



Icade Business School

# **Análisis del Riesgo Financiero de Pescanova**

Autor: Alba Salgueiro Expósito

Director: Álvaro Caballo Trébol

Madrid  
Agosto 2014

Alba  
Salgueiro  
Expósito

# Análisis del Riesgo Financiero de Pescanova





## Índice General

---

Índice de tablas y figuras.....	2
Resumen.....	3
Abstract.....	3
1.    Análisis formal.....	5
1.1    Descripción de la empresa y su sector.....	5
1.2    Entorno competitivo.....	6
1.3    Variables macroeconómicas que influyen en la empresa.....	7
1.3.1    Evolución de la población mundial.....	7
1.3.2    Consumo medio mundial de pescado per cápita en décadas.....	7
2.    Análisis económico y financiero.....	9
2.1    Introducción.....	9
2.2    Estudio del Balance Consolidado.....	9
2.3    Análisis de la rentabilidad económica.....	10
2.4    Ratios de situación financiera.....	12
2.4.1    Recursos Líquidos Netos.....	12
2.4.2    Coeficiente Básico de Financiación.....	13
2.4.3    Ratio de Solvencia o Liquidez.....	14
2.4.4    Ratio de Garantía.....	14
2.4.5    Ratio de Endeudamiento.....	15
3.    Análisis de riesgo financiero.....	16
3.1    Introducción.....	16
3.2    Identificación de variables que conducen a una situación de insolvencia.....	16
3.2.1    Resultados de explotación.....	16
3.2.2    Determinación de las necesidades Operativas de Fondos y Períodos Medios de Maduración.....	20
3.2.3    Fondo de Maniobra.....	22
3.2.4    Repercusión en el BAIT ante variaciones en las venta.....	24
3.2.5    Evolución de la cuenta de deudores.....	26
4.    Conclusiones.....	29
5.    Bibliografía.....	31

## Índice de tablas y figuras

---

Tabla nº 1: Evolución de la población mundial (cifras expresadas en millones de habitantes).....	11
Tabla nº 2: Consumo medio mundial de pescado per cápita en décadas.....	11
Tabla nº 3: Evolución de los Recursos Líquidos Netos.....	12
Tabla nº 4: Evolución del Coeficiente Básico de Financiación.....	13
Tabla nº 5: Evolución del Ratio de Solvencia.....	14
Tabla nº 6: Evolución del Ratio de Garantía.....	15
Tabla nº 7: Evolución del Nivel de Endeudamiento.....	15
Tabla nº 8: Evolución de las Necesidades Operativas de Fondos.....	20
Tabla nº 9: Evolución de los Períodos Medios de Maduración.....	21
Tabla nº 10: Evolución de los Flujos de Caja Libre.....	26
Gráfico nº1: Evolución de la población mundial (cifras expresadas en millones de habitantes)....	7
Gráfico nº 2: Consumo medio mundial de pescado per cápita en décadas.....	8
Gráfico nº 3: Evolución del Balance Consolidado.....	9
Gráfico nº 4: Evolución de las ventas y su deuda financiera.....	17
Gráfico nº 5: Ingresos de Explotación.....	18
Gráfico nº 6: Evolución del Fondo de Maniobra de Pescanova.....	23
Gráfico nº 7: Evolución de variables financieras.....	24
Gráfico nº 8: Evolución de otras variables financieras.....	25
Gráfico nº 9: Evolución de variables de riesgo financiero.....	27
Gráfico nº 10: Evolución otras de variables de riesgo financiero.....	27

## **Resumen**

Este trabajo de fin de máster trata de hacer un análisis de riesgo financiero de Pescanova, desde el ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2008 debido a la crisis financiera española hasta el cierre de ejercicio a 31 de diciembre de 2012.

A partir de sus cuentas anuales y consolidadas obtenemos la información para analizar dicha empresa.

Obtenemos la información de dichas cuentas; información que actualizamos a través de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) para poder trabajar con el dato más actualizado.

Existen varios análisis a realizar, el primero consta de un breve análisis formal donde se hará una breve descripción de la empresa, el entorno competitivo en el que trabaja, así como una explicación de su situación gracias a sus balances patrimoniales y cuenta de pérdidas y ganancias.

En segundo lugar haremos un análisis económico y financiero, en el que se hará un estudio de sus rentabilidades y ratios de situación financiera.

Para finalizar, un análisis de riesgo financiero con el fin de demostrar que el desastre financiero que se ha producido en Pescanova, se pudo evitar si se tuviese en cuenta ciertas variables de riesgo de crédito, que de no tenerlas en cuenta, podría llevar a cualquier empresa a una situación de insolvencia, de suspensión de pagos, como se va a demostrar a continuación.

El objetivo es lograr que cualquier compañía, sea de este sector o no, pueda tener un control de su riesgo financiero a través de este estudio.

*Palabras clave:* (información financiera, cuentas anuales, cuentas anuales consolidadas, análisis financiero, riesgos, riesgo financiero, insolvencia, Pescanova).

## **Abstract**

This master's final dissertation is about performing a financial risk analysis of Pescanova. Since the beginning it will be focused on the credit risk for the year ending 31st December 2008 due to the Spanish financial crisis until 31st December 2012.

We obtain the information to analyze this enterprise from its annual and consolidated accounts.

Once we obtain the information of these accounts, we update it via CNMV (the Spanish Securities & Exchange Commission) in order to work with the most up-to-date data.

There are several analyses to perform. The first one consists of a brief formal analysis in which a short description of the enterprise, the competitive environment and an explanation of its situation through its balance sheets and profit and loss account is made.

Secondly, an economic and financial analysis will be performed. In this analysis we will carry out a study of their returns and ratios of its financial situation.

Finally, a financial analysis to prove that the financial disaster of Pescanova could have been avoided if some variables of credit risk had been taken into account. Otherwise, any company could end up in an insolvency situation, suspension of payments as we will show.

The goal is to make possible that any company, no matter its sector, can have control over its financial risk.

*Keywords:* (Financial information, annual accounts, consolidated annual accounts, financial analysis, risks, financial risk, insolvency, Pescanova).

## 1. Análisis formal.

### 1.1 Descripción de la empresa y su sector.

José Fernández López funda Pescanova en 1960, en Vigo. Su estrategia se centra en la manufactura de pescado mediante grandes buques congeladores que procesaban y ultracongelaban las capturas en el propio barco; los conocidos buques factoría de Pescanova. Un proceso novedoso e innovador hasta el momento. Gracias a esto, Pescanova consigue un rápido crecimiento y posicionamiento en el sector.

Pescanova ha ido dotándose de una red que le permitió la comercialización de los productos de marca Pescanova, pero no es hasta la década de los 80, con el nombramiento de Manuel Fernández de Sousa-Faro, hijo del fundador, como presidente del grupo cuando tras un proceso de reestructuración Pescanova pasó a ser el gran grupo que es hoy.

Su salida a cotización a Bolsa de Madrid se produce en 1985.

Hoy en día su actividad se sostiene sobre tres pilares:

- **Pesca:** A través del grupo Fishco donde desarrolla su actividad mediante una completa flota pesquera, integrada por más de 130 barcos de diferentes características: dispone de numerosos buques factoría en los que determinadas especies de pescado y marisco son procesadas y congeladas inmediatamente después de su captura.

- **Acuicultura:** Sector de rápido crecimiento global, que está convirtiéndose en productora de más de una cuarta parte de la pesca total mundial.

El Grupo Pescanova ha sido pionero en el desarrollo de la acuicultura no sólo en Galicia sino en el mundo, con el objetivo de ofrecer un producto fresco y de calidad en cualquier época del año a sus clientes y, de este modo, incrementar el valor añadido de su cadena de valor productiva.

En España produce Langostino, lubina, lenguado y Rodaballo, en Portugal Rodaballo, Salmón y trucha en Chile, Tilapia en Brasil y Langostino Vannamei en Guatemala, Honduras y Nicaragua.

- **Aliholding:** Del origen al consumidor, Pescanova ocupa también puestos destacados en diferentes países europeos con otras gamas de alimentos ultracongelados que satisfacen las necesidades del mercado (verduras, pizzas, precocinados y platos preparados).

En la actualidad, Pescanova está formada por un grupo de empresas dedicadas a la captura, procesado, elaboración y distribución de productos del mar, precocinados, platos preparados y ultracongelados.

La compañía es una multinacional líder en productos ultracongelados formada por más de 9.300 empleados, dispone de 85 buques factoría y 25 plantas de procesado, donde desarrolla sus actividades de pesca y acuicultura.

Pescanova tiene una amplia presencia internacional, destacando: Portugal, Francia, Italia, Chile, Namibia, Honduras, Guatemala, Polonia, Sudáfrica, Japón, Angola, Mozambique, Brasil, Estados Unidos,...etc.

## 1.2 Entorno competitivo

Para analizar el entorno competitivo (Munuera y Rodríguez, 2000), hablaremos de:

**Marca:** la empresa actúa en la península dentro de toda gama de productos congelados: pescado natural, pescados preparados, vegetales, platos preparados y precocinados, pizzas y bases para pizzas y masas congeladas. Para todos estos productos la empresa ha confiado en la marca Pescanova, que ha tenido una lenta evolución. En los últimos años han incorporado otras marcas como Frumar, Pescafresca, aunque Pescanova continúa siendo la insignia principal para toda la gama de productos comercializados, con la que consigue una gran notoriedad, lo que permite hacer frente al ataque de marcas blancas y a la concentración de la distribución.

Fabrica marcas blancas para grandes cadenas de distribución. Esto permite que las fábricas utilicen toda su capacidad productiva, al tiempo que evita que sus competidores las fabriquen.

**Precio:** la estrategia de precios utilizada busca dar una imagen de calidad. Para la mayor parte de su gama, los precios no distan de los de sus principales competidores multinacionales, sólo en aquellos productos que tiene en exclusiva puede haber pequeñas diferencias al alza.

**Distribución:** hasta los años noventa Pescanova utilizó un canal directo para llegar hasta sus principales clientes, tiendas, supermercados, hipermercados y empresas de catering. Gestionaba una red de almacenes y de delegaciones comerciales en la mayoría de las provincias españolas. Con el objeto de abaratar esos costes de distribución, segregó en 1992 esa red de la empresa para constituir su filial Frigodis. Pescanova subarrenda la distribución en empresas especializadas, trasladándoles parte del proceso de comercialización.

**Promoción:** la estrategia seguida en este punto ha estado dirigida hacia la diferenciación del producto, incidiendo en la calidad superior que presenta frente a la competencia, y contribuyendo a crear su imagen de marca líder. Pescanova es uno de los primeros inversores publicitarios del sector, contando su marca con una fortaleza que hace rentable ese desembolso. Para fidelizar y tener un contacto permanente con los clientes, inserta en los envases teléfonos de atención al cliente.

Creó el club Pescanova, que edita periódicamente una revista en la que se dan a conocer los nuevos productos, así como trucos y recetas. A través de la revista organiza concursos de cocina en los que invita a participar a los asociados, y que le permiten conocer los gustos de los consumidores y las preparaciones preferidas para sus productos. Para los consumidores más jóvenes ha creado el Club de Grumetes, siendo el Capitán Pescanova el protagonista de los cómics que aparecen en su revista.

### 1.3 Variables macroeconómicas que influyen en la empresa.

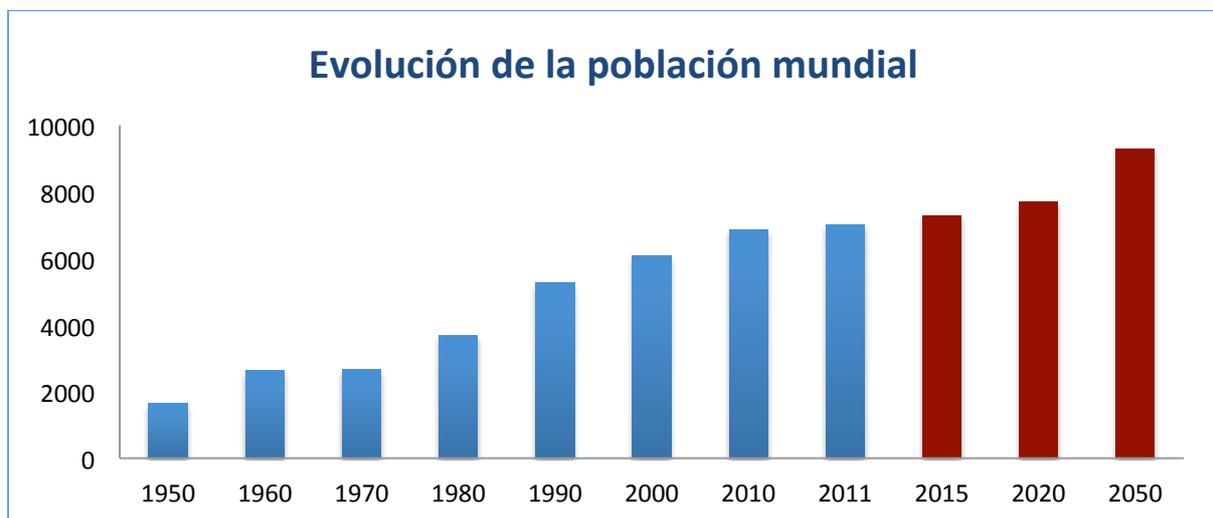
#### 1.3.1 Evolución de la población mundial.

Para analizar las variables macroeconómicas (Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2014) estudiaremos su evolución:

La demanda de pescado y marisco, como en general de todo el sector de la alimentación, está condicionada por los movimientos demográficos y en ese sentido la población mundial se ha comportado de manera positiva.

En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de estos últimos años junto a una previsión hasta el año 2050.

**Gráfico nº: 1. Evolución de la población mundial (cifras expresadas en millones de habitantes).**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Si a principio del siglo XX no había en el mundo más de 1.650 millones de personas, poco antes del año 2000 la población mundial alcanzaba la cifra de 6.000 millones de personas y ya en 2011 las estimaciones situaban la población mundial en la cifra de 7.000 millones de personas. Por su parte, la FAO estima que en el año 2050 la población mundial ascienda a 9.300 millones de habitantes. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la población mundial desde el año 1.900, así como las previsiones de población mundial de la FAO hasta el año 2050.

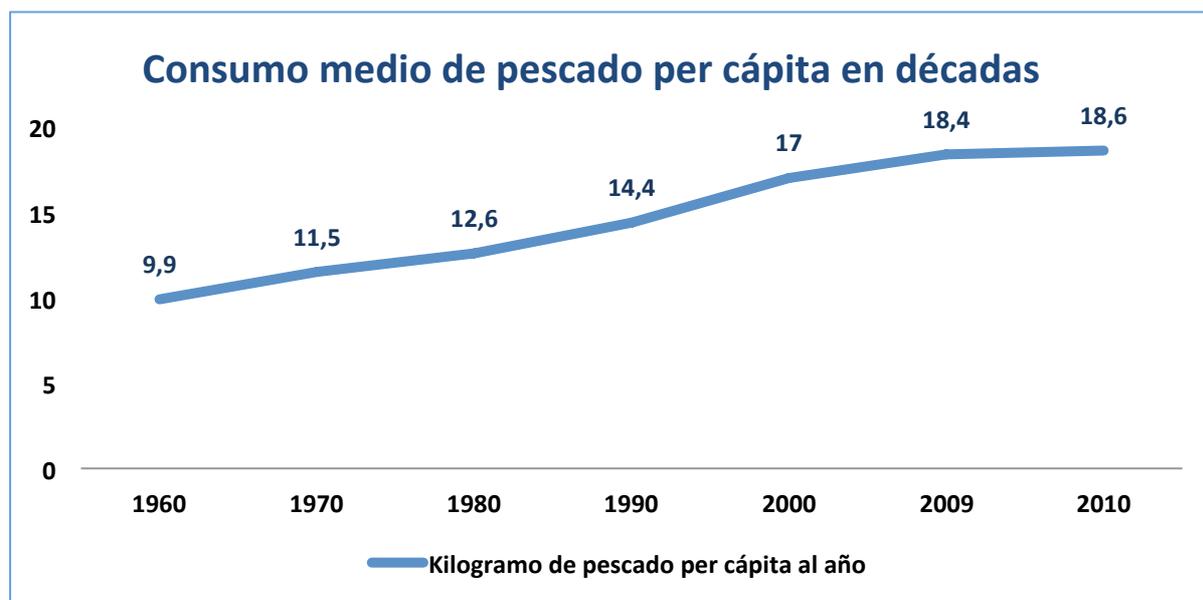
#### 1.3.2 Consumo medio mundial de pescado.

Si a la evolución del consumo de pescado per cápita se le añade el efecto de la evolución de la población, el crecimiento potencial del consumo mundial de pescado en términos absolutos es exponencial.

En el periodo comprendido entre 1976 y 2008, el comercio mundial de pescado y productos pesqueros creció de forma considerable también en valor, pasando de 8.000 millones de dólares a 102.000 millones de dólares, con tasas anuales de crecimiento de 8,3% en términos nominales y 3,9% en términos reales.

En cuanto a su consumo, podemos analizar la tendencia gracias a los informes realizados por Deloitte en uno de sus estudios en la etapa concursal de Pescanova.

**Gráfico nº 2. Consumo medio mundial de pescado per cápita en décadas.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Si a la evolución del consumo de pescado per cápita se le añade el efecto de la evolución de la población, el crecimiento potencial del consumo mundial de pescado en términos absolutos es exponencial.

En el periodo comprendido entre 1976 y 2008, el comercio mundial de pescado y productos pesqueros creció de forma considerable también en valor, pasando de 8.000 millones de dólares a 102.000 millones de dólares, con tasas anuales de crecimiento de 8,3% en términos nominales y 3,9% en términos reales.

En lo que se refiere a España, el consumo de pescado tiene un peso específico más lato que la media mundial. De este modo, de los más de 67.634 millones de euros que presentó el total del gasto de alimentación de los hogares en España en 2012, el pescado representa un 13,1% lo que supone 8.860 millones de euros, aunque el volumen suponga solamente un 4% del total de la alimentación.

De todos modos, el consumo de pescado en España se ha visto reducido en los últimos años en el gasto de los hogares, en concreto un 1,2% en 2012 con respecto al año anterior, siendo los pescados congelados los más perjudicados (-3,7%).

Dentro de la Unión Europea, España es el país con mayor volumen de producción acuícola, con 252.351 Tm en 2010, lo que representa el 10% de total de producción de la Unión Europea, seguido por Francia (224.400 Tm) y el Reino Unido (201.091 Tm), aunque en términos de valor, España pase a la tercera posición, por detrás de Francia y el Reino Unido.

Para concluir, el análisis del sector en el que opera Pescanova, las perspectivas de la FAO para el periodo desde 2012 a 2021 prevén “que la producción mundial del sector pesquero y acuícola, impulsada por la mayor demanda de pescado, alcance la cifra de 172 millones de toneladas aproximadamente en 2021, lo cual supone un incremento de un 15% con respecto al promedio de 2009-2011. Este aumento se debe principalmente a la acuicultura, que se espera que alcance en torno a 79 millones de toneladas, es decir, un 33% más durante el período de 2012-2021”.

## 2. Análisis económico y financiero.

### 2.1 Introducción

En este apartado analizaremos a través de un análisis económico, la evolución de la empresa, en el período de cinco ejercicios económicos, a través de ratios y variables económicas que nos proporcionarán una primera aproximación a este tipo de análisis.

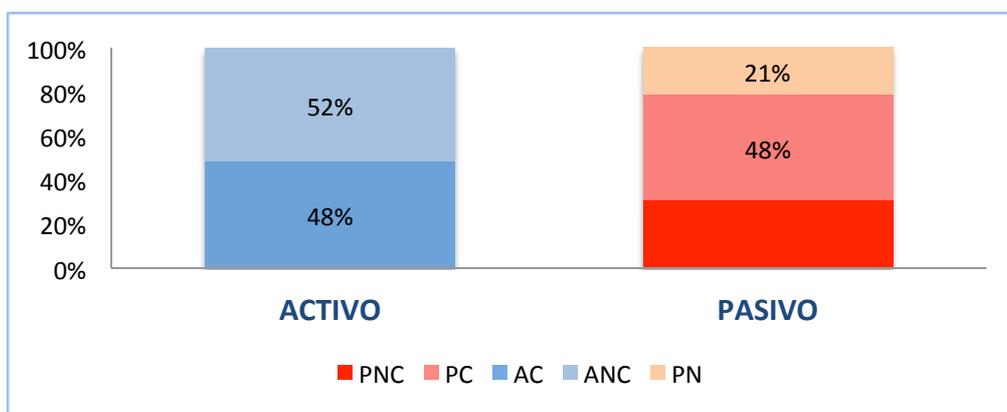
El Análisis Financiero estudia la solvencia desde un punto de vista estático y dinámico, basada en la liquidez actual y potencial de la empresa, en equilibrio con su capacidad para atender a su vencimiento los reembolsos de los diferentes compromisos de pago.

### 2.2 Estudio del Balance consolidado.

En este estudio podemos analizar la situación de la empresa, a través de una imagen estática, reflejando a cierre de ejercicio, cómo está la compañía.

**Gráfico nº 3. Evolución del Balance Consolidado.**

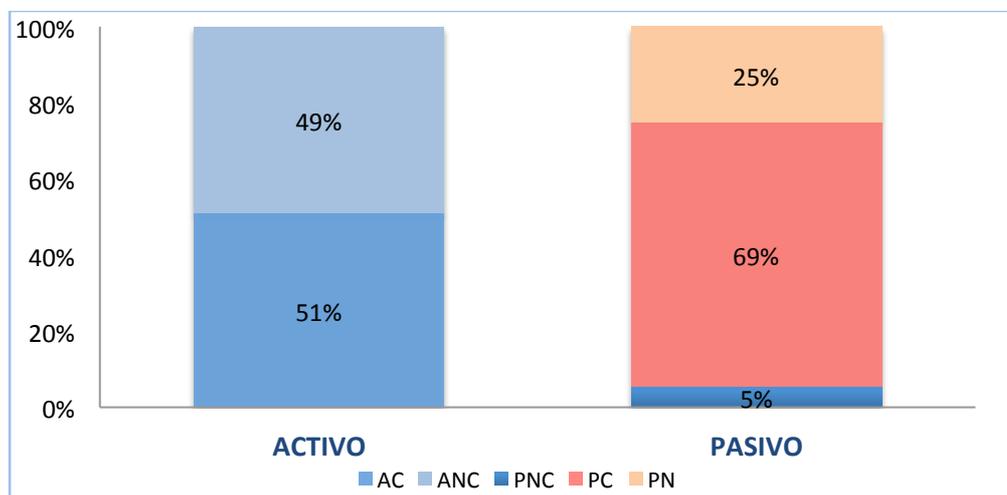
**AÑO 2008**



**Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.**

Es cierto que en el primer gráfico primer balance de la compañía, año 2008, nos muestra una situación normal de cualquier empresa; lo que no es tan normal es el segundo gráfico, el balance 2012, la foto de la empresa cuatro años después.

### AÑO 2012



**Fuente:** Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

El activo no corriente representa en el año 2008 el 52% del total, frente al 49% del activo corriente. En el año 2012 vemos que la situación es contraria, superando el activo corriente al no corriente por cuestión de decimales. Este dato en un principio no tendría mucha importancia si el aumento del activo corriente estuviese bien financiado; y no esté relacionado con un aumento de la cuenta de deudores; ya que esta cuenta es una variable significativa en los modelos de riesgo crédito implementados en el máster.

El patrimonio neto se mantiene prácticamente estable para haber transcurrido cuatro ejercicios económicos, representando el 25% del total en el año 2012. El resto de porcentaje se lo reparten las deudas a corto plazo con un 5%, mientras que las deudas a largo plazo representan el 69%. Este dato, que aumenta

Esto se traduce, como explicaremos más adelante, en un fondo de maniobra del 21% en el año 2008, cuatro ejercicios más tarde este dato se duplica, posicionándose en un 43%. La evolución de esta variable, el fondo de maniobra, la explicaremos en el apartado del análisis de riesgo de crédito.

### 2.3 Análisis de la rentabilidad económica.

La rentabilidad económica (o rentabilidad de los activos) relaciona los beneficios (BAII) obtenidos con la inversión total realizada por la empresa, es decir, con su activo total.

Es el porcentaje que representa el beneficio antes de intereses e impuestos sobre el total de las inversiones realizadas (activo total) o, alternativamente, sobre el total de los recursos financieros utilizados por ella.

Se considera el beneficio antes de intereses e impuestos para conocer la rentabilidad obtenida por la inversión realizada, independientemente de la composición de la estructura financiera de la empresa; es decir, sin tener en cuenta cómo se está financiando la inversión (en que proporción participa la financiación ajena y en que proporción participa la financiación propia), de tal manera que la rentabilidad tenga un carácter económico y no financiero.

Con esta variable vamos a ver si la rentabilidad que obtiene Pescanova supera o equivale a lo invertido.

Interesa analizar la rentabilidad que obtiene Pescanova, al margen de su financiación (accionistas o acreedores), obtiene de rentabilidad, por ejemplo, de las fuertes inversiones en CAPEX que ha hecho a lo largo de estos años.

Esta rentabilidad es independiente de la estructura financiera de la empresa, por lo que su determinación se efectuará siempre partiendo de un Resultado Antes de Intereses.

**Tabla nº 1. Evolución de la Rentabilidad Económica.**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>BAI</b>	54.427	62.598	70.086	88.970	-603.213
Rdo ej.	24.604	32.584	36.860	50.421	-729.423
GF(1-t)	28.823	30.014	33.226	38.549	188.209
<b>Activo Total</b>	2.066.399	2.078.274	2.190.142	2.276.481	2.731.428
<b>Rentabilidad Económica</b>	<b>2,63%</b>	<b>3,01%</b>	<b>3,20%</b>	<b>3,91%</b>	<b>-22,08%</b>

**Tabla nº 2. Evolución de la Rentabilidad de Explotación.**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Rtdo. Explotación</b>	96.953	101.687	106.466	121.855	-432.271
<b>Activo funcional</b>	1.196.688	1.824.662	1.862.715	1.961.576	1.667.839
ANC explotación	943.817	1.001.627	999.896	1.004.782	1.151.912
AC explotación	252.871	823.035	862.819	956.794	515.927
<b>Rentabilidad Explotación</b>	<b>8,10%</b>	<b>5,57%</b>	<b>5,72%</b>	<b>6,21%</b>	<b>-25,86%</b>

Ambas rentabilidades han empeorado con respecto al año 2008, esto demuestra que las continuas inversiones en CAPEX no han sido eficaces.

## 2.4 Ratios de situación financiera.

### 2.4.1 Recursos Líquidos Netos.

Los Recursos Líquidos Netos son la parte de capital circulante compuesta por las inversiones financieras temporales y la tesorería, menos las deudas financieras, no relacionadas con operaciones de explotación, con vencimiento a corto plazo.

Su saldo en un momento obedece a situaciones en que la empresa presenta excedentes de liquidez (saldo deudor) o, en el caso contrario (saldo acreedor), ha precisado apelar al crédito a corto plazo para cubrir desfases entre derechos de cobro y obligaciones de pago.

Para maximizar la rentabilidad, lo ideal es que los RLN sean igual a cero; pero como no se puede reinvertir automáticamente los flujos de caja de las actividades de explotación, lo normal sería que los RLN sean deudores (positivos).

A la hora de analizar esta ratio podemos adelantar que cuando el coeficiente básico de financiación es inferior a la unidad, los recursos líquidos netos, serán negativos, provocando así una situación de déficit en la empresa, como mostramos en la siguiente tabla:

**Tabla nº 3. Evolución de los Recursos Líquidos Netos.**

	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente Ajeno a la Explotación	170.239	111.197	139.711	144.384	301.525
Pasivo Corriente Ajeno a la Explotación	253.587	308.361	174.588	200.844	3.294.977
<b>RLN</b>	<b>-83.348</b>	<b>-197.164</b>	<b>-34.877</b>	<b>-56.460</b>	<b>-2.993.452</b>

*Miles de euros*

Los Recursos Líquidos Netos (RLN) son cada vez más negativos, presenta un gran déficit de liquidez. Estos han disminuido con respecto al año 2008, dado el aumento de las deudas financieras a corto plazo. Las deudas a corto plazo pasan a ser en el año 2012 cincuenta y cuatro veces mayor que en el año anterior. Un pasivo totalmente insostenible en el medio, largo plazo.

La disminución de los RLN se pone también de manifiesto en el menor ratio de solvencia. El pasivo circulante ajeno a la explotación es un tanto mayor que el activo circulante ajeno a

la explotación, porque el ratio cada vez se hace menor, perjudicando cada vez más a la solvencia de la compañía; alejándose así del promedio del sector.

Los Recursos Líquidos Netos no deben ser negativos ya que ello implica lo que le ha pasado a Pescanova, tener dificultades financieras, la insuficiente capacidad de generación de tesorería en las operaciones de explotación que obligaría a acudir a préstamos o créditos bancarios a corto plazo.

No obstante, en cualquier otra empresa, sector, podrían ser negativos en ciertos momentos del ejercicio, por la estacionalidad de la actividad. Muchas empresas solucionan este desequilibrio puntual solicitando pólizas de crédito a corto plazo renovables automáticamente cada año, lo que en la práctica las convierte en financiación a largo plazo.

#### 2.4.2 Coeficiente Básico de Financiación.

El análisis en términos relativos de la diferencia entre el capital circulante y las necesidades operativas de fondos, puede hacerse mediante el ratio Coeficiente Básico de Financiación (CBF).

**Tabla nº 4. Evolución del Coeficiente Básico de Financiación.**

	2008	2009	2010	2011	2012
PN	439.971	444.459	596.843	643.412	1.389.756
PNC	302.111	812.753	691.273	812.753	302.111
ANC	1.065.154	1.129.682	1.123.169	1.120.143	1.335.283
NOF	19.721	60.833	135.381	337.322	561.491
<b>CBF</b>	<b>0,99</b>	<b>0,91</b>	<b>1,02</b>	<b>1,00</b>	<b>0,89</b>

*Miles de euros*

Este ratio, en Pescanova, vemos que es inferior a la unidad. Esto indica que el capital circulante es inferior al necesario; y la empresa, en un principio, podríamos decir que tiene un excesivo endeudamiento a corto plazo; o visto desde otro punto de vista, un déficit de financiación a largo plazo.

Con esto podríamos incidir en la gran probabilidad que tiene la empresa en presentar una suspensión de pagos.

Este dato no viene condicionado por el signo de las NOF que a continuación analizaremos más a fondo; sino que depende del signo de la liquidez disponible de la empresa, de la forma de gestionar su circulante, los Recursos Líquidos Netos negativos anteriormente analizados.

#### 2.4.3 Ratio de solvencia o liquidez.

También llamada ratio de circulante o distancia a la suspensión de pagos, es más indicativo de la situación financiera que la mera comparación entre valores absolutos de Capital Circulante. Su valor suele situarse entre 1 y 1,6; pero es muy variable en función de cada sector industrial, siendo más elevado cuánto mayor es el período medio de maduración.

Se debe tener especial precaución con este tipo de variables, es decir, dos empresas pueden presentar la misma relación entre activo y pasivo circulante, pero la composición del numerador puede ser muy diferente; no es lo mismo que éste se materialice en existencias que en inversiones financieras temporales, mucho más líquidas.

Otro inconveniente en la heterogeneidad en la valoración de las partidas. Las existencias se valoran a precio de adquisición, pero su importe depende del método de valoración de las salidas (FIFO, CMP). Sin embargo, los pasivos circulantes expresan valores de reembolso a la fecha de vencimiento.

En la siguiente tabla podemos ver la evolución del ratio de solvencia:

**Tabla nº 5. Evolución del Ratio de Solvencia.**

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio Sector
<b>Ratio de Solvencia</b>	0,67	0,36	0,80	0,72	0,09	0,55

Su valor está directamente relacionado con el saldo de los Recursos Líquidos Netos. La ratio será mayor que la unidad cuando los recursos líquidos netos sean positivos o deudores; será menor que la unidad cuando los recursos líquidos netos sean negativos o acreedores.

Conforme a lo explicado en la parte de recursos líquidos netos, éstos no deben ser acreedores, así que el valor de esta ratio, desde el punto de vista de la solvencia, debe ser mayor que la unidad, pero no muy elevado, debe tender a uno para no estar financiada en exceso.

Es fácil pensar que el ratio de solvencia a corto plazo ha aumentado debido al gran incremento en las NOF, pero esto no tiene por qué ser un dato positivo para la compañía, ya que mantener un exceso de liquidez en el circulante, si no está bien financiado, puede ser negativo para la propia compañía.

#### 2.4.4 Ratio de garantía.

Este ratio evalúa la solvencia de la empresa al largo plazo. Por debajo de la unidad denunciaría una situación de quiebra técnica, aunque no podríamos decir que está en quiebra real, dado que, la valoración de los pasivos se aproxima bastante a la realidad pero el activo es necesario analizarlo antes de poder emitir una opinión.

Pueden ser activos valorados a coste histórico pero que se hayan revalorizado y ahora en mercado valdrían mucho más y podrían sacar a la empresa de la quiebra técnica o quizás no lo son y realmente sí se encontraría en quiebra. La conclusión es que sólo analizando el ratio no podemos saber si realmente está en quiebra, habría que analizar la composición del activo. En la siguiente tabla analizamos la evolución del ratio de garantía.

**Tabla nº 6. Evolución del Ratio de Garantía.**

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio Sector
<b>Ratio de Garantía</b>	<b>1,27</b>	<b>1,27</b>	<b>1,37</b>	<b>1,39</b>	<b>0,66</b>	<b>1,51</b>

Observando el ratio, vemos que es inferior a 1. Esto indica que la empresa no es solvente al largo plazo; pero además de no ser solvente, la empresa ha empeorado de forma preocupante, pasando de tener un ratio del 1,39 al 0,66.

Por otro lado, si la comparamos con el promedio de su sector, podemos ver como cada año se aleja más de la media, no llegando nunca en el período de los cinco años a igualarla ni superarla.

#### 2.4.5 Ratio de endeudamiento.

En cuánto a su endeudamiento, podemos relacionar la proporción entre deudas totales, deudas a largo plazo o deudas a corto plazo; y el patrimonio neto de la empresa. Se puede expresar su evolución en la siguiente tabla:

**Tabla nº 7: Evolución del Nivel de Endeudamiento.**

	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio Sector
<b>Endeudamiento</b>	<b>3,70</b>	<b>3,68</b>	<b>2,67</b>	<b>2,54</b>	<b>2,97</b>	<b>1,96</b>

Podemos ver como ha ido disminuyendo; el cociente cada año es menor.

Este resultado sólo se puede dar por dos situaciones, la primera, que su patrimonio neto haya disminuido o a que su pasivo exigible haya aumentado. En este caso, se debe al segundo caso, al aumento de su pasivo exigible, su deuda, cada vez es mayor.

La empresa tiene riesgos de solvencia y su endeudamiento no deja de aumentar, se debería tener en cuenta el riesgo financiero que presenta la compañía, y tomar medidas para no sufrir problemas. No es malo ni un dato negativo, tener una tasa de endeudamiento alta, ya que si la empresa tiene el resto de ratios bajo control, puede deberse a diversas estrategias que la empresa considere oportunas.

### 3. Análisis de Riesgo Financiero.

#### 3.1 Introducción

En esta área, se analizan los riesgos potenciales que pudieran surgir asociados a cambios en las magnitudes financieras y/o al acceso a los mercados financieros, la gestión de tesorería, la fiabilidad de la información financiera o riesgos de naturaleza fiscal o impositiva.

#### 3.2 Variables que conducen a una empresa a una situación de insolvencia.

##### 3.2.1 Resultados de explotación bajo las cuentas presentadas por Pescanova.

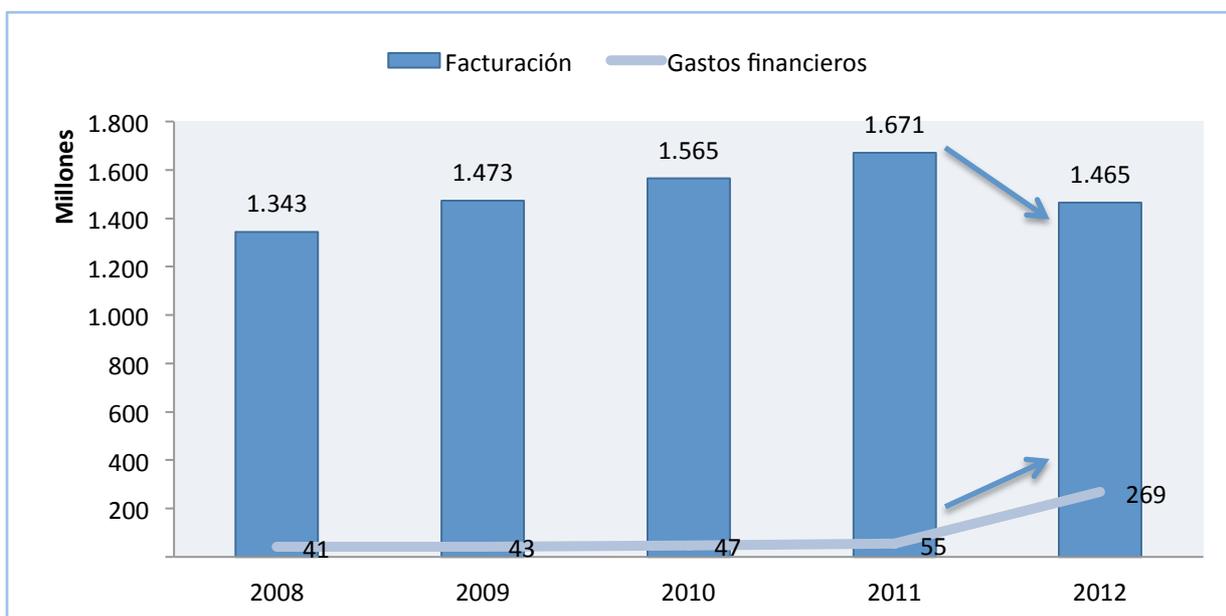
Los principales activos financieros del Grupo son saldos de caja y efectivo, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, e inversiones, que representan la exposición máxima del Grupo al riesgo de crédito en relación con los activos financieros. El riesgo de financiero del Grupo es atribuible principalmente a sus deudas comerciales. Los importes se reflejan en el Balance de Situación netos de provisiones para insolvencias, estimadas por la Dirección del Grupo en función de la experiencia de ejercicios anteriores y de su valoración del entorno económico actual.

El Grupo, en un principio, no tiene una concentración significativa de riesgo de crédito, estando la exposición a sus deudores distribuida entre un gran número de contrapartes y clientes. Asimismo, la morosidad histórica puede calificarse de muy baja (no llega históricamente al 0,5%), sin que la misma haya variado significativamente, pese al entorno económico actual.

Pero el riesgo de financiero, especialmente el riesgo de crédito no sólo significa la probabilidad de impago teniendo sólo en cuenta sus principales masas del balance. Si no que se deberían de tener en cuenta otras variables como los ratios que mostraremos más adelante en este apartado.

Por un lado, un dato positivo es que la empresa mantiene el ritmo de crecimiento del 7% que obtuvo hasta el año 2012, vamos a ver la evolución de las ventas, importe neto de la cifra de negocios junto a la evolución de sus gastos financieros, para ver si tal aumento de las ventas, ha hecho que podamos reducir la deuda bancaria, y por lo tanto reducir riesgos financieros.

**Gráfico nº 4: Evolución de las ventas y su deuda financiera.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

Observando este gráfico podemos afirmar que no ha sido así. La empresa ha estado incrementando sus ventas a la vez que incrementaba sus gastos financieros, entre otros.

La empresa se está endeudando cada año más, financiando el incremento de su activo, las inversiones en CAPEX, con financiación ajena, pasando a ser sus gastos financieros seis veces superiores que en el año 2008. Ya habíamos visto en las ratios, que Pescanova posee un endeudamiento del 69%.

Se presenta a continuación el desglose del resultado de explotación del Grupo Consolidado al cierre de los tres últimos ejercicios (Deloitte, 2013):

**Gráfico nº 5: ingresos de Explotación.**

	<b>Miles de Euros</b>			% variación 10-11	% variación 09-10
	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>		
Importe neto de la cifra de negocios	<b>1.670.664</b>	1.564.825	1.472.976	6,76%	6,24%
Aumento de existencias	<b>15.057</b>	23.217		-35,15%	100,00%
Otros ingresos de explotación	<b>16.100</b>	21.355	23.150	-24,61%	-7,75%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>1.701.821</b>	<b>1.609.397</b>	<b>1.496.126</b>	<b>5,74%</b>	<b>7,57%</b>
Consumos y reducción de existencias de productos terminados y en curso	<b>1.117.968</b>	1.057.593	971.465	5,71%	8,87%
<i>Consumos sobre cifra de ventas</i>	<i>66,92%</i>	<i>67,59%</i>	<i>65,95%</i>		
Disminución de existencias			13174		-100,00%
<i>Disminución de existencias sobre cifra de ventas</i>			<i>0,89%</i>		
Gastos de personal	<b>168.723</b>	160.012	149.172	5,44%	7,27%
<i>Gastos de personal sobre cifra de ventas</i>	<i>10,10%</i>	<i>10,23%</i>	<i>10,13%</i>		
Dotaciones para amortizaciones	<b>61.671</b>	56.883	48.022	8,42%	18,45%
Otros gastos de explotación	<b>231.604</b>	228.443	212.606	1,38%	7,45%
<i>Otros gastos de explotación sobre cifra de ventas</i>	<i>13,86%</i>	<i>14,60%</i>	<i>14,43%</i>		
<b>Gastos de explotación</b>	<b>1.579.966</b>	<b>1.502.931</b>	<b>1.394.439</b>	<b>5,13%</b>	<b>7,78%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>183.526</b>	<b>163.349</b>	<b>149.709</b>	<b>12,35%</b>	<b>9,11%</b>
<i>EBITDA sobre importe neto de la cifra de negocios</i>	<i>10,99%</i>	<i>10,44%</i>	<i>10,16%</i>		
<b>BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN</b>					
<b>CONSOLIDADO</b>	<b>121.855</b>	<b>106.466</b>	<b>101.687</b>	<b>14,45%</b>	<b>4,70%</b>
<i>Beneficio de explotación sobre cifra de ventas</i>	<i>7,29%</i>	<i>6,80%</i>	<i>6,90%</i>		

**Fuente:** Cuentas anuales de la empresa.

Durante el año 2008, el Grupo Pescanova ha continuado consolidando su estrategia empresarial, tanto en el área de extracción y producción de productos de origen pesqueros como en el área de los mercados, con la potenciación de su actividad marquista, en un continuo esfuerzo de enraizarse cada vez mas sólidamente en el binomio recursos-mercados con posicionamientos estratégicos en lugares con ventajas competitivas sostenibles en el tiempo y mercados donde la marca Pescanova, permita diferenciales en precio para sus productos. Todo ello ha permitido superar la cifra de 1.343 millones de euros de facturación consolidada.

Durante el ejercicio 2010 la facturación consolidada del Grupo ascendió a 1.565 millones de euros (un 6,2 % superior al año anterior) mientras que los gastos financieros no han tenido mucha alteración.

Durante el ejercicio 2011 la facturación consolidada del Grupo ascendió a 1.670 millones de euros (un 6,7 % superior al año anterior).

Durante el ejercicio 2011 la actividad de obtención de recursos mediante la pesca supera las 100.000 toneladas de pescado lo que supuso el mantenimiento de las cuotas de pesca del Grupo. Paralelamente, las cuotas de mercado de la marca Pescanova en el sector de alimentos congelados en España mantuvieron la línea de crecimiento respecto al año anterior al tiempo que el propio mercado de productos del mar también creció (2% Kantar Wordpanel y Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente). Es en este ejercicio donde se ve el gran salto a la ruina. De repente sus ventas dejan de aumentar, incluso disminuyen pasando de tener una facturación de 1.671 a 1.465 millones de euros; por lo contrario y como dato también negativo han sido sus gastos financieros; donde vemos que pasan de haber sido durante cinco años aproximadamente entre cuarenta o cincuenta millones, pasando a la cantidad de doscientos sesenta y nueve millones de euros.

Continuando con el estudio, en el área de recursos pesqueros, el Grupo, como parte integrante de la diversificación del riesgo y del desarrollo de la capacidad industrial en el campo de la pesca, ha venido intensificando durante el año 2011 sus actividades de I + D en la prospección de nuevas áreas de pesca, rentables y sostenibles en el tiempo. En el área dedicada al desarrollo de la acuicultura se continúa con el proceso de investigación y mejora de las condiciones de cultivo en tierra y sumergida. El desembolso por investigación y desarrollo reconocido como gasto del ejercicio 2011 asciende a 5,7 millones de euros (en 2010, ascendió a 5,8 millones de euros).

Pescanova como parte de su vocación pesquera que ocasionó su fundación hace 51 años, ha sido y continua siendo consciente de la gran importancia que supone para la industria un adecuado y estricto ordenamiento jurídico y biológico de los recursos marinos, como única vía para la estabilidad de una captura anual sostenible.

El Grupo ha participado activamente con los Gobiernos de los países en donde desarrolla sus actividades pesqueras para un progresivo y mejor ordenamiento jurídico y biológico de sus recursos marinos. Esta filosofía de conservación y racionalización de la actividad pesquera ha constituido y constituye hoy uno de los pilares estratégicos de la actividad industrial de Pescanova permitiendo ver con un alto grado de optimismo el futuro de los recursos pesqueros donde se han efectuado las inversiones a lo largo de las últimas décadas.

En cuanto a las cifras que resumen la actividad económica del Grupo en el año 2011 podríamos destacar que la cifra de negocios consolidada ascendió a 1.670 millones de euros

que generaron unos recursos brutos consolidados (EBITDA) por importe de 183,5- millones de euros (un 12,4% superior al 2010).

El Grupo Pescanova, desde su fundación en 1960, ha buscado la protección y mejora del medio ambiente bien directamente a través de sus propias inversiones en medios que permitan el máximo respeto a la naturaleza, bien mediante el empuje para la promulgación de leyes y normas que la protejan. En el primer caso, se informa que todas las factorías y buques del Grupo están equipados para conseguir el máximo respeto al medio ambiente mientras que en el segundo y dada la actividad extractiva del Grupo, se busca la máxima preservación de la riqueza natural piscícola de los mares, mediante la delimitación de capturas o la creación de períodos suficientemente largos de veda que mantengan los caladeros en los que participa Pescanova, de forma idónea año tras año.

Se han dotado amortizaciones por valor de 61,6 millones de euros, un 8,4% más que el año anterior, alcanzando las actividades ordinarias un beneficio de 121,8 millones, un 14,5% superior al año anterior. El resultado después de provisiones para impuesto de Sociedades, ascendió a 50,1 millones que representa un incremento del 38% sobre el año anterior.

### 3.2.2 Determinación de las Necesidades Operativas de Fondos y Períodos Medios de Maduración.

Las necesidades operativas de fondos o capital circulante de explotación se relacionan directamente con la actividad de la empresa y con la duración del ciclo de explotación (PMM). Esto significa que cuanto mayor es la duración del período medio de maduración, mayores serán las necesidades operativas de fondos.

En función de la duración de los diferentes sub-períodos identificados en el ciclo de explotación, expresados éstos en días, los saldos necesarios de las diferentes partidas de capital circulante, se pueden determinar de la siguiente forma:

**Tabla nº 8. Evolución de las Necesidades Operativas de Fondos.**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Activo Corriente de Explotación</b>	754.791	743.640	862.819	956.794	1.085.587
<b>Pasivo Corriente de Explotación</b>	735.070	682.807	727.438	619.472	524.096
<b>NOF</b>	<b>19.721</b>	<b>60.833</b>	<b>135.381</b>	<b>337.322</b>	<b>561.491</b>

*Miles de euros*

Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) son cada año más positivas, incrementado con respecto al año 2011 en un 66,4%.

Esto viene provocado por un incremento en el Activo Corriente de Explotación; y una disminución del Pasivo Corriente de Explotación.

Esto se explica debido a que cada año tarda más en comprar, vender y cobrar, como demostramos en la siguiente tabla.

**Tabla nº 9. Evolución de los Períodos Medios de Maduración.**

	2008	2009	2010	2011	2012
PMC	68,71	60,57	66,29	61,17	128,54
PMA	204,37	187,56	199,69	220,97	226,28
PMP	279,38	279,38	233,52	184,56	235,66
<b>PMM</b>	<b>-6,29</b>	<b>-31,24</b>	<b>32,46</b>	<b>97,58</b>	<b>119,16</b>

*Días*

Como vemos en el gráfico, en el año 2008 Pescanova cobraba a sus clientes, a 68 días, aproximadamente, mientras que pagaba a sus proveedores a 280 días.

Pescanova para aquel entonces, juega un papel muy importante a la hora de autofinanciarse y poder reinvertir sus ingresos.

No ocurre lo mismo cinco años después, ocurre totalmente lo contrario; Pescanova pasa a cobrar a sus clientes en un plazo, el doble que en el año 2008, aproximadamente 130 días, mientras que el plazo de pago se reduce.

En estos momentos la empresa, no puede hacer frente a sus compromisos del pasivo con los ingresos que genera con su propia actividad, sus ingresos de explotación, debe solicitar financiación.

Esta es una de las variables que hace que su deuda aumente, junto a su desconfianza en el mercado y en las entidades financieras.

Como conclusión de este apartado podemos decir que el incremento en los Períodos Medios de Maduración provoca que necesite más financiación de circulante, junto al incremento en las ventas, provoca un fuerte crecimiento en las NOF, exactamente un 66% con respecto al año 2008.

El coeficiente básico de financiación es inferior a la unidad, a la vez que los recursos líquidos netos son cada vez más negativos.

Como estamos ante un caso de NOF positivas y RLN negativos, estos últimos equivalen a que las fuentes de financiación permanentes, son insuficientes para financiar las inversiones de carácter permanente, ya sean el activo fijo o las necesidades de fondos, con lo que la cifra del capital circulante queda por debajo de las necesidades operativas de fondos.

Para finalizar, se puede afirmar una vez más que, cuando una empresa tiene en más de un ejercicio económico unas Necesidades Operativas de Fondos positivas y Períodos Medios de Maduración positivos, su final es una suspensión de pagos o una inyección de capital por falta de liquidez o un concurso por riesgo de crédito. (Álvaro Caballo, 2014).

### 3.2.3 Fondo de Maniobra

Para saber interpretar el Fondo de Maniobra (Antonio Ortega, 2014), debemos tener muy presente las partidas que lo componen. Lógicamente, el sentido común nos lleva a la conclusión de que el resultado del cálculo debe ser positivo, y parte de razón tiene, sin embargo, hay casos en los que el resultado aun siendo positivo, esconden una realidad distinta.

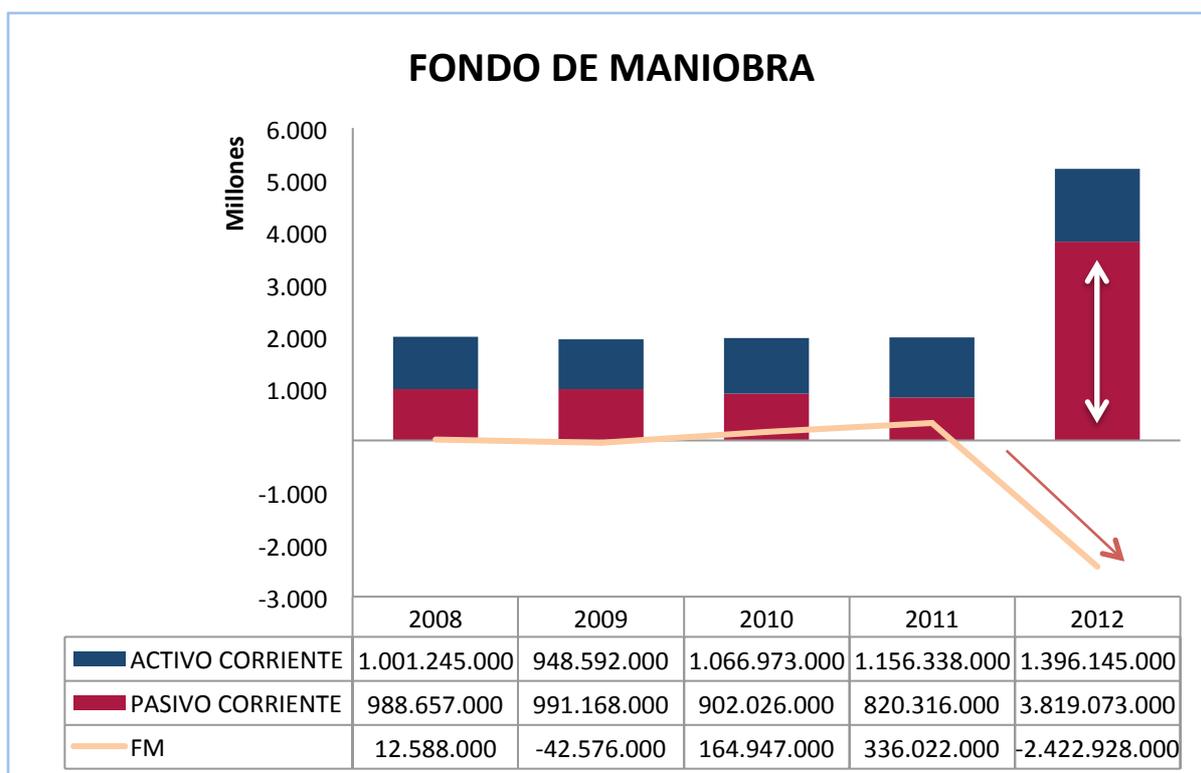
En otras situaciones, podemos obtener un resultado negativo, que bajo determinados preceptos nos indicaría un principio de suspensión de pagos. Nada más lejos de la realidad, y lo explico con un caso práctico.

Supongamos el caso de una empresa que tiene unas existencias valoradas en 150.000 € en su activo, deudores comerciales por importe de 100.000 € y una posición de tesorería de 50.000€. En el pasivo de su balance, deuda financiera a corto por importe de 50.000 € y deuda con acreedores comerciales por 150.000 €. El resultado del Fondo de Maniobra es de 100.000 €, lo que aparentemente nos indica una situación cómoda en cuanto a liquidez. Deberíamos en este momento, analizar las partidas que componen cada masa patrimonial.

En el Activo Corriente, contamos con deudas comerciales que, en el caso de que todo vaya bien y no se den incidencias, podremos transformar en cash, liquidez, para atender nuestras obligaciones. Tenemos también el propio efectivo, tanto en saldos bancarios como en caja. Pero además, tenemos una partida de existencias, que precisamente es de las partidas menos líquidas dentro del activo circulante, de ahí su situación en el propio balance, y que además de ello, podrían ser el resultado de variaciones de existencias anteriores, realizadas con el fin de “maquillar” resultados; y que por lo tanto podrían estar sobredimensionadas.

En el siguiente gráfico adjunto se muestra la evolución del fondo de maniobra durante el período 2008 – 2012.

**Gráfico nº 6: Evolución del Fondo de Maniobra de Pescanova.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

Para corregir la distorsión que suponen las mercaderías en los cálculos de liquidez, existen ratios como el Ratio de Solvencia o Liquidez, que ya hemos mostrado en el análisis financiero, que prácticamente era nulo, enfrenta las partidas del Fondo de Maniobra, sin tener en consideración las Existencias.

Si en el cálculo del Fondo de Maniobra expuesto, obviásemos el importe que corresponde a las existencias, tendríamos un Fondo de Maniobra negativo, una situación nada comparable al resultado anteriormente calculado.

Hay que tener muy en cuenta el sector al que pertenece la empresa, o la naturaleza del negocio de la misma. Podemos encontrar sociedades con Fondos de Maniobra negativos que realmente no sufren tensiones de tesorería, sino que realmente redistribuyen su liquidez de manera que maximice sus beneficios a riesgo de incurrir en Fondos de Maniobra negativos. Son empresas con fuentes de financiación a corto plazo que siempre han comprendido plazos muy dilatados (hasta 120 días) en el caso de las partidas de proveedores, y que han cobrado prácticamente la totalidad de sus ventas al contado, al igual que las empresas comerciales. Esa diferencia positiva acumulada en caja, dado que supone un altísimo nivel de tesorería ociosa, es regulada de manera que provisiona el importe necesario para atender los pagos

previstos, e inmoviliza el resto en instrumentos financieros que ofrecen a la sociedad, una rentabilidad “x”. Tenemos por tanto, parte del activo corriente que pasa a activo no corriente en cuanto se firmen operaciones que superen el año de duración, un nivel de caja mucho más reducido de lo que se supondría en un principio, y un nivel de deuda acumulado a corto muy elevado fruto de la financiación de los proveedores.

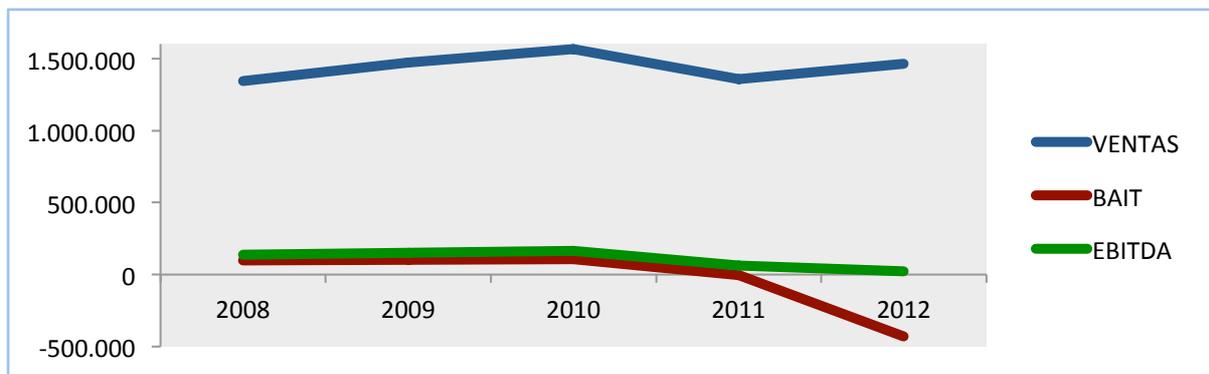
De todos modos, existen empresas que se han encargado de romper con esta premisa, como es el caso de Mercadona, que ha convertido su Fondo de Maniobra negativo, en positivo durante los últimos ejercicios, ofreciendo unas mayores garantías en sus estados financieros y una mejor imagen de cara a entidades de financiación y socios accionistas, es decir, todo lo contrario a Pescanova.

Como estamos en un análisis de riesgo de crédito, es aconsejable utilizar el cálculo del Fondo de Maniobra siempre teniendo en cuenta otros indicadores y datos, ya que podemos caer en el error de darle una interpretación negativa a los resultados obtenidos, incurriendo en una decisión que nos pueda perjudicar en un futuro.

### 3.2.4 Repercusión en el BAIT ante variaciones en las ventas.

Una vez analizado los problemas que muestra Pescanova para reducir sus Períodos Medios de Maduración, sus Necesidades Operativas de Fondos, analizaremos como afecta una variación de las ventas a su BAIT, EBITDA y otras variables.

**Gráfico nº 7: Evolución de variables financieras.**



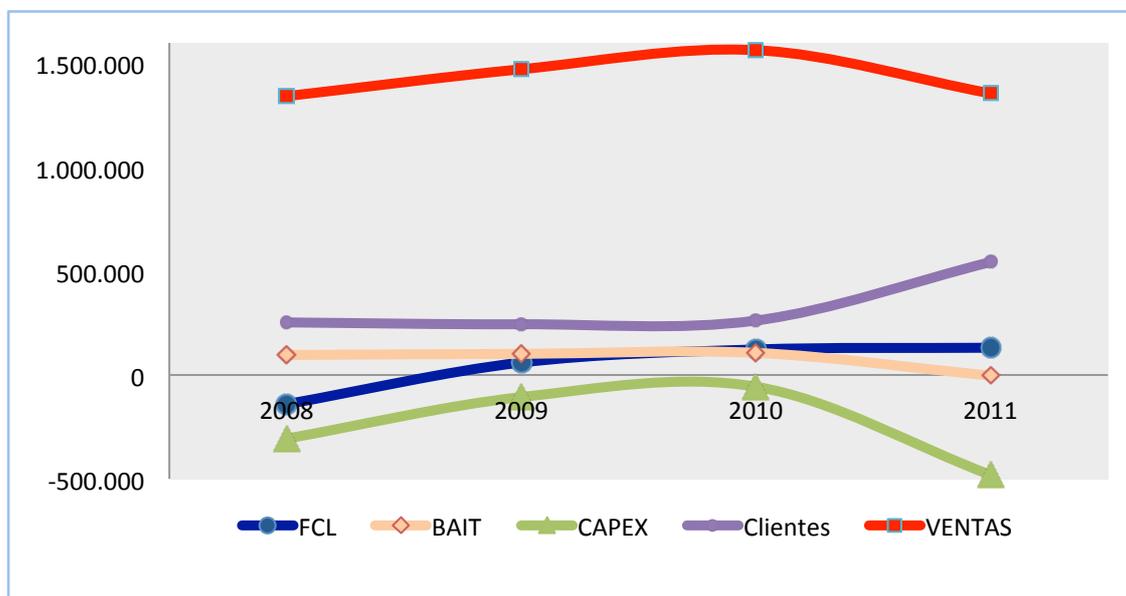
**Fuente:** Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

En una estructura de costes fijos elevados, un simple caída de las ventas puede hacer que el BAIT se desplome, y con el otras variables muy importantes para la continuidad de la empresa como el Flujo de Caja Libre, ya que depende de la variable anterior.

Otro gráfico representativo podría ser la evolución del BAIT, las ventas y los Flujos de Caja Libre, es decir, deberíamos saber cómo afecta al BAIT y en consecuencia al Flujo de

Caja Libre, el descenso de las ventas entre el 2010 y el 2011, como hemos visto en el gráfico anterior:

**Gráfico nº 8: Evolución de otras variables financieras.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

Gracias a este gráfico, podemos sacar diferentes conclusiones:

- En el año 2008, Pescanova generaba un Flujo de Caja Libre negativo para ofrecer una liquidez futura. Esto es debido a la fuerte inversión en CAPEX, en inmovilizado, que la empresa ha estado invirtiendo.
- Además de invertir una gran cantidad de dinero en inmovilizado, el problema no es que no recupere su inversión, si no que la empresa no es capaz de generar liquidez, ni por lo tanto rentabilidad.
- En el año 2010, el año clave para ver el cambio de tendencia en la compañía; podemos observar que ante un ligero descenso de las ventas, su BAIT se desploma. Podíamos pensar en un principio que la empresa genera liquidez, ya que su Flujo de Caja Libre es positivo; pero si la analizamos, vemos que es un falso positivo. Es decir, este FCL viene condicionado a una fuerte desinversión que la empresa hace porque se obligada a tener que deshacerse de activos, como la planta que poseía en Chile. Necesita liquidez de inmediato.

Todo esto lo podemos recoger en una tabla resumen y ver la evolución de dichas variables:

**Tabla nº 10: Evolución de los Flujos de Caja Libre.**

	2008	2009	2010	2011	2012
BAIT	96.953	101.687	106.466	-3.496	-431.251
IS sobre BAIT	-29085,9	-30506,1	-31939,8	-1048,8	-129375,3
Amortizaciones	41.404	48.022	56.883	64.767	70.517
CAPEX	-306.277	-106.540	-56.537	-481.696	240.980
Variación de las NOF	55.840	47.238	48.136	552.670	-195.546
<b>FCL</b>	<b>-141.166</b>	<b>59.901</b>	<b>123.008</b>	<b>131.196</b>	<b>-444.675</b>

Miles de euros

En esta tabla se recogen las variables que afectan al FCL y es muy representativa a la hora de analizar que ha hecho Pescanova invirtiendo en CAPEX, viendo como en el año 2012 no obtiene un FCL.

### 3.2.5 Evolución de la cuenta de deudores

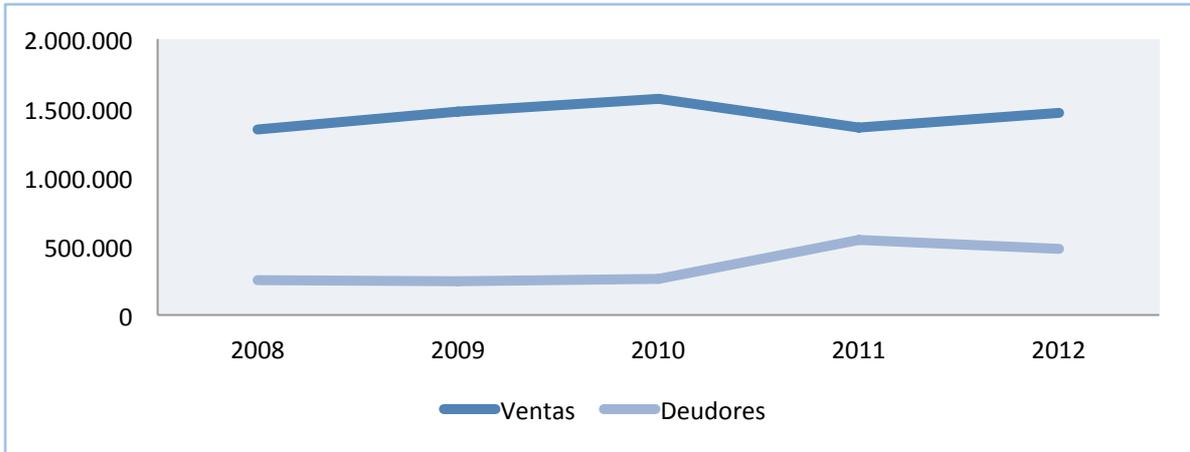
En un principio analizamos variables por separado para mostrar la situación actual de la empresa; y por otro lado, los cambios que ha tenido estos últimos cinco ejercicios.

Es fácil imaginar a estas alturas del estudio que las variables van a marcar un gran salto en el año 2010.

Por ejemplo, la cuenta de balance deudores en el balance, en un principio puede parecer muy positivo porque quiere decir que la empresa ha conseguido atraer a más clientes, o el peor de los casos, que ha incrementado la deuda con sus acreedores al aumentar el período de pago.

Esto como consecuencia puede traer graves problemas. No es lo mismo que tengas repartido 1.000.000 € entre veinte clientes, donde si un cliente impaga, la probabilidad de entrar en quiebra es mínima, mientras que si tienes 1.000.000 € repartido en 5 clientes, sufres un gran riesgo de crédito.

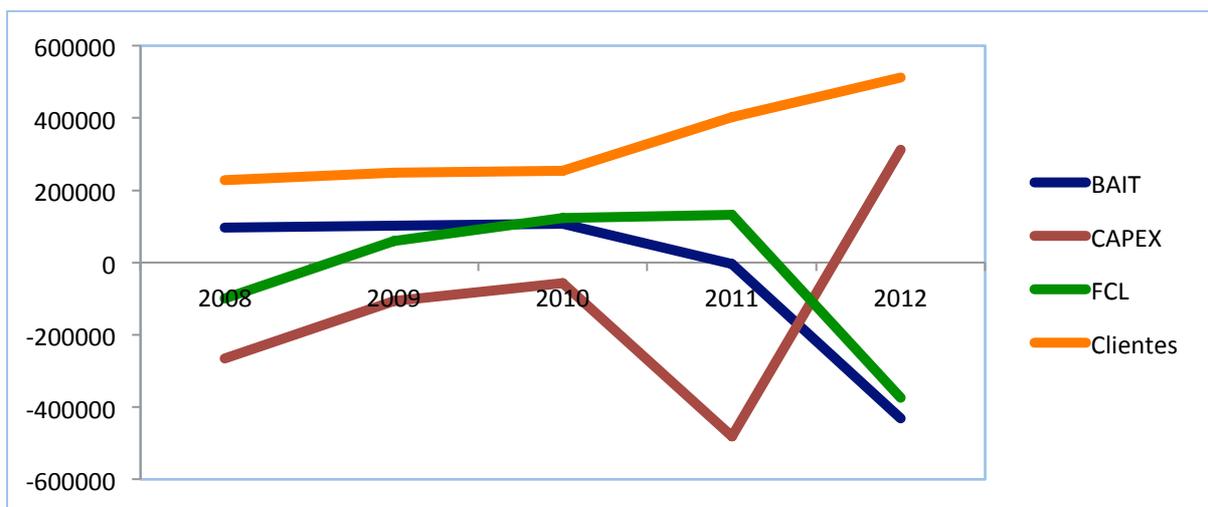
**Gráfico nº 9: Evolución de variables de riesgo financiero.**



Durante los tres primeros ejercicios se mantienen estables, es en el año 2010 cuando las ventas descienden, y como consecuencia la cuenta de Deudores se dispara provocando un gran riesgo de crédito para la compañía. Es decir, por mucho FCL o resultado positivo que tenga la compañía, debe comprobar si ese saldo es capaz de cubrir esta cuenta que durante dos ejercicios económicos no ha hecho más que crecer.

Analizándola en conjunto en el siguiente gráfico vemos como en el año 2010 la cuenta clientes pega un gran salto, a la vez que el FCL, pero en sentido contrario. Nos encontramos con varios problemas; por un lado el saldo de deudores se dispara entrando en un gran riesgo de crédito; por otro lado FCL, BAIT tomando valores muy negativos. Por último, es el año en que la empresa toma la decisión de dejar de invertir como vino haciendo todos estos años y decide desinvertir.

**Gráfico nº 10: Evolución de variables de riesgo financiero.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.**

En este caso, Pescanova ha estado invirtiendo en CAPEX durante varios ejercicios económicos, sin recibir rentabilidad por ello, pero si la juntamos a los Flujos de Caja Libre vemos que ya en el año 2008 presentaba FCL negativos y es en el 2011, cuando al empresa hace una fuerte desinversión, cambiando su trayectoria y llegando a tomar valores muy negativos.

Es decir, la empresa ha estado estos últimos años invirtiendo sin conseguir aumentar la rentabilidad económica, ni los márgenes de explotación.

Por último, Pescanova tampoco no ha sido capaz de generar los suficientes FCL positivos para financiar y obtener beneficio de estas inversiones.

#### 4. Conclusiones

- Para concluir este estudio, hemos visto que la compañía ante una situación financiera cómoda, no debería de tener problemas para continuar actividad en los próximos años. Según los estudios de Deloitte anteriormente citados, tanto la población mundial, como el consumo medio de pescado han tomado una tendencia alcista.
- En el apartado del análisis económico y financiero se ha demostrado el empeoramiento de las variables de situación financieras.  
Por ejemplo, el empeoramiento del Fondo de Maniobra, debido al incremento de Pasivo Corriente; el descenso de las rentabilidades tanto económica como de explotación.  
En cuanto a sus ratios de situación financiera, podemos hacer un comentario global englobando todas las variables ya que unas son la consecuencia de otras. Se ha analizado que debido al descenso de sus períodos medios de maduración, junto a un incremento de las ventas, hace que se incrementen las Necesidades Operativas de Fondo, derivando todo ello en Flujos de Caja Libre negativos.

Como consecuencia de lo anterior, se incrementa la deuda financiera, debido a su falta de capacidad de pago en el circulante, como demostramos, sus Recursos Líquidos Netos eran negativos. Al incrementar su pasivo circulante, se dispara su Fondo de Maniobra.

Durante el máster, hemos visto que estas variables son, tanto en conjunto individualmente, muy significativas en los modelos de Riesgo de crédito.

- Pero no sólo se ha demostrado esto, si no que otras variables como por ejemplo la inversión en CAPEX, junto al incremento en las Necesidades Operativas de Fondo, provoca durante varios ejercicios económicos unos saldos negativos en los Flujo de Caja Libre, es decir, lo que ha hecho, en otras palabras, ha sido la estrategia de invertir grandes cantidades de dinero en inmovilizado sin ser capaz de generar liquidez.

La compañía se encuentra ante una situación de falta capital, no tiene liquidez para hacer frente a su pasivo circulante, presenta una deuda financiera que cada año es mayor.

- La importancia del crecimiento de las ventas. Es decir, cuando la compañía se encuentra con una estructura de costes fijos, hemos demostrado que ante una pequeña variación de esta variable, podría traer graves consecuencias.  
Es decir, tenemos varios ejemplos donde se podía prever el concurso de acreedores:

- Un ratio a tener en cuenta es cómo financiar el incremento de los recursos necesarios para la gestión del circulante, contra la cifra de negocios. En todo momento hay que saber cómo se está financiando el circulante de la empresa.

Con los estados financieros que mostraba la compañía, se podría anticipar la situación concursal que ha sufrido la empresa.

Hemos analizado en el estudio, la evolución de unos Recursos Líquidos Netos negativos, debido a un gran descenso en los Períodos Medios de Pago, provocan un incremento en las Necesidades Operativas de Fondo, derivando todo ello en unos Flujos de Caja Libre negativos.

Una vez finalizado el estudio, me gustaría alcanzar el objetivo final, es decir, que este análisis se pueda utilizar como modelo para establecer un mando de control de riesgo financiero para aquellas empresas que desconozcan los riesgos a los que están sometidos, principalmente el analizado, el riesgo financiero.

Gracias a las ratios y variables analizadas, cualquier empresa podría establecer su control de riesgo financiero y tenerlo bajo control y medido en todo momento.

Con este análisis se puede demostrar que la estrategia tomada por la dirección de la compañía no ha sido la más adecuada, es decir, Pescanova ha estado invirtiendo en CAPEX, cuando no era capaz de generar Flujos de Caja Libres positivos, ni una rentabilidad económica que pudiese compensar o favorecer estas inversiones.

Una recomendación para tratar el riesgo financiero es que los riesgos no tienen que ser negativos para una empresa siempre que la empresa los tenga localizados, medidos y busque la forma más óptima de mitigarlos.

Para finalizar este estudio, me gustaría añadir una crítica a la dirección de la empresa y es la siguiente: *“Si esto se pudo evitar, ¿por qué se han hecho tan mal las cosas?”*

## Bibliografía

---

Bernstein, L. A. *Análisis de Estados Financieros*. Deusto.

Caballo, A. (2013): *Medición de riesgo de crédito. Desarrollo de una nueva herramienta*. Universidad Pontificia Comillas. Madrid.

Davies, D. *Como interpretar las finanzas de la empresa*. Deusto.

Becker, F. *Análisis de Balances y Cuentas de Resultados*. Autor – Editor.

González, J. (2001): *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*. 3ª edición. Pirámide. Madrid.

Gonzalo, J.A. (1994). *Lectura e interpretación de las cuentas anuales consolidadas*. CEF Editorial. Madrid, España.

Knop, Roberto, Roland Ordovas y Joan Vidal (2004). *Medición de Riesgos de Mercado y Crédito*. Ariel.

Llorente, J.I. (2010). *Análisis de estados económico-financieros. Casos prácticos*. Madrid, España: CEF Editorial.

Massons, J. *Finanzas. Diagnóstico y Panificación a corto plazo*. Ed. Hispano-Francesa

Smith, Keith V. *Guía del capital circulante*. Deusto.

Peña, J.I. (2002), *La Gestión de Riesgos Financieros de Mercado y Crédito*, Prentice. Hall, Madrid.

Ruiz, Gumersindo, Jose Ignacio Jimenez y Juan Jose Torres (2000), *La Gestión del Riesgo Financiero*. Pirámide, Madrid.

Suarez, A. *Economía financiera de la empresa*. Ed. Pirámide.

Venegas, Francisco (2006). *Riesgos financieros y económicos*. Ed: Thomson.

### **Textos electrónicos y bases de datos:**

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

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

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

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

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