicio económico 2022 de unos 21 millones de euros.

A diferencia de otras compañías del sector que operan en régimen de fabricación para terceros, Gullón ha apostado por consolidar su propia marca como referente en calidad, salud y tradición.

La empresa ha mantenido un modelo de negocio autosuficiente, sin recurrir a financiación externa agresiva ni a procesos de desinversión, lo cual le ha permitido fortalecer su independencia financiera. Este enfoque prudente y al mismo tiempo ambicioso ha situado a Gullón como un ejemplo de empresa industrial de capital 100% español que ha sabido crecer con equilibrio, apostando por la inversión productiva y el empleo estable. (Gullón, 2025)

3 ANÁLISIS DEL SECTOR GALLETERO

3.1 Evolución y composición del sector galletero en España

El sector galletero en España cuenta con una sólida tradición y una fuerte presencia en el día a día de los hogares, siendo las galletas un producto habitual en la alimentación de los consumidores.

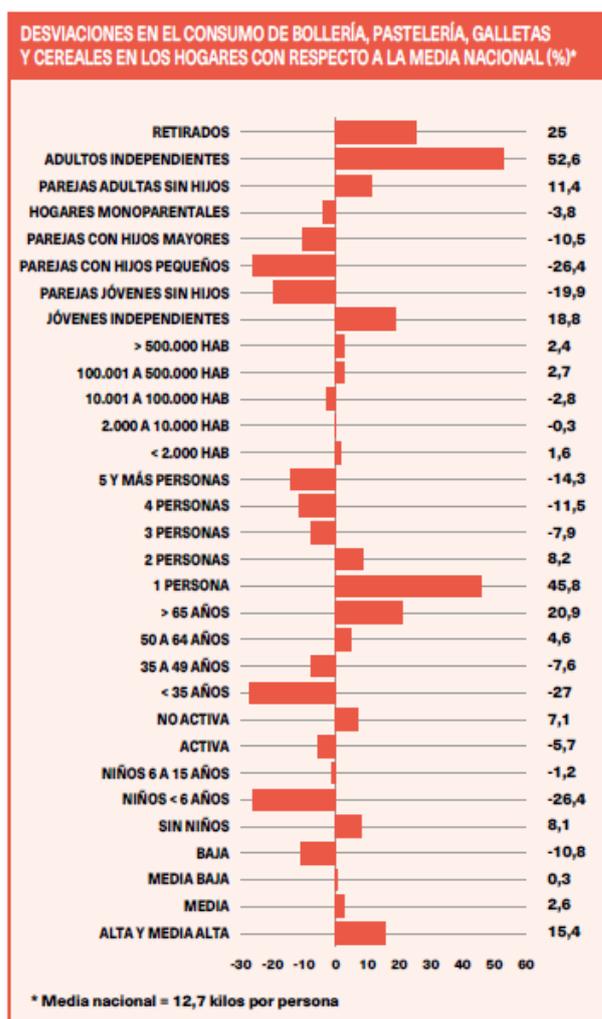
Desde el punto de vista estructural, se trata de un mercado compuesto por un elevado número de operadores, tanto nacionales como internacionales, así como pequeñas y medianas empresas que actúan en ámbitos regionales o en nichos específicos. Uno de los rasgos más distintivos de este sector es la elevada presencia de inversión extranjera, lo que ha derivado en un alto grado de concentración empresarial y en una creciente internacionalización.

Uno de los pilares estratégicos del sector es la innovación constante, tanto en los procesos de fabricación como en la composición de los productos. Esta apuesta responde a un consumidor cada vez más consciente de la salud y la calidad nutricional, lo que ha impulsado la reformulación de productos para reducir aditivos como conservantes, edulcorantes o estabilizantes, y potenciar opciones más saludables como galletas sin gluten, sin azúcares añadidos o enriquecidas en proteínas.

A nivel productivo, las empresas del sector suelen emplear materias primas de alta calidad de origen nacional, como trigo castellano, leche y mantequilla del norte de España o aceite de oliva andaluz. No obstante, el volumen de producción obliga en ocasiones a recurrir a suministros del exterior para asegurar el abastecimiento.

El comportamiento de la demanda también presenta ciertas singularidades. El consumo per cápita se ve influido por variables como el nivel de renta, la composición del hogar o el perfil del comprador. Por ejemplo, el consumo suele ser más elevado en hogares de renta media-alta, sin presencia de niños, en los que la compra la realiza una persona no activa laboralmente, de mayor edad o que vive sola. A nivel geográfico, los municipios de tamaño medio (entre 100.001 y 500.000 habitantes) concentran un mayor consumo, así como comunidades como Asturias, Castilla y León o País Vasco. En cambio, regiones como Murcia, Extremadura y Andalucía presentan una menor demanda relativa.

Gráfico 3.1 Variaciones en el consumo de galletas



Fuente: Sector galletero 2022. Mercasa

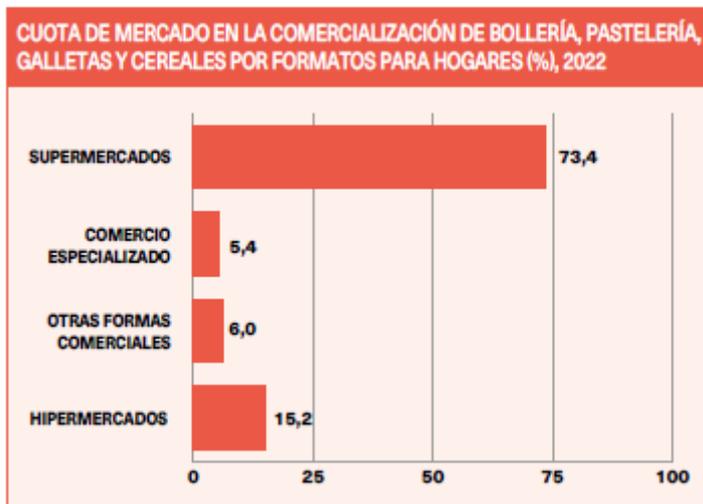
En cuanto a la evolución reciente, entre 2018 y 2022 el sector ha mostrado cierto dinamismo, aunque también signos de estancamiento en los últimos ejercicios. En 2018, la producción alcanzó las 503.012 toneladas, con un crecimiento del 5,6%. Las galletas de merienda y las de desayuno familiar lideraron la demanda, con un consumo medio de 5,2 kg por persona y un gasto anual de 18,6 euros.

Durante 2019 y 2020, la producción siguió en ascenso hasta las 542.278 toneladas, mientras que el consumo per cápita y el gasto se mantuvieron en torno a los 5,3–5,5 kg y los 18,8–19,7 euros respectivamente. En estos años, la preferencia del consumidor no varió significativamente respecto a los tipos de galletas.

Sin embargo, en 2021 y 2022 se observaron retrocesos productivos (-1% y -5,2% respectivamente), con una disminución del consumo a 4,9 kg per cápita. Cabe destacar el crecimiento del segmento de galletas de salud, que pasó del 14% al 19,8% de la demanda total, en detrimento de las galletas infantiles. (Mercasa, 2023)

3.2 Canales de venta e importancia de las marcas de distribuidor

Gráfico 3.2 Cuota de mercado en la comercialización del sector



Fuente: Sector galletero 2022. Mercasa.

Respecto a los canales de distribución, el supermercado es el principal punto de venta, con una cuota del 73,4%, seguido de hipermercados (15,2%) y comercios especializados (5,4%). El canal online, aunque minoritario, ha ganado relevancia, alcanzando el 6% de cuota.

A lo largo de los años, las marcas de distribución han ganado una presencia significativa dentro del sector galletero. En 2022 alcanzaron una cuota del 73% en volumen y del 60% en valor, lo que refleja una evolución creciente de este tipo de marcas. Estas destacan especialmente en el segmento de galletas de desayuno, aunque tienen menor protagonismo en el de especialidades. (Mercasa, 2023)

3.3 Comercio exterior

El sector galletero español es considerado una de las principales fábricas de galletas de Europa, representando una tercera parte de la producción de la UE, solo por detrás de Italia y Alemania. Esta posición se ha logrado gracias al crecimiento sostenido en producción y exportaciones, lo que también ha contribuido a generar empleo de calidad, siendo mayoritariamente femenino y joven.

El comercio exterior es clave para la sostenibilidad del sector. A pesar de dificultades como la caducidad de los productos o los problemas logísticos, las exportaciones han crecido notablemente. En 2018, se exportaron 268.590 toneladas, un 13,2% más que el año anterior. Las exportaciones representan el 44% del mercado total, siendo la UE el principal destino (76,6%), seguida de América (8,6%) y Asia (6,1%).

Las importaciones son mucho menores, con 82.000 toneladas, procedentes principalmente de Francia, Alemania y Dinamarca.

En 2022, las exportaciones aumentaron un 28,7%, consolidando a la UE como principal compradora (Portugal, Francia, Polonia, entre otros). También se incrementaron las importaciones respecto a 2021.(Mercasa, 2023)

3.4 Ranking de empresas por nivel de facturación

Tabla 3.1 Principales empresas del sector de las galletas

PRINCIPALES EMPRESAS DEL SECTOR DE LAS GALLETAS	
EMPRESA	VENTAS Mill. Euros
Mondelez España Grupo *	815
Galletas Gullón, S.A, Grupo	531
Cerealto Siro Foods, S.L*	390
Grupo Adam Foods, S.L (Cuétara, Artiach, etc.)*	385,5
Nutrition & Santé Iberia, S.L (*)	87
Arluy, S.A (*)	47,2
La Flor Burgalesa, S.L	29,4
Dupont Biscuit Ibérica	20
Quely, S.A	14,3
Dicarcono, S.L	10,2

FUENTE: ALIMARKET. Año 2022. * Incluye la facturación de otras producciones.

El sector galletero español está dominado por un grupo reducido de grandes empresas que concentran la mayor parte de la facturación. En el año 2022, la compañía Mondelez International encabezó el ranking con una facturación de 815 millones de euros, lo que representa aproximadamente un 53,6% del total sectorial. Le siguió Galletas Gullón, con unas ventas de 531 millones de euros, equivalente al 34,9% de la facturación total. En tercer lugar, se situó Grupo Cerealto Siro con 390 millones de euros (25,6%), mientras que el Grupo Adam Foods responsable de marcas como Cuétara o Artiach ocupó el cuarto puesto con 385,5 millones de euros, lo que supone un 25,3% del total del mercado.

A partir de estas cifras, se evidencia que el liderazgo empresarial en el mercado español de galletas está en manos de compañías con una sólida presencia internacional y una fuerte capacidad inversora. Galletas Gullón ha consolidado su posición gracias a una estrategia basada en innovación, sostenibilidad y diversificación de producto, mientras que Mondelez refuerza su liderazgo apoyada en un portafolio global y canales de distribución potentes.

En contraste, Cerealto Siro, que en 2019 lideraba el sector, ha experimentado una disminución significativa en ventas, motivada por problemas financieros derivados de su dependencia contractual con Mercadona. A pesar de ello, ha iniciado un proceso de reestructuración centrado en la innovación tecnológica. Por su parte, Adam Foods mantiene una evolución estable, con una presencia firme en el mercado nacional. El resto de los competidores, aunque con cifras de facturación más reducidas entre 87 y 10,2 millones de euros, siguen jugando un papel relevante en nichos específicos o como actores regionales. (Mercasa, 2023)

Tabla 3.2 Consumo y gasto en bollería, galletas y cereales de los hogares, 2022

CONSUMO Y GASTO EN BOLLERÍA, PASTELERÍA, GALLETAS Y CEREALES DE LOS HOGARES, 2022				
	CONSUMO		GASTO	
	TOTAL (Millones kilos)	PER CAPITA (Kilos)	TOTAL (Millones euros)	PER CAPITA (Euros)
TOTAL BOLLERÍA, PASTELERÍA, GALLETAS Y CEREALES	585,5	12,7	3.174,2	68,6
BOLLERIA Y PASTELERIA	253,6	5,5	1.584,4	34,3
BOLLERÍA Y PASTELERÍA ENVASADA	186,5	4,0	1.088,4	23,5
BOLLERIA Y PASTELERÍA A GRANEL	67,1	1,5	496,0	10,7
GALLETAS	227,9	4,9	962,6	20,8
GALLETAS ENVASADAS	227,0	4,9	954,7	20,6
GALLETAS SALADAS	10,6	0,2	50,9	1,1
GALLETAS DULCES	216,4	4,7	903,8	19,5
GALLETAS GRANEL	0,9	0,0	7,9	0,2
CEREALES	72,9	1,6	296,0	6,4
CON FIBRA	23,7	0,5	88,6	1,9
PRODUCTOS NAVIDEÑOS	31,1	0,7	331,2	7,2

Fuente: Sector galletero 2022. Mercasa.

4 METODOLOGÍA APLICADA

Los datos para el estudio de Cerealto y Gullón han sido obtenidos de la base de datos SABI, a la que se accedió gracias a los recursos puestos a disposición por la Universidad de Valladolid.

El núcleo de este análisis descansa sobre el Estado de Flujos de Efectivo (EFE), herramienta que muestra la corriente monetaria que se ha producido en el ejercicio: el dinero que entra y el que sale, sin el maquillaje que a veces ofrecen otros estados. No obstante, se ha recurrido también al balance de situación, a la cuenta de pérdidas y ganancias, a la memoria y al Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN), para determinar las ratios sobre su situación financiera, que corroboren la información que nos muestra su EFE.

Debido a que las CCAA consolidadas de la sociedad Galletas Gullón S.A. para el año 2023 aún no han sido publicadas en la base de datos SABI, el periodo que se ha tomado como referencia abarcará desde 2018 hasta 2022. Estos cinco años han visto pasar una pandemia, una guerra en suelo europeo con el consiguiente incremento de las materias primas y una inflación desatada. Todo ello da al análisis un contexto no menor.

5 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DEL EFE

Para emprender el análisis que sigue, conviene anclarlo en los textos que vertebran el tratamiento contable del estado de flujos de efectivo. Dos son las referencias esenciales: la Norma Internacional de Contabilidad (en adelante NIC) 7ª y la tercera parte del Plan General de Contabilidad (en adelante PGC) que se encarga de las CCAA, concretamente la norma 9ª.

Estas disposiciones no solo delimitan la forma y contenido del EFE, sino que subrayan su importancia en la interpretación de la salud financiera de la empresa. Como señala la NIC 7 en su propio enunciado de objetivos, el EFE “suministra a los usuarios de los estados financieros las bases para evaluar la capacidad que tiene la entidad para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como sus necesidades de liquidez”. Para tomar decisiones económicas los usuarios deben evaluar la capacidad que la entidad tiene para generar efectivo y equivalentes al efectivo así como las fechas en que se producen y el período de certidumbre relativo de su operación

Llegado este punto y dado el escenario internacional en el que nos encontramos, la gestión de la tesorería por parte de las dos empresas pasa a ser crítico y vital.

Aquí es donde representa un aspecto importante la obtención de liquidez diaria necesaria para un normal funcionamiento presente y futuro, es decir, conseguirla al menor coste financiero posible en caso de déficit y con la mayor rentabilidad en caso de superávit.

5.1 El estado de flujos de efectivo

El EFE, también denominado estado de tesorería, de caja o de *cash* Flow es uno de los cinco estados financieros obligatorios para la elaboración de las cuentas anuales, este es el documento básico donde se reflejan los movimientos de tesorería e informa de todos los cobros y pagos realizados durante un ejercicio económico por la empresa.

Ofrece una radiografía clara del origen y la utilización de los activos monetarios y otros líquidos equivalentes que la empresa tiene en su poder y su utilidad trasciende la mera presentación formal, pues actúa como un eficaz mecanismo de control, tanto interno como externo, permitiendo no solo evaluar la liquidez real de la entidad, sino también fundamentar importantes decisiones, como la distribución o no de dividendos a los socios. (Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

Según la 9ª norma de elaboración de las cuentas anuales del PGC se entenderá por efectivo y otros activos líquidos, la tesorería en la caja de la empresa y los depósitos realizados en entidades financieras además de los instrumentos financieros que sean fácilmente convertibles en efectivo y que en el momento de su adquisición su vencimiento fuera superior a tres meses, siempre y cuando no exista riesgo significativo de cambio de valor y formen parte de la gestión normal de la tesorería de la empresa.

El EFE muestra la información por actividad:

1. Flujo de Actividades de Explotación (en adelante FE)

Refleja el pulso cotidiano del negocio: los movimientos de efectivo generados por aquello que constituye el núcleo de su actividad productiva.

2. Flujo de Actividades de Inversión (FI)

Donde quedan registradas las salidas de caja destinadas a la adquisición de activos no corrientes, así como las entradas que se derivan de su venta o enajenación.

3. Flujo de Actividades de Financiación (FF)

Da cuenta de los recursos obtenidos de tercero ya sea mediante deuda o aportaciones y de las obligaciones satisfechas a través de amortizaciones o devoluciones de capital.

5.1.1 Marco regulador del EFE

La obligación de formular el Estado de Flujos de Efectivo encuentra su respaldo legal en el artículo 254 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de junio, que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC). En él se establece que los administradores de la sociedad deben elaborar y presentar los cinco estados financieros, entre ellos, el EFE salvo en los casos en los que la entidad pueda formular el balance en modelo abreviado. Esta excepción, también alcanza al Estado de Cambios en el Patrimonio Neto art. 257 TRLSC.

Sin embargo, no puede entenderse la normativa aplicable al EFE sin atender a los desarrollos posteriores del Plan General de Contabilidad. Así, el Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre, introdujo modificaciones tanto en el PGC aprobado por el Real Decreto 1514/2007 como en el PGC para Pequeñas y Medianas Empresas (Real Decreto 1515/2007).

Para que una sociedad pueda acogerse al régimen de cuentas anuales abreviadas, deben concurrir determinados requisitos. En concreto y según el Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre, por cual que se modifica el PGC, podrá presentar el balance y la memoria en formato abreviado cuando, durante dos ejercicios consecutivos y a la fecha de cierre del ejercicio, se cumplan al menos dos de las siguientes condiciones:

1. Que el total de las partidas del activo no supere los 4 millones de euros.
2. Que el importe neto de la cifra anual de negocios se sitúe por debajo de los 8 millones de euros.
3. Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no exceda los 50 trabajadores.

5.1.2 Metodología de elaboración del EFE

A la hora de elaborar el Estado de Flujos de Efectivo, la normativa contable establece dos metodologías: el método directo y el método indirecto. Ambos conducen a la misma meta reflejar la capacidad de la empresa para generar liquidez, aunque difieren en el modo de recorrer el trayecto.

El método directo determina los flujos de efectivo presentando de forma explícita todos los cobros y pagos realizados por la empresa durante el ejercicio. Para su elaboración se enumeran uno a uno, los flujos monetarios vinculados a la actividad de inversión y de financiación.

Es un método más claro y representa una fotografía más real, aunque a su vez exige un mayor esfuerzo de desglose y control interno más laborioso, puesto que requiere tener controlados todos los movimientos de tesorería.

Por otra parte, el método indirecto determina el flujo de la actividad de explotación a partir del resultado del ejercicio antes de impuesto, recogido en la cuenta de pérdidas y ganancias, y lo va ajustando hasta llegar al flujo de caja real derivado de las actividades de explotación. Para ello, se realizan ajustes por operaciones que no implican salida de efectivo tales como:

- Correcciones valorativas: Amortizaciones, pérdidas por deterioro de valor, resultados surgidos por la aplicación del valor razonable, variaciones en las provisiones o imputación a resultado de las subvenciones de capital entre otros.
- Operaciones clasificadas como actividades de inversión o financiación: Resultados por enajenación de inmovilizado o instrumentos financieros.
- Remuneraciones de activos y pasivo financieros cuyos flujos de efectivo deban mostrarse separadamente conforme a lo previsto 4º *Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación.*

En este sentido la NIC 7 establece como válidos ambos métodos pero recomienda utilizar el método directo ya que proporciona información que puede ser útil para estimar los flujos de efectivo futuros y que no está disponible en el método indirecto.

El PGC más pragmático, opta por el método indirecto, ajustado a la lógica contable más extendida en la práctica empresarial nacional. En lo que respecta a las actividades de inversión y financiación, ambos marcos coinciden en el uso del método directo.

(Archel Domenech, P., 2022)

5.1.3 Estructura del EFE

Según la 9ª norma del PGC para la elaboración de cuentas anuales y siguiendo la metodología anteriormente mencionada, la estructura del EFE sigue el criterio de clasificación por actividad, desglosado de la siguiente manera.

- Estado de flujos de efectivo de las actividades de Explotación (FE)

Este flujo recoge los movimientos de tesorería derivados de las operaciones que constituyen el núcleo de la actividad de la empresa. Hablamos, por tanto, de los cobros y pagos procedentes de la venta de bienes, la prestación de servicios o cualquier otra actividad que forme parte del ciclo ordinario del negocio. Asimismo, incluye todas aquellas transacciones que, sin encajar propiamente en la inversión o la financiación, inciden directamente en el devenir diario de la compañía.

El FE, también conocido como flujo operativo, representa la liquidez que genera la propia explotación de la empresa. Se compone, por un lado, del resultado de las actividades ordinarias reflejado en la cuenta de pérdidas y ganancias y, por otro, de la liquidez neta derivada de la gestión del capital circulante. Es decir, el conjunto de cobros y pagos ligados al manejo del circulante: existencias, clientes, proveedores, etc.

Este flujo debe constituir el aporte principal del Estado de Flujos de Efectivo. Su evolución permite anticipar si la empresa se encuentra en una senda saludable en términos de liquidez o si, por el contrario, atraviesa dificultades para sostener su operativa con recursos propios. Un FE positivo es sinónimo de generación de caja, señal de que la empresa se autofinancia; un FE negativo, en cambio, puede alertar de que se gasta más de lo que se ingresa, algo que, mantenido en el tiempo, podría derivar en tensiones de tesorería. (Archel Domenech, P., 2022)

Su formato es el siguiente:

Tabla 5.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación.

A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	NOTAS	N	N-1
1. Resultado del periodo antes de impuestos			
2. Ajustes del resultado			
a) Amortización del inmovilizado (+)			
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)			
c) Variación de provisiones (+/-)			
d) Imputación de subvenciones (-)			
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)			
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)			
g) Ingresos financieros (-)			
h) Gastos financieros (+)			
i) Diferencias de cambio (+/-)			
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)			
k) Otros ingresos y gastos (-/+)			
3. Cambios en el capital corriente			
a) Existencias(+/-)			
b) Deudores y otras cuentas a cobrar (+/-)			
c) Otros activos corrientes (+/-)			
d) Acreedores y otras cuentas a pagar (+/-)			
e) Otros pasivos corrientes (+/-)			
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)			
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación			
a) Pagos de intereses (-)			
b) Cobros de dividendos (+)			
c) Cobros de intereses (+)			
d) Cobros (pagos) por impuestos sobre beneficios (+/-)			
e) Otros pagos (cobros) (-/+)			
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (+/--1+/-2+/- 3+/-4)			

- **Estado de flujos de efectivo de las actividades de Inversión (FI)**

El derivado de las actividades de inversión, como la adquisición de activos no corrientes, o su venta, es decir, la liquidez neta que procede de los nuevos proyectos de inversión y de las desinversiones que se realicen.

El flujo de inversión es, en esencia, el espejo donde se reflejan las decisiones más estratégicas de una empresa. Nos habla de hacia dónde se dirige la empresa.

Un FI negativo nos puede indicar que la empresa ha destinado recursos a inversiones en activos no corrientes, lo que suele asociarse a crecimiento o renovación productiva. Si el FI es positivo, puede ser debido a desinversiones o ventas de activos, que pueden responder a necesidades de liquidez o reestructuración. (Archel Domenech, P., 2022)

Su formato es el siguiente:

Tabla 5.2 Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión.

B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	NOTAS	N	N-1
6. Pagos por inversiones (-)			
a) Empresas del grupo y asociadas			
b) Inmovilizado intangible			
c) Inmovilizado material			
d) Inversiones inmobiliarias			
e) Otros activos financieros			
f) Activos no corrientes mantenidos para venta			
g) Otros activos			
7. Cobros por desinversiones (+)			
a) Empresas del grupo y asociadas			
b) Inmovilizado intangible			
c) Inmovilizado material			
d) Inversiones inmobiliarias			
e) Otros activos financieros			
f) Activos no corrientes mantenidos para venta			
g) Otros activos			
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (7-6)			

- **Estado de flujos de efectivo de las actividades de Financiación (FF)**

El derivado de las actividades de financiación externa más la liquidez que proviene del neto patrimonial.

Este flujo muestra la capacidad de la empresa para captar recursos financieros y la política seguida a la hora de devolverlo, es decir que, nos permite identificar como se financia la empresa y cómo gestiona su deuda y su capital propio, siendo un indicador esencial a la hora de evaluar el nivel de apalancamiento financiero, la política de dividendos o la dependencia de recursos externos.

Un FF positivo nos puede indicar que las necesidades de financiación han sido cubiertas mediante aportaciones de socios o endeudamiento. Si es negativo, puede ser debido a que la empresa ha destinado fondos al reembolso de deudas o a la distribución de dividendos, lo que puede interpretarse como una señal de madurez o estabilidad financiera. (Archel Domenech, P., 2022)

Su formato es el siguiente:

Tabla 5.3 Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación.

C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	NOTAS	N	N-1
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio			
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)			
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)			
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)			
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)			
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)			
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero			
a) Emisión			
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)			
2. Deudas con entidades de crédito (+)			
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)			
4. Otras deudas (+)			
b) Devolución y amortización de			
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)			
2. Deudas con entidades de crédito (-)			
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)			
4. Otras deudas (-)			
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros IP			
a) Dividendos (-)			
b) Remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio (-)			
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (+/-9+/-10 -11)			

Además de las tres actividades anteriores se muestra en el EFE:

Tabla 5.4 Efecto de las variaciones de los tipos de cambio.

D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	NOTAS	N	N-1
--	--------------	----------	------------

Este apartado recoge las variaciones de los tipos de cambio cuando la empresa mantiene saldos de tesorería en divisas extranjeras. No responde a una operación directa, sino a la fluctuación de las monedas.

Es, por tanto, un ajuste que permite reflejar con fidelidad cómo afecta el mercado de divisas a los fondos líquidos disponibles.

Por último se presenta:

Tabla 5.5 Variación neta del efectivo o equivalentes.

E) VARIACIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (+/-5+/-8+/-12+/-D)	NOTAS	N	N-1
Efectivo o equivalentes al comienzo del periodo			
Efectivo o equivalentes al final del periodo			

Representa el saldo final del recorrido financiero del ejercicio. Es, en suma, la diferencia entre los fondos líquidos al inicio y al cierre del periodo, mostrando la variación del efectivo que ha habido a lo largo del ejercicio.

Este dato resume el impacto conjunto de los tres grandes flujos explotación, inversión y financiación, así como del efecto del tipo de cambio.

Una variación positiva revelará una generación neta de liquidez, es decir que en la empresa el efecto total del flujo de efectivo ha sido positivo, mientras por el contrario, si es negativa nos advierte de una reducción en los recursos líquidos disponibles.

(Archel Domenech, P., 2022)

5.1.4 Interpretación del EFE

El análisis del Estado de Flujos de Efectivo exige una lectura prudente y contextualizada. No basta con observar el signo de cada flujo para obtener conclusiones definitivas. Conviene, más bien, atender al fondo económico de las operaciones que lo originan, ya que en ocasiones los signos positivos o negativos pueden inducir a error si no se interpretan con perspectiva.

– **Interpretación del FE**

Un flujo de explotación positivo podría parecer, a primera vista, una señal inequívoca de buena salud financiera. Sin embargo, conviene matizar, pues este superávit puede estar enmascarando el impago a proveedores y acreedores. En ese caso, la liquidez presente puede tener un origen en una no adecuada gestión de los pagos.

Por el contrario, un flujo de explotación negativo no siempre es síntoma de alarma. En empresas en fase de crecimiento o en los primeros años de su vida empresarial, es natural observar un desequilibrio temporal entre pagos y cobros. La inversión en estructura, personal o stock inicial puede generar salidas de caja superiores a los ingresos operativos, sin que ello denote una gestión inadecuada.

Asimismo, ciertas decisiones estratégicas, como el aumento del fondo de maniobra mediante la adquisición de activos corrientes o financieros, pueden registrar flujos negativos en este apartado, cuando en realidad suponen una mejora de la solvencia y una gestión más previsoras de liquidez.

– **Interpretación del FI**

El análisis de los flujos vinculados a la inversión requiere igualmente esa prudencia de la que hablábamos. Un flujo positivo es decir, más cobros que pago puede reflejar un proceso de desinversión, como la venta de activos financieros o inmovilizado.

Por el contrario, un flujo de inversión negativo no es necesariamente preocupante, ya que es frecuente que empresas dinámicas estén llevando a cabo políticas de expansión o apuesten por el crecimiento y no debe generalizarse en todos los casos a una ambición desmedida.

Lo relevante en el FI no es el signo, sino la coherencia del movimiento con la estrategia general de la empresa y su capacidad para generar ingresos o captar recursos.

– **Interpretación del FF**

En cuanto a la financiación, un flujo positivo puede tener interpretaciones contrapuestas. Puede deberse, por ejemplo, a una ampliación de capital, lo cual fortalece la estructura patrimonial de la empresa. También puede obedecer a nuevos préstamos o líneas de crédito, lo que incrementa la liquidez disponible pero a costa de un mayor endeudamiento.

Del mismo modo, un flujo de financiación negativo no implica necesariamente fortaleza. Si bien puede reflejar amortización de deuda o reparto de dividendos, también podría esconder una política excesivamente generosa hacia los accionistas, incompatible con la generación interna de fondos, lo que podría comprometer la solidez financiera y el equilibrio entre recursos propios y ajenos.

(Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

5.1.5 Beneficios de elaborar el EFE

La utilidad del EFE trasciende el mero cumplimiento normativo. Su elaboración ofrece a las empresas un instrumento valioso de análisis y gestión, permitiendo visualizar de forma clara y estructurada la entrada y salida real de efectivo durante un periodo determinado. A diferencia de la cuenta de resultados, que se construye sobre el principio del devengo, el EFE se basa exclusivamente en los movimientos reales de tesorería, lo que le otorga una capacidad explicativa única sobre la liquidez efectiva de la empresa.

Entre sus principales beneficios cabe destacar los siguientes:

1. Mejor control de la liquidez:

El EFE permite identificar con precisión en qué actividades se está generando o consumiendo efectivo, lo que facilita la toma de decisiones para mantener el equilibrio financiero diario y prever posibles tensiones de tesorería.

2. Diagnóstico financiero más completo:

Complementa al balance y a la cuenta de pérdidas y ganancias, ofreciendo una visión tridimensional del estado financiero de la empresa, especialmente útil para detectar problemas estructurales o desequilibrios entre inversión, financiación y explotación.

3. Evaluación de la sostenibilidad del negocio:

Un flujo de explotación positivo de manera recurrente es señal de una actividad empresarial saludable, capaz de sostenerse sin necesidad de financiación externa constante. En cambio, flujos negativos prolongados pueden advertir de debilidades que requieren corrección.

4. Toma de decisiones estratégicas:

La lectura combinada de los flujos de inversión y financiación aporta información clave sobre la política de crecimiento, endeudamiento y reparto de beneficios de la empresa. Esta perspectiva es útil tanto para la dirección como para los inversores y entidades financieras.

5. Transparencia y confianza:

La presentación del EFE mejora la calidad de la información financiera publicada, incrementando la confianza de terceros accionistas, acreedores, analistas etc. en la gestión y en la fiabilidad de la empresa.

(Cabal García, E. y Cuervo Huergo, J.C., 2013) (Bernal García, J.J., García Pérez de Lerma, D., Madrid Guijarro, A. y Soto Solano, J., 2010)

6 ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

A lo largo del trabajo se analizará de manera individual cada uno de los flujos que componen el EFE de ambas empresas durante el período 2018-2022 ya que en lo que respecta a los estados financieros del ejercicio económico 2023 de la empresa Gullón no han sido publicados aún en Sabi ni en ninguna otra fuente de acceso disponible.

Este análisis desglosado permitirá observar con mayor detalle el comportamiento de cada grupo de flujos explotación, inversión y financiación por separado. Posteriormente, se procederá a un estudio conjunto, centrado en la combinación de los signos de estos tres bloques principales, lo que facilitará la identificación de las distintas etapas en las que se ha encontrado cada compañía a lo largo del periodo analizado.

6.1 Análisis del EFE de Cerealto Global S.L.

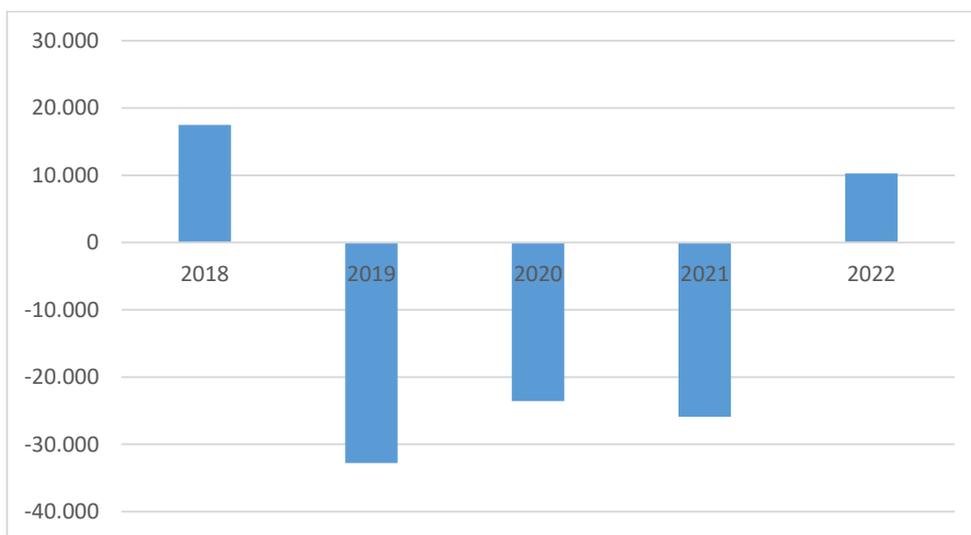
6.1.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación

Tabla 6.1 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Cerealto (miles de €)

CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE EXPLOTACIÓN	17.487	-32.778	-23.574	-25.878	10.266

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.1 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Cerealto (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Podemos observar cómo los años 2019, 2020 y 2021 tienen flujos negativos, llegando a su mínimo en el año 2019. En el año 2022 recupera el flujo positivo en 10.266 mil euros. El importe neto de la cifra de negocios durante los cuatro primeros años se mantiene estable alrededor de los 350 millones de euros, al año siguiente este se incrementó en un 23% hasta los 424 millones.

Cabe destacar en el año 2019 como el ajuste en acreedores y otras cuentas por pagar se eleva a los -41.198 mil, indicando que se han pagado más que los gastos del ejercicio que figuran en la cuenta de resultados. También los pagos de intereses durante ese año es alto por -13.824 mil.

Este hecho tan significativo tiene sus motivos, y es que su principal cliente, Mercadona anuncia en 2018 que llevará a cabo una política de compras interproveedores, es decir, que a partir de ese momento Cerealto dejará de ser su único proveedor de galletas, cereales, pasta y snacks. Otros de los factores que determinarán esta crisis son las consecuencias macroeconómicas que nos trajo consigo la pandemia, así como el incremento de los precios de los insumos en un 29% debido a la guerra en Ucrania en 2022.

El año 2019 representa el inicio de una grave crisis financiera obteniendo un resultado antes de impuestos negativo de 51.822 mil euros (-7.643 mil), más pérdidas que en el ejercicio anterior.

Al año siguiente las pérdidas fueron mayores 70.954 mil (19.132 mil) y aunque hubo fuertes ajustes positivos (+66.009 mil), los flujos de explotación siguen siendo negativos.

En el año 2021 la empresa que afronta su cuarto año consecutivo de pérdidas 62.623 mil refinanció más de 300 millones de deuda a fondos de capital riesgo.

En 2022 y gracias a la entrada de capital de los fondos Afendis y Davidson Kempner se consigue reestructurar la deuda y en consecuencia el resultado antes de impuestos vuelve a ser positivo 199.866 mil. Esta refinanciación sumado a la venta de inmovilizado material tiene como resultado que el FE vuelva a ser positivo en 10.266 mil.

En el balance se observa cómo tanto el activo corriente como el no corriente han disminuido significativamente durante los años de crisis financiera, disminuyendo de 761 millones a 395 de euros, es decir, la empresa perdió el 48% de su valor. El activo corriente en 2022 tras el desplome crece en un 90% pasando de unos 86 millones a 166, gracias al efectivo se incrementó en más de un 400%. Durante los años 2018, 2019, 2020 y 2022 vemos como la empresa está vendiendo activos a través de la partida de ANC mantenidos para venta (en adelante ANCMV), en torno a un 20% del valor del AC. El PN disminuye progresivamente hasta los -58 millones en 2021, lo cual nos indica un claro desequilibrio financiero donde la cantidad de pasivos es mayor a la de activos.

En este período los FE han estado muy condicionados por el cambio de los acuerdos con Mercadona y no es hasta 2022 con la entrada de los nuevos socios cuando se observa un cambio en la tendencia en los FE, volviendo a ser estos positivos.

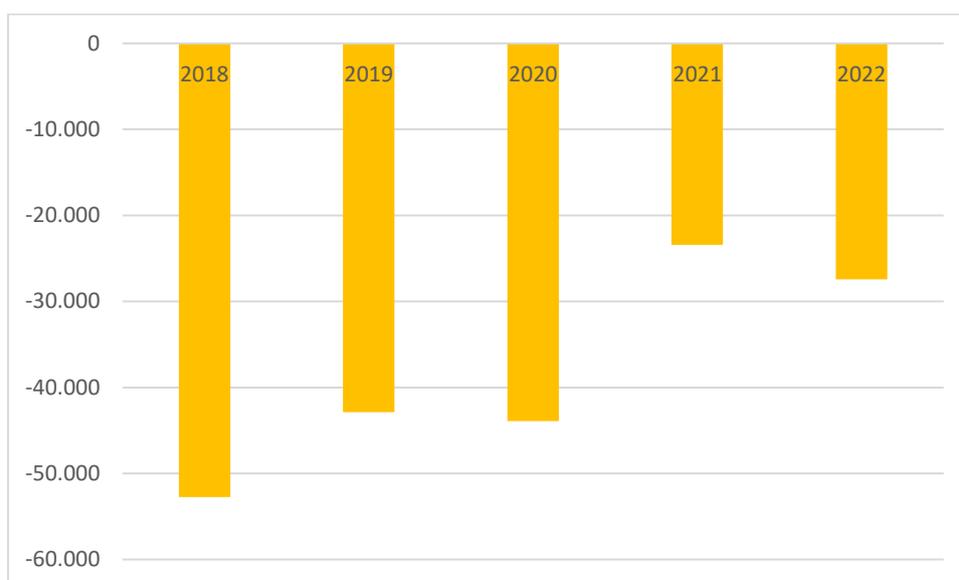
6.1.2 Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión

Tabla 6.2 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Cerealto (miles de €)

CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE INVERSIÓN	-52.744	-42.865	-43.924	-23.437	-27.442

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.2 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Cerealto (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

El FI del grupo durante los últimos cinco años ha seguido una constante claramente negativa lo cual indica una política de inversión bastante activa que disminuye en el año 2021.

El mayor esfuerzo de inversión lanzado por la compañía fue en el año 2018 con una inversión de 52.744 mil euros. Por otra parte el momento de menor inversión fue en el año 2021 con 23.437 mil euros. Las inversiones realizadas por la compañía son principalmente en inmovilizados materiales e intangibles.

Los cobros por desinversiones son más reducidos que los pagos y responden a ciertas operaciones de venta de inmovilizado material e inversiones inmobiliarias. La proporción de los pagos por inversiones entre inmovilizado material e intangible es de un 80-20% respectivamente.

Como se observa, Cerealto mantiene un perfil claramente inversor que disminuye considerablemente en los dos últimos años debido a la crisis financiera comentada, esto se alinea perfectamente con la política de expansión internacional que la entidad ha llevado a cabo durante la últimas décadas como medida de crecimiento.

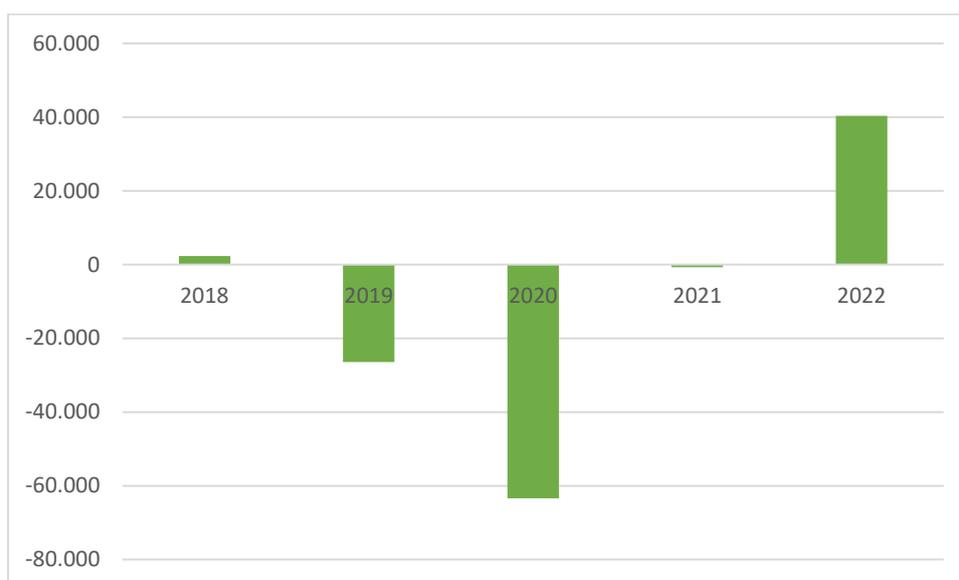
6.1.3 Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación

Tabla 6.3 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Cerealto (miles de €)

CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE FINANCIACIÓN	2.296	-26.444	-63.446	-680	40.320

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.3 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Cerealto (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En cuanto al FF no podemos afirmar que este siga una tendencia clara, sino más bien una alternancia entre ejercicios con flujos positivos y negativos, por lo que iremos analizando lo sucedido año a año.

En el año 2018 la entidad presenta un FF positivo de 2.296 mil euros como consecuencia de la emisión de deuda por valor de 280 millones de euros que compensaran las amortizaciones de -279 millones, es decir, la empresa está refinanciando su deuda. Durante este ejercicio la empresa no obtuvo financiación por parte de subvenciones, donaciones y legados.

En los años 2019, 2020 y 2021 la situación cambia y el flujo se vuelve negativo, hasta alcanzar los 63.446 mil euros ocasionado por unas altas amortizaciones de deuda que esta vez no es compensada por las nuevas emisiones de deuda. Cabe destacar que en el año 2019 se recibió financiación de subvenciones por valor de unos 1,7 millones de euros. Si bien estos años parecen estar marcados por una gestión centrada en la cancelación de deuda, la mejoría aparente en el año 2021 es debido a una refinanciación de deuda por valor de más de 300 millones de euros a fondos de capital riesgo.

En el último año del análisis se observa como el flujo cambia drásticamente a positivo, unos 40,3 millones de euros gracias principalmente al capital aportado por los nuevos dueños de la entidad, que tienen como objetivo, la reactivación del crecimiento a través de la financiación de nuevas inversiones.

En el balance se observa un reducción progresiva del pasivo total de la empresa, sin embargo, si analizamos tanto el pasivo corriente como el no corriente por separado, estos destacan por tener un comportamiento muy inestable debido principalmente a las refinanciaciones llevadas a cabo por el grupo, ya que cuando disminuye la deuda corto plazo, aumenta siempre en el largo, a excepción del año 2022 donde las deudas a corto plazo disminuyeron de 440 millones de euros a 106 y las deudas a largo plazo apenas se incrementaron en algo más de 60 millones. Esta cancelación masiva de deuda fue posible gracias a la inyección directa de fondos de los nuevos inversores.

Por otra parte, durante los cinco años analizados, el pago por dividendos solo se efectuó en los dos primeros, derivado de la situación de la compañía con continuas pérdidas e importantes dificultades financieras.

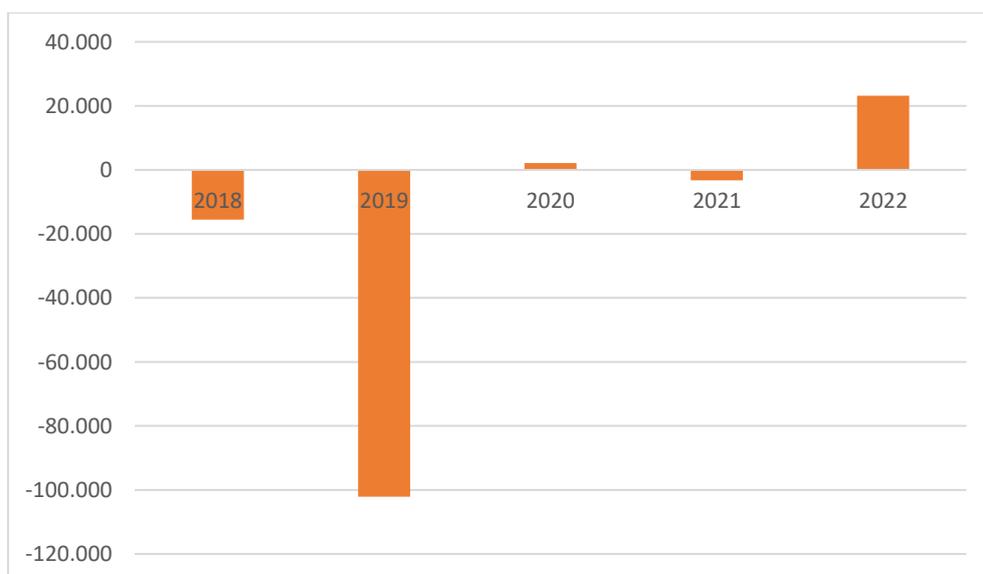
6.1.4 Variación neta del efectivo o equivalentes

Tabla 6.4 Variación neta del efectivo o equivalentes de Cerealto (miles de €)

CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
VARIACIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	-15.564	-102.068	2.143	-3.283	23.216

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.4 Variación neta del efectivo o equivalentes de Cerealto (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Lo primero que destaca del período analizado, es el año 2019, pues este representa el peor resultado de toda la serie, con una caída del efectivo de 102 millones de euros. Esta pérdida en el efectivo y equivalentes es una consecuencia directa de esas altas inversiones realizadas en combinación con fuertes devoluciones de deuda y consecuencia directa de la pérdida de su principal cliente.

El hecho de que la empresa haya utilizado 102 millones de efectivo más de los que ha generado en el ejercicio, es debido a la situación en la que se encuentra inmersa la compañía.

Durante los años 2020 y 2021 se observa como la empresa es capaz de revertir esa situación aunque no logra que su actividad de explotación aporte la liquidez necesaria como para contrarrestar la salida de fondos. Nuevamente en el año 2022 vuelve a observarse un cambio de comportamiento, este nos presenta una variación positiva de 23,2 millones de euros, sin duda, el mejor resultado del período gracias a una recuperación del FE, una refinanciación de la deuda y la incorporación de los nuevos socios inversores.

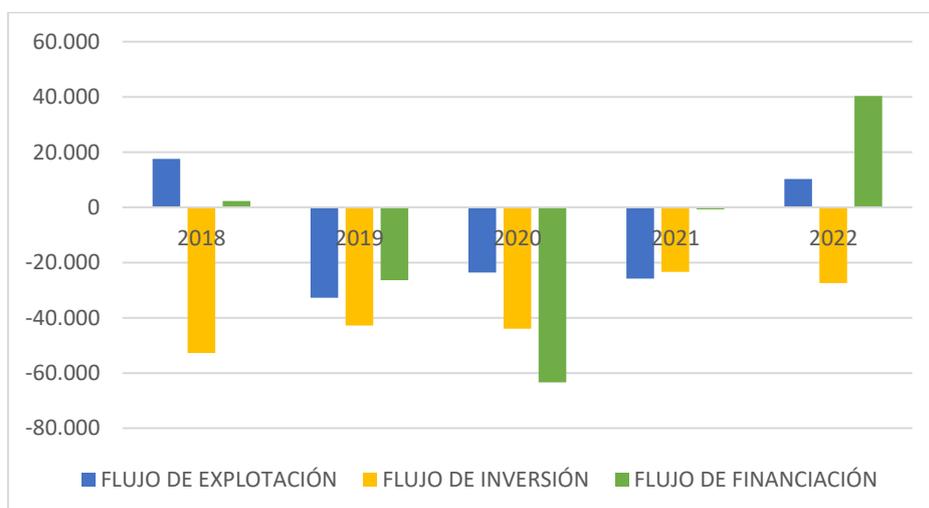
6.1.5 Análisis comparativo de los flujos de efectivo

Tabla 6.5 Evolución del EFE de Cerealto 2018-2022 (miles de €)

CEREALTO	FLUJO DE EXPLOTACIÓN	FLUJO DE INVERSIÓN	FLUJO DE FINANCIACIÓN
2018	17.487	-52.744	2.296
2019	-32.778	-42.865	-26.444
2020	-23.574	-43.924	-63.446
2021	-25.878	-23.437	-680
2022	10.266	-27.442	40.320

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.5 Evolución de EFE de Cerealto 2018-2022 (miles de €)



Para un mejor análisis y entendimiento de la situación financiera de la entidad se llevará a cabo un estudio comparativo entre los tres tipos de flujos, mediante el cual podremos esclarecer los hechos año a año y sacar conclusiones de cada uno de ellos.

De un primer análisis se observa que el FE es positivo solamente en el inicio y final del período, el FI se mantiene negativo durante los cinco años debido a esa política de fuertes inversiones llevada a cabo, en cuanto al FF, sigue una tendencia negativa que parece mejorar en el año 2022 gracias a la entrada de capital.

En el año 2018 la organización continuó con su política de expansión, con un resultado operativo saludable, al año siguiente la caja de la empresa sufre uno de sus peores años pues obtuvo salidas de efectivo por los tres flujos, consecuencia directa de la pérdida de su principal cliente. El año 2020 fue muy exigente en términos financieros donde se observa como la empresa no fue capaz de generar efectivo operativo ni tampoco se apoyó en financiación externa. En el año 2021 Cerealto tiene que refinanciar su deuda, ya que sigue acumulando pérdidas por un FE y un FI negativos.

Como comentaba, que el FI sea negativo no implica necesariamente un problema para la empresa pues hemos visto como Cerealto está realizando grandes esfuerzos de inversión con refinanciación de deuda para contrarrestar una acumulación de ejercicios con pérdidas. En este caso sí es negativo y además el flujo de explotación no es lo suficientemente alto como para contrarrestar el flujo de inversión negativo.

Tabla 6.6 Etapas de la vida de la empresa en Cerealto

CEREALTO	FLUJO DE EXPLOTACIÓN	FLUJO DE INVERSIÓN	FLUJO DE FINANCIACIÓN	ETAPA
2018	+	-	+	Crecimiento
2019	-	-	-	Falta de liquidez
2020	-	-	-	Falta de liquidez
2021	-	-	-	Falta de liquidez
2022	+	-	+	Crecimiento

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

A continuación se presentan los signos de los tres flujos de efectivo para así analizar las diferentes etapas que la empresa ha afrontado, cuáles han sido políticas y si estas han o no funcionado. (Archel Domenech, P., 2022)

El primer año la empresa se encuentra al final de un período de crecimiento marcado por fuertes inversiones, al año siguiente se observa como el cambio en la política de compras de la cadena Mercadona causa una fuerte ruptura de caja a partir de ese

momento, que no logra recuperar hasta la entrada de los nuevos socios. En los años siguientes Cerealto que intenta recuperarse a través de fuertes inversiones y refinanciación de deuda tiene que ser rescatada por dos fondos de inversión que marcarán el inicio de un nuevo ciclo. Aunque aún es pronto para afirmar que en el año 2022 se ha recuperado, este año sí representa un proceso de transición marcado por una nueva directiva que intenta que todas las operaciones que tenga el grupo sean rentables.

6.2 Análisis del EFE de Galletas Gullón S.A.

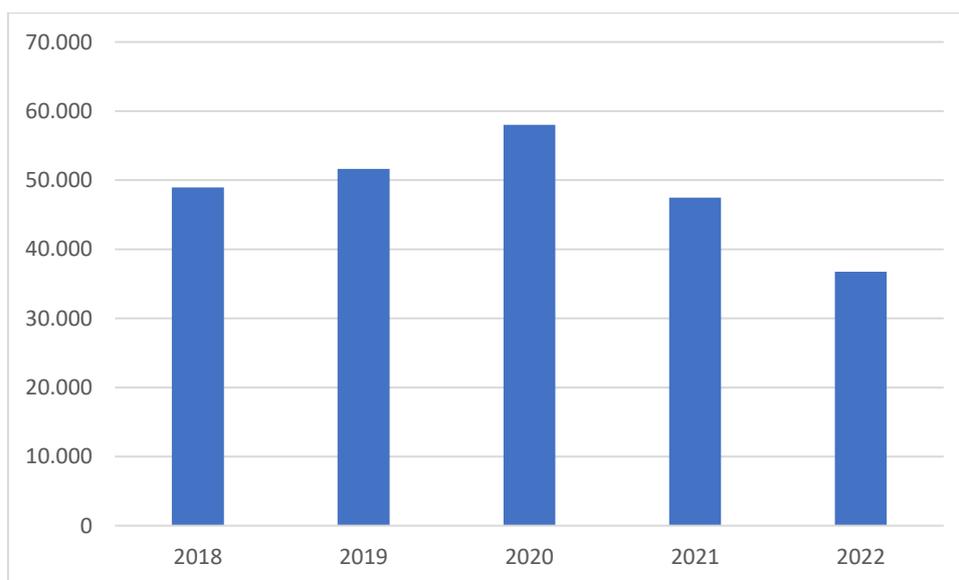
6.2.1 Estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación

Tabla 6.7 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Gullón (miles de €)

GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE EXPLOTACIÓN	48.962	51.623	58.012	47.467	36.778

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.6 Estado flujos de efectivo de las actividades de explotación de Gullón (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Mediante el siguiente gráfico es más que evidente la capacidad que tiene Gullón para generar caja en el desarrollo de su actividad de explotación. Se observa un FE con un crecimiento progresivo hasta el año 2020 con 58 millones de euros. Los dos últimos años el FE comienza a descender hasta los 36,7 millones de euros, aunque esta cifra es positiva podría alertarnos de una posible contracción en los márgenes operativos.

A diferencia de Cerealto los últimos años en Gullón han estado marcados por una gran estabilidad y crecimiento constante.

La entidad presenta unos resultados antes de impuestos siempre positivos que disminuyen progresivamente durante los cinco años. Destacan los años 2018 con el RAI más alto de toda la serie 42.376 mil euros y 2022 con el más bajo, 27.646 mil euros.

En el balance de la empresa se puede observar un crecimiento medio del 7% en su activo total, es decir la empresa se ha ido revalorizando año a año, desde los 493.516 mil euros en 2018 a los 648.830 mil euros en 2022 (+31%). Consecutivamente su PN también aumenta al mismo ritmo desde los 381.793 mil euros en 2018 a los 496.084 euros (30%) en 2022.

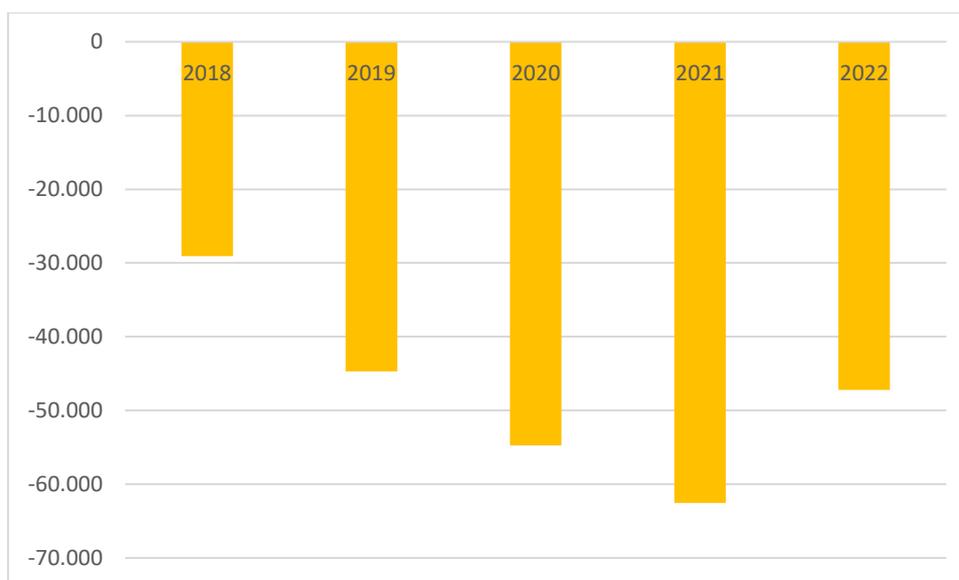
6.2.2 Estado de flujos de efectivo de las actividades de inversión

Tabla 6.8 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Gullón (miles de €)

GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE INVERSIÓN	-29.090	-44.695	-54.739	-62.533	-47.208

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.7 Estado flujos de efectivo de las actividades de inversión de Gullón (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

El FI que se presenta a continuación muestra una clara tendencia negativa debido esencialmente al esfuerzo inversor que está llevando a cabo la compañía en el período analizado. Vemos como ambas empresas están utilizando la inversión como principal herramienta en su estrategia de crecimiento.

En este caso, el año que más dinero se dedicó a la inversión fue el 2021 con 62.533 mil euros. Por el contrario el año que menos se invirtió fue en 2018 con 29.090 mil euros.

En cuanto al reparto de la inversión prácticamente en su totalidad va destinado hacia el inmovilizado material, en este sentido llama la atención el pago por otros activos financieros en el año 2022 por 7.792 mil euros.

Gullón también apuesta por una política de grandes inversiones para reforzar su posición en el mercado. Sin embargo, a diferencia de Cerealto, cuya estrategia se centra en la expansión internacional a través de la creación y adquisición de sociedades en el extranjero, Gullón orienta sus esfuerzos hacia el fortalecimiento de su capacidad productiva nacional. Desde 2012, la empresa ha invertido más de 500 millones de euros en la modernización y ampliación de sus plantas, especialmente en las instalaciones de Gullón II y VIDA, consolidando así su infraestructura industrial como pilar de crecimiento.

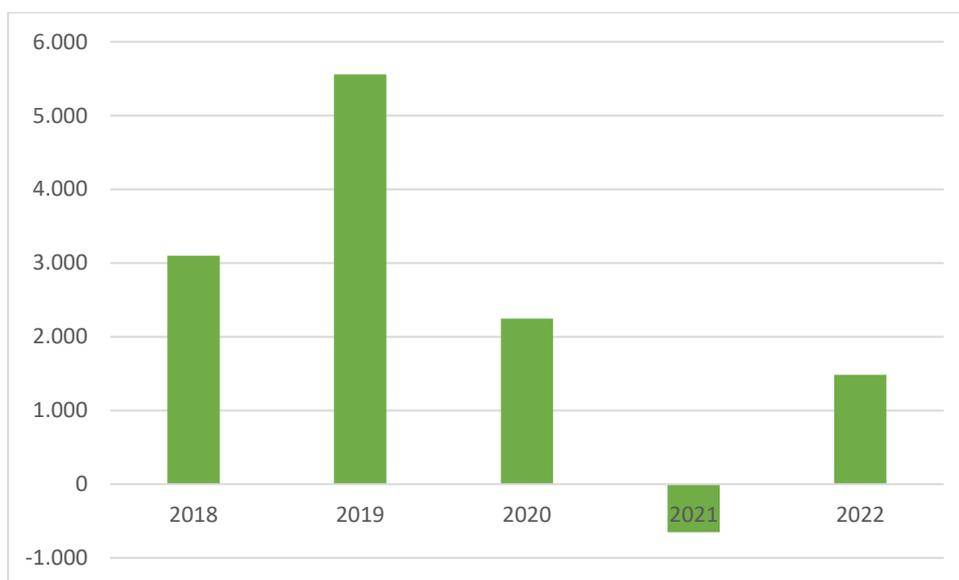
6.2.3 Estado de flujos de efectivo de las actividades de financiación

Tabla 6.9 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Gullón (miles de €).

GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE FINANCIACIÓN	3.100	5.556	2.245	-652	1.484

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.8 Estado flujos de efectivo de las actividades de financiación de Gullón (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gullón presenta unos FF positivos durante toda la serie, a excepción del año 2021, lo que nos indica que la empresa ha podido hacer frente a sus necesidades de financiación gracias al apoyo institucional por los fondos recibidos en concepto de subvenciones, donaciones y legados. Siendo el año 2021 el FF negativo debido a que en ese ejercicio no se han percibido subvenciones, recogiendo exclusivamente el pago por la amortización y devolución de deudas.

Destacan los años 2019 con un FF de 5.556 mil € y 2021 con un FI negativo de -652 mil €, pues en este año no se recibieron los fondos regulares. En 2022 se consiguieron reactivar por valor de 2.135 mil euros.

La sociedad muestra en sus últimos FF una gestión más conservadora de la deuda, especialmente a partir de 2020 donde se reduce el recurso al endeudamiento con una disminución en los FF. Esta política de deuda se ve apoyada principalmente a través de aportes no reembolsables, es decir, por subvenciones públicas y no por financiación bancaria.

Fruto de ese cambio en la política de endeudamiento, en el balance se observa una reducción constante de su pasivo no corriente, pasando de 24.405 mil euros en 2018 a 10.744 mil euros en 2022 (-56%) mientras que por el contrario su pasivo corriente ha ido aumentando desde los 87.317 mil euros en 2018 a los 142.003 mil euros en 2022 (+63%), aunque se debe principalmente a acreedores comerciales

En el FF de Gullón tampoco se observan pagos por dividendos ni remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio.

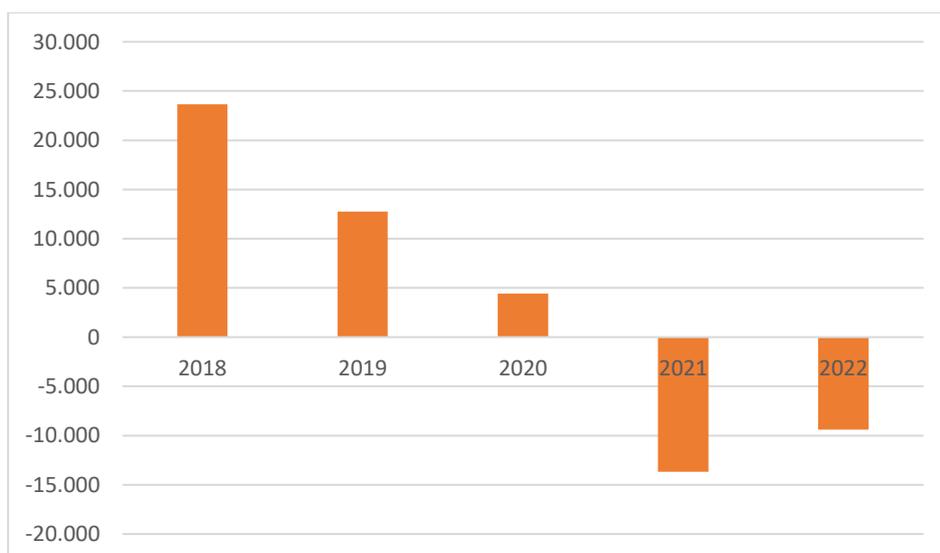
6.2.4 Variación neta del efectivo o equivalentes

Tabla 6.10 Variación neta del efectivo o equivalentes de Gullón (miles de €)

GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
VARIACIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	23.650	12.759	4.433	-13.672	-9.391

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.9 Variación neta del efectivo o equivalentes de Gullón (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

La variación neta del efectivo o equivalentes durante los cuatro primeros años sigue una tendencia bajista. La serie comienza con una variación neta positiva de 23.650 mil euros lo que nos indica que la empresa ha generado bastante más efectivo del que ha gastado durante el ejercicio 2018.

En los años siguientes y al crecer las inversiones en mayor proporción que la suma de los FE y los FF, la variación neta del efectivo llega a caer hasta los -13.672 mil euros (-158%), lo que significa que la empresa ha gastado más efectivo del que ha ingresado. Esta disminución en la liquidez no parece preocupante puesto que no es recurrente y responde a esas grandes inversiones en activos fijos que comentamos en el punto anterior y en menor medida al FF negativo debido a un pago puntual de deuda.

Al año siguiente disminuyen las inversiones y vuelven a concederse esas ayudas por valor de 2.135 mil euros, esto hace que la variación neta del efectivo se incremente hasta los -9.391 mil euros (+31%).

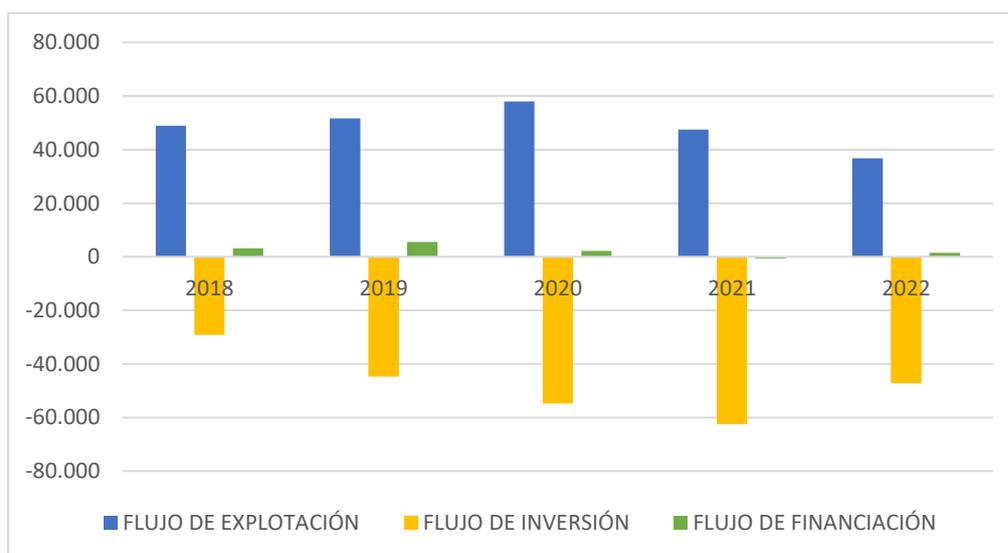
6.2.5 Análisis comparativo de los flujos de efectivo

Tabla 6.11 Evolución del EFE de Gullón 2018-2022 (miles de €)

GULLÓN	FLUJO DE EXPLOTACIÓN	FLUJO DE INVERSIÓN	FLUJO DE FINANCIACIÓN
2018	48.962	-29.090	3.100
2019	51.623	-44.695	5.556
2020	58.012	-54.739	2.245
2021	47.467	-62.533	-652
2022	36.778	-47.208	1.484

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 6.10 Evolución del EFE de Gullón 2018-2022 (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En los tres primeros años hay un incremento del efectivo pues los flujos de explotación y de financiación cubren el esfuerzo inversor. En 2021 se producen las mayores inversiones por 65.547 mil euros, añadido a un FF negativo al no percibir en ese ejercicio subvenciones y una disminución del FE que lleva a una variación negativa del efectivo. La situación persiste en 2022 puesto que el esfuerzo inversor no se compensa con la suma de los FE y los FF, dando lugar a una disminución del efectivo.

Tabla 6.12 Etapas de la vida de la empresa en Gullón

GULLÓN	FLUJO DE EXPLOTACIÓN	FLUJO DE INVERSIÓN	FLUJO DE FINANCIACIÓN	ETAPA
2018	+	-	+	Crecimiento
2019	+	-	+	Crecimiento
2020	+	-	+	Crecimiento
2021	+	-	-	Madurez
2022	+	-	+	Crecimiento

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En toda la serie analizada la actividad de explotación genera flujos positivos, aunque destaca la disminución de estos, además se está realizando un esfuerzo inversor que ha ido en aumento salvo en el último año. Por su parte, los FF son debidos fundamentalmente por las subvenciones, donaciones y legados recibidos.

7 ANÁLISIS DE SUS INDICADORES FINANCIEROS

A continuación, se procederá al análisis financiero comparativo de ambas compañías mediante la aplicación de un conjunto de ratios, orientados a evaluar su posición en términos de liquidez, solvencia y rentabilidad. Este estudio permitirá valorar la capacidad de las empresas para hacer frente a sus obligaciones a corto y largo plazo, así como la eficiencia con la que gestionan sus recursos financieros.

En primer lugar, se abordarán los indicadores de liquidez y solvencia, incluyendo el ratio de liquidez general, ratio de liquidez inmediata, tesorería ordinaria, test ácido y el cálculo del fondo de maniobra. Estos parámetros ofrecen una visión integral de la capacidad de las empresas para atender sus compromisos exigibles, tanto de forma inmediata como en el corto plazo.

Posteriormente, se analizarán las ratios de rentabilidad, concretamente la rentabilidad económica (ROA) y la rentabilidad financiera (ROE), con el fin de evaluar el rendimiento obtenido sobre los activos y el capital propio invertido. Estos indicadores son fundamentales para determinar la eficiencia de la gestión empresarial y su capacidad para generar valor a los accionistas.

7.1 Fondo de maniobra

Fondo de Maniobra = Activo Corriente – Pasivo Corriente

El fondo de maniobra, también conocido como capital circulante o fondo de rotación, representa el excedente del activo corriente sobre el pasivo corriente. En términos financieros, mide la capacidad de la empresa para afrontar sus obligaciones a corto plazo con los recursos disponibles a corto plazo.

Desde un enfoque conservador, un fondo de maniobra positivo es indicativo de una posición financiera sólida, al evidenciar que la empresa dispone de suficientes recursos a corto plazo para atender sus obligaciones exigibles en ese mismo horizonte temporal. Por el contrario, un fondo de maniobra negativo podría ser un signo de tensión financiera, al señalar una posible incapacidad para afrontar compromisos a corto plazo.

No obstante, el fondo de maniobra constituye un indicador clave para evaluar la capacidad de la empresa de cubrir sus obligaciones a corto plazo, su interpretación no puede realizarse de manera aislada ni meramente cuantitativa. Es imprescindible considerar una serie de elementos estructurales y cualitativos que condicionan su relevancia económica y financiera.

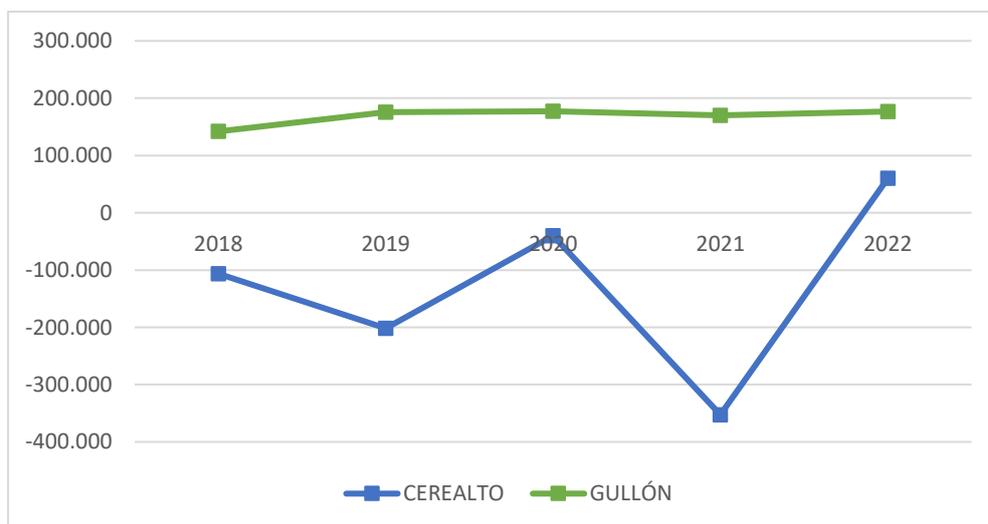
En primer lugar, la estructura interna del activo y pasivo corriente determina en gran medida el significado real del fondo de maniobra. No todas las partidas tienen el mismo grado de liquidez o exigibilidad: disponer de efectivo o equivalentes no es lo mismo que contar con existencias de lenta rotación o cuentas a cobrar con alta incertidumbre de cobro. Esta heterogeneidad incide directamente en la solidez efectiva de la posición financiera a corto plazo.

En segundo lugar, debe atenderse a la calidad y comportamiento dinámico de las partidas circulantes. Una alta frecuencia de rotación o liquidación tanto de activos como de pasivo puede compensar un fondo de maniobra ajustado, garantizando un flujo de tesorería más estable y predecible, aun en presencia de desequilibrios contables.

Por último, es esencial incorporar la perspectiva sectorial. El tipo de actividad económica influye decisivamente en la configuración del capital circulante. Por ejemplo, las empresas comercializadoras operan, por lo general, con ciclos operativos más cortos y necesidades reducidas de activo corriente, mientras que las compañías industriales requieren mayor inversión en existencias y cuentas a cobrar, lo que incrementa su necesidad de financiación a corto plazo. En contraste, las empresas de servicios tienden a operar con estructuras menos intensivas en circulante, reflejando necesidades distintas en términos de fondo de maniobra. (Archel Domenech, P., 2022)

La comparativa del Fondo de Maniobra en Cerealto y Gullón es la siguiente:

Gráfico 7.1 Comparativa de la evolución del Fondo de Maniobra (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.1 Comparativa de la evolución del Fondo de Maniobra (miles de €)

FONDO DE MANIOBRA	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	-106.608	-201.575	-39.910	-352.485	60.065
GULLÓN	141.949	175.535	177.116	170.233	176.596

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En el análisis de Cerealto durante los cuatro primeros años, se observa un fondo de maniobra negativo, esto indica, que el AC no cubre el PC, motivado por las cuantías de los pasivos vinculados con ANCMV y las deudas a c/p.

Durante los años 2018 y 2019 la entidad registró fondos de maniobra negativos por valor por 107 y 202 millones de euros respectivamente. En 2020 la situación con respecto al FM parece mejorar reduciéndose a los -40 millones, fruto de esa refinanciación de más de 162 millones de euros con entidades de crédito a largo plazo y a que se desprende de una parte significativa de sus activos y pasivos mantenidos para la venta. En 2021 el desequilibrio financiero es total con un FM negativo de 352 millones, en este momento, la empresa que no es capaz de afrontar sus deudas notifica el cierre de su planta en Venta de baños, las deudas a c/p se elevan a 348.909 miles de euros.

Para el año 2022 se invierte el signo de la tendencia seguida con un FM positivo de 60 millones gracias a la quita asumida por los principales bancos acreedores del grupo (Santander, Sabadell y CaixaBank) sobre su deuda cercana al 80%, que permitió la venta de la compañía a los fondo estadounidense Davidson Kemper y al turco Afendi.

Por otra parte, en el caso de Gullón se observa un fondo de maniobra positivo y estable a lo largo del todo el período analizado, lo cual nos indica que la compañía cuenta con AC suficiente para hacer frente a sus PC. El valor de este indicador se sitúa durante toda la serie por encima de los 140 millones de euros, alcanzando un pico en 2020 con 177 millones.

En comparación con su rival, Cerealto no tiene margen de maniobra operativo ni capacidad para afrontar sus pagos a corto plazo, a causa de esas tensiones financieras recurrentes y una fuerte dependencia de financiación externa a corto plazo. Solo en el año 2022 es capaz de revertir esta situación con un valor positivo de 60 millones de euros. Gullón en cambio, muestra una gestión financiera positiva muy estable durante todo el período.

7.2 Ratio de solvencia a c/p

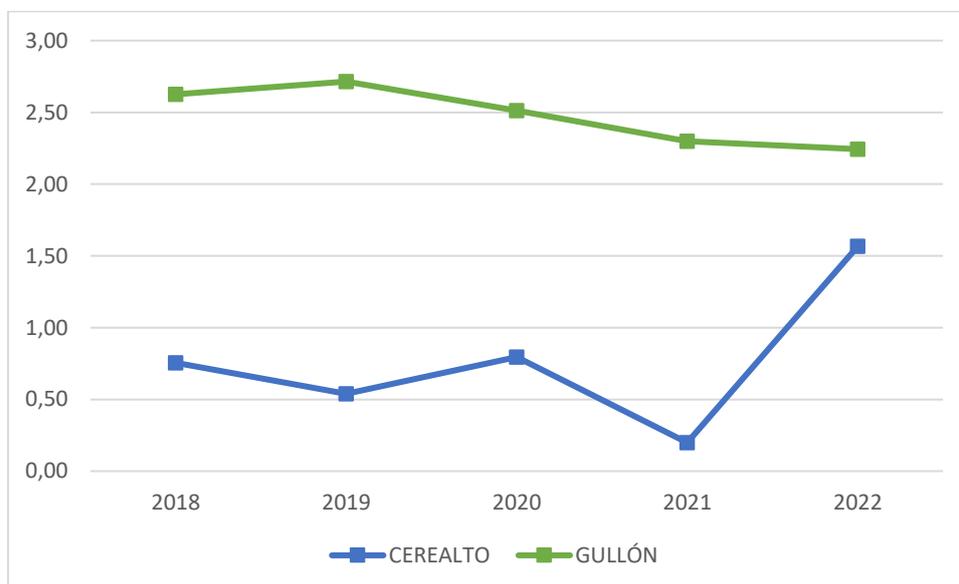
$$\text{Ratio de solvencia a c/p} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

La ratio de solvencia a c/p, también conocida como capital corriente, permite evaluar la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo mediante sus activos corrientes y que todavía quede un margen de seguridad. A diferencia del fondo de maniobra, que se expresa como una diferencia en términos absolutos, esta ratio se calcula como el cociente entre el AC y el PC, ofreciendo una visión proporcional de la solvencia inmediata de la compañía.

Este indicador refleja en qué medida los recursos líquidos o realizables en el corto plazo como la tesorería, cuentas a cobrar o existencias son suficientes para cubrir las deudas que vencen en el mismo horizonte temporal. (Archel Domenech, P., 2022)

La ratio de solvencia a c/p en Cerealto y Gullón se muestra a continuación:

Tabla 7.2 Comparativa de la evolución de la ratio de solvencia a c/p



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 7.2 Comparativa de la evolución de la ratio de solvencia a c/p

SOLVENCIA A C/P	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	0,76	0,54	0,80	0,20	1,57
GULLÓN	2,63	2,71	2,51	2,30	2,24

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

La evolución del ratio de solvencia a c/p de Cerealto evidencia una situación más inestable y comprometida, siempre por debajo del indicador de referencia 1, esto evidencia que la sociedad no es capaz de afrontar sus obligaciones inmediatas por ella misma sin necesidad de recurrir a financiación externa o desinversiones forzadas.

La situación empeora especialmente en el año 2021 cuando el ratio alcanza un valor de 0,2 debido a los 349 millones de deuda a c/p contraídos.

No es hasta el año siguiente y gracias a la capitalización que sufre el grupo Cerealto, que este esquivó el abismo del concurso de acreedores y mantiene el equilibrio entre la solvencia y la eficiencia operativa.

Gullón en cambio, como ya se ha puesto de manifiesto en el FM, mantiene una ratio de solvencia a c/p estable durante todo el período analizado, la compañía cuenta con un amplio margen de cobertura de sus deudas a c/p con sus activos corrientes.

La evolución de la ratio de solvencia a c/p refleja en el caso de Gullón una excelente posición de liquidez operativa, superando ampliamente los valores recomendados durante toda la serie, en cambio, en Cerealto se observa como la sociedad ha atravesado importantes dificultades de liquidez a c/p en casi todos sus ejercicios.

7.3 Acid test

$$\text{Acid test} = \frac{\text{Realizable} + \text{Disponible}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

La ratio de tesorería, también conocida como Acid test o ratio de liquidez a corto plazo, constituye un indicador más riguroso que la ratio de liquidez general para evaluar la capacidad de una empresa de atender sus compromisos a corto plazo. Este indicador excluye las existencias del activo corriente y los ANCMV, centrándose exclusivamente en las disponibilidades más líquidas tesorería, equivalentes de efectivo, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar como fuentes inmediatas para hacer frente al pasivo corriente.

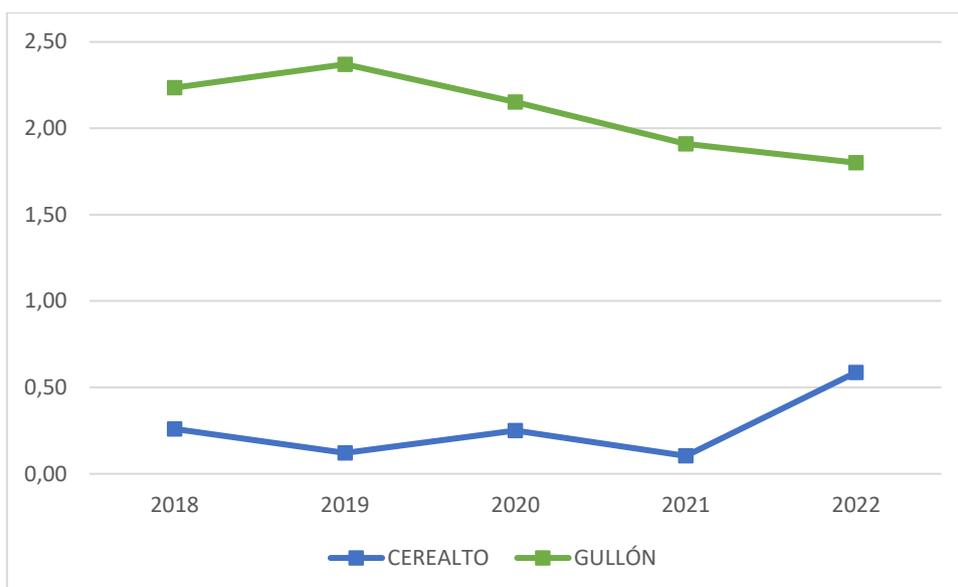
El objetivo de esta ratio es ofrecer una imagen más fiel de la solvencia operativa en escenarios de urgencia, dado que las existencias, por su naturaleza, pueden requerir tiempo y sufrir descuentos significativos para ser convertidas en efectivo. Por tanto, se considera una herramienta más estricta de análisis, al reflejar la liquidez sin depender de la venta de inventarios ni de otros activos menos líquidos.

En términos generales, se interpreta que un valor entre 0,8 y 1,2 puede representar una posición financiera sólida en el corto plazo, ya que indica que la empresa dispone de recursos líquidos suficientes para cubrir sus deudas exigibles de forma inmediata. Un valor inferior puede sugerir dificultades potenciales de liquidez, mientras que un valor significativamente superior, podría implicar una infrutilización de activos.

(Archel Domenech, P., 2022)

Acid test en Cerealto y Gullón es el siguiente:

Gráfico 7.3 Comparativa de la evolución del Acid Test



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.3 Comparativa de la evolución del Acid Test

ACID TEST	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	0,26	0,12	0,25	0,10	0,59
GULLÓN	2,23	2,37	2,15	1,91	1,80

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Durante los cinco ejercicios económicos analizados se observa la incapacidad de Cerealto para hacer frente a sus pagos más inmediatos con el disponible y el realizable, si bien en 2022 presenta un ratio mejorado de 0,59, la entidad aún no tiene una buena situación de liquidez inmediata para hacer frente a sus pagos más cercanos.

Por otra parte, Galletas Gullón presenta una posición de liquidez inmediata muy sólida durante toda la serie, hasta 2020 la entidad cuenta con el doble de activos líquidos (tesorería y cuentas cobrar) para cubrir sin dificultad sus deudas a corto plazo. Aunque se observa un leve descenso en la ratio de los últimos años, sigue siendo un indicador de estabilidad financiera.

En la comparativa se puede apreciar que la diferencia entre ambas empresas es bastante notable, pues mientras Gullón mantiene una liquidez inmediata con excedente, Cerealto parece no disponer de suficientes activos líquidos inmediatos que cubran sus deudas a c/p, por esta razón observamos como la compañía tiene que recurrir a la financiación externa para evitar un posible riesgo de impagos. Cabe añadir que a pesar de que su situación mejora en 2022, sigue presentando un ratio de liquidez a c/p aún insuficiente.

7.4 Disponibilidad ordinaria

$$\text{Ratio de disponibilidad ordinaria} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

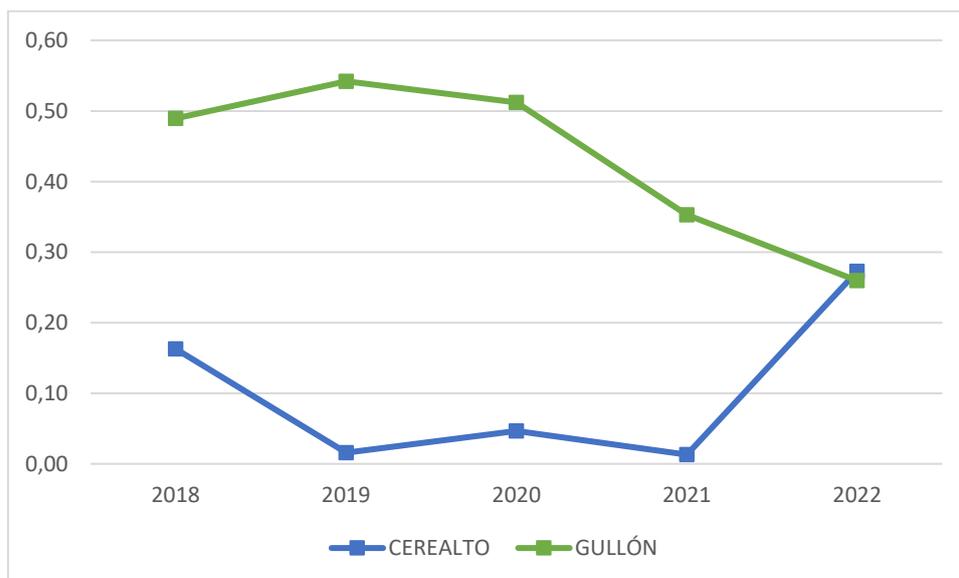
La ratio de disponibilidad ordinaria también conocida como cash ratio o ratio de liquidez inmediata, mide la capacidad de la empresa para responder de forma instantánea a sus compromisos financieros de corto plazo derivados del ciclo productivo. Este indicador se centra exclusivamente en los elementos más líquidos del activo corriente, es decir, la tesorería y los equivalentes de efectivo, excluyendo tanto las cuentas a cobrar como las existencias.

Dado que esta ratio se calcula como el cociente entre el disponible y el pasivo corriente, ofrece una visión extremadamente conservadora de la liquidez empresarial. Refleja, en términos porcentuales, qué proporción de las deudas exigibles en el corto plazo puede ser cubierta con los recursos financieros disponibles en ese mismo momento.

En función del sector y del modelo de negocio, el valor óptimo de esta ratio cambia. Un valor bajo puede denotar una dependencia excesiva del crédito o de cobros futuros, lo cual podría derivar en tensiones de tesorería. Por otro lado, un valor demasiado elevado puede evidenciar una infrutilización de recursos, ya que mantener un volumen excesivo de efectivo puede traducirse en una rentabilidad reducida si no se emplea en inversiones productivas. (Archel Domenech, P., 2022)

El análisis comparativo de la ratio de Disponibilidad ordinaria se muestra a continuación:

Gráfico 7.4 Comparativa de la evolución de la ratio de Disponibilidad ordinaria



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.4 Comparativa de la evolución de la ratio de Disponibilidad ordinaria

DSIPONIBILIDAD	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	0,16	0,02	0,05	0,01	0,27
GULLÓN	0,49	0,54	0,51	0,35	0,26

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Los cuatro primeros años del estudio, la ratio de disponibilidad en Cerealto se ve claramente afectada por la situación que atraviesa la compañía, especialmente entre 2019 y 2021 donde apenas dispone de liquidez para cubrir el 2% de sus deudas a c/p. No es hasta el último año donde se observa una clara recuperación de esta cuando observamos una disponibilidad ordinaria de 0,27.

Los datos obtenidos indican que la empresa ha operado con niveles de caja muy bajos, lo que refuerza la idea de esas tensiones financieras que ya se evidenciaban en ratios como el Acid Test o la solvencia a c/p.

Por su parte Gullón sigue manteniendo una posición sólida de tesorería, a pesar de que la tendencia de la ratio hay ido descendiendo desde los 0,49 en 2018 a los 0,26 en 2022, debido principalmente a una reducción gradual de su nivel de efectivo (-14%) y al incremento de sus deudas a c/p (63%), principalmente los acreedores comerciales.

Durante toda la serie, Gullón ha mantenido una situación mucho más estable y sólida en términos de disponibilidad inmediata, mientras que Cerealto ha mostrado una ratio con niveles muy bajos, con una mejora puntal al cierre del último año. Esta comparación confirma una vez más la mayor solidez financiera de Gullón, que no solo gestiona adecuadamente su liquidez operativa, sino que además responde con mayor agilidad ante obligaciones inmediatas.

7.5 Endeudamiento total

$$\text{Ratio de endeudamiento total} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

La ratio de endeudamiento total, también denominada índice de apalancamiento financiero, permite valorar el grado de dependencia de la empresa respecto a terceros para financiar su actividad. En términos generales, este indicador mide la proporción de recursos ajenos utilizados en relación con los recursos propios, ofreciendo así una perspectiva del riesgo financiero asumido por la entidad.

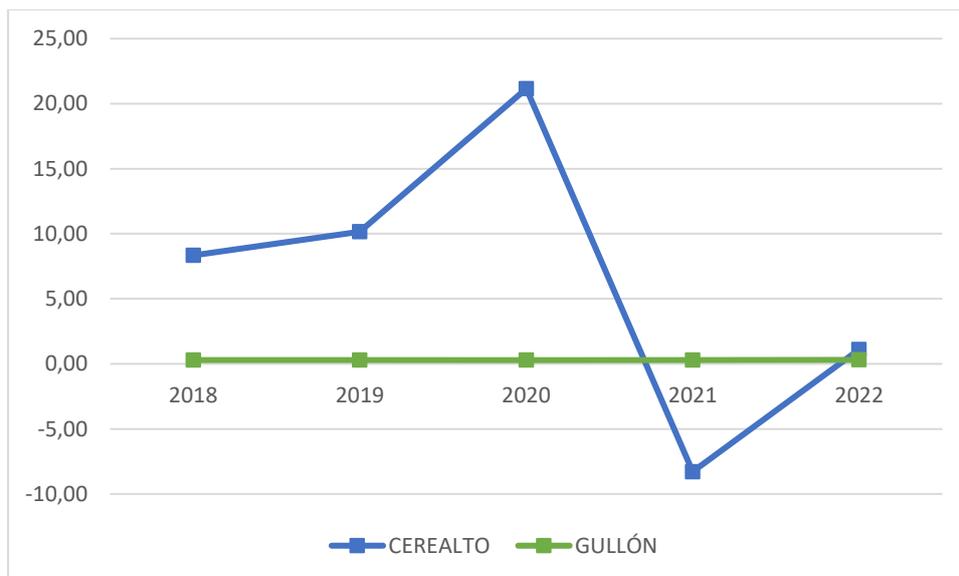
La fórmula más habitual para calcular esta ratio es el cociente entre el pasivo total y el patrimonio neto, lo que permite conocer en qué medida los fondos propios respaldan las obligaciones contraídas.

Si la empresa está más financiada por deudas que por capital propio, puede incrementar la exposición a tensiones financieras ante cambios en el entorno económico o incrementos en los tipos de interés. Por el contrario si la empresa está poco endeudada, podría aprovechar un mayor nivel de deudas para realizar inversiones.

(Archel Domenech, P., 2022)

El análisis de la ratio de Endeudamiento total se muestra en la gráfica y tabla siguientes.

Gráfico 7.5 Comparativa de la evolución de la ratio de Endeudamiento total



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.5 Comparativa de la evolución de la ratio de Endeudamiento total

ENDEUDAMIENTO TOTAL	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	8,33	10,15	21,15	-8,29	1,11
GULLÓN	0,29	0,30	0,29	0,30	0,31

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En la siguiente tabla podemos observar cómo durante los cuatro primeros años el ratio de endeudamiento total de Cerealto va aumentando hasta alcanzar su máximo en el año 2020 con un valor de 21,15 lo cual indica un excesivo nivel de endeudamiento a través de financiación externa, es decir que, por cada euro de fondos propios, la sociedad tenía más de 21 euros de deuda. Al año siguiente la ratio se torna a -8,29 como consecuencia de un patrimonio neto negativo, lo que nos indica un claro desequilibrio financiero de quiebra, puesto que no hay activos suficientes para reembolsar las deudas. Como es habitual en el análisis de esta entidad, en el año 2022 el indicador mejora debido a los cambios habidos en la compañía.

Por el contrario, Gullón mantiene un perfil de endeudamiento extremadamente prudente y constante a lo largo de los cinco ejercicios. Sus ratios oscilan suavemente entre 0,29 y 0,31, lo que refleja un equilibrio sólido entre recursos propios y ajenos, siendo principalmente deudas a c/p con acreedores comerciales.

Gracias al análisis comparativo podemos observar cómo Cerealto está contrayendo deudas muy por encima de la cuantía de fondos propios que posee comprometiendo su viabilidad financiera en varios ejercicios. A pesar de la mejora en 2022, Cerealto aún presenta riesgos estructurales que no se observan en Gullón, cuya consistencia financiera constituye una ventaja competitiva significativa.

7.6 Calidad de la deuda

$$\text{Ratio de calidad de la deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo Total}}$$

El ratio de calidad de la deuda también llamada ratio de exigibilidad, permite evaluar la estructura temporal del endeudamiento de una empresa, mediante el cociente entre el pasivo corriente y el pasivo total. Este indicador refleja qué proporción del endeudamiento total tiene vencimiento en el corto plazo, y por tanto, cuánta presión financiera inmediata recae sobre la compañía.

Un valor superior a 0,5 implicará que más de la mitad de las obligaciones debe ser atendida en el corto plazo, lo cual puede comprometer la liquidez si la empresa no dispone de suficientes activos líquidos o de generación constante de flujos de caja. Esto incrementa el riesgo financiero y la necesidad de una gestión eficiente del circulante.

Por el contrario, menor a 0,2 sugerirá una estructura de deuda más equilibrada, con una mayor proporción de pasivos a largo plazo, lo que alivia las tensiones de tesorería en el corto plazo y permite una planificación financiera más estable. No obstante, este escenario también debe analizarse considerando los costes financieros asociados a la financiación a largo plazo. (Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

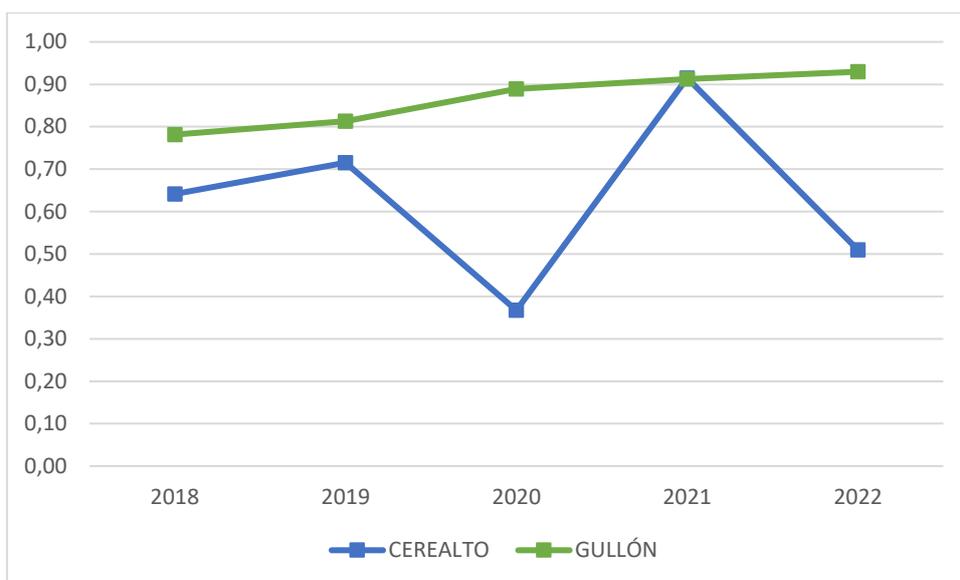
La Calidad de la deuda en ambas compañías se muestra a continuación:

Tabla 7.6 Comparativa de la evolución de la Calidad de la deuda

CALIDAD DE LA DEUDA	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	0,64	0,72	0,37	0,91	0,51
GULLÓN	0,78	0,81	0,89	0,91	0,93

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Gráfico 7.6 Comparativa de la evolución de la Calidad de la deuda



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Durante los ejercicios económicos de 2018 y 2019 de Cerealto, se observa como el indicador aumenta debido a la gran cantidad de deudas a corto plazo que tiene que afrontar la compañía, aunque estas son debidas a los pasivos vinculados a los ANCMV de los que la compañía quiere desprenderse. En 2020 gracias a la refinanciación a largo plazo de 161 millones de euros, a la cancelación de deuda de 82 millones y a que logra desprenderse de gran parte de los ANCMV, se consigue que las deudas a corto plazo representen el 37% del total.

En el ejercicio siguiente la calidad de la deuda se encuentra en su peor momento, pues el 91% de sus deudas son a pagar en menos de un año, este hecho obligará a volver a refinanciar su deuda esta vez con fondos de capital riesgo al fin de salvaguardar su existencia. En 2022 y gracias a ese saneamiento de las cuentas realizado por los nuevos dueños de la compañía, Cerealto logra mejorar la calidad de la deuda.

Gullón presenta una calidad de la deuda elevada a lo largo del período analizado. Desde un valor inicial de 0,78 en 2018, la ratio aumenta progresivamente hasta alcanzar 0,93 en 2022, lo que indica que la mayor parte de su endeudamiento corresponde a PC.

Estas cifras tan altas se deben a la disminución gradual del PNC (-56%), al aumento del PC (+63%) y especialmente a su política de financiación a través de proveedores, y no de entidades financieras, lo que al final se traduce en un mayor nivel de PC. En todos los años de la serie se produce un aumento de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.

Comparando ambas compañías se observa como Cerealto en los años 2020 y 2022 muestra una mayor calidad de la deuda gracias a la refinanciación de c/p a l/p, mientras Gullón por su parte, presenta ratios más elevados indicándonos que la mayor parte de su endeudamiento total es exigible a c/p con acreedores comerciales.

7.7 Solvencia

$$\text{Ratio de solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$

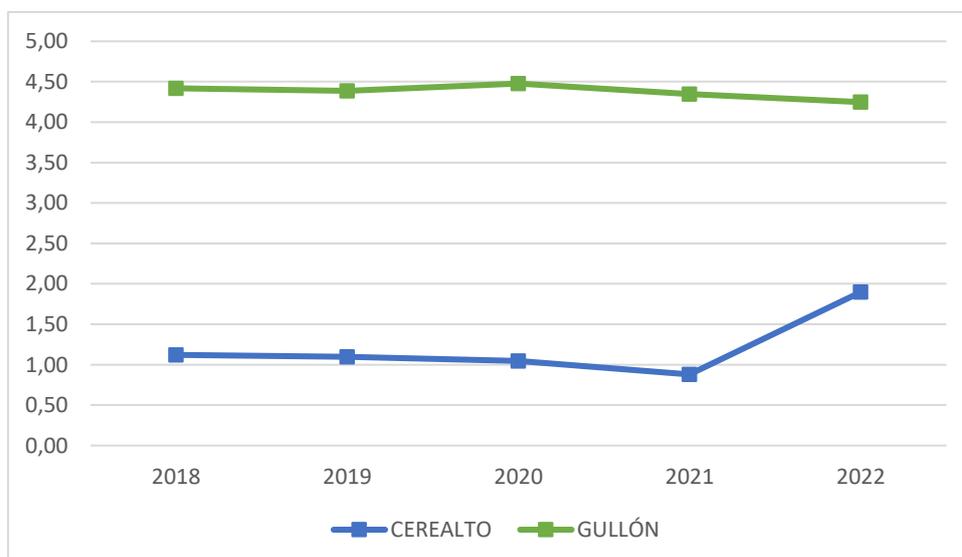
La ratio de solvencia, también conocida como ratio de garantía, mide la capacidad total de la empresa para hacer frente al conjunto de sus obligaciones financieras mediante la cobertura de todos sus activos, sin distinguir el plazo de vencimiento de dichas deudas. Este indicador se calcula como el cociente entre el total del activo y el total del pasivo exigible.

Un valor superior a 1 refleja que la empresa dispone de suficientes activos para cubrir sus deudas, mientras que valores muy superiores pueden interpretarse como señal de infrutilización de los recursos propios, lo que se traduce en una pérdida de rentabilidad para los accionistas.

Por el contrario, una ratio inferior a 1 implica que la empresa ha consumido parte o la totalidad de sus fondos propios, posiblemente como resultado de pérdidas acumuladas en ejercicios anteriores, lo cual representa una señal de alerta sobre una eventual incapacidad para responder ante sus compromisos financieros a medio y largo plazo. (Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

A continuación se muestra la comparativa de la ratio de Solvencia en ambas sociedades:

Gráfico 7.7 Comparativa de la evolución de la ratio de Solvencia



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.7 Comparativa de la evolución de la ratio de Solvencia

SOLVENCIA	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	1,12	1,10	1,05	0,88	1,90
GULLÓN	4,42	4,39	4,48	4,35	4,25

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En Cerealto, durante el período que abarca los cuatro primeros años se observa una tendencia de disminución de la solvencia hasta el colapso en el año 2021 con 0,88. Esto indica que el valor total de sus activos no alcanza para cubrir la totalidad de sus pasivos y sugiere un posible riesgo de quiebra, pues la empresa aun vendiendo todos sus activos no podría pagar sus deudas, como ya se ha puesto de manifiesto en la ratio de endeudamiento total.

En 2022, tras las decisiones adoptadas se observa una mejora notable, alcanzando un valor de 1,90. En este momento la entidad posee activos suficientes para hacer frente a todos sus pagos.

En contraposición Gullón mantiene durante toda la serie unos elevados niveles de solvencia, con valores entre los 4,25 y 4,48, cifras que indican que sus activos son más de cuatro veces superiores a sus pasivos, lo que garantiza una excelente capacidad para afrontar los pasivos. Igualmente esta situación ya se evidenciaba en el análisis de la ratio de endeudamiento total.

La comparación entre ambas empresa pone de manifiesto dos realidades financieras muy distintas. Por un lado Gullón muestra una posición de solvencia fuerte y estable, mientras que Cerealto en cambio ha atravesado por años con grandes dificultades de solvencia, especialmente en el año 2021, tras el cambio en la política de compras de su principal cliente, donde el riesgo de quiebra es real ya que la empresa no sería capaz de pagar sus deudas ni vendiendo todos sus activos. Pero gracias al capital invertido por los nuevos socios en 2022, el grupo vuelve a mostrar señales de mejora también en solvencia.

7.8 Autonomía financiera

$$\text{Ratio de autonomía financiera} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Total}}$$

La ratio de autonomía financiera, también conocido como ratio de capitalización es un indicador que mide el grado de independencia económica de una empresa respecto de sus acreedores. Se calcula como el cociente entre el patrimonio neto y el pasivo total.

Este ratio permite evaluar en qué medida la empresa financia su actividad con recursos propios frente a los ajenos.

Una ratio de mayor importe indicará una estructura financiera más sólida, con un menor nivel de endeudamiento, lo cual otorga a la empresa mayor capacidad de maniobra y libertad para decidir su estructura de financiación. Además, reduce la exposición al riesgo financiero, al disminuir las obligaciones de pago periódicas.

Por el contrario, un valor bajo de esta métrica refleja una mayor dependencia del capital ajeno, lo que limita la capacidad de elección en cuanto a nuevas fuentes de financiación y puede generar tensiones de liquidez ante cambios en las condiciones de los mercados financieros o en la rentabilidad del negocio.

(Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

La comparación de la ratio de Autonomía financiera en Cerealto y Gullón es la siguiente:

Tabla 7.8 Comparativa de la evolución de la ratio de Autonomía financiera

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

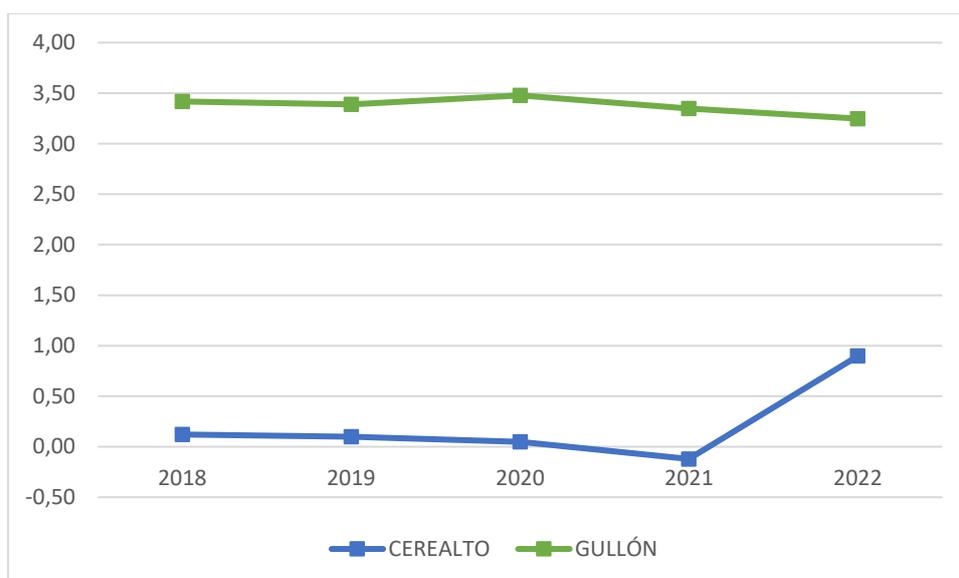


Tabla 7.9 Comparativa de la evolución de la ratio de Autonomía financiera

AUTONOMÍA FINANCIERA	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	0,12	0,10	0,05	-0,12	0,90
GULLÓN	3,42	3,39	3,48	3,35	3,25

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Los resultados mostrados a través de la siguiente tabla demuestran que durante los cuatro primeros años el grupo Cerealto tuvo una gran dependencia de la financiación exterior que acabó en el año 2021 con una ratio negativa de -0,12 en el borde del precipicio de ser concursada.

El año 2022 y gracias al capital inversor nos vuelve a transmitir un muy buen dato, con un incremento de los recursos propios.

Galletas Gullón en cambio presenta unos valores muy elevados y consistentes en su ratio de autonomía financiera situándose siempre por encima de 3. Esto indica una alta independencia financiera, lo que significa que la empresa se financia mayoritariamente con recursos propios y tiene muy poca dependencia del endeudamiento externo, siendo este a través de proveedores y no de entidades de crédito.

La diferencia entre ambas sociedades es más que significativa, Gullón mantiene una sólida autonomía financiera, lo que le permite elegir con libertad sus fuentes de financiación y minimizar riesgos financieros. Cerealto, por su parte, ha estado durante años en una situación de dependencia crítica del endeudamiento, con indicios de mejora solo en el último ejercicio.

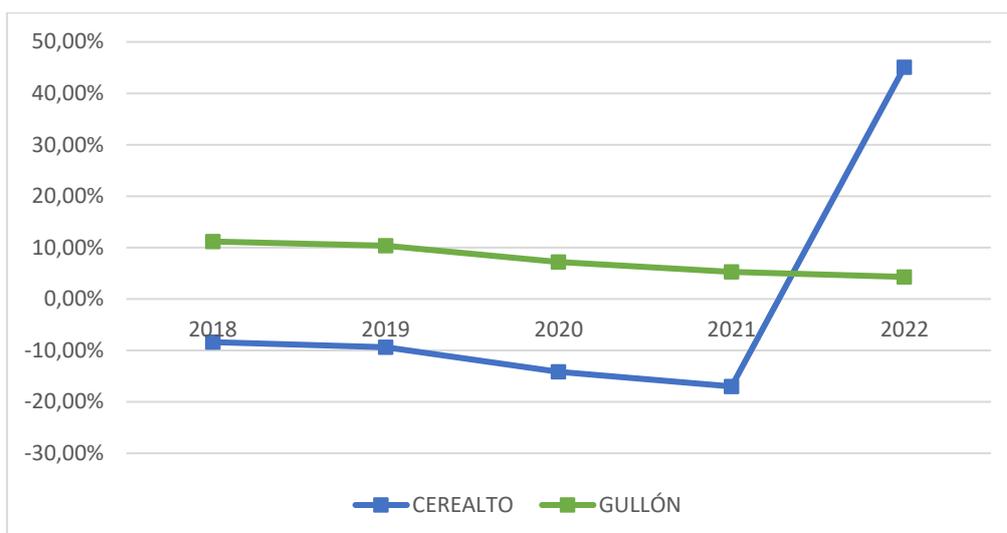
7.9 Rentabilidad económica (ROA)

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Activo Total Medio}}$$

La rentabilidad económica, también denominada ROI (Return on Investment) o ROA (Return on Assets), es un indicador que evalúa la eficiencia operativa de una empresa sin considerar la estructura de financiación utilizada. Este ratio pone el foco en la capacidad de la compañía para generar beneficios a partir de sus activos totales, independientemente de si han sido financiados con recursos propios o ajenos. En otras palabras, permite medir la eficacia con la que la empresa gestiona sus inversiones productivas, proporcionando una visión clara sobre la rentabilidad generada exclusivamente por la actividad económica desarrollada. (Archel Domenech, P., 2022)

La comparación de la Rentabilidad económica en ambas sociedades es la siguiente:

Gráfico 7.8 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad económica



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.10 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad económica

ROA	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	-8,38%	-9,36%	-14,14%	-17,00%	45,10%
GULLÓN	11,18%	10,37%	7,18%	5,30%	4,30%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

En la ROA de Cerealto se observa una tendencia negativa durante todo el período como consecuencia de la venta de algunas de sus filiales, como se puede observar a través de la cuenta en balance de ANCMV.

Esta rentabilidad negativa es un claro reflejo de la crisis financiera por la que ha pasado el grupo durante los últimos años.

Por otra parte, Gullón presenta una rentabilidad económica positiva durante toda la serie analizada. Pero debido a la disminución de los resultados antes de impuestos e intereses obtenidos, muestra una tendencia descendente desde el 2018 (11,18%) hasta el 2022 (4,3%), por lo que, por cada cien euros que invierte la empresa en sus activos durante el último ejercicio, esta obtiene 4,3 euros.

Aunque los valores siguen indicando una buena capacidad para generar beneficios con sus activos, la entidad debería de efectuar acciones para optimizar la gestión de sus recursos.

De análisis comparativo entre las dos empresas se observa como los activos de Gullón generan retornos constantes y positivos, en contraste con Cerealto, que no ha logrado rentabilizar sus activos en ningún ejercicio, lo que refuerza la percepción de una mayor estabilidad y solidez en Gullón frente a las debilidades estructurales de Cerealto.

7.10 Rentabilidad financiera (ROE)

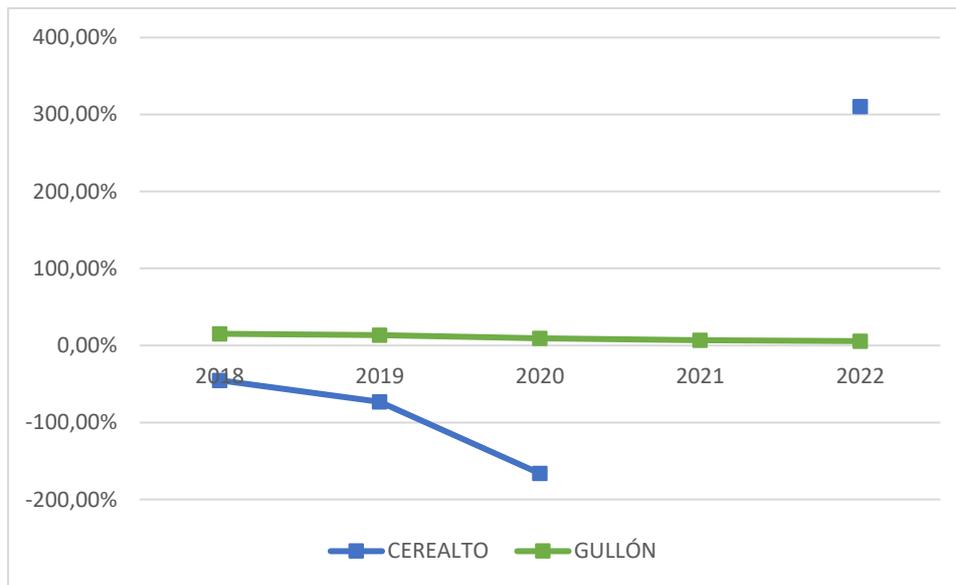
$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{Resultado antes de impuestos}}{\text{Patrimonio Neto Medio}}$$

La rentabilidad financiera, también conocida como ROE (Return on Equity), mide la capacidad de la empresa para generar beneficios en relación con los recursos propios invertidos por los accionistas. Este indicador incorpora el efecto de la estructura financiera, es decir, tiene en cuenta cómo se han financiado los activos, por lo que refleja el rendimiento obtenido exclusivamente sobre el patrimonio neto. Un valor elevado del ROE indica una gestión eficiente del capital propio, mientras que un valor reducido puede ser indicativo de una baja capacidad de generación de beneficios para los propietarios de la empresa. No obstante, un nivel de endeudamiento excesivo puede distorsionar esta rentabilidad al incrementar el riesgo financiero.

(Archel Domenech, P., 2022)

La rentabilidad financiera en ambas compañías es la que se muestra a continuación:

Gráfico 7.9 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.11 Comparativa de la evolución de la ratio de Rentabilidad financiera

ROE	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	-45,23%	-73,09%	-166,30%		310,26%
GULLÓN	15,17%	13,46%	9,32%	6,90%	5,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Se observa que la rentabilidad financiera de Cerealto decrece durante los tres primeros años hasta un -166,3% reflejando un escenario financiero crítico en el que no solo no se generan beneficios sino que el volumen de pérdidas acumuladas era muy elevado en comparación a los recursos disponibles.

En el año 2021 y dada la crítica situación en la que se encuentra el grupo con pérdidas y un PN negativo no es posible obtener su ROE.

Al año siguiente el ROE parece mantenerse, pero esta vez el indicador sí representa una imagen real de la situación financiera de la compañía, pues se observa un gran incremento en los fondos propios, aumentando en menos de 1 año de -63.670 € a 183.960 €. Gracias a la entrada de capital la empresa pudo presentar en el año 2022 una aparente recuperación.

El ROE de Gullón muestra una clara tendencia descendente a lo largo del periodo analizado, reflejando una progresiva pérdida de eficiencia en la capacidad de la empresa para generar beneficios a partir de los fondos propios. Los niveles más elevados se registran en los dos primeros ejercicios, donde la rentabilidad alcanza cifras por encima del 13%, lo que indica un uso bastante efectivo del capital aportado por los accionistas.

Sin embargo, a partir de 2020 se observa una caída continuada de este indicador, situándose en un 5,66% en 2022. Esta disminución está directamente relacionada con la reducción del resultado antes de impuestos, que ha ido disminuyendo con el paso de los años, mientras que los fondos propios han seguido creciendo.

Comparando el ROE de ambas empresas, Gullón muestra una rentabilidad financiera estable pero decreciente, pasando del 15,17% en 2018 al 5,66% en 2022, reflejando una menor eficiencia en la generación de beneficios con recursos propios. Cerealto, en cambio, presenta una evolución mucho más inestable, con valores muy negativos hasta 2020 y un repunte en 2021, fruto más de un patrimonio neto reducido que de una mejora real en resultados.

7.11 Apalancamiento financiero

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{\text{Rentabilidad financiera}}{\text{Rentabilidad económica}}$$

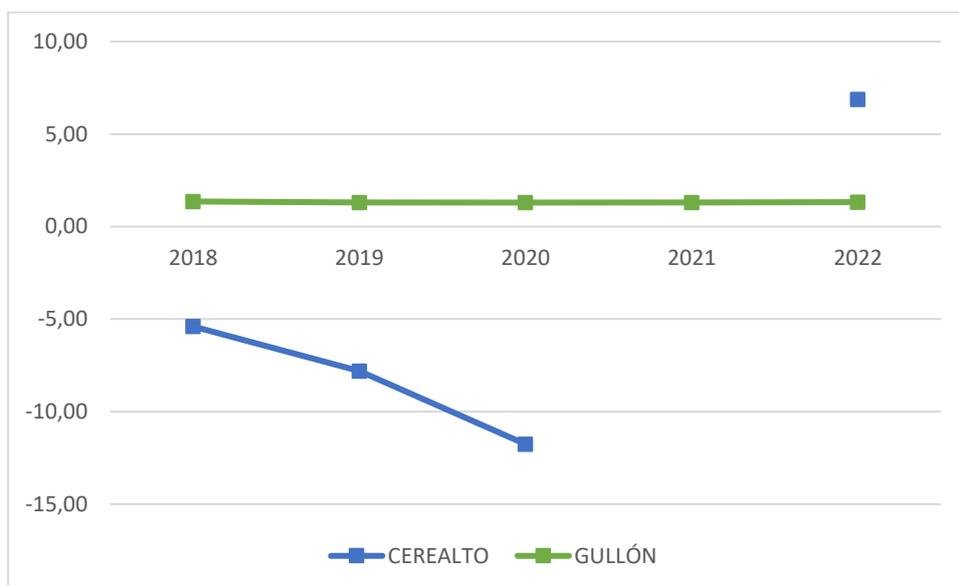
La ratio de apalancamiento financiero permite analizar el efecto que tiene el uso de financiación ajena sobre la rentabilidad obtenida con los recursos propios de la empresa. Este indicador muestra si la empresa consigue mejorar su rendimiento económico mediante el endeudamiento o, por el contrario, si este reduce su eficiencia financiera.

La fórmula utilizada es el cociente entre la ROE y la ROA, permitiendo medir la influencia que ejerce el endeudamiento sobre la rentabilidad global de la entidad. Un valor superior a la unidad indica apalancamiento positivo, es decir, que el uso de deuda contribuye a incrementar la rentabilidad sobre los fondos propios. Si el valor es inferior a uno, el apalancamiento es negativo, lo que implica que el coste de la financiación externa supera los beneficios generados, disminuyendo así la rentabilidad global.

Este ratio es especialmente útil para valorar el equilibrio entre rentabilidad y riesgo financiero. Aunque un apalancamiento positivo puede ser indicativo de una estrategia eficiente en el uso de recursos ajenos, un uso excesivo de deuda puede comprometer la estabilidad financiera, especialmente si no se acompaña de una rentabilidad económica suficientemente sólida. (Archel Domenech, P., 2022)

En Cerealto y Gullón la determinación del Apalancamiento financiero es la siguiente:

Gráfico 7.10 Comparativa de la evolución del Apalancamiento financiero



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.12 Comparativa de la evolución del Apalancamiento financiero

APALANCAMIENTO FRO	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	-5,40	-7,81	-11,76		6,88
GULLÓN	1,36	1,30	1,30	1,30	1,32

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Durante los tres primeros ejercicios Cerealto presenta unos niveles de apalancamiento financiero negativos muy elevados, pues el grupo tiene una fuerte dependencia de la deuda. La rentabilidad financiera o de sus accionistas es inferior a la rentabilidad económica. La rentabilidad económica es inferior al coste de la financiación, por lo que

la deuda no solo no aporta valor, sino que perjudica a la rentabilidad de los fondos propios.

En el año 2022 vuelve un nivel de endeudamiento alto muy similar al de los años iniciales con un apalancamiento financiero positivo.

En contraposición, Gullón mantiene un apalancamiento financiero estable a lo largo de toda la serie en 1,3, lo que indica que el uso de financiación ajena está contribuyendo al aumento de la rentabilidad financiera sin generar un riesgo excesivo.

En el análisis comparativo se observa que Gullón opera con un apalancamiento equilibrado coherente con su rentabilidad económica mientras que Cerealto por su parte muestra un uso excesivo y fallido de financiación que empeora significativamente en los últimos años.

7.12 Importe neto de la cifra de negocios

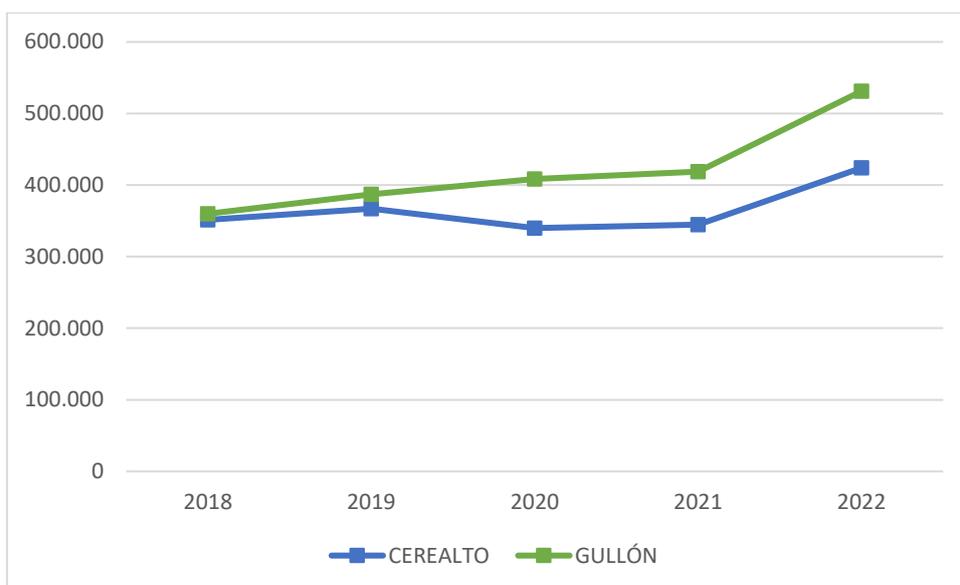
El Importe Neto de la Cifra de Negocio (en adelante INCN) representa el valor total de los ingresos obtenidos por la empresa a través de la venta de bienes y la prestación de servicios derivados de su actividad ordinaria, una vez descontados los descuentos, bonificaciones y devoluciones, así como el IVA u otros impuestos indirectos repercutidos.

Este indicador se encuentra en la parte superior de la cuenta de pérdidas y ganancias y constituye un punto de partida fundamental para el análisis del desempeño económico de la empresa, ya que permite evaluar la evolución de su actividad operativa a lo largo del tiempo.

El análisis del INCN, además de mostrar la capacidad de generación de ingresos, también es útil para detectar posibles cambios en la demanda, la efectividad comercial, o el impacto de estrategias de expansión, diversificación o reestructuración. Su comportamiento debe siempre interpretarse en conjunto con otros indicadores como el margen de beneficio, los costes operativos o el entorno sectorial en el que la empresa opera. (Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R, 2021)

El análisis comparativo del INCN de Cerealto y Gullón se muestra en el gráfico y la tabla siguientes:

Gráfico 7.11 Comparativa de la evolución del INCN (miles de €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 7.13 Comparativa de la evolución del INCN (miles de €)

INCN	2018	2019	2020	2021	2022
CEREALTO	351.257	366.972	339.923	344.770	423.958
GULLÓN	359.940	386.929	408.692	418.955	531.120

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

El INCN de Cerealto se incrementó ligeramente el segundo año, situándose en los 366,9 millones de euros, sin embargo, al año siguiente, tras el cambio en la política de compras de Mercadona respecto a sus interproveedores y los posibles efectos de la pandemia descendió hasta los 339,9 millones.

A partir de 2021 se observa una recuperación progresiva en las ventas, alcanzando el máximo en 2022 con una facturación de más de 423 millones de euros.

Gullón por su parte presenta una tendencia más estable y creciente de las ventas, aumentando su INCN de forma constante desde 2018, pasando de 359,9 millones de euros a 531,1 millones en 2022 (+47,6%).

Comparando ambas empresas, Gullón ha logrado mantener un crecimiento más continuo, lo que pone de manifiesto una mayor estabilidad comercial. En cambio, Cerealto, aunque termina el periodo con un crecimiento notable, sus ventas bajan más de 22,2 millones de euros en apenas dos años, como consecuencia directa del cambio en la política de compras de su principal cliente. En términos de volumen absoluto, Gullón ha superado en todos los ejercicios a Cerealto, consolidando su liderazgo en generación de ingresos dentro del sector.

8 CONCLUSIONES

El análisis realizado permite extraer una serie de conclusiones que, más allá de las cifras, apuntan a dos modelos empresariales con posicionamientos estratégicos, estructuras financieras y recorridos muy diferenciados. Gullón, compañía familiar de fuerte arraigo en el mercado nacional, presenta una evolución sostenida en la generación de resultados, reforzada por una política de inversión prudente, elevada eficiencia operativa y ausencia de tensiones de tesorería. Cerealto, por su parte, mantiene un perfil más volcado hacia la expansión internacional y la consolidación de su perímetro industrial, con una estructura de financiación intensiva en deuda y márgenes operativos más estrechos, propios de un modelo aún en proceso de maduración.

Desde una perspectiva estrictamente financiera, Gullón ha conseguido mejorar progresivamente sus indicadores de rentabilidad, liquidez y autonomía financiera a lo largo del periodo analizado. La evolución del resultado de explotación, la capacidad de autofinanciación y el aumento de su tesorería hasta alcanzar los 61,6 millones de euros al cierre de 2022, así lo acreditan. Esta mejora no ha sido consecuencia de operaciones puntuales ni de un apalancamiento financiero relevante, sino del crecimiento orgánico y la optimización de sus operaciones industriales y comerciales.

El análisis de su estado de flujos de efectivo confirma esta tendencia: la actividad ordinaria genera de forma recurrente suficiente flujo para atender las inversiones y conservar un excedente de tesorería creciente, sin recurrir a nueva deuda. El incremento del flujo de caja operativo en ejercicios de elevada inflación y encarecimiento de insumos no solo es indicativo de fortaleza económica, sino también de una gestión eficiente del capital circulante.

En cambio, la evolución de Cerealto ha estado marcada por un contexto más exigente. La compañía llevó a cabo un ambicioso plan de expansión internacional durante los primeros años del periodo analizado, lo que supuso un esfuerzo inversor considerable, en gran parte, mediante deuda. A esta presión financiera se sumó en 2019 la pérdida de exclusividad con su principal cliente, Mercadona, como consecuencia del cambio en su política de compras hacia el modelo de interproveedores. Este hecho tuvo un impacto directo en el volumen de ventas de Cerealto, al dejar de ser proveedor exclusivo en muchas de las referencias que anteriormente concentraban gran parte de su facturación.

Estas circunstancias se tradujeron en una pérdida de rentabilidad, tensiones de liquidez y una situación financiera muy comprometida, con resultados netos negativos de forma recurrente.

A lo largo del período analizado, el grupo perdió cerca de la mitad de sus activos productivos, acompañado de una profunda reestructuración operativa. En este contexto, y gracias a la entrada de los fondos de inversión Afendis Capital Management y Kemper Corporation, la compañía obtuvo los recursos necesarios para reforzar los fondos propios, reducir el endeudamiento y favorecer una mejora de los principales indicadores económico-financieros en el último ejercicio.

Gracias a este proceso, Cerealto consiguió detener el deterioro observado en ejercicios anteriores y comenzó a registrar una ligera recuperación operativa, con una mejora del EBITDA y una generación positiva de flujo de caja operativo. No obstante, la rentabilidad sigue siendo insuficiente, los resultados netos se mantienen en negativo y el endeudamiento continúa siendo elevado, por lo que el equilibrio financiero de la empresa aún no puede considerarse consolidado.

En resumen, Gullón se presenta como una empresa consolidada, con elevados niveles de liquidez, baja exposición al endeudamiento y capacidad para generar beneficios crecientes incluso en contextos adversos. Su política de autofinanciación, el control del capital circulante y la eficiencia en la gestión del gasto consolidan un modelo de negocio sólido y sostenible. Cerealto, por el contrario, ha seguido una trayectoria de crecimiento más expuesta al riesgo, en la que el recurso al apalancamiento financiero ha sido determinante para su desarrollo. Sin embargo y como hemos observado, este factor puede convertirse en una limitación si no va acompañado de una recuperación sostenida del resultado y una mejora en su capacidad de autofinanciación.

Ambas compañías ejemplifican dos modelos distintos: el primero, centrado en la estabilidad, la rentabilidad y el crecimiento sostenido; el segundo, más orientado al desarrollo estratégico, con un horizonte de rentabilidad más lejano y exigente. La comparación, por tanto, no debe interpretarse en términos de superioridad, sino de adecuación de los recursos financieros y operativos a las estrategias adoptadas. Solo el tiempo y la evolución del entorno permitirán confirmar si el modelo de Cerealto logra consolidarse, o si el de Gullón sigue afianzando su liderazgo desde la eficiencia y el equilibrio financiero.

9 BIBLIOGRAFÍA

9.1 Recursos electrónicos

Cerealto Global S.L. 2020, consultada el 11 de marzo de 2025, en [Centros especiales de empleo en Cerealto Siro Foods](#)

Cerealto Global S.L. 2025, consultada el 20 de marzo de 2025, en [Cerealto](#)

El Español 2022, consultada el 22 de marzo de 2025, en [Cerealto Siro: historia de un imperio galletero que llegó a los cielos y bajó a los infiernos](#)

Galletas Gullón S.A. 2025, consultada el 25 de marzo de 2025, en [Gullón invertirá 20 millones de euros en nuevos almacenes en Aguilar de Campoo](#)

Galletas Gullón S.A. 2025, consultada el 25 de marzo de 2025, en [Más De 130 Años De Historia De Gullón | Gullón](#)

Galletas Gullón S.A. 2025, consultada el 8 de abril de 2025, en [230529-Resumen ejecutivo 2022.pdf](#)

Mercasa 2022, consultada el 22 de abril de 2025, en [Alimentación en España 2022.pdf](#) (págs. 107-120)

Mercasa 2023, consultada el 22 de abril de 2025, en [Alimentación en España 2023.pdf](#) (págs. 107-120)

Sivarious Media 2025, consultada el 22 de abril de 2025, en [Principales empresas fabricantes y comercializadoras de galletas](#)

Alimarket 2022, consultada el 28 de abril de 2025 en, [Informe 2022 del mercado de galletas en España - Informes y reportajes de Alimentación en Alimarket](#)

Financial food 2022, consultada el 28 de abril de 2025 en, [El sector galletero español factura 1.381 millones al año y exporta la mitad de su producción](#)

9.2 Bibliografía

Archel Domenech, P. et al. (2022): Estados contables: Elaboración, análisis e interpretación e interpretación. Editorial: Pirámide.

Garrido Miralles, P. y Íñiguez Sánchez, R (2021): Análisis de los estados contables, elaboración e interpretación de la información financiera. Editorial: Pirámide.

Bernal García, J.J., García Pérez de Lerma, D., Madrid Guijarro, A. y Soto Solano, J. (2010): El estado de flujos de efectivo en el nuevo plan general de contabilidad. Revista académica "Estrategia financiera". Vol. N.º 274, pp. 40-49.

Cabal García, E. y Cuervo Huergo, J.C. (2013): Metodología de elaboración práctica de flujos de efectivo: un enfoque de empresa. Revista de contabilidad y tributación. CEF, 367, pp. 177-214.

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. CEF, 319, pp. 200-245.

Francis Lefebvre (2015): Memento experto estado de flujos de efectivo. Ediciones Francis Lefebvre, SA.

9.3 Normativas

Ley 14/2003, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. (Última fecha de consulta 22/03/2025)

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (Última fecha de consulta 25/03/2025)

Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre. (Última fecha de consulta 08/04/2025)

Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre). (Última fecha de consulta 16/04/2025)

Plan de General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas (Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre). (Última fecha de consulta 27/04/2025)

Norma Internacional de Contabilidad número 7. (Última fecha de consulta 27/04/2025)

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. (Última fecha de consulta 27/04/2025)

10 ANEXO. OTROS ESTADOS FINANCIEROS

Tabla 10.1 Evolución del Balance de Cerealto durante el período de 2018 a 2022

BALANCE CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
ACTIVO NO CORRIENTE	431.698	435.959	400.399	335.400	228.953
I Inmovilizado intangible	22.786	21.722	18.726	12.887	9.222
II Inmovilizado material	337.991	357.980	333.282	298.471	198.966
III Inversiones inmobiliarias	32.811	22.682	21.655	12.862	12.831
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	7.522	7.000	6.500	5.172	
V Inversiones financieras a largo plazo	14.030	10.901	5.765	1.051	1.012
VI Activos por impuesto diferido	16.498	15.674	14.471	4.957	6.922
VII Deudas comerciales no corrientes	60				
ACTIVO CORRIENTE	329.367	236.341	154.815	87.510	166.192
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	165.338	128.975	66.629		70.759
II Existencias	48.849	50.773	37.382	39.035	32.546
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	40.157	44.250	38.003	35.228	32.826
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo			178	3.246	
V Inversiones financieras a corto plazo	2.214	2.127	1.515	1.305	525
VI Periodificaciones a corto plazo	1.770	3.326	2.075	2.946	591
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	71.039	6.890	9.033	5.750	28.945
TOTAL ACTIVO	761.065	672.300	555.214	422.910	395.145
PATRIMONIO NETO	81.529	60.270	25.061	-58.049	186.888
A-1) FONDOS PROPIOS	62.909	37.552	18.180	-63.670	183.960
A-2) AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	-6.153	1.209	-3.994	-387	-1.457
A-3) SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS	12.734	10.364	8.509	5.101	4.385
PASIVO NO CORRIENTE	243.561	174.114	335.428	40.964	102.130
I Provisiones a largo plazo	2.634	3.186	4.194	1.813	1.505
II Deudas a largo plazo	230.480	162.801	322.884	33.355	97.736
IV Pasivos por impuesto diferido	10.447	8.127	8.350	5.796	2.889
PASIVO CORRIENTE	435.975	437.916	194.725	439.995	106.127
I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	216.055	203.967	52.308		6.324
II Provisiones a corto plazo	444	700	2.382	1.437	2.174
III Deudas a corto plazo	102.952	139.975	36.524	348.909	9.899
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo			17		
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	115.286	93.226	102.596	89.639	86.110
VI Periodificaciones a corto plazo	1.238	48	898	10	1.620
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	761.065	672.300	555.214	422.910	395.145

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 10.2 Evolución de la Cuenta de resultados de Cerealto durante el periodo de 2018 a 2022

CUENTA DE RESULTADOS CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
1. Importe neto de la cifra de negocios	351.257	366.972	339.923	344.770	423.958
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	2.430	1.189	-8.205	3.129	-2.465
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	21.256	16.709	14.653	8.305	6.350
4. Aprovisionamientos	211.722	213.905	207.827	220.008	277.357
5. Otros ingresos de explotación	7.224	9.592	8.540	5.594	6.004
6. Gastos de personal	-94.382	101.192	-96.018	-75.190	-67.944
7. Otros gastos de explotación	-61.058	-60.950	-63.867	-65.342	-86.625
8. Amortización del inmovilizado	-46.387	-48.430	-41.090	-37.514	-26.757
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	2.023	2.300	1.970	2.154	827
10. Excesos de provisiones		1.310	697	1.000	
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-10	-10.883	-3.775	-148	-14.393
13. Otros resultados		1.393	1.429		
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-29.369	-35.499	-55.070	-33.250	-38.402
14. Ingresos financieros	177	285	168	172	203
15. Gastos financieros	-14.894	-15.261	-15.854	-20.506	-15.375
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros			-108	2.496	
17. Diferencias de cambio	-42	-1.365	193	-24	399
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-51	18	-283	-11.511	-170
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero					253.211
RESULTADO FINANCIERO	-14.810	-16.323	-15.884	-29.373	238.268
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-44.179	-51.822	-70.954	-62.623	199.866
20. Impuestos sobre beneficios	2.605	1.181	1.307	-7.353	1.640
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	-41.574	-50.641	-69.647	-69.976	201.506
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	11.710	25.637	48.555	29.266	-15.324
RESULTADO DEL EJERCICIO	-29.864	-25.004	-21.092	-40.710	186.182

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 10.3 Evolución del Estado de flujos de efectivo de Cerealto durante el período de 2018 a 2022

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO CEREALTO	2018	2019	2020	2021	2022
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	-44.179	-51.822	-70.954	-62.623	199.866
2. Ajustes del resultado	61.028	72.073	66.009	59.742	-190.326
a) Amortización del inmovilizado (+)	46.387	48.430	41.090	37.514	26.757
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	2.750	11.366	8.849	11.346	16.778
c) Variación de provisiones (+/-)	-351	111	3.728	-4.103	4.154
d) Imputación de subvenciones (-)	-2.023	-2.300	-1.970	-2.154	-827
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-545	-68	-1.360	-723	-26
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	51	-18	108		-20
g) Ingresos financieros (-)	-177	-285	-168	-172	-253.414
h) Gastos financieros (+)	14.894	15.261	15.854	20.506	15.375
i) Diferencias de cambio (+/-)	42	1.365	-193	24	-399
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)				-2.496	
k) Otros ingresos y gastos (-/+)		-1.789	71		1.296
3. Cambios en el capital corriente	9.938	-44.317	-2.604	-16.649	1.553
a) Existencias (+/-)	-7.497	-3.865	-310	-4.516	-3.318
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	4.034	2.194	-2.867	-2.483	-5.669
c) Otros activos corrientes (+/-)	57	-1.556	1.649	-717	1.862
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	13.432	-41.198	-1.919	-7.788	7.141
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-40	48	850	-888	1.610
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-48	60	-7	-257	-73
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-9.300	-8.712	-16.025	-6.348	-827
a) Pagos de intereses (-)	-15.209	-13.824	-15.043	-7.450	-3.562
c) Cobros de intereses (+)	176	287	28	59	52
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-640	1.654	-1.494	369	2.665
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	6.373	3.171	484	674	18
FLUJOS DE EFECTIVO DE EXPLOTACIÓN	17.487	-32.778	-23.574	-25.878	10.266
6. Pagos por inversiones (-)	-58.844	-52.403	-47.909	-28.589	-27.890
b) Inmovilizado intangible	-14.997	-13.841	-8.380	-6.652	-4.725
c) Inmovilizado material	-36.337	-38.241	-39.231	-13.326	-10.648
d) Inversiones inmobiliarias	-5.053	-321	-298	-5.621	
e) Otros activos financieros	-2.457				
7. Cobros por desinversiones (+)	6.100	9.538	3.985	5.152	448
c) Inmovilizado material	4.709	4	3.690	530	448
d) Inversiones inmobiliarias	1.391	377	295	78	
FLUJOS DE EFECTIVO DE INVERSIÓN	-52.744	-42.865	-43.924	-23.437	-27.442
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio		1.664	104	573	33
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)		1.664	104	573	33
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	2.539	-26.893	-63.550	-1.253	40.287
2. Deudas con entidades de crédito (+)	240.000	8.203	323.427	9.021	1.719
5. Otras deudas (+)	39.644	23.610	8.242	4.673	38.568
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-275.574	-54.075	-344.314	-13.541	
5. Otras deudas (-)	-1.531	-4.631	-50.905	-1.406	
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-243	-1.215			
FLUJOS DE EFECTIVO DE FINANCIACIÓN	2.296	-26.444	-63.446	-680	40.320
EFFECTO DE LAS VARACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	-19	19	-209	96	72
VARIACIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	-15.564	-102.068	2.143	-3.283	23.216
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	86.693	71.039	6.890	9.033	5.729
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	71.039	6.890	9.033	5.750	28.945

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 10.4 Evolución del Balance de Gullón durante el período de 2018 a 2022

BALANCE GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
ACTIVO NO CORRIENTE	264.250	274.720	295.251	323.580	330.232
I Inmovilizado intangible	147	282	197	147	663
II Inmovilizado material	261.806	272.768	293.732	322.389	323.978
V Inversiones financieras a largo plazo	29	39	50	84	4.160
VI Activos por impuesto diferido	2.269	1.630	1.272	959	1.430
ACTIVO CORRIENTE	229.266	277.919	294.183	301.353	318.599
II Existencias	34.038	35.027	42.154	50.826	62.878
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	99.285	106.401	98.363	91.124	117.215
V Inversiones financieras a corto plazo	53.107	80.833	93.705	113.092	101.620
VI Periodificaciones a corto plazo	104	167	37	60	24
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	42.732	55.491	59.924	46.252	36.861
TOTAL ACTIVO	493.516	552.639	589.434	624.932	648.830
PATRIMONIO NETO	381.793	426.695	457.790	481.210	496.084
A-1) Fondos propios	365.260	407.110	439.268	464.538	485.664
A-2) Ajustes por cambios de valor	-763	1.976	2.669	4.145	-1.098
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	17.297	17.609	15.854	12.527	11.518
PASIVO NO CORRIENTE	24.405	23.560	14.578	12.603	10.744
I Provisiones a largo plazo	198	214	254	309	362
II Deudas a largo plazo	11.513	11.192	3.317	2.550	2.296
IV Pasivos por impuesto diferido	12.694	12.154	11.006	9.743	8.086
PASIVO CORRIENTE	87.317	102.384	117.066	131.120	142.003
III Deudas a corto plazo	8.410	16.604	27.150	20.748	11.160
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	78.907	85.780	89.916	110.372	130.842
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	493.516	552.639	589.434	624.932	648.830

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 10.5 Evolución de la Cuenta de resultados de Gullón durante el período de 2018 a 2022

CUENTA DE RESULTADOS GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
1. Importe neto de la cifra de negocios	359.940	386.929	408.692	418.955	531.120
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	937	562	4.646	4.552	7.553
	-	-	-	-	-
4. Aprovisionamientos	150.418	166.043	190.738	195.487	284.689
5. Otros ingresos de explotación	2.717	2.556	2.172	2.777	4.454
6. Gastos de personal	-38.273	-40.725	-48.895	-52.354	-56.534
	-	-	-	-	-
7. Otros gastos de explotación	-96.255	101.282	104.238	116.186	139.392
8. Amortización del inmovilizado	-28.904	-33.287	-34.048	-36.912	-37.312
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	5.078	5.417	5.165	4.008	3.480
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	9	0	0	2	0
13. Otros resultados	523	332	404	63	207
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	55.355	54.457	43.161	29.418	28.886
14. Ingresos financieros	263	202	196	157	179
15. Gastos financieros	-1.077	-203	-237	-194	-265
17. Diferencias de cambio	679	274	-1.084	2.046	-444
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-255	-310	-800	972	-710
RESULTADO FINANCIERO	-390	-36	-1.925	2.980	-1.240
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	54.965	54.421	41.236	32.398	27.646
20. Impuestos sobre beneficios	-12.589	-12.423	-9.079	-7.134	-6.520
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	42.376	41.998	32.157	25.265	21.126
RESULTADO DEL EJERCICIO	42.376	41.998	32.157	25.265	21.126

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi

Tabla 10.6 Evolución del Estado de flujos de efectivo de Gullón durante el período de 2018 a 2022

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO GULLÓN	2018	2019	2020	2021	2022
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	54.965	54.421	41.236	32.398	27.646
2. Ajustes del resultado	22.542	30.643	30.808	29.494	35.072
a) Amortización del inmovilizado (+)	28.904	33.287	34.048	36.912	37.312
d) Imputación de subvenciones (-)	-5.078	-5.417	-5.165	-4.436	-3.480
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-9	0	0	-2	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	255	310	800	-972	710
g) Ingresos financieros (-)	-263	-202	-196	-157	-179
h) Gastos financieros (+)	1.077	203	237	194	265
i) Diferencias de cambio (+/-)	-679	-274	1.084	0	444
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-1.664	2.736	0	-2.046	0
3. Cambios en el capital corriente	-13.147	-21.011	-4.460	-6.902	-19.313
a) Existencias (+/-)	-3.445	-989	-7.126	-8.672	-12.052
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	4.991	-7.116	8.038	7.239	-26.091
c) Otros activos corrientes (+/-)	-1.098	-27.789	-12.742	-19.409	11.507
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	4.109	6.737	4.136	20.456	20.470
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-15.039	8.471	11.125	-5.751	-8.936
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-2.665	-325	-7.890	-765	-4.210
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-15.398	-12.430	-9.572	-7.523	-6.628
a) Pagos de intereses (-)	-1.077	-203	-237	-194	-265
c) Cobros de intereses (+)	263	202	196	157	179
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-14.584	-12.429	-9.532	-7.486	-6.542
FLUJOS DE EFECTIVO DE EXPLOTACIÓN	48.962	51.623	58.012	47.467	36.778
6. Pagos por inversiones (-)	-29.099	-44.695	-54.938	-65.547	-47.208
b) Inmovilizado intangible	-83	-16	-48	-86	-705
c) Inmovilizado material	-28.761	-44.370	-54.879	-65.433	-38.712
e) Otros activos financieros	-255	-310	-11	0	-7.792
h) Otros activos	0	0	0	-28	0
7. Cobros por desinversiones (+)	9	0	199	3.014	0
c) Inmovilizado material	9	0	0	2	0
e) Otros activos financieros	0	0	199	3.012	0
FLUJOS DE EFECTIVO DE INVERSIÓN	-29.090	-44.695	-54.739	-62.533	-47.208
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	3.018	5.834	2.824	0	2.135
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	3.018	5.834	2.824	0	2.135
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	82	-278	-579	-652	-652
5. Otras deudas (+)	491	341	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-409	-619	-579	-652	-652
FLUJOS DE EFECTIVO DE FINANCIACIÓN	3.100	5.556	2.245	-652	1.484
EFFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	678	274	-1.084	2.046	-444
VARIACIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	23.650	12.759	4.433	-13.672	-9.391
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	19.082	42.732	55.491	59.924	46.252
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	42.732	55.491	59.924	46.252	36.861

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Sabi