



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Traballo de
fin de grao

Análisis de la
información
financiera
obligatoria
reportada en el
año 2013 por la
empresa Ence
Energía y
Celulosa S.A.

Autor: Yonaide Pérez Florez

Titor/a: Fernando Ruíz Lamas

Grao en Ciencias Empresariales

Ano 2015

Resumen

El objetivo fundamental de este estudio de investigación es ofrecer una visión global de la situación económica y de la situación financiera de la empresa Ence Energía y Celulosa, S.A. para el año 2013. Para lograr dicho objetivo se analizará en profundidad la información financiera obligatoria reportada por Ence, lo cual permitirá enjuiciar la gestión empresarial desde un punto de vista financiero y económico, al igual que permitirá determinar cuáles son las potencialidades y desequilibrios de la empresa.

El trabajo se desarrolla en tres grandes apartados: análisis formal, económico y financiero. El análisis formal ofrece una visión de la empresa, su estructura de propiedad y su posicionamiento dentro del sector en el que opera. El análisis económico va más allá de la simple observación de la cifra de negocios o de los resultados obtenidos, se trata de explicar el porqué de los resultados obtenidos. Por último, el análisis financiero ofrece una visión de la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago. Las conclusiones están basadas en la metodología de ratios, esto es, se sigue un análisis univariable de las principales magnitudes contables de la empresa.

Palabras clave: Ence Energía y Celulosa, S.A., situación económica, situación financiera, gestión empresarial, análisis formal, análisis univariable.

Summary

The fundamental aim of this research study is to offer a global vision of the economic and financial situation of the company Ence Energía y Celulosa S.A. for the year 2013. To reach said aim the compulsory financial information reported by Ence will be thoroughly analysed, which will allow to judge the business management from a financial and economic point of view, as well as permitting to determine which are the strengths and weaknesses of the company.

The study is developed in three main parts: formal, economic and financial analysis. The formal analysis offers a vision of the business, its ownership structure and its positioning within the sector in which it operates. The economic analysis goes beyond the simple observation of the business figure or the results achieved, it is about explaining the reason behind the results obtained. To conclude, the financial analysis offers a vision of the ability the company has to face its payment obligations. The conclusions are based on the ratio methodology, which means that a univariate analysis of the main accounting magnitudes of the company is followed.

Key words: Ence Energía y Celulosa, S.A., economic situation, financial situation, business management, formal analysis, univariate analysis.

Índice

Introducción	10
1. Análisis formal de Ence	12
1.1. Descripción (nota 1 memoria).....	12
1.2. Estructura accionarial (nota 15 memoria)	13
1.3. Gobierno corporativo.....	14
1.4. Entorno Competitivo.....	14
1.5. Informe de auditoría	22
1.6. Régimen de tributación.....	22
1.7. Comentario sobre la estructura y evolución del Balance Individual.....	24
1.8. Comentario sobre la estructura y evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias individual.....	31
1.9. Comentario sobre la estructura y evolución del Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos individual.....	33
1.10. Comentario sobre los movimientos que afectan al año 2013 en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Individual.....	35
1.11. Comentario sobre la estructura y evolución del Estado de Flujos de Efectivo Individual.....	37
2. Análisis económico de Ence Energía y Celulosa S.A.	40
2.1. Rentabilidad económica, rentabilidad económica de explotación, rentabilidad económica de explotación neta y rentabilidad de las inversiones financieras.....	40
2.2. Rotación del activo fijo funcional depreciable	44
2.3. Rotación de la NOF.....	45
2.4. Valor añadido	45
3. Análisis financiero	50

3.1.	Análisis estático: Ratios de situación financiera	50
3.2.	Análisis dinámico: Análisis del estado de flujos de efectivo	52
3.3.	Análisis del apalancamiento financiero.....	54
3.4.	Ratios de mercado.....	56
4.	Conclusiones de la información financiera obligatoria reportada en el año 2013 por la empresa Ence Energía y Celulosa S.A.	61
	Glosario.....	64
	Bibliografía.....	67

Índice de figuras

Figura 1. Estructura accionarial Ence Energía y Celulosa 2013.	13
Figura 2. Evolución de precios de celulosa por tonelada.	17
Figura 3. Evolución estimada de la demanda de pasta de celulosa (Millones de toneladas).....	18
Figura 4. Localización estratégica plantas de celulosa y energía Ence Energía y Celulosa.....	19
Figura 5. Imagen Corporativa Ence Energía y Celulosa	19
Figura 6. Cuota de mercado 2013 sector: Fabricación pasta papelera, papel y cartón.....	20
Figura 7. Ventas de celulosa por países Ence Energía y Celulosa en el año 2013.. ..	21
Figura 8. Distribución de los ingresos.....	21
Figura 9. Representación gráfica de volumen de activo corriente y no corriente para el ejercicio 2013 y 2012.. ..	28
Figura 10. Representación gráfica del volumen de patrimonio neto y pasivo para el ejercicio 2013 y 2012.. ..	30
Figura 11. Desglose de la rentabilidad económica de explotación.	43
Figura 12. Reparto del valor añadido en 2013. Fuente: Elaboración propia.	47
Figura 13. Comparativa valor añadido-gastos de personal en 2013.	48
Figura 14. Desglose de flujos de efectivo de Ence del ejercicio 2013.....	53
Figura 15. Cotización Ence 2012 y 2013.. ..	59

Índice de tablas

Tabla 1. Consejo de Administración de Ence en 2013	14
Tabla 2. Margen por segmento de operaciones	21
Tabla 3. Nota de situación fiscal ejercicio 2013.	23
Tabla 4. Balance situación individual ejercicio 2013.....	25
Tabla 5. Composición de la deuda financiera ejercicio 2013 y 2012	29
Tabla 6. Cuenta de pérdidas y ganancias individual ejercicio 2013 y 2012.....	31
Tabla 7. Estado de Ingresos y Gastos reconocidos 2013.....	33
Tabla 8. Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto 2013.....	35
Tabla 9. Propuesta de distribución de resultados ejercicio 2012	37
Tabla 10. Estado Flujos de Efectivo 2013	37
Tabla 11. Rentabilidades económicas y rentabilidad de inversiones financieras.	41
Tabla 12. Rotación del activo fijo funcional depreciable.....	44
Tabla 13. Rotaciones ejercicio 2013 y 2012.....	45
Tabla 14. Estado de reparto del valor añadido 2013 y 2012	46
Tabla 15. Comparativa valor añadido-gastos de personal 2013 de Ence.....	47
Tabla 16. Ratios asociados al coeficiente de capital	48
Tabla 17. Ratios de situación financiera de Ence Energía y Celulosa S.A.	51
Tabla 18. Información adicional desglose de flujos de efectivo.....	54
Tabla 19. Análisis financiero elemental.....	55
Tabla 20. Beneficio por acción para 2013 y 2012.....	57
Tabla 21. Ratio pay out.....	57
Tabla 22. Ratio del PER.....	58
Tabla 23. Ratio book-to-market.	58

Tabla 24. Beta Ence y los mercados.....59

Introducción

Ence Energía y Celulosa S.A., antigua Empresa Nacional de Celulosas, S.A. es una empresa española con más de 40 años de historia, que ha ido evolucionando con el paso de los años, que nació como una empresa pública para la fabricación de celulosa y que actualmente es una empresa privada orientada a la exportación.

El objetivo fundamental de este trabajo es tratar de extraer, a partir de la información financiera publicada por Ence Energía y Celulosa, S.A. en el ejercicio 2013, una serie de conclusiones que sirvan para emitir un juicio sobre la evolución y situación de la empresa, a través de una perspectiva financiero-contable, que va más allá de la simple observación de la cifra de resultados o del margen de beneficios.

La metodología empleada para ello ha sido fundamentalmente el empleo de ratios de situación financiera, desde el punto de vista de análisis univariable, que pese a su simplicidad, es el más empleado debido al gran volumen de datos que se manejan, distinguiendo lo que es el análisis patrimonial, el análisis económico y el análisis financiero.

En primer lugar, se realizará un análisis formal de Ence donde se mencionan los datos básicos de la empresa, ya que la doctrina nos dice que los resultados que se obtengan del análisis económico-financiero y el valor de los ratios, se ve influenciado por el tipo de empresa analizada, la estructura de propiedad, etc. Posteriormente, se analizarán las cifras contenidas en las cuentas anuales. Por último, se analizará tanto la situación económica como la situación financiera de la empresa.

Cabe destacar que en este trabajo se aplican los conocimientos adquiridos de las asignaturas cursadas durante el Grado de Ciencias Empresariales.

El estudio está basado en las cuentas anuales individuales de Ence del año 2013, a sugerencia del tutor del trabajo. Para simplificar el análisis se van a emplear los datos aportados por Ence a cierre del ejercicio. Adicionalmente, se han empleado diferentes fuentes de información y bibliografía diversa.

1. Análisis formal de Ence

1.1. Descripción (nota 1 memoria)

Ence Energía y Celulosa, S.A. (en adelante “ENCE” o “la Sociedad”) es una empresa española, domiciliada en Madrid, que cotiza en la Bolsa de Valores de Madrid y en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (Mercado Continuo), cuya actividad principal es la producción de pasta de celulosa BEKP (Bleached Eucalypts Draft Pulp) a partir de madera de eucalipto con calidades de blanqueo ECF (libre de cloro elemental) y TCF (totalmente libre de cloro). Para el desarrollo de su actividad, la Sociedad dispone de dos fábricas ubicadas en Pontevedra y Huelva. Adicionalmente actúa como comisionista en la venta de pasta de celulosa que se produce en la fábrica localizada en Navia (Asturias) y que es gestionada por su filial Celulosa de Asturias S.A..

De manera complementaria a la actividad de fabricación de celulosa, la Sociedad desarrolla proyectos de generación de energía eléctrica con biomasa procedente de cultivos energéticos, restos forestales y agrícolas, igualmente realiza actividades de gestión del suministro forestal.

Actualmente, Ence es el primer productor europeo de celulosa de eucalipto, ocupando la segunda posición en ventas en este mercado. Es la primera empresa española en producción de energía renovable con biomasa forestal y líder también en España en la gestión integral y responsable de superficies de cultivos forestales.

La Sociedad es la cabecera de un grupo de sociedades dependientes, formado por:

- Celulosas de Asturias, S.A.U.
- Celulosa Energía, S.A.U.
- Silvasur Agroforestal, S.A.U.
- Norte Forestal, S.A.U.
- Ibersilva, S.A.U.

- Ence Investigación y Desarrollo, S.A.U.
- Electricidad de Navia Asturias, S.L.U.
- Ence Energía, S.L.U. y sus filiales
- Enersilva, S.L.U.

1.2. Estructura accionarial (nota 15 memoria)

El capital social de ENCE, a 31 de diciembre de 2013 asciende a 225.245.250 euros, representado por 250.272.500 acciones de la misma clase, con un valor nominal de 0,9 céntimos cada una, totalmente suscritas y desembolsadas.

Como se puede observar en la figura 1, el 25,6% de las acciones de la Sociedad pertenecen a Retos Operativos XXI, S.L., empresa vasca dedicada a la promoción inmobiliaria, cuyo presidente es Juan Luis Arregui que a su vez es quien ostenta la presidencia de ENCE en la actualidad. El 19,8% de las acciones de ENCE están en manos de Alcor Holding, S.A. sociedad patrimonial propiedad de “los Albertos” (Alberto Cortina y Alberto Alcocer), además dicha sociedad posee el 12,5% de las acciones de ACS, la mayor constructora española. El 6,3% del volumen accionarial pertenece a Liberbank, S.A., que es el banco formado por el Grupo Cajastur, Caja de Extremadura y Caja Cantabria. Por su parte las empresas madrileñas La Fuente Salada, S.L. y Asúa Inversiones, S.L. poseen cada una el 5% de las acciones de la Sociedad. Por último la Sociedad mantiene en autocartera un 2,9% de las acciones y el 35,4% es free float (capital flotante), es decir, se negocian en la bolsa de valores de Madrid.

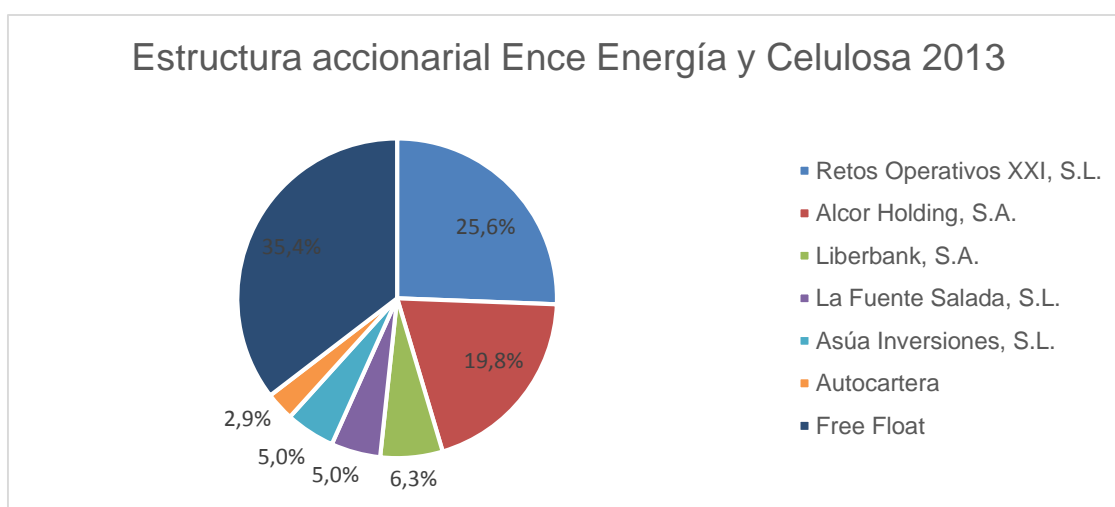


Figura 1. Estructura accionarial Ence Energía y Celulosa 2013. Fuente: Elaboración propia.

1.3. Gobierno corporativo

En la tabla 1 se detalla quienes forman parte del consejo de administración, como se puede observar D. Juan Luis Arregui Ciarsolo es el presidente del consejo de administración, además de ser el socio mayoritario de la Sociedad.

Nombre	Cargo	Tipo de Consejero
D. Juan Luis Arregui Ciarsolo	Presidente	Ejecutivo
Retos Operativos XXI, S.L. (representada por D. Óscar Arregui Abendivar)	Consejero	Dominical
D. Pascual Fernández Martínez	Consejero	Dominical
D. Javier Echenique Landiribar	Consejero	Dominical
Norteña Patrimonial, S.L. (representada por D. Jesús Ruano Mochales)*	Consejero	Dominical
D. Pedro Barato Triguero	Consejero	Independiente
D. José Guillermo Zubía Guinea	Consejero	Independiente
D. Gustavo Matías Clavero	Consejero	Independiente
D. José Manuel Serra Peris	Consejero	Independiente
Dña. Isabel Tocino Biscarolasaga	Consejera	Independiente
D. José Carlos del Álamo Jiménez	Consejero	Independiente
D. Fernando Abril-Martorell Hernández	Consejero	Externo

*Con fecha 28 de enero de 2014 el consejero de Norteña Patrimonial, S.L. presentó su dimisión como consejero

Tabla 1. Consejo de Administración de Ence en 2013. Fuente: Elaboración propia.

1.4. Entorno Competitivo

En este apartado se van analizar diversos aspectos del entorno competitivo de la Sociedad como son: variables del marketing mix, cuota de mercado, grado de diversificación y grado de internacionalización.

Antes de iniciar el análisis es necesario puntualizar ciertos aspectos característicos del sector de actividad de la Sociedad: Fabricación de pasta papelera, papel y cartón (CNAE 1711). Una de las características más relevantes es que este sector es muy sensible a los ciclos económicos, ya que el consumo de sus productos finales depende

fundamentalmente de la evolución de la producción industrial. El papel está presente en la comunicación, educación, sanidad e higiene, cultura, comercio, etc, siendo por tanto un buen indicador de la marcha de la economía. Como consecuencia de la prolongada crisis económica el consumo del papel a encadenado varios años de descensos, hasta situarse a niveles de consumo del año 1998.

El sector papel se desarrolla bajo el concepto de economía circular, basada en el reciclado, cuyo fin es reducir la producción de residuos y utilizarlos como recursos, incluso los residuos del proceso de fabricación se aprovechan como combustible en las propias fábricas y otras instalaciones industriales. En España ya se aplica este modelo, lo que le ha permitido al sector reforzar su productividad y competitividad. Según datos facilitados por la Asociación Española de Fabricantes de Pasta, Papel y Cartón (ASPAPEL) en el año 2013 la Industria Papelera Española registró una tasa de reciclaje (volumen de papel que la industria recicla sobre el consumo total de papel) del 84,5%, es decir, por cada 100 kg de papel que se consumen, la industria papelera recicla 84,5 kg de papel usado, situándose así como la segunda más recicladora de Europa, detrás de Alemania.¹

El proceso de fabricación del papel es conceptualmente sencillo, pero requiere grandes inversiones en maquinaria de alta tecnología. Asimismo, entre todos los sectores industriales españoles, el papelerero es el mayor productor y utilizador de energías renovables procedentes de la biomasa, por tanto, la biomasa supone un 32% de los combustibles utilizados.²

Marketing mix

Producto (Product)

La sociedad ofrece tres tipos de productos/servicios diferenciados, pero relacionados entre sí, que son la gestión forestal, la producción de celulosa de eucalipto y producción de energía renovable con biomasa.

¹ España sube tasa de reciclaje papel en 2013 y recupera 84 de cada 100 kilos. Recuperado el 30 de marzo de 2015 de: <http://www.efeverde.com/noticias/espana-sube-tasa-de-reciclaje-papel-en-2013-y-recupera-84-de-cada-100-kilos/>

² La industria del papel y la economía circular. Recuperado el 30 de marzo de 2015 de: <http://www.residuosprofesional.com/industria-papel-y-economia-circular/>

La Sociedad manifiesta en su informe de actividades que con respecto a la gestión forestal ésta desarrolla dos enfoques, uno de ellos es la gestión eficiente donde se engloban actividades como: la creación de patrimonio forestal, la investigación aplicada al rendimiento de las especies, el cultivo, cuidado y mantenimiento para la extracción de la madera, todo ello bajo una gestión forestal que aplica los criterios de responsabilidad empresarial más exigentes y reconocidos a nivel internacional. El otro enfoque es la gestión sostenible, donde la línea básica de actuación de la Sociedad es la Gestión Forestal Responsable, siguiendo las normas voluntarias de Certificación Forestal (Gestión Forestal Sostenible y Cadena de Custodia), que desarrollan los esquemas FSC (Forest Stewardship Council) y PEFC (Program for the Endorsement of Forest Certification Schemes). El compromiso de la Sociedad con los estándares de Certificación Forestal no solo se aplica en su actividad, sino también a la de su entorno, propiciando así la certificación forestal de masas de terceros mediante apoyo económico y técnico para favorecer la certificación.

En lo referente a la producción de celulosa de eucalipto la Sociedad destaca como la primera empresa productora a nivel Europeo, con una producción total de celulosa en el año 2013 de 1.271.389 toneladas, contando para dicha producción con tres fábricas en Huelva, Navia y Pontevedra.

Finalmente la Sociedad es el primer productor español de energía renovable a partir de residuos de biomasa y cultivos energéticos. La Sociedad cuenta actualmente con 280 MW de potencia instalada, de los que 230 MW son de energía renovable a partir de biomasa. La Sociedad genera electricidad a través de siete plantas de producción energética: cuatro en Huelva, dos en Navia y una en Pontevedra. Las plantas de Huelva, Navia y Pontevedra son de cogeneración con biomasa derivada del proceso de extracción de celulosa y la planta de Huelva es adicionalmente de cogeneración con gas natural. La cogeneración de electricidad y calor es aprovechada para la actividad industrial desarrollada por la Sociedad en sus centros de operaciones, el excedente de esta cogeneración se vende al Sistema Eléctrico Nacional.

Precio (Price)

A diferencia de otros commodities, entendiéndose como bienes con poca diferenciación entre sí, la celulosa no cuenta con un mercado en donde se establezca un precio de mercado y se realicen las transacciones de compra y venta, asimismo, la industria

consumidora es renuente a utilizar instrumentos financieros que mitiguen las fluctuaciones de los precios del insumo, por lo que la volatilidad y la naturaleza cíclica de los precios es una característica permanente. Por otro lado, las operaciones en el sector de la celulosa a nivel mundial están referenciadas en la divisa americana. Así pues, se puede afirmar que el precio de la pasta de celulosa depende fundamentalmente de la oferta y la demanda del mercado al igual que del desarrollo del escenario económico a nivel mundial.

Como se puede observar en la Figura 2 el precio de la celulosa durante el ejercicio 2013 se mantuvo cercano a los 800\$/Tn, parte de ese buen comportamiento fue gracias al limitado crecimiento de la oferta durante el año, tras el cierre de las plantas de Jari en Brasil y Tofte en Noruega lo que redujo la oferta mundial en 0,85 millones de toneladas aproximadamente. A 31 de diciembre el precio de la celulosa se situó en 780\$/Tn.

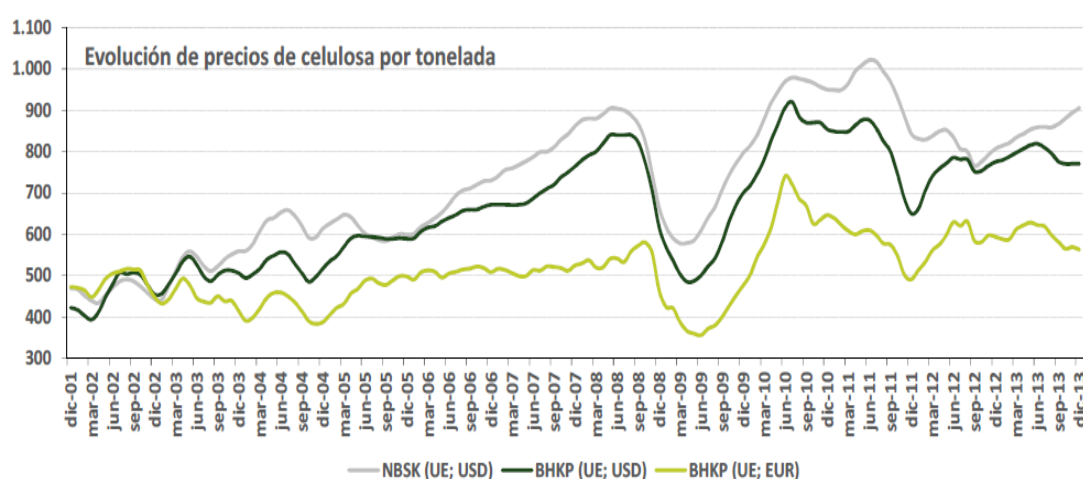


Figura 2. Evolución de precios de celulosa por tonelada Fuente: Informe Trimestral 4T 2013 Ence.

En la figura 3 se puede observar como la demanda de celulosa pasa de 26,7 millones de toneladas en 2012 a 27,9 millones de toneladas en 2013, siendo el mercado chino el gran impulsor de estas tasas de crecimiento positivas, presentando un incremento de la demanda de un 9,3 %.



Figura 3. Evolución estimada de la demanda de pasta de celulosa (Millones de toneladas). Fuente: Informe Trimestral 4T 2013 Ence.

El precio de venta de la energía se fija en función de las tarifas eléctricas, de la potencia instalada y del tipo de instalación, constando de un término de potencia y de un término de energía, además de otros complementos³. El precio medio del megavatio/hora se vio reducido en un 7% en el año 2013, sin embargo esta reducción se vio compensada por el aumento en un 17% de las ventas de energía.

Ubicación (Place)

La Sociedad ha desarrollado un modelo integrado de producción de celulosa, donde se producen sinergias entre las distintas actividades, las fábricas de celulosa y energía se encuentran estratégicamente localizadas como se aprecia en la figura 4 en Navia, Pontevedra y Huelva, todas ellas cercanas a puertos de embarque lo que permite su fácil distribución y hacer la entrega “just-in-time” de celulosa a sus clientes.

³Las claves del sector energético. Recuperado el 19 de abril de 2015 de: <http://www.energiaysociedad.es/ficha/3-5-regulacion-espanola-de-las-energias-renovables>

Localización estratégica plantas de celulosa y energía Ence Energía y Celulosa



Figura 4. Localización estratégica plantas de celulosa y energía Ence Energía y Celulosa. Fuente: Presentación corporativa 2014 Ence.

Publicidad (Promotion)



Figura 5. Imagen Corporativa Ence Energía y Celulosa. Fuente: Presentación corporativa 2014 Ence.

En marzo de 2013 la Sociedad presentó su nueva marca corporativa (Figura 5), con la que la Sociedad quiere proyectar su modelo industrial centrado en el aprovechamiento integral y sostenible del árbol, recurso natural y renovable que es la base de sus actividades. El cambio de marca tiene como claro objetivo consolidar el modelo de negocio que la Sociedad ha venido desarrollando durante los últimos años, asimismo, la Sociedad desea expresar su fuerte compromiso con la sostenibilidad medioambiental y social, pilares sobre los que la empresa basa la evolución de su negocio y de sus actividades principales. El diseño de la nueva marca busca vincular naturaleza y energía, así como transmitir la capacidad tecnológica y de innovación con la que cuenta la Sociedad en el sector de la celulosa y la energía.

Para el análisis de la cuota de mercado se ha establecido un grupo de comparación, utilizando para ello la base de datos SABI integrado por empresas del sector: Fabricación de pasta papelera, papel y cartón (NACE REV2: 1711). Como se puede observar en la figura 6 Torraspapel S.A. es el líder con una cuota de mercado del 28,40% cuya actividad principal es la fabricación distribución de papel estucado, pasta química y de papeles especiales, luego le sigue Ence Energía y Celulosa S.A. con una cuota de mercado del 19,87%, esto es gracias a que la Sociedad tiene una capacidad de producción anual de celulosa de 1,34 millones de toneladas, lo que le permite posicionarse de forma firme en el sector. Por su parte, Papeles y Cartones de Europa S.A., Smurfit Kappa España S.A. y Papelera Guipuzcoana de Zicuñaga S.A. poseen una cuota de mercado cercana al 8%.

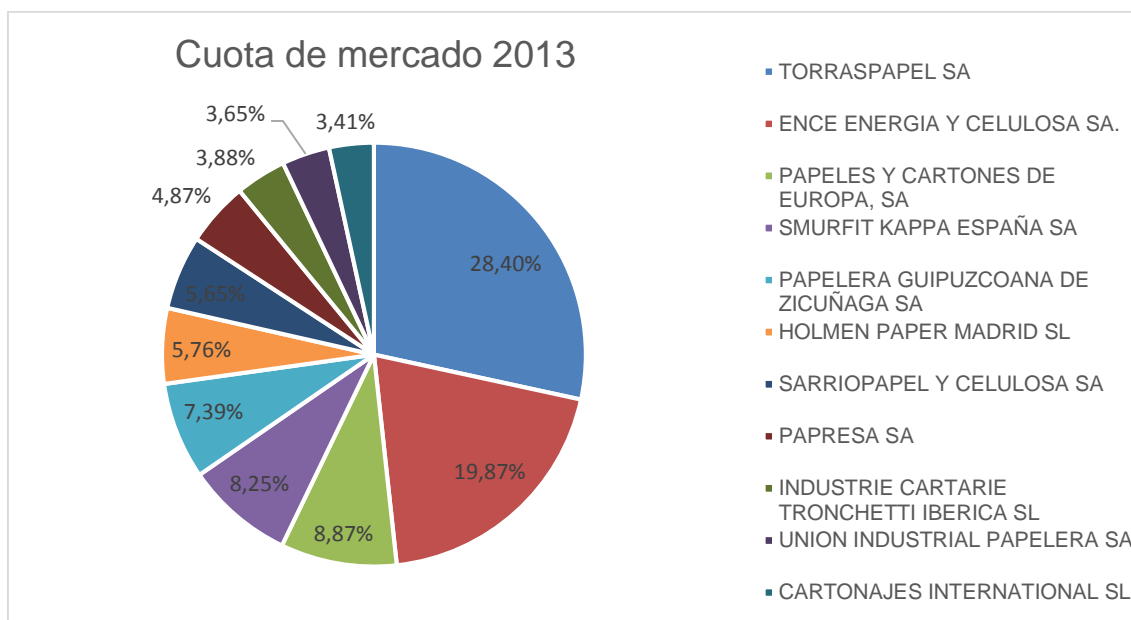


Figura 6. Cuota de mercado 2013 sector: Fabricación pasta papelera, papel y cartón. Fuente: Elaboración propia.

Por su parte para el análisis del grado de internacionalización se observa la figura 7 donde se muestra que la Sociedad exporta el 85% de su producción, siendo sus principales destinatarios Italia, Alemania y Francia, también se puede apreciar que la Sociedad posee una buena diversificación geográfica de las ventas con una reducida exposición al mercado español que solo consume el 15% de la producción de celulosa.

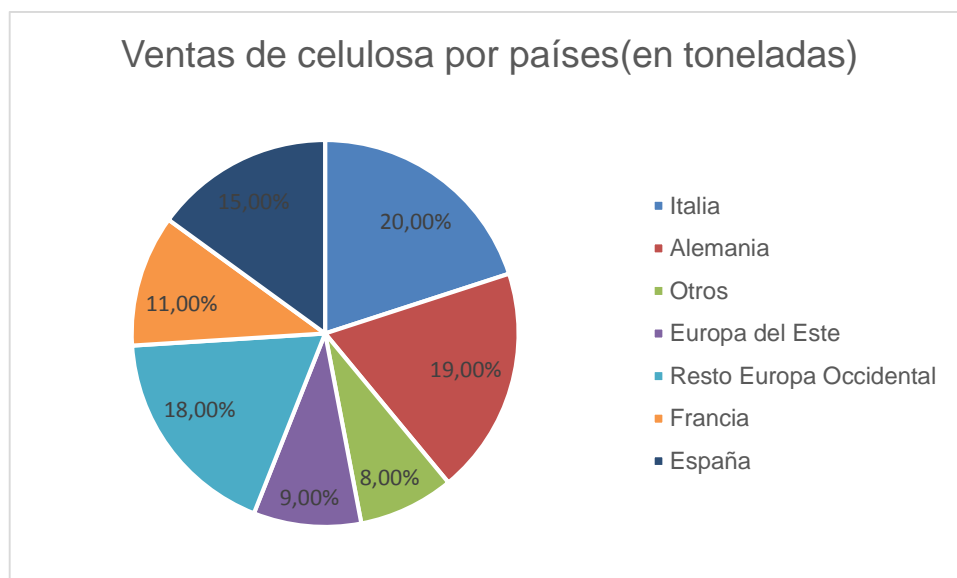


Figura 7. Ventas de celulosa por países Ence Energía y Celulosa en el año 2013. Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a las ventas de energía estas se llevan a cabo en su práctica totalidad en España.

De acuerdo por la información que muestra la figura 8 se observa que el segmento de operación que reporta los mayores ingresos es la fabricación y venta de celulosa representando un 71% de los ingresos totales seguido de la actividad de generación de energía con biomasa con un peso sobre el total del 28%. Asimismo, como se muestra en la tabla 2 la actividad de fabricación y venta de celulosa presenta un margen positivo del 7,54%, es decir, que esta actividad reporta beneficios a la Sociedad, por el contrario la actividad de generación de energía reporta un margen negativo en el ejercicio 2013 motivado principalmente por la reforma energética promovida en dicho ejercicio y que se detalla en la nota 5.1 de la memoria.

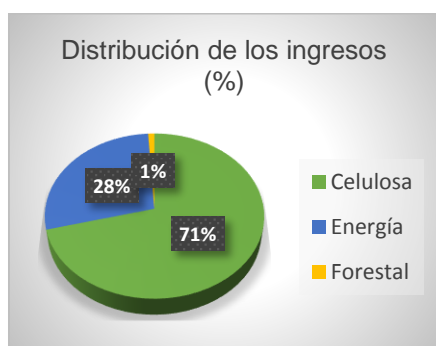


Figura 8. Distribución de los ingresos. Fuente: Elaboración propia.

Margen por segmento de operaciones	
Celulosa y energía	7,54%
Proyectos energéticos Biomasa	-41,47%
Patrimonio forestal celulosa	0,25%
Servicios forestales y otros	-110,50%

Tabla 2. Margen por segmento de operaciones. Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en la memoria de las cuentas consolidadas.

1.5. Informe de auditoría

El informe de auditoría de Ence ha sido emitido por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. quien audita a la Sociedad desde el año 2011. Dicho informe es favorable, es decir, que las cuentas anuales expresan en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera de la Sociedad, así como de los resultados de sus operaciones y de sus flujos de efectivo correspondientes al 31 de diciembre de 2013, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera.

Es importante destacar que en el informe de auditoría encontramos un párrafo de énfasis, que hace referencia a la nota 5.1 de la memoria, en donde se indica que en el mes de julio de 2013 se aprobó el Real Decreto Ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se ha modificado el régimen retributivo de las instalaciones de producción de energía eléctrica para fuentes de energía renovables. En el mes de febrero de 2014, la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia ha remitido un borrador de Orden Ministerial en la que establece los nuevos parámetros retributivos de dichas instalaciones desde el 14 de julio de 2013, por lo tanto, la Sociedad los ha considerado a la hora de estimar sus impactos en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que esta nueva regulación aún estaba pendiente de aprobación en el momento de formulación de las cuentas anuales.

Finalmente el informe carece de salvedades, por lo que no es necesario realizar ajustes en las cuentas anuales.

1.6. Régimen de tributación

A efectos de la tributación en el Impuesto sobre Beneficios, cabe destacar que la Sociedad tributa en el Régimen de Consolidación Fiscal del Impuesto sobre Beneficios previsto en el Capítulo VII del Título VIII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades.

A continuación se detallan las empresas que forman parte del grupo de consolidación fiscal:

- Celulosas de Asturias, S.A.U.
- Celulosa Energía, S.A.U.
- Silvasur Agroforestal, S.A.U.
- Ibersilva, S.A.U.

- Ence Investigación y Desarrollo, S.A.U.
- Electricidad de Navia Asturias, S.L.U.
- Ence Energía, S.L.U. y sus filiales
- Enersilva, S.L.U.

Es importante hacer referencia que de conformidad con lo establecido por la Resolución del ICAC de 9 de octubre de 1997, cada sociedad integrante del Grupo deberá cuantificar el impuesto que le hubiera correspondido en régimen de declaración individual, corregido en función del régimen de consolidación fiscal. Asimismo, las deducciones y bonificaciones aplicadas en la liquidación del impuesto consolidado serán computadas, en todo caso, por la sociedad que de acuerdo con la normativa del Impuesto obtenga los rendimientos o realice la actividad necesaria para que pueda practicarse la deducción o bonificación⁴.

Como se puede observar en la tabla 3, la Sociedad realiza un ajuste por eliminaciones de consolidación por operaciones internas entre empresas del Grupo por un importe de 15.000 miles de Euros, lo que provoca una disminución en la base imponible. Dicho ajuste se realiza debido a que la Sociedad tributa bajo el Régimen de Consolidación Fiscal, como ya se ha detallado anteriormente.

Ejercicio 2013	Miles de Euros		
	Aumento	Disminución	Saldo
Resultado contable antes de impuestos			9.337
Diferencias permanentes-			
Con origen en resultados	29.933	(15.297)	14.636
Con origen en patrimonio neto	-	(344)	(344)
Diferencias temporales-			
Con origen en el ejercicio	17.623	-	17.623
Con origen en ejercicios anteriores	414	(2.122)	(1.708)
Ajustes de consolidación fiscal	-	(15.000)	(15.000)
Compensación de bases imponibles negativas	-	(9.434)	(9.434)
Base imponible			15.110

Tabla 3. Nota de situación fiscal ejercicio 2013. Fuente: Memoria ejercicio 2013.

⁴ Información extraída de la nota 18.1 de la memoria.

1.7. Comentario sobre la estructura y evolución del Balance Individual.

A continuación se realizará un análisis estructural del Balance Individual de la Sociedad.

ENCE ENERGÍA Y CELULOSA S.A.						
BALANCE AL CIERRE DE EJERCICIO						
ACTIVO	2013	% ACTIVO	2012	% ACTIVO	Var Absoluta	% Var.
A) ACTIVO NO CORRIENTE	732.324,00	68,78%	821.550,00	76,06%	-89.226,00	-10,86%
I. Inmovilizado intangible.	8.293,00	0,78%	5.317,00	0,49%	2.976,00	55,97%
II. Inmovilizado material.	195.174,00	18,33%	197.443,00	18,28%	-2.269,00	-1,15%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas l/plazo	503.195,00	47,26%	594.793,00	55,07%	-91.598,00	-15,40%
V. Inversiones financieras a largo plazo.	1.882,00	0,18%	1.994,00	0,18%	-112,00	-5,62%
VI. Activos por impuesto diferido.	23.780,00	2,23%	22.003,00	2,04%	1.777,00	8,08%
B) ACTIVO CORRIENTE	332.428,00	31,22%	258.519,00	23,94%	73.909,00	28,59%
II. Existencias.	41.282,00	3,88%	46.806,00	4,33%	-5.524,00	-11,80%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar.	142.331,00	13,37%	161.239,00	14,93%	-18.908,00	-11,73%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas c/plazo	0,00	0,00%	31,00	0,00%	-31,00	-100,00%
V. Inversiones financieras a corto plazo.	54.553,00	5,12%	17.343,00	1,61%	37.210,00	214,55%
VI. Periodificaciones a corto plazo.	561,00	0,05%	735,00	0,07%	-174,00	-23,67%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes.	93.701,00	8,80%	32.365,00	3,00%	61.336,00	189,51%
TOTAL ACTIVO (A + B)	1.064.752,00	100,00%	1.080.069,00	100,00%	-15.317,00	-1,42%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2013	% PN y PASIVO	2012	% PN y PASIVO	Var Absoluta	% Var.
A) PATRIMONIO NETO (A-1 + A-2 + A-3)	544.058,00	51,10%	558.828,00	51,74%	-14.770,00	-2,64%
A-1) FONDOS PROPIOS	540.430,00	50,76%	548.054,00	50,74%	-7.624,00	-1,39%
I. Capital.	225.245,00	21,15%	225.245,00	20,85%	0,00	0,00%
II. Prima de emisión.	210.037,00	19,73%	230.221,00	21,32%	-20.184,00	-8,77%
III. Reservas.	117.458,00	11,03%	99.918,00	9,25%	17.540,00	17,55%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias).	-19.762,00	-1,86%	-37.213,00	-3,45%	17.451,00	-46,89%
VII. Resultado del ejercicio.	7.452,00	0,70%	29.883,00	2,77%	-22.431,00	-75,06%
A-2) AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR.	0,00	0,00%	6.754,00	0,63%	-6.754,00	-100,00%
A-3) SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS	3.628,00	0,34%	4.020,00	0,37%	-392,00	-9,75%

B) PASIVO NO CORRIENTE	302.349,00	28,40%	274.346,00	25,40%	28.003,00	10,21%
I. Provisiones a largo plazo.	5.257,00	0,49%	9.906,00	0,92%	-4.649,00	-46,93%
II. Deudas a largo plazo.	248.796,00	23,37%	224.163,00	20,75%	24.633,00	10,99%
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a l/plazo.	43.138,00	4,05%	31.617,00	2,93%	11.521,00	36,44%
IV. Pasivos por impuesto diferido.	5.158,00	0,48%	8.660,00	0,80%	-3.502,00	-40,44%
C) PASIVO CORRIENTE	218.345,00	20,51%	246.895,00	22,86%	-28.550,00	-11,56%
II. Provisiones a corto plazo.	1.463,00	0,14%	0,00	0,00%	1.463,00	100,00%
III. Deudas a corto plazo.	10.638,00	1,00%	36.029,00	3,34%	-25.391,00	-70,47%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a c/plazo	2.368,00	0,22%	2.437,00	0,23%	-69,00	-2,83%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	203.876,00	19,15%	208.429,00	19,30%	-4.553,00	-2,18%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	1.064.752,00	100,00%	1.080.069,00	100,00%	-15.317,00	-1,42%

Tabla 4. Balance situación individual ejercicio 2013. Fuente: Elaboración propia.

Activo no corriente

INMOVILIZADO INTANGIBLE

Para el año 2013 las partidas que corresponden al Inmovilizado intangible representan un escaso 0,78% sobre el total activo, lo que es poco representativo. En este grupo se encuentra la partida “Derechos de emisión de gases de efecto invernadero para uso propio”, la cual es obtenida anualmente y de forma gratuita por la Sociedad en virtud del Plan Nacional de Asignación. En el momento de su asignación, la Sociedad lo reconoce como un inmovilizado intangible por su valor venal, y automáticamente reconoce una subvención de capital no reintegrable por el mismo importe, que se imputa al epígrafe “Imputación de subvenciones de inmovilizado o financiero y otras” de la cuenta de pérdidas y ganancias a medida se vayan consumiendo los derechos de emisión subvencionados.

INMOVILIZADO MATERIAL

Dentro de este epígrafe la partida más representativa es “Instalaciones técnicas y maquinaria” que supone un 13,24% sobre el total del activo, cabe destacar que la Sociedad realizó inversiones por importe de 30.879 Miles de Euros en el ejercicio 2013 en las plantas de Huelva y Pontevedra con la finalidad de mejorar la eficiencia del

proceso productivo de fabricación de pasta de celulosa, optimizar la generación de energía eléctrica y mejorar en el respeto al medio ambiente.

INVERSIONES EN EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS L/P

Es la partida más importante dentro del Activo no Corriente, y su peso sobre el total activo es del 47,26%, observando los movimientos del año 2013 en dotaciones, adiciones, retiros y reducciones destaca que la sociedad realizó reducciones en Participaciones en empresas del Grupo por valor de 46 miles de Euros debido a que la Sociedad procedió a la disolución de algunas sociedades participadas que se encontraban inactivas. Adicionalmente, la Sociedad realizó una aportación de 825 miles de Euros a su filial Ence Investigación y Desarrollo, S.A.U. para compensación de pérdidas.

La partida “Créditos a empresas” representa un 37,63% sobre el Total Activo, en esta cuenta se recogen los créditos concedidos por la Sociedad a empresas del grupo, la Sociedad actúa como cámara de compensación de tesorería de sus filiales, al igual que financia determinadas operaciones llevadas a cabo por las mismas.

Activo corriente

EXISTENCIAS

En el año 2013 la Sociedad realizó una operación de venta de activos forestales no estratégicos en Uruguay y Portugal, viéndose así reducidas las existencias de eucalipto en un 11,80%, actualmente la Sociedad sigue una estrategia de modelo de gestión de activos forestales.⁵

Por otra parte la Sociedad tiene situadas sus fábricas de celulosa estratégicamente en la costa, y posee un sistema de entrega de celulosa a clientes tipo “Just in time” lo que le permite disponer de bajos niveles de existencias, todo esto se logra gracias a su flexibilidad en la producción.

⁵Ence vende su patrimonio forestal en Portugal por 11,2 millones de Euros. Recuperado el 02 de marzo de 2015 de <http://www.expansion.com/2013/12/18/empresas/1387360689.html>

DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS A COBRAR

Esta partida es la más importante dentro del epígrafe Activo corriente, representando un 13,37% sobre el total activo en el ejercicio 2013. Si se compara con el ejercicio 2012, esta partida ha disminuido a pesar del aumento de las ventas en un 2,33%, por tanto su evolución ha sido positiva.

INVERSIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO

El Consejo de Administración define los principios de gestión de riesgos a los que está expuesta la Sociedad, y en consecuencia para paliar los posibles efectos negativos que pudieran tener los riesgos derivados de fluctuaciones en los tipos de interés, el tipo de cambio, el precio de la pasta de celulosa, el precio del gas, el fuel-oil y la energía eléctrica utilizada en el proceso productivo, la Sociedad contrata instrumentos financieros derivados. La Sociedad clasifica sus derivados en tres tipos: derivados designados como cobertura de efectivo (“cash-flow”), derivados designados como coberturas de valor razonable (“fair value”) y resto de derivados.

El valor de mercado positivo de los instrumentos derivados a 31 de diciembre de 2012 ascendía a 10.721 miles de Euros, y se encuentra registrado en el epígrafe “Instrumentos financieros derivados”. En el ejercicio 2013 el importe del valor razonable traspasado al resultado de los instrumentos financieros derivados designados como instrumentos de cobertura, ha sido un beneficio de 11.027 miles de € (29.613 € de pérdida en 2012). (Nota 11 memoria).

Por su parte la partida “Otros activos financieros” recoge, depósitos constituidos para garantizar las obligaciones asumidas en la contratación de determinados instrumentos financieros derivados y en los contratos suscritos para la compra futura de derechos de emisión de CO₂. Analizando esta partida dentro del balance podemos observar un gran aumento con respecto al año 2012 del 726%. (Nota 10.2 memoria).

EFFECTIVO Y OTROS ACTIVOS LIQUIDOS EQUIVALENTES (Nota 17.2 memoria)

Esta partida está formada principalmente por la tesorería de la Sociedad y depósitos bancarios a corto plazo con un vencimiento inicial a tres meses o un plazo inferior. Al analizar el balance llama bastante la atención el gran aumento experimentado por esta partida con respecto al ejercicio 2012, un 189,51%.

En conclusión, como se puede observar en la figura 9 disminuye el peso relativo del activo no corriente en detrimento del aumento del activo corriente, motivado por el aumento de inversiones financieras a corto plazo y de la partida de efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

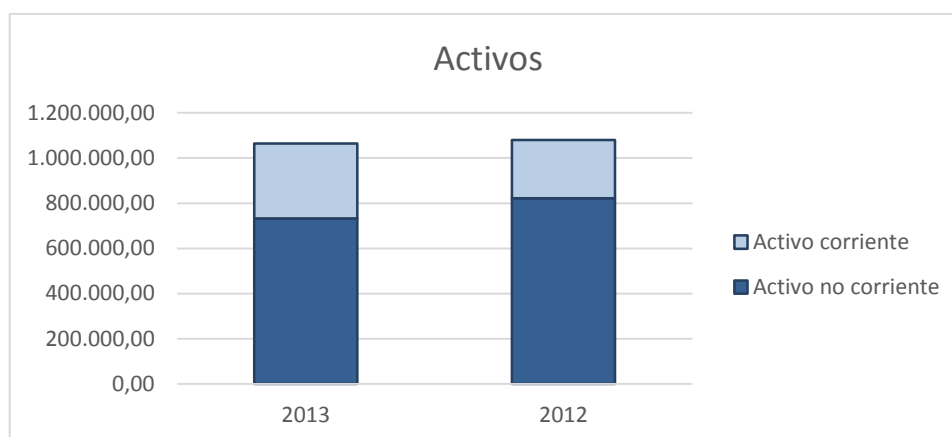


Figura 9. Representación gráfica de volumen de activo corriente y no corriente para el ejercicio 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

Patrimonio neto (Nota 15 memoria)

Patrimonio neto representa aproximadamente el 50% de la financiación de la Sociedad. Dentro de la partida de fondos propios, es importante destacar la disminución del 46,89% de la cuenta “Acciones y participaciones en patrimonio propias”, debido a que la Sociedad vendió en junio de 2013 un total de 12.513.625 acciones propias, representativas de un 5% de su capital social, por un importe de 27.405 miles de Euros a Asúa Inversiones, S.L. y Fuente Salada, S.L., obteniendo un beneficio de 2.279 miles de Euros imputado directamente a patrimonio neto, dentro del epígrafe “Reservas de la Sociedad”.⁶

Por otra parte la disminución del 8,77% de la cuenta “Prima de emisión” se debe principalmente a que la Sociedad acordó en la Junta General de Accionistas de marzo de 2013 la distribución en especie de parte de la prima de emisión de acciones a través de la entrega de acciones procedentes de la autocartera de la Sociedad en la proporción de 1 acción por cada 25 acciones en circulación, entregando así 9.192.292 acciones propias de la Sociedad, cuyo valor de mercado en el momento de la distribución

⁶ Ence vende la autocartera con un descuento del 5%. Recuperado el 05 de marzo de 2015 de http://cincodias.com/cincodias/2013/06/13/empresas/1371145932_355183.html

ascendía a 20.184 miles de Euros, con un coste medio de adquisición de 18.482 miles de Euros. (Nota 15.4 memoria)

Pasivo no corriente

En el ejercicio 2013 la Sociedad emitió bonos por un valor de 250 millones de Euros, a un interés del 7,25% con vencimiento en 15 de febrero 2020, dicha emisión se realizó con el objeto de diversificar las fuentes de financiación, ampliar el perfil de vencimiento de la deuda, optimizar la estructura de los recursos e incrementar la flexibilidad financiera.⁷

Si se observa la partida “Deudas con entidades de crédito Largo Plazo” se aprecia una variación significativa a la baja del 99,67%, de lo que podemos afirmar que la Sociedad amortizó casi por completo dicha cuenta, esto en línea con el párrafo anterior.

Pasivo Corriente

Dentro de este apartado el epígrafe más destacado es “Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar” que representa el 20,51% del Total Pasivo y Patrimonio Neto.

Como se puede observar en la tabla 5 en el ejercicio 2012 la Sociedad se financiaba fundamentalmente a través de préstamos y líneas de crédito, pero en el ejercicio 2013 cambia su política de financiación apoyándose en la emisión de bonos, como ya se comentó anteriormente.

Composición de la deuda financiera				
	Ejercicio 2013		Ejercicio 2012	
	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo
Bono High Yield	-	250.000	-	-
Préstamos y líneas de crédito	400	700	24.320	211.957
Comisión de apertura Bono High Yield	-	(9.321)	(1.987)	-
Deudas por intereses y otros	7.142	-	375	-
Total	7.542	241.379	22.708	211.957

Tabla 5. Composición de la deuda financiera ejercicio 2013 y 2012 Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en la nota 17.1 de la memoria de las cuentas individuales.

⁷ Ence coloca 250 millones de Euros en bonos al 7,25% de interés. Recuperado el 05 de marzo de 2015 de <http://www.expansion.com/2013/01/28/mercados/1359358281.html>

En resumen, como muestra la figura 10 aumenta el peso relativo del pasivo no corriente, a su vez disminuye el pasivo corriente, debido tanto a la emisión de bonos como al aumento de deudas a largo plazo con empresas del grupo. Por su parte, la disminución del pasivo corriente se debe a la disminución de las deudas comerciales.

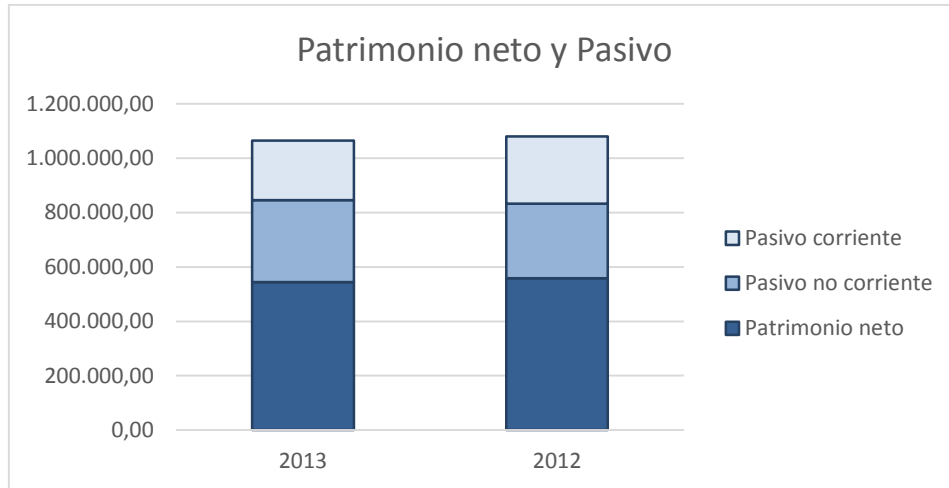


Figura 10. Representación gráfica del volumen de patrimonio neto y pasivo para el ejercicio 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

1.8. Comentario sobre la estructura y evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias individual

	(Debe) Haber		(Debe) Haber		Var absoluta	Var %
	2013	% sobre Ventas	2012	% sobre Ventas		
A) OPERACIONES CONTINUADAS						
1. Importe neto de la cifra de negocios.	552.493,00	100,00%	500.527,00	100,00%	51.966,00	10,38%
2. Variación de exist.productos terminados y en curso	(278,00)	0,05%	2.159,00	0,43%	-2.437,00	-112,88%
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	197,00	0,04%	249,00	0,05%	-52,00	-20,88%
4. Aprovisionamientos.	(348.636,00)	63,10%	(331.945,00)	66,32%	-16.691,00	5,03%
5. Otros ingresos de explotación.	22.160,00	4,01%	13.903,00	2,78%	8.257,00	59,39%
6. Gastos de personal.	(59.333,00)	10,74%	(53.409,00)	10,67%	-5.924,00	11,09%
7. Otros gastos de explotación.	(127.688,00)	23,11%	(111.577,00)	22,29%	-16.111,00	14,44%
8. Amortización del inmovilizado.	(26.078,00)	4,72%	(25.975,00)	5,19%	-103,00	0,40%
9. Imputación subvenciones inmovilizado no financiero	1.682,00	0,30%	1.421,00	0,28%	261,00	18,37%
11. Deterioro y resultado enajenaciones del inmovilizado.	(8.657,00)	1,57%	5.335,00	1,07%	-13.992,00	-262,27%
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11)	5.862,00	1,06%	688,00	0,14%	5.174,00	752,03%
12. Ingresos financieros.	59.276,00	10,73%	55.855,00	11,16%	3.421,00	6,12%
13. Gastos financieros.	(27.658,00)	5,01%	(26.945,00)	5,38%	-713,00	2,65%
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	1.830,00	0,33%	6.799,00	1,36%	-4.969,00	-73,08%
15. Diferencias de cambio.	(1.078,00)	0,20%	(2.164,00)	0,43%	1.086,00	-50,18%
16. Deterioro y resultado de instrumentos financieros.	(28.895,00)	5,23%	(7.460,00)	1,49%	-21.435,00	287,33%
A.2) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)	3.475,00	0,63%	26.085,00	5,21%	-22.610,00	-86,68%
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	9.337,00	1,69%	26.773,00	5,35%	-17.436,00	-65,13%
17) Impuestos sobre beneficios.	(1.885,00)	0,34%	3.110,00	0,62%	-4.995,00	-160,61%
A.4) RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+17)	7.452,00	1,35%	29.883,00	5,97%	-22.431,00	-75,06%
18) Resultado operaciones interrumpidas	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+18)	7.452,00	1,35%	29.883,00	5,97%	-22.431,00	-75,06%

Tabla 6. Cuenta de pérdidas y ganancias individual ejercicio 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

El resultado del ejercicio para el año 2013 es positivo de 7.452 miles de Euros, pero notoriamente inferior al resultado del ejercicio del año 2012, que fue de 29.883 miles de Euros, por tanto, observamos una importante caída del resultado del 75,06%. El resultado del ejercicio en el año 2013 representa un 1,35% de las ventas de ese año.

Tanto el resultado del ejercicio como el resultado de operaciones continuadas tienen el mismo valor por la ausencia de resultado de operaciones interrumpidas.

Por su parte la partida impuestos sobre beneficios pasa de ser un ingreso en el ejercicio 2012 a ser un gasto en el ejercicio 2013, esta variación se debe probablemente por eliminaciones de consolidación realizadas por la Sociedad y por deducciones y ajustes por efecto impositivo de ejercicios anteriores (nota 18.3 memoria).

El resultado financiero en 2013 es positivo, pero tremendamente inferior al ejercicio anterior en un 86,68%, ya que aunque los ingresos financieros se comportaron positivamente, ya que aumentaron un 6,12% con respecto al ejercicio anterior se vieron afectados negativamente por el aumento de los gastos financieros en un 2,65% y por el gran aumento del 287,3% de deterioros de instrumentos financieros, lo que ha provocado que el resultado financiero no creciera más en el ejercicio 2013.

En cuanto a las ventas, estas variaron un escaso 2,33% en el ejercicio 2013 con respecto al ejercicio anterior. Por su parte se puede observar que los aprovisionamientos presentan una tendencia o comportamiento constante, ya que se mantienen alrededor del 60% en ambos ejercicios, lo que nos indica que la Sociedad continua con su ritmo de producción, sin embargo los gastos de personal y otros gastos de explotación aumentan en el ejercicio 2013 un 11,09% y un 14,44% respectivamente, lo cual provoca que el resultado de explotación no aumente más. En el caso de otros ingresos de explotación y resultados por operaciones de cobertura se comportaron positivamente y contribuyeron en mayor medida a la mejora del resultado de explotación, por el contrario la partida de deterioros y resultado por enajenaciones del inmovilizado afectó negativamente al resultado de explotación.

Finalmente el resultado antes de impuestos presenta una disminución del 65,13% en el ejercicio 2013, debido a que aunque el resultado de explotación mejora, no compensa la caída del resultado financiero.

1.9. Comentario sobre la estructura y evolución del Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos Individual

ESTADO DE INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS		
	31/12/2013	31/12/2012
(Miles de Euros)		
RESULTADO DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (I)	7.452,00	29.883,00
Ingresos y gastos Imputados directamente al patrimonio neto		
Por cobertura de flujos de efectivo	1.379,00	4.512,00
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.122,00	1.057,00
Efecto impositivo	-750,00	-1.671,00
TOTAL INGRESOS Y GASTOS IMPUTADOS DIRECTAMENTE EN EL PATRIMONIO NETO (II)	1.751,00	3.898,00
Transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias		
Por cobertura de flujos de efectivo	-11.027,00	29.613,00
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	-1.682,00	-1.421,00
Efecto impositivo	3.812,00	-8.456,00
TOTAL TRANSFERENCIAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (III)	-8.897,00	19.736,00
TOTAL INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS (I+II+III)	306,00	53.517,00

Tabla 7. Estado de Ingresos y Gastos reconocidos 2013. Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, se puede observar en la tabla 7 el Resultado del ejercicio tanto del ejercicio 2013 y 2012 que asciende a 7.452 miles de Euros y 29.883 miles de Euros respectivamente. En segundo lugar, se observan los ingresos y gastos imputados directamente a patrimonio neto, que corresponden por una parte a beneficios por importe de 1.379 miles de Euros y 4.512 miles de Euros para los años 2013 y 2012, por coberturas de flujos de efectivo, estos beneficios provienen de contratos contraídos por la Sociedad de instrumentos financieros derivados (Swap) para cubrir los riesgos derivados de las fluctuaciones de tipo de cambio y de tipo de interés. Asimismo, se observan ingresos por subvenciones, donaciones y legados recibidos en el año 2013 por importe de 1.122 miles de Euros, que se desglosan de la siguiente manera, por un lado 789 miles de Euros se corresponden con subvenciones recibidas (Adiciones) y por

otro lado 340 miles de Euros provienen de créditos obtenidos por la Sociedad a un tipo de interés nulo o muy inferior al del mercado, cuya diferencia se considera una subvención que inicialmente se imputa a patrimonio neto y posteriormente se traspasa a la cuenta de pérdidas y ganancias siguiendo un criterio financiero a lo largo de la vida del préstamo. En el ejercicio 2012 existen ingresos por subvenciones, donaciones y legados recibidos por importe de 1.057 miles de Euros que son exclusivamente adiciones, a diferencia del ejercicio 2013 (nota 15.7 memoria).

El efecto impositivo de las operaciones descritas anteriormente asciende a 750 miles de Euros para el año 2013 y 1.671 miles de Euros en 2012, que dan origen a pasivos por impuesto diferido en dichos importes. Finalmente, el total de los ingresos y gastos imputados directamente a patrimonio neto ascienden a 1.751 miles de Euros en 2013 y 3.898 miles de Euros en 2012.

En tercer lugar, las transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias por cobertura de flujos de efectivo ha sido un beneficio de 11.027 miles de Euros en el año 2013 y una pérdida de 29.613 miles de Euros en el año 2012 (nota 11 memoria) y por subvenciones, donaciones y legados recibidos se ha transferido a resultados 1.682 miles de Euros en 2013 y 1.421 miles de Euros en 2012 (nota 15.7 memoria). El efecto impositivo de dichos movimientos asciende a 3.812 miles de Euros en 2013 (lo que conlleva una disminución del pasivo por impuesto diferido por el beneficio de cobertura de flujos de efectivo y la transferencia de la subvención) y 8.456 miles de Euros en 2012 (por las pérdidas de cobertura de flujos de efectivo hay una disminución de activo por impuesto diferido, y por la transferencia de subvenciones disminuye el pasivo por impuesto diferido). Por tanto los importes totales transferidos a la cuenta de pérdidas y ganancias son unos ingresos por 8.897 miles de Euros en 2013 y pérdidas por 19.736 miles de Euros en 2012.

En último lugar, el total de ingresos y gastos reconocidos ascienden a 306 miles de Euros en 2013 y 53.517 miles de Euros en 2012.

1.10. Comentario sobre los movimientos que afectan al año 2013 en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Individual

ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S.A.

ESTADOS DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO DE LOS EJERCICIOS 2013 Y 2012

B) ESTADO TOTAL DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO

(Miles de Euros)

	Capital	Prima de Emisión	Reserva Legal	Otras Reservas	Acciones y participaciones en patrimonio propias	Beneficio del Ejercicio	Ajustes en Patrimonio por Valoración	Subvenciones, Donaciones y Legados	TOTAL
Saldo al inicio del ejercicio 2012	232.212	294.328	99.766	66.864	(49.217)	31.106	(17.135)	4.275	562.188
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	-	-	29.883	23.889	(255)	53.517
Operaciones con accionistas									
- Ampliación/reducción de capital	(6.967)	-	-	(9.861)	16.828	-	-	-	-
- Distribución de dividendos	-	(14.484)	-	(23.203)	21.173	-	-	-	(16.514)
- Reparto de acciones propias	-	(9.623)	-	(4.397)	14.020	-	-	-	-
- Operaciones con acciones o participaciones en patrimonio Propias (neto)	-	-	-	(358)	(40.017)	-	-	-	(40.375)
- Distribución de resultado 2011	-	-	3.110	27.895	-	(31.105)	-	-	-
Saldo final del ejercicio 2012	225.245	230.221	42.876	57.042	(37.213)	29.883	6.754	4.020	558.828
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	-	-	7.452	(6.754)	(892)	306
Operaciones con accionistas									
- Ampliación/reducción de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Distribución de dividendos	-	-	-	(16.154)	-	-	-	-	(16.154)
- Reparto de acciones propias	-	(20.184)	-	2.702	18.482	-	-	-	-
- Operaciones con acciones o participaciones en patrimonio Propias (neto)	-	-	-	2.109	(1.031)	-	-	-	1.078
- Distribución de resultado 2012	-	-	2.173	27.710	-	(29.883)	-	-	-
Saldo final del ejercicio 2013	225.245	210.037	45.049	72.409	(19.762)	7.452	-	3.628	544.858

Las Notas 1 a 26 descritas en la Memoria adjunta forman parte integrante del estado total de cambios en el patrimonio neto del ejercicio 2013

Tabla 8. Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto 2013. Fuente: Cuentas Anuales ejercicio 2013.

En este apartado se analizarán en exclusiva los cambios en patrimonio neto del ejercicio 2013 de acuerdo con la información proporcionada por la Sociedad en las notas 1 a 26 de la memoria.

Operaciones con accionistas

AMPLIACIÓN/REDUCCIÓN DE CAPITAL

No se realizaron operaciones de ampliación/reducción de capital.

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS

Como se puede comprobar en la nota 15.4 de la memoria, la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Sociedad acordó con fecha 21 de marzo de 2013 el reparto de un dividendo con cargo a los beneficios del ejercicio 2012 por importe de 16.154 miles de

Euros, correspondiente a 0,07 euros brutos por acción, que se imputa contra otras reservas, aunque en realidad son parte del beneficio del ejercicio anterior, lo que ocurre es que la Sociedad los hace pasar previamente por la cuenta de otras reservas.

REPARTO DE ACCIONES PROPIAS

La Sociedad en la Junta General Ordinaria de Accionistas mencionada en el apartado anterior también acordó la distribución en especie de parte de la prima de emisión de acciones a través de la entrega de acciones propias en autocartera cuyo coste medio de adquisición fue de 14.482 miles de Euros, por tanto la partida acciones y participaciones en patrimonio propias disminuye en dicho importe, en el momento de la distribución las acciones propias tenían un valor de mercado de 20.184 miles de Euros, dicha cantidad se imputa contra la cuenta prima de emisión, y finalmente la diferencia positiva entre el coste medio de adquisición y el valor de mercado que asciende a 1.702 miles de Euros supone un ajuste positivo en la partida otras reservas.

OPERACIONES CON ACCIONES O PARTICIPACIONES EN PATRIMONIO PROPIAS

De acuerdo con la información proporcionada por la Sociedad en el Estado de Flujos de Efectivo y la nota 15.5 de la memoria podemos observar que la Sociedad en el ejercicio 2013 adquirió acciones o participaciones en patrimonio propias por un importe de 26.505 miles de Euros, de la variación neta positiva de 1.031 miles de Euros en la partida acciones o participaciones en patrimonio propias se deduce que la Sociedad a su vez vendió acciones propias cuyo coste de adquisición fue de 25.474 miles de Euros y el precio de venta fue de 27.583 miles de Euros, lo que produjo un ajuste positivo en otras reservas por importe de 2.109 miles de Euros.

DISTRIBUCIÓN DE RESULTADO 2012

El resultado del Ejercicio del año 2012 asciende a 29.883 miles de Euros de beneficios, de los cuales 27.710 miles de Euros se destinan para aumentar otras reservas y 2.173 miles de Euros se incorporan a reserva legal. En el ejercicio 2013 no hubo pago de dividendos con cargo al resultado del ejercicio. Si se observa la tabla 9 la propuesta de distribución del resultado del ejercicio 2012 y la distribución final presentan una variación con respecto a los dividendos con cargo al resultado del ejercicio del año 2012 ya que finalmente los dividendos repartidos ascienden a 16.154 miles de Euros, al igual que se confirma que los dividendos repartidos son con cargo al beneficio del ejercicio 2012, en línea con lo expuesto en el apartado de distribución de dividendos.

3. Distribución de resultados

Los Administradores de la Sociedad propondrán a la Junta General de Accionistas la distribución del beneficio del ejercicio 2012 de acuerdo con el siguiente detalle:

	Miles de Euros
Beneficio del ejercicio	29.883
Reserva legal	2.173
Reservas voluntarias	11.566
Dividendos	16.144
	29.883

Tabla 9. Propuesta de distribución de resultados ejercicio 2012. Fuente: Memoria ejercicio 2012.

1.11. Comentario sobre la estructura y evolución del Estado de Flujos de Efectivo Individual

ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO		
(Miles de Euros)	Ejercicio 2013	Ejercicio 2012
I) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	81.262,00	80.935,00
1) Resultado del ejercicio antes de impuestos	9.337,00	26.773,00
2) Ajustes al resultado	83.392,00	53.508,00
3) Cambios en el capital corriente	2.893,00	31.990,00
4) Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-14.360,00	-31.336,00
II) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	2.762,00	-50.603,00
5) Pagos por inversiones	-74.572,00	-50.603,00
6) Cobros por desinversiones	77.334,00	0,00
III) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	-22.688,00	-63.852,00
7) Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	1.128,00	-40.384,00
8) Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-7.662,00	-6.955,00
9) Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-16.154,00	-16.513,00
IV) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	61.336,00	-33.520,00

Tabla 10. Estado Flujos de Efectivo 2013. Fuente: Elaboración propia.

Los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación del año 2013 son positivos y han aumentado ligeramente con respecto al año anterior, sin embargo llama la atención que se llegue a una cifra similar de Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación cuando el Resultado del ejercicio antes de impuestos es muy inferior en el ejercicio 2013, esto es debido a que el efecto de los ajustes es mayor en el ejercicio 2013. Si se analizan detalladamente cada uno de los apartados empezando por ajustes al resultado se puede observar que hay muchos ajustes positivos, donde destaca principalmente los ajustes por deterioros y resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizado por importe de 21.044 miles de Euros, estas pérdidas eran la principal causa de la caída del resultado, tal y como se comentó al analizar la cuenta de pérdidas y ganancias. Con respecto a los cambios en el capital corriente se observa una disminución en la partida de deudores y otras cuentas a cobrar por importe de 35.975 miles de Euros, así como un aumento en la partida de acreedores y otras cuentas a pagar que asciende a 29.417 miles de Euros, por tanto el efecto positivo sobre el efectivo del menor período medio de cobro se compensa en gran parte con la disminución del periodo medio de pago. Asimismo, dentro del epígrafe otros flujos de efectivo de las actividades de explotación los pagos por intereses disminuyen notablemente en el año 2013 con respecto al ejercicio anterior, y adicionalmente en el ejercicio 2013 hay cobros por dividendos por importe de 15.006 miles de Euros que no existen en el ejercicio anterior, y en lo que respecta a pagos por impuestos sobre beneficios en el año 2013 asciende a 17.120 miles de Euros, cifra muy superior al año 2012.

Analizando los flujos de efectivo de las actividades de inversión estos pasan de ser negativos en el ejercicio 2012, a ser positivos en el ejercicio 2013, es decir que los cobros por desinversiones fueron mayores a los pagos por inversiones, se puede observar que los pagos por inversiones se deben fundamentalmente por imposiciones a plazo fijo por importe de 45.000 miles de Euros y a inversiones en inmovilizado material por importe de 25.686 miles de Euros, en cuanto a los cobros por desinversiones, se refieren principalmente a la venta de participaciones en empresas del grupo y asociadas por importe de 77.147 miles de Euros. Es necesario matizar que la Sociedad había incluido las imposiciones a plazo fijo en el apartado de flujos de efectivo de las actividades de financiación, lo cual es un error, ya que la imposición a plazo fijo es un activo, no una deuda, por tanto para realizar un análisis adecuado, la imposición a largo plazo se ha incluido en el apartado de flujos de efectivo de las actividades de inversión.

Por último, se puede observar que los saldos netos de los flujos de efectivo de las actividades de financiación son negativos en ambos ejercicios, de acuerdo a los movimientos registrados en el apartado de cobros y pagos por instrumentos de patrimonio en el ejercicio 2012 la Sociedad adquirió instrumentos de patrimonio propio por importe de 41.693 miles de Euros y en el ejercicio 2013 por importe de 26.505 miles de Euros, procediendo posteriormente a su enajenación, registrando un cobro de 27.506 miles de Euros. Por su parte, en el apartado de cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero se observa el cobro por emisión de obligaciones por 239.454 miles de Euros y el pago de deudas a entidades de créditos por 235.151, como se puede observar son cobros y pagos que se compensan.

Por tanto, se puede concluir que en el ejercicio 2013 la Sociedad obtiene flujos de efectivo positivos por sus operaciones en el ejercicio, así como por sus operaciones de inversión, por las causas expuestas anteriormente. Ahora bien, los flujos de efectivo de las actividades de financiación son negativos y su movimiento se debe fundamentalmente a los movimientos en instrumentos de patrimonio y al pago de dividendos.

2. Análisis económico de Ence Energía y Celulosa S.A.

2.1. Rentabilidad económica, rentabilidad económica de explotación, rentabilidad económica de explotación neta y rentabilidad de las inversiones financieras

La cuenta de pérdidas y ganancias informa de cuál ha sido el resultado obtenido por la entidad a lo largo de un período concreto, con indicación de los ingresos y gastos que lo conforman. Ahora bien, aunque esta información es de gran utilidad para conocer la cifra de resultado obtenida por la empresa en el periodo considerado, resulta ser insuficiente para determinar la posición relativa de la compañía, ya que no toma en cuenta los recursos utilizados para la obtención de dicho resultado. Por tanto, es necesaria una medida que relacione el beneficio obtenido con los recursos empleados para su obtención.

Tomando en cuenta que “En el análisis de la rentabilidad se evalúa la capacidad de la empresa para generar beneficios. Este análisis de rentabilidad es de gran importancia, puesto que si la empresa no alcanza unos niveles adecuados de rentabilidad, seguramente presentará en un futuro no muy lejano problemas de liquidez y solvencia” (Pascual Garrido Miralles, 2010), por tanto, el análisis de la rentabilidad es fundamental para conocer la eficiencia de los activos de la empresa.

A través del análisis de la rentabilidad económica pretendemos conocer la rentabilidad obtenida por la inversión realizada por la Sociedad, con independencia de cómo se han financiado los recursos, cuanto mayor sea la rentabilidad económica, mayor será la rentabilidad de los activos y en mejor posición estará la Sociedad. Por su parte, mediante el análisis de la rentabilidad económica de la explotación se desea conocer la

rentabilidad obtenida de los activos funcionales, es decir, aquellos activos relacionados con la obtención del resultado de explotación. Finalmente a través del cálculo de la rentabilidad económica neta se conoce la rentabilidad de los activos que financia la Sociedad con sus propios recursos y no por proveedores externos. Así pues, para conocer todos estos datos se van a emplear los siguientes ratios:

$$\text{Rentabilidad económica (Re)} = \frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Total activos}}$$

$$\text{Rentabilidad económica de explotación} = \frac{\text{B}^\circ \text{ de explotación}}{\text{Activo funcional}}$$

$$\text{Rentabilidad económica de explotación neta} = \frac{\text{B}^\circ \text{ de explotación}}{\text{Activo funcional neto}}$$

$$\text{Rentabilidad inversiones financieras} = \frac{\text{Resultados financieros (antes de intereses)}}{\text{Activos financieros}}$$

Ratio	2013	2012
Rentabilidad económica	6,12%	5,24%
Rentabilidad económica explotación	2,88%	0,34%
Rentabilidad económica explotación neta	3,22%	0,34%
Rentabilidad inversiones financieras	56,03%	149,51%

Tabla 11. Rentabilidades económicas y rentabilidad de inversiones financieras. Fuente: Elaboración propia.

La tabla 11 muestra en primer lugar que la rentabilidad económica es positiva en ambos ejercicios, y similar a la del sector, siendo superior la del ejercicio 2013 en un 16,86%, este aumento significa que la Sociedad gana rentabilidad de su activo, este buen comportamiento se debe al aumento del 15,20% del Bº antes de intereses e impuestos y a la disminución del activo total en 1,42%, por tanto, a partir del resultado obtenido se puede interpretar que por cada 100€ que invierte la Sociedad en sus activos totales obtiene 6,12€ de beneficio antes de intereses e impuestos BAIT.

La rentabilidad económica de explotación experimenta una mejora con respecto al ejercicio 2013, la Sociedad consigue aumentar el beneficio de explotación manteniendo

prácticamente mismo volumen de inversión en activos ligados a las actividades ordinarias. La rentabilidad económica de explotación neta aumenta con respecto al ejercicio 2012, esta evolución positiva se debe a la disminución del activo funcional neto (-10,25%).

La rentabilidad de las inversiones financieras indica el porcentaje de ganancia que aportan las inversiones financieras, en ambos ejercicios las rentabilidades son elevadas, pero mucho más en el ejercicio 2012, a pesar de que los activos financieros son tremendamente inferiores a los del año 2013, este es un dato positivo, ya que aunque hubo menor inversión en activos financieros se obtuvo una mayor rentabilidad.

De acuerdo a la información que proporciona la figura 11 con respecto a la rentabilidad económica de explotación se puede observar una sustancial mejora de ésta, debido a la mejora tanto del margen como de la rotación, aunque en mayor medida a causa del primer factor.

La mejora del margen se debe a que el valor de la producción creció más (+11,17%) de lo que lo hicieron los gastos de explotación (+10,18%). El aumento de los gastos se produce fundamentalmente en el epígrafe de otros gastos de explotación y amortizaciones y deterioros. Por su parte aprovisionamientos (consumo de materias y primas y mercaderías) presenta un ligero incremento del 5% y gastos de personal se mantienen en la misma línea de incremento de las ventas.

Con respecto a la rotación, ésta aumenta gracias a que mientras las ventas crecen el activo funcional neto disminuye. Si se analiza el comportamiento de sus componentes, empezando por el activo fijo funcional, se observa un ligero aumento, por lo que su rotación disminuye. En cuanto a las necesidades operativas de fondos estas se comportan positivamente, desde el punto de vista del análisis de la rentabilidad, por el incremento de su saldo negativo, debido a la disminución en mayor medida tanto de existencias como de deudores que el aumento experimentado por el pasivo circulante de explotación. Por tanto, este dato muestra que el ciclo de explotación de la Sociedad está financiado en mayor medida por sus proveedores.

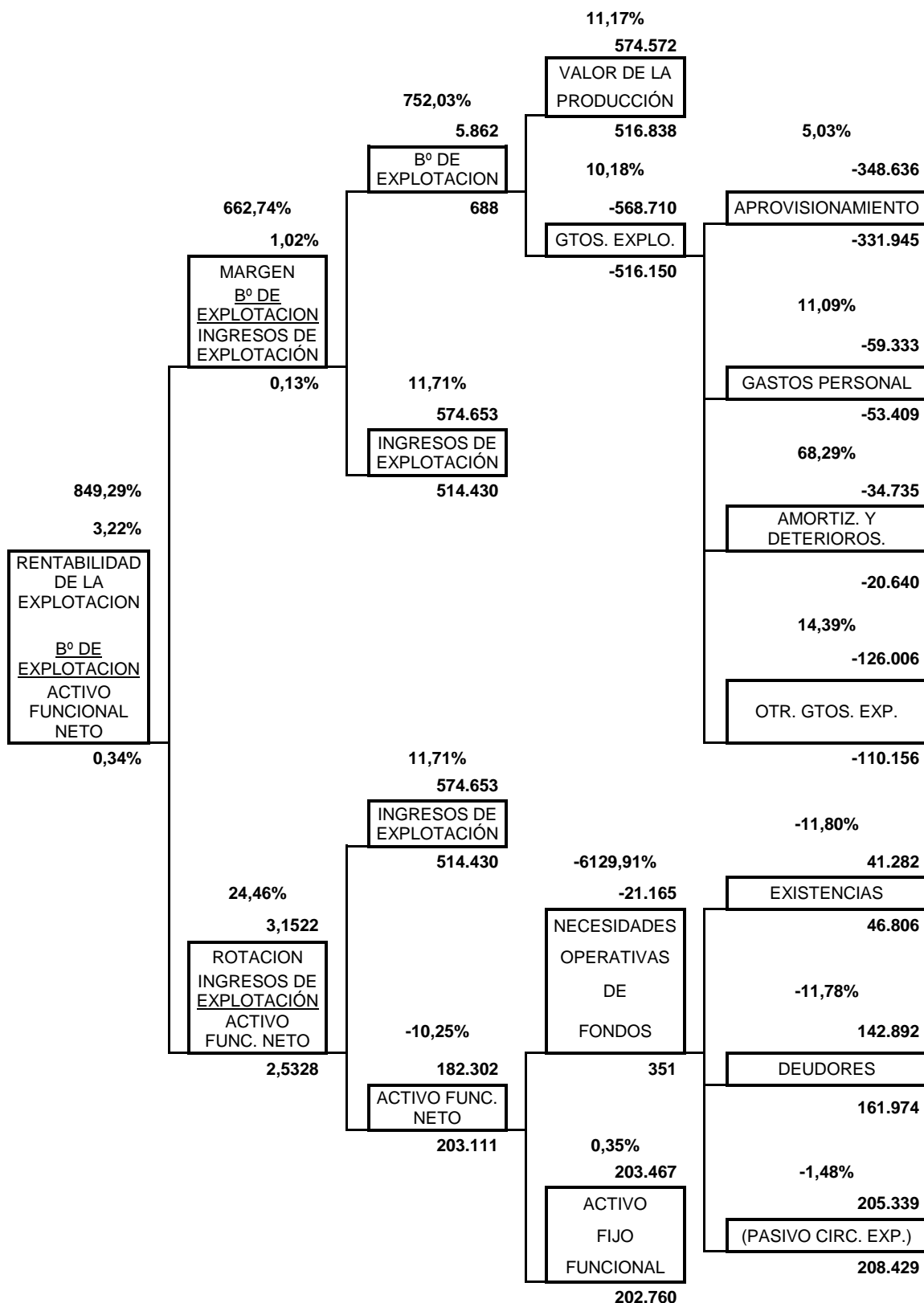


Figura 11. Desglose de la rentabilidad económica de explotación. Fuente: Elaboración propia.

2.2. Rotación del activo fijo funcional depreciable

Partiendo de los datos de la tabla 12 en relación al activo fijo funcional depreciable se ha producido un efecto renovación de los mismos, ya que la vida útil media crece un 4,56% y la vida útil media del inmovilizado pendiente de amortizar un 4,02% y aunque también crece el porcentaje de vida útil media amortizada, este lo hace en menor medida, ya que solo crece un 0,18%. Además si se analiza el "crecimiento del inmovilizado neto" (coste-amortización acumulada) se observa que este crece un 4,43% y como lo hace en un porcentaje mayor que la amortización anual, que esta crece un 0,40%, esto provoca una renovación del inmovilizado depreciable. Por lo tanto, esta renovación de activos se traduce en un aumento de rotación, porque los activos a valor neto crecen menos que la cifra de negocios, y por lo tanto, la Sociedad obtiene una mejora competitiva a través de la rotación por el crecimiento de los activos fijos funcionales depreciables.

	2013	2012
<u>Rotación del activo fijo funcional depreciable</u>	3,041	2,877
<u>Vida útil media del inmovilizado amortizable:</u>	27,336	26,143
Vida útil media del inmovilizado intangible depreciable:	38,177	29,256
Vida útil media del inmovilizado material depreciable:	27,074	26,046
Vida útil media de inversiones inmobiliarias depreciables:	0,000	0,000
<u>Porcentaje de vida útil media amortizada del inmov.:</u>	74,51%	74,38%
Porcentaje de v.u. consumida de inmovilizado intangible:	96,31%	95,42%
Porcentaje de v.u. consumida de inmovilizado material:	73,77%	73,64%
Porcentaje de v.u. consumida de inversiones inmobiliarias:	0,00%	0,00%
<u>Vida útil media del inmov. no amortizada:</u>	6,967	6,698
del inmovilizado intangible:	1,410	1,341
del inmovilizado material:	7,101	6,866
de inversiones inmobiliarias:	0,000	0,000

Tabla 12. Rotación del activo fijo funcional depreciable. Fuente: Elaboración propia.

2.3. Rotación de la NOF

Si se analiza en primer lugar la rotación de los activos circulantes de explotación (Tabla 13) se puede observar que aumenta su rotación (frecuencia o número de veces que se renueva una partida), lo que afecta positivamente a la rentabilidad económica de explotación, dentro de este apartado las partidas que más se renovaron fueron existencias y clientes. En segundo lugar, si se observa la rotación de proveedores, ésta ha experimentado un leve aumento con respecto a 2012, lo que se traduce en una disminución del periodo medio de pago y por consiguiente un aumento en el PMM.

La rotación de las NOF resume en un solo dato el efecto las rotaciones de los activos y pasivos corrientes de explotación sobre la rentabilidad económica de explotación, en este caso la rotación de la NOF en 2013 es negativa, porque la NOF es negativa, ya que es mayor el pasivo corriente de explotación (el proveedor financia el ciclo de explotación de la Sociedad).

En resumen, al aumentar la rotación del activo corriente de explotación en mayor proporción que el aumento de la rotación del pasivo corriente de explotación, esto tiene como efecto el aumento de la rentabilidad económica de explotación bajo el escenario de margen positivo.

	2013	2012
Rotación de las NOF	-26,10	1426,00
Rotación de mercaderías	7,41	6,53
Rotación de materias primas	8,94	8,13
Rotación de productos en curso	1347,54	1223,78
Rotación de productos terminados	41,01	36,40
Rotación de clientes	5,53	4,55
Rotación de proveedores	1,94	1,88

Tabla 13. Rotaciones ejercicio 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

2.4. Valor añadido

Según Pascual (2011) desde una perspectiva económica, el valor añadido es el incremento de valor que experimentan los bienes y las cosas en el transcurso del proceso productivo. En este apartado se cuantificará en qué medida la Sociedad es

capaz de generar riqueza para hacer frente a la rentabilidad mínima que demandan los inversores de la empresa (tanto accionistas como obligacionistas).

Estado del reparto del valor añadido en 2013 y 2012					
	31/12/2013	% s/ V.A.	31/12/2012	% s/ V.A.	% Var.
1. Importe neto de la cifra de negocios	552.493,00		500.527,00		
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-278,00		2.159,00		
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	197,00		249,00		
5. Otros ingresos de explotación	22.160,00		13.903,00		
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	574.572,00		516.838,00		11,17%
4. Aprovisionamientos	-348.636,00		-331.945,00		
7. Otros gastos de explotación					
a) Servicios exteriores	-111.022,00		-103.561,00		
VALOR AÑADIDO GENERADO:	114.914,00	100,00%	81.332,00	100,00%	41,29%
REPARTO DEL VALOR AÑADIDO:					
AL PERSONAL:	59.333,00	51,63%	53.409,00	65,67%	11,09%
A LOS ACREEDORES:	27.658,00	24,07%	26.945,00	33,13%	2,65%
AL ESTADO:	7.979,00	6,94%	-726,00	-0,89%	-1199,04%
A LOS ACCIONISTAS (DIVIDENDOS):	7.452,00	6,48%	0,00	0,00%	
AUTOFINANCIACIÓN:	12.492,00	10,87%	1.704,00	2,10%	633,10%

Tabla 14. Estado de reparto del valor añadido 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

Valor añadido generado

El valor añadido generado en el ejercicio 2013 asciende a 114.914 miles de Euros, que comparado con el ejercicio anterior presenta un aumento del 41,29%, este incremento se debe a que los gastos de explotación han aumentado en menor proporción de lo que han aumentado el importe neto de la cifra de negocios, como ya se comentó en apartados anteriores. En 2012 el valor añadido generado asciende a 81.332 miles de Euros.

Valor añadido aplicado



Figura 12. Reparto del valor añadido en 2013. Fuente: Elaboración propia.

El valor añadido que se ha generado en 2013 se aplica de la siguiente manera: el principal destinatario es el personal (51,63%), seguido de los acreedores (24,07%) y la autofinanciación (10,87%) y en menor medida el estado (6,94%) y los accionistas (6,48%), el reparto del valor añadido en 2012 muestra pocas variaciones, siendo la más significativa el aumento en la asignación de gastos de personal en 11,09% y autofinanciación en 633,10%. En consecuencia se puede concluir que el valor añadido generado por la empresa es suficiente para hacer frente a todas las aplicaciones de la Sociedad con total holgura.

Comparativa del valor añadido generado y gastos de personal por trabajador 2013

	Importe	Empleados	Ratio/Empleado
Valor añadido generado	114.914,00	729	157,63
Gastos de personal generado	59.333,00	729	81,39
Diferencia	55.581,00		76,24

Tabla 15. Comparativa valor añadido-gastos de personal 2013 de Ence. Fuente: Elaboración propia.

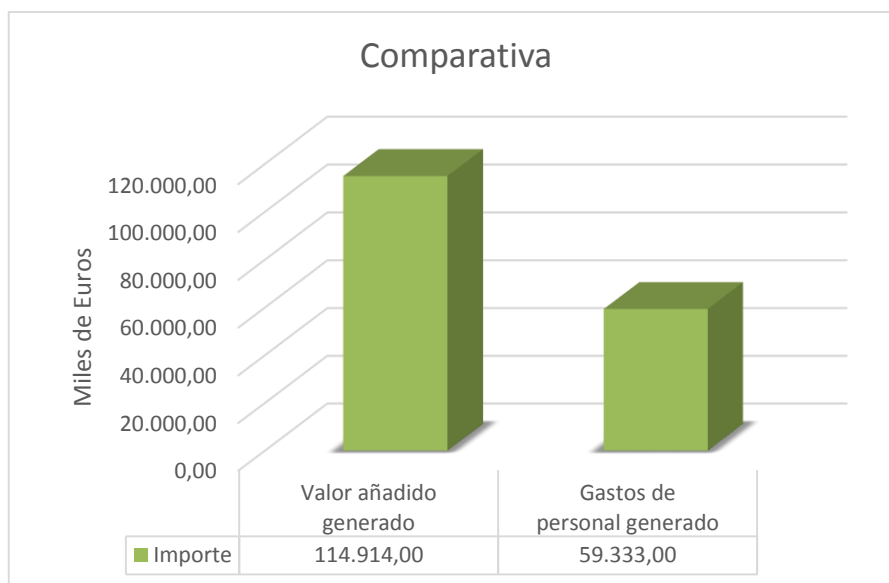


Figura 13. Comparativa valor añadido-gastos de personal en 2013. Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar el valor añadido generado por cada empleado es capaz de absorber los gastos de personal asociados a cada trabajador de la empresa, en definitiva de acuerdo a los datos expuestos anteriormente, cada trabajador genera un valor añadido neto de gastos de personal de 76.242 Euros, por tanto, se puede afirmar que la empresa es altamente productiva para mantener la plantilla actual o incluso aumentándola con el mismo nivel de producción.

Para la realización de este análisis se han tomado los datos a cierre del ejercicio.

	2013	2012
Coefficiente de capital	10,79%	7,53%
Autofinanciación destinada al capital	1,17%	0,16%

Tabla 16. Ratios asociados al coeficiente de capital. Fuente: Elaboración propia.

El coeficiente de capital “Mide el valor añadido generado durante un período, por unidad monetaria de inversión total, representada está por el volumen total de activo neto” (Pascual, 2011), para el cálculo de este coeficiente se toma en el numerador el valor añadido generado y en el denominador el activo total neto, como se observa en la tabla 16 el coeficiente de capital aumenta con respecto al ejercicio 2012 un 43,32%, lo que significa que la inversión en activos de la Sociedad colaboran en la generación del valor añadido en mayor medida. Por su parte, para el cálculo de la autofinanciación destinada al capital se divide la parte del valor añadido aplicada a autofinanciación entre el activo

total neto, esta ratio mide la capacidad de crecimiento de la Sociedad basada en la autofinanciación, como muestra la tabla, presenta valores muy bajos, por tanto la empresa no es capaz de generar valor añadido ayudándose de sus propios recursos.

3. Análisis financiero

3.1. Análisis estático: Ratios de situación financiera

A través del estudio de la situación financiera de la Sociedad se podrá determinar si la estructura financiera de la empresa es o no adecuada, enfocado en si le permite a los responsables de la empresa disfrutar de cierta autonomía en la toma de sus decisiones o por el contrario éstas se ven seriamente influidas por terceros. Otro aspecto importante a destacar es sí la Sociedad es capaz de hacer frente a sus obligaciones futuras, con la liquidez suficiente que asegure la continuidad indefinida de la empresa.

En la tabla que se presenta continuación se muestran algunos de los ratios que permitirán realizar el análisis comentado.

RATIOS DE SITUACIÓN FINANCIERA	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	Variación	Sector Ej. corriente (promedio)
NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS:	-21.165,00	351,00	-6129,91%	-62.811,22
RECURSOS LÍQUIDOS NETOS:	135.248,00	11.273,00	1099,75%	64.513,27
CAPITAL CORRIENTE:	114.083,00	11.624,00	881,44%	1702,04
COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN	1,19	1,01	17,41%	1,24
<u>PATRIMONIO NETO + PASIVO FIJO</u>	846.407,00	833.174,00	1,59%	405.417,11
ACTIVO FIJO + NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS	711.159,00	821.901,00	-13,47%	325.667,33
SOLVENCIA A CORTO PLAZO DE EXPLOTACIÓN	0,90	1,00	-10,46%	0,58
<u>ACTIVO CORRIENTE DE EXPLOTACIÓN</u>	184.174,00	208.780,00	-11,79%	86.534,00
PASIVO CORRIENTE DE EXPLOTACIÓN	205.339,00	208.429,00	-1,48%	149.345,22
SOLVENCIA A CORTO PLAZO AJENA A LA EXPLOTACIÓN	11,40	1,29	781,54%	3,44
<u>ACTIVO CORRIENTE AJENO A LA EXPLOTACIÓN</u>	148.254,00	49.739,00	198,06%	117.878,33
PASIVO CORRIENTE AJENO A LA EXPLOTACIÓN	13.006,00	38.466,00	-66,19%	34.282,40
GARANTÍA	2,04	2,07	-1,31%	1,99
<u>ACTIVO TOTAL</u>	1.064.752,00	1.080.069,00	-1,42%	573.808,11
PASIVO EXIGIBLE	520.694,00	521.241,00	-0,10%	288.757,89

ENDEUDAMIENTO	0,96	0,93	2,61%	1,01
<u>PASIVO EXIGIBLE</u>	520.694,00	521.241,00	-0,10%	288.757,89
PATRIMONIO NETO	544.058,00	558.828,00	-2,64%	285.050,22
ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO	0,56	0,49	13,20%	0,42
<u>PASIVO EXIGIBLE A LARGO PLAZO</u>	302.349,00	274.346,00	10,21%	120.366,89
PATRIMONIO NETO	544.058,00	558.828,00	-2,64%	285.050,22
ENDEUDAMIENTO A CORTO PLAZO	0,40	0,44	-9,16%	0,59
<u>PASIVO CORRIENTE</u>	218.345,00	246.895,00	-11,56%	168.391,00
PATRIMONIO NETO	544.058,00	558.828,00	-2,64%	285.050,22

Tabla 17. Ratios de situación financiera de Ence Energía y Celulosa S.A. y el Sector. Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la NOF en ambos casos es negativa, pero la del sector es mucho más negativa, lo que indica que el proveedor comercial lo financia en mayor medida que a la Sociedad, por tanto el sector ha de tener un menor periodo medio de maduración. En el caso de la RLN del sector y la Sociedad, esta es positiva, lo que indica que la tesorería líquida y la NOF se financian con recursos permanentes (fondo de maniobra) lo que sobra de patrimonio neto y pasivo fijo después de financiar al activo no corriente. La Sociedad es menos dinámica que el sector a la hora de realizar el periodo medio de maduración, por eso la ratio entre activo corriente de explotación y pasivo corriente de explotación es mayor que la del sector, debido a que la NOF de la Sociedad es mayor, asimismo, la ratio entre activo corriente ajeno a la explotación y pasivo corriente ajeno a la explotación es mayor el de la Sociedad, quizás por su menor dinamismo a la hora de realizar el periodo medio de maduración. Hay que decir que la Sociedad presenta una mayor solvencia a corto plazo, pero también es cierto que es una solvencia ociosa.

Coeficiente básico de financiación: mide el valor relativo de los recursos líquidos netos con respecto al capital circulante total de la Sociedad. Se observa que el CBF del sector y Sociedad es mayor que la unidad en ambos casos, por tanto, las fuentes de financiación permanente financian la totalidad de los activos permanentes, es decir, el capital corriente o circulante total, como suma de las NOF y los recursos líquidos netos, es positivo.

Garantía: constituye la garantía frente a terceros en caso de disolución de la Sociedad formada por todos los bienes de la empresa, la Sociedad alcanza un valor aceptable del ratio de garantía (2,04), ya que podría hacer frente a más de dos veces al valor actual

de todas las deudas totales una vez liquidados todos sus activos. El ratio de garantía del sector alcanza un valor similar al de la Sociedad.

Análisis del endeudamiento: mide la relación existente entre el importe de los fondos propios de la Sociedad con la deuda que mantiene tanto a corto plazo como a largo plazo, si se observa el endeudamiento a largo plazo de la Sociedad es mayor que el endeudamiento a corto plazo, cuestión que no sucede con el sector, siendo en su caso mayor el endeudamiento a corto plazo, por tanto, al ser más elevado muestra una peor situación financiera y en consecuencia su grado de solvencia es inferior. Por su parte el endeudamiento a corto plazo que posee la Sociedad es esencialmente con acreedores comerciales y en menor medida con entidades de crédito.

3.2. Análisis dinámico: Análisis del estado de flujos de efectivo

De acuerdo a la información que muestra la figura 14 la Sociedad genera efectivo procedente de las actividades de explotación, no siendo así de las actividades de financiación. La Sociedad invierte en la adquisición de inmovilizado intangible, material e inversiones inmobiliarias, pero mayormente en otros activos (en este caso se trata de activos financieros). Los flujos de efectivo de explotación son inferiores al resultado bruto de explotación debido a dos factores, en primer lugar se debe al aumento de otros flujos de efectivo de las actividades de explotación, ya que son mayores los pagos por intereses y por impuesto sobre beneficios, y en segundo lugar a la disminución en el capital corriente de explotación. Por su parte el resultado bruto de explotación es mayor que el resultado del ejercicio antes de impuestos por que los ajustes al resultado son positivos, debido a que son mayores las eliminaciones por amortización del inmovilizado y por deterioros y resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizado que las eliminaciones de ingresos no relacionados con los flujos de efectivo de explotación. Dentro de los flujos de financiación los pagos proceden fundamentalmente de dividendos y disminución de deudas con entidades de crédito. Finalmente se observa un aumento importante del efectivo y equivalentes debido a los movimientos de las actividades anteriormente descritas.

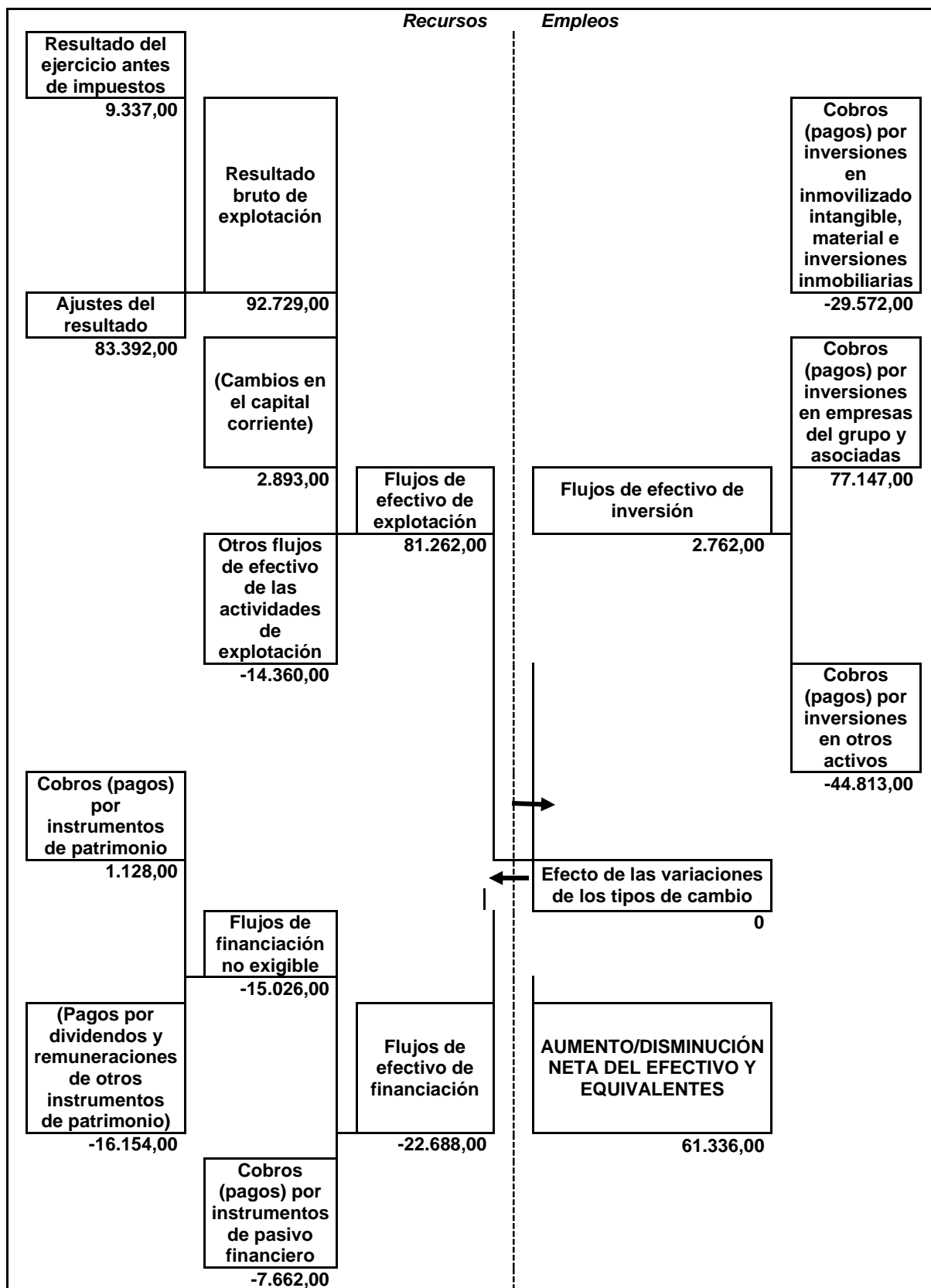


Figura 14. Desglose de flujos de efectivo de Ence del ejercicio 2013. Fuente: Elaboración propia.

Para analizar detalladamente la variación producida en el capital corriente de explotación y su correspondiente efecto sobre los flujos de efectivo de explotación se va a emplear la tabla 18. Como se puede observar la disminución del capital corriente de explotación es causada por el aumento de la rotación del capital corriente de explotación, dado que tanto las ventas como el margen de explotación han aumentado. En conclusión esto es bueno para la empresa ya que disminuye su periodo medio de maduración, lo cual tiene un efecto positivo sobre los flujos de efectivo de explotación. No obstante, también es cierto que la empresa no podrá registrar aumentos en las rotaciones de las necesidades operativas de fondos de forma continuada en el tiempo, ya que existirá un período de maduración mínimo por debajo del cual la empresa le resultará imposible desarrollar su actividad.

	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	Diferencia	Diferencia (%)
Importe neto de la cifra de negocios:	552.493,00	500.527,00	51.966,00	10,38%
Resultado bruto de explotación/Importe neto de la cifra de negocios	0,17	0,16	0,01	4,64%
Rotación del capital corriente de explotación*	-26,10	1.426,00	-1.452,11	-101,83%
(Importe neto de la cifra de negocios/Capital corriente de explotación)				
Capital corriente de explotación	-21.165,00	351,00	-21.516,00	-6129,91%

Tabla 18. Información adicional desglose de flujos de efectivo. Fuente: Elaboración propia.

3.3. Análisis del apalancamiento financiero

Según Amat (2008) los ratios de endeudamiento se utilizan para diagnosticar sobre la cantidad y calidad de la deuda que tiene la empresa así como para comprobar hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para soportar la carga financiera del endeudamiento. En este apartado se comprobará si la Sociedad tiene la capacidad suficiente para generar rentabilidad de sus deudas y fondos propios para poder remunerar a sus inversores.

	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior	% Variación
<i>Beneficio después de impuestos (BDT):</i>	7.452,00	29.883,00	-75,06%
<i>Gastos financieros (GF):</i>	27.658,00	26.945,00	2,65%
<i>Tipo de gravamen I.S. (t):</i>	0,3	0,3	
<i>Fondos propios (FP):</i>	540.430,00	548.054,00	-1,39%
<i>Interés medio de deudas (i):</i>	2,60%	3,56%	-26,97%
<i>Beneficio antes de intereses (BAI): (BDT + GF(1-t))</i>	26.812,60	48.744,50	-44,99%
<i>Pasivo exigible medio (PE): (GF/i)</i>	1.063.769,23	756.882,02	40,55%
<i>Tasa de endeudamiento: (PE/FP)</i>	196,84%	138,10%	42,53%
<i>Rentabilidad de los capitales propios (Rf): (BDT/FP)</i>	1,38%	5,45%	-74,71%
<i>Rentabilidad del capital empleado (Rc): (BAI/(FP+PE))</i>	1,67%	3,74%	-55,26%
<i>Efecto apalancamiento financiero: (Rf-Rc) = (Rc-ix(1-t))x(PE/FP)</i>	-0,29%	1,72%	-117,03%

Tabla 19. Análisis financiero elemental. Fuente: Elaboración propia.

Interés medio de las deudas (i): en la nota 17.1 de la memoria la Sociedad detalla el interés medio de las deudas que se han devengado tanto en el 2013 como en 2012. Como se puede observar en la tabla el interés medio se ha visto reducido en un 27% aproximadamente, dato positivo ya que el coste medio de las deudas también será inferior.

Tasa de endeudamiento: nos indica qué porcentaje de cada unidad monetaria de fondos propios existente en la Sociedad se utiliza como deuda (con coste financiero explícito), en este caso, por cada unidad de fondos propios se utilizan 1,97 unidades monetarias de deuda, mostrando así que la Sociedad se financia en mayor medida con financiación externa.

Rentabilidad de los capitales propios (Rf): este dato hace referencia a la rentabilidad que le corresponde a los accionistas, como se puede observar en la tabla, Rf disminuye excesivamente con respecto al ejercicio anterior. La rentabilidad de los capitales propios

se reduce tanto por la caída del apalancamiento financiero como por el efecto directo de la caída de la rentabilidad del capital empleado.

Rentabilidad del capital empleado (Rc): relaciona la rentabilidad de la empresa con las deudas contraídas y sus fondos propios, mide la rentabilidad que han obtenido los inversionistas (accionistas y acreedores) por el capital cedido para financiar los proyectos de inversión llevados a cabo por la Sociedad. Como se aprecia en la tabla la Rc ha disminuido con respecto al ejercicio anterior, situándose en un 1,67%, siendo ésta una rentabilidad nada alentadora, que podría afectar negativamente a la imagen de la Sociedad, posicionándose como una alternativa poco atractiva para invertir, al igual que le influye lo comentado en el apartado anterior.

Efecto apalancamiento financiero: mide la rentabilidad de los activos financiados con recursos externos, como se puede observar el apalancamiento financiero es negativo ya que la rentabilidad del capital empleado (Rc) es inferior al interés neto de impuestos (i), es decir, que el coste de la deuda es superior a la rentabilidad. La situación es contraria en el ejercicio 2012, por eso, en ese ejercicio el apalancamiento financiero es positivo. En conclusión, el apalancamiento financiero cae por la disminución de la rentabilidad del capital empleado, que pasa a ser menor que el interés medio de las deudas neto de impuestos. Ello se ve agravado por el aumento de la tasa de endeudamiento, al coincidir con un apalancamiento financiero negativo en 2013.

3.4. Ratios de mercado

En este apartado se analizará el comportamiento bursátil de las acciones de la Sociedad y se determinará si está es una apuesta atractiva a la hora de invertir, en base a los resultados que se obtengan de los distintos ratios aplicados.

Beneficio por acción (BPA)

Para la determinación del BPA se aplicará lo contenido en la NIC 33. “El beneficio por acción o EPS (earnings per share) es el cociente entre el resultado del ejercicio y el número de acciones en circulación, por lo que muestra el beneficio relativo a cada acción” (Miralles & Sánchez, 2012).

Precio por acción 0,9 Euros	
Beneficio por acción 2013	0,03 €
Beneficio por acción 2012	0,12 €
Diferencia	-75,06%

Tabla 20. Beneficio por acción para 2013 y 2012. Fuente: Elaboración propia.

Partiendo de que el valor nominal de cada acción es de 0,9 Euros, y sabiendo que el número de acciones ha permanecido invariable durante los dos ejercicios analizados, de acuerdo con la información que proporciona la tabla 20, se observa una gran caída del beneficio por acción, motivado por la disminución del resultado del ejercicio del año 2013. La Sociedad liquidó tanto en 2012 como en 2013 un dividendo con cargo a otras reservas por importe de 0,07 euros brutos por acción, adicionalmente la Sociedad otorgó en ambos ejercicios un dividendo en especie con cargo a prima de emisión, el cual se encuentra detallado en el análisis del balance, equivalente a 0,09 Euros brutos por acción en 2013 y 0,11 Euros brutos por acción en 2012.

Ratio de la política de dividendos o ratio pay out

“Expresado en tanto por cien, recoge los dividendos brutos repartidos en el ejercicio por cada unidad monetaria de beneficios” (Miralles & Sánchez, 2012), a partir de este resultado se puede deducir la política de dividendos que sigue la Sociedad. Se calcula mediante el cociente entre los dividendos brutos y el resultado del ejercicio. Como muestra la tabla 21 en el ejercicio 2012 la Sociedad repartió en forma de dividendos el equivalente al 55,26% del resultado del ejercicio, sin embargo, la Sociedad en su informe de gestión anual afirma que en materia de política de dividendos la práctica que ha venido desarrollando es distribuir como dividendos en 40% del beneficio.

Sin embargo, en el ejercicio 2013 el ratio pay out presenta un incremento sustancial, llegando a alcanzar una cota del 100%, valor bastante elevado teniendo en cuenta la importante reducción del resultado del ejercicio.

Ratio pay out 2013	100,00%
Ratio pay out 2012	55,26%

Tabla 21. Ratio pay out. Fuente: Elaboración propia.

Price earnings ratio (PER, precio-beneficio)

El PER recoge la relación que existe entre el valor de mercado de un título, medido por su cotización, y el beneficio por acción que se alcanzó en el ejercicio. Para su cálculo se empleará en el numerador el valor de cotización de la acción (en nuestro caso se usará el precio de cotización a 31 de diciembre) y en el denominador el BPA. Según Palomares & Peset (2015) esta ratio se puede interpretar como el número de años que tardarán los accionistas de la Sociedad en recuperar su inversión (cotización), mediante los retornos que se obtengan de ella (BPA). Si se interpreta la tabla 22, bajo la afirmación anterior, se observa un aumento significativo con respecto al 2012, bajo un escenario de BPA 0,03 € los inversores tardarán en recuperar su inversión 92 años aproximadamente.

	2013	2012	% Var.
Price earnings ratio (PER)	91,52	17,84	413,02%

Tabla 22. Ratio del PER. Fuente: Elaboración propia.

Ratio book-to-market

El ratio book to market es el cociente entre el patrimonio neto contable y su valor de cotización, establece la relación entre el valor de mercado y contable de los recursos propios de la empresa. Como se puede observar en la tabla 23 en el ejercicio 2013 la Sociedad cotiza a un precio inferior a su valor contable, cuestión que no sucede en el ejercicio 2012, donde la empresa cotiza a un precio aproximado de su valor contable.

	2013	2012	% Var.
Ratio book to market	0,7977	1,0483	-23,90%

Tabla 23. Ratio book-to-market. Fuente: Elaboración propia.

Rentabilidad y volatilidad de las acciones de Ence

La cotización de las acciones a 31 de diciembre de 2013 y 2012 ascendía a 2,725 y 2,130 respectivamente⁸. Como se puede observar en la figura 15 la cotización de la acción se mantiene durante los dos ejercicios alrededor de 2€, registrando un valor mínimo a mediados del año 2012 que ascendió a 1,34€ y posteriormente en noviembre de 2013 presenta un valor máximo de cotización de 3,13€.

⁸Ficha Ence Energía y celulosa. Recuperado el 11 de mayo de 2015 de <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0130625512>

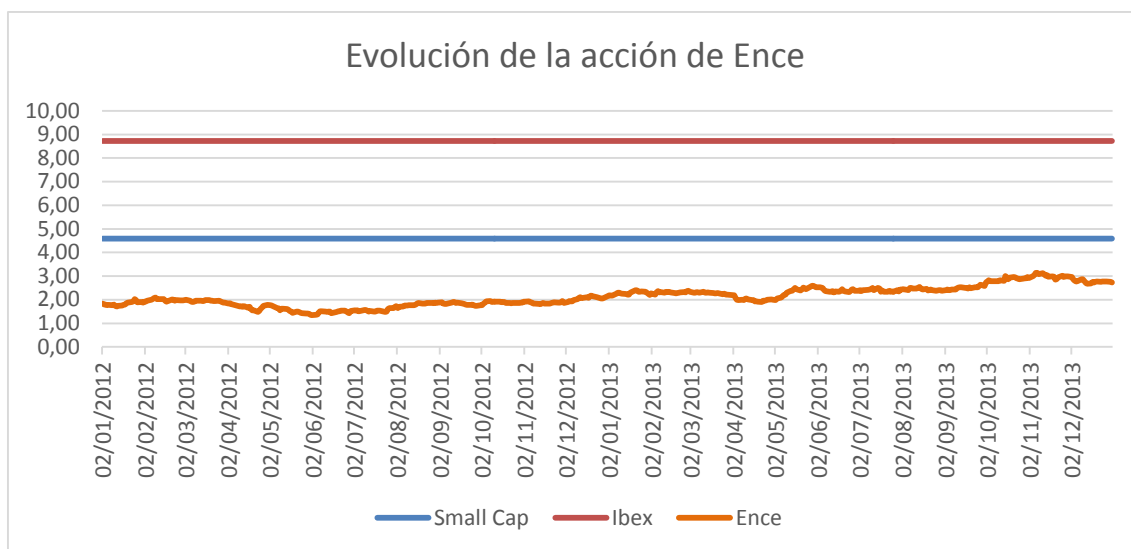


Figura 15. Cotización Ence 2012 y 2013. Fuente: Elaboración propia.

Para el análisis de la rentabilidad media de las acciones, en primer lugar se procedió al cálculo de las rentabilidades diarias para cada ejercicio y posteriormente se determinó el promedio de éstas, dando como resultado 0,08% y 0,11% para el 2012 y 2013 respectivamente, mostrando una evolución positiva del 42,08%.

En cuanto a la volatilidad (β) la cual “mide la relación media entre la rentabilidad de una acción y la rentabilidad del mercado” (Fernández, López, & Sandiás, 2007), se calcula como el cociente entre la varianza del mercado y la covarianza entre el mercado y la acción, aunque Ence cotiza en el mercado Small Cap, se ha calculado la β en base también al Ibex 35, para poder analizar su relación. La tabla 24 muestra los resultados obtenidos, como se puede observar en ambos casos β es positivo, pero muy bajo, lo cual nos indica que prácticamente no hay relación entre la cotización de Ence y Small Cap y entre la cotización de Ence y el Ibex 35.

	2013	2012
β Ence - Ibex 35	0,0003672	0,0002176
β Ence - Small Cap	0,0004841	0,0001939

Tabla 24. Beta Ence y los mercados. Fuente: Elaboración propia.

Rating obtenido por los bonos emitidos

La Sociedad además de tener presencia en los mercados a través de acciones cotizadas, emitió en el ejercicio 2013 bonos por importe de 250 millones de Euros, con vencimiento a 7 años y con una rentabilidad del 7,25%. La emisión recibió la calificación crediticia B1 de Moody's, que de acuerdo a su escala de rating se encuentra dentro de la categoría especulativa y lo define como un título que "carece de características de una inversión deseable". Asimismo, el emisor recibió la calificación Ba3, la cual se encuentra enmarcada dentro de elementos especulativos.⁹ Por su parte, Standard & Poor's le otorgó la calificación crediticia BB, tanto al emisor como a la emisión, siendo también en este caso de categoría especulativa y la define como "Una obligación calificada con 'BB' es menos vulnerable a incumplimiento que otras emisiones especulativas. Sin embargo, enfrenta constante incertidumbre y exposición ante situaciones adversas financieras, económicas o del negocio, lo que puede llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación".¹⁰

⁹ Escala de rating moody's. Recuperado el 13 de mayo de 2015 de https://www.moody.com/pages/default_es.aspx

¹⁰ Definiciones de calificaciones de Standard & Poor's. Recuperado el 13 de mayo de 2015 de http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3D14.11.20_DefinicionesCalificaciones.pdf.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244505468335&blobheadervalue3=UTF-8

4. Conclusiones de la información financiera obligatoria reportada en el año 2013 por la empresa Ence Energía y Celulosa S.A.

Ence Energía y Celulosa S.A. es la cabecera de un grupo de empresas cuya actividad principal es la fabricación de pasta de celulosa, y de manera complementaria desarrolla proyectos de generación de energía eléctrica con biomasa y gestión forestal. Se constituyó en el año 1968, actualmente su principal accionista es Retos Operativos XXI, S.L., representada por Don Juan Luis Arriegui, quien a su vez es el presidente de la Sociedad.

A través del análisis realizado, mediante el empleo de ratios de situación financiera, de análisis univariable, se han podido extraer las siguientes conclusiones:

La rentabilidad financiera o rentabilidad de los capitales propios disminuye sustancialmente en el ejercicio 2013, dicha disminución está motivada tanto por la disminución de la rentabilidad del capital empleado como por la caída del apalancamiento financiero. Por su parte la rentabilidad del capital empleado disminuye porque se reduce significativamente el beneficio antes de intereses y aumenta casi en la misma proporción el pasivo exigible medio. Por tanto, el apalancamiento financiero es negativo en el ejercicio 2013 debido a que la rentabilidad del capital empleado es inferior al interés neto de las deudas, es decir que dicha rentabilidad es inferior al coste de la deuda.

La rentabilidad económica en 2013 es positiva del 6,12%, mostrando una evolución positiva con respecto al ejercicio anterior, influenciada por el incremento del Beneficio antes de intereses e impuestos (+15,20%) y la disminución en menor medida del activo

total (-1,42%), estos datos muestran que la Sociedad gana rentabilidad de su activo. A pesar de que estos datos son positivos, muestran la escasa rentabilidad que obtiene la empresa de sus activos, si se tiene en cuenta el elevado volumen de inversión que precisa la Sociedad para el desarrollo de su actividad. Existe una disparidad en la evolución de la rentabilidad económica (que aumenta) y la rentabilidad del capital empleado (que disminuye), la principal razón, es que en 2012 había ingresos por impuesto sobre beneficios, mientras que en 2013 hay gasto por impuesto, también influye el aumento del peso relativo del endeudamiento con coste financiero explícito frente al endeudamiento total.

La rentabilidad económica de explotación experimenta una mejora sustancial en el año 2013, gracias a la mejora de la rotación y en mayor medida a la mejora del margen. El margen mejora debido a que el valor de la producción creció más (+11,17%) que los gastos de explotación (+10,18%). La rotación por su parte mejora debido a que mientras las ventas (+11,71%) crecen el activo funcional neto disminuye (-10,25%). La rotación de los activos funcionales aumenta, lo cual contribuye al aumento de la rentabilidad económica de explotación, debido a que el margen es positivo. Mejora más la rentabilidad económica de explotación que la rentabilidad económica global porque en 2013 cayeron significativamente los resultados financieros.

La empresa conserva su capacidad de crecimiento y es capaz de aumentarla, esto es lo que nos indica su coeficiente de capital, que experimenta un crecimiento del 43,32%. A su vez, este dato también nos indica que la empresa es capaz de generar valor añadido a través de su inversión en activos.

El valor añadido generado en el ejercicio 2013 asciende a 114.914 miles de Euros, es suficiente para costear los gastos de personal y a la remuneración de los acreedores, recibiendo una asignación del 51,63% y 24,07% respectivamente y le permite destinar un 10,87% a autofinanciación. En conclusión el valor añadido generado por la empresa es suficiente para hacer frente a todas las aplicaciones.

De acuerdo a los resultados obtenidos a través de los ratios de situación financiera, se puede concluir que la Sociedad es solvente a corto plazo, así lo demuestra la ratio de solvencia a corto plazo de explotación y la solvencia a corto plazo ajena a la explotación que arrojan un resultado del 0,9 y 11,40 respectivamente, también hay que decir que es

una solvencia ociosa. Con respecto a la solvencia a largo plazo, la ratio de endeudamiento a largo plazo es mayor que la ratio de endeudamiento a corto plazo, por tanto estos valores muestran una buena situación financiera y buen grado de solvencia a largo plazo.

La Sociedad es capaz de convertir sus resultados en flujos de efectivo de explotación, así lo demuestra el análisis del estado de flujos de efectivo, en donde los flujos de efectivo de explotación son positivos, beneficiándose también de una ligera disminución en el capital corriente de explotación, debido al aumento de la rotación de éste. La empresa tiene capacidad suficiente para financiar sus inversiones con flujos de efectivo de explotación, la Sociedad invierte en la adquisición de inmovilizado intangible, material e inversiones inmobiliarias, pero en mayor medida en otros activos, concretamente en activos financieros, también emplea fondos para pagar dividendos, amortizar deudas y sobre todo, incrementar su saldo de efectivo a la fecha del último balance.

En general la empresa presenta una evolución positiva en el período analizado, ha sido capaz de mejorar el valor añadido generado, mejorar su rentabilidad, aumentar sus ventas, no siendo así en el caso de la rentabilidad financiera y el apalancamiento financiero, los cuales presentan valores negativos.

Glosario

Activo corriente de explotación: es la suma de las partidas de existencias, deudores y periodificaciones.

Activo corriente extrafuncional: es la suma de las partidas de activo no corriente mantenido para la venta, inversiones financieras en empresas del grupo a corto plazo, inversiones financieras a corto plazo y tesorería.

Activo funcional: está compuesto por la suma de las partidas inmovilizado material e intangible, existencias y deudores

Activo funcional neto: está formado por el activo funcional restándole al mismo la partida de otros pasivos líquidos. También se puede calcular como la NOF más el saldo de las partidas de inmovilizado material e intangible.

Beneficio por acción (BPA): expresa el importe atribuible del beneficio a cada una de las acciones ordinarias de la empresa. Es el cociente entre el resultado del ejercicio y el número de acciones en circulación.

Efecto apalancamiento financiero (L): incremento o disminución que se obtiene en la rentabilidad de los capitales propios con respecto a la rentabilidad del capital empleado.

Necesidades operativas de fondos (NOF): se calcula como la resta entre activo corriente de explotación y pasivo corriente de explotación.

Pasivo corriente de explotación: es la suma de las partidas de provisiones a corto plazo, acreedores comerciales y periodificaciones.

Pasivo corriente extrafuncional: es la suma de las partidas de pasivo no corriente mantenido para la venta, deudas a corto plazo y deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.

Ratio book-to-market: establece la relación entre el valor contable de los recursos propios de la empresa y el valor de mercado de los mismos. Es el cociente entre el patrimonio neto contable y su valor de cotización.

Price earnings ratio (PER, precio-beneficio): recoge la relación existente entre el valor de mercado de una acción, medido por la cotización del mismo, y el beneficio por acción alcanzado en el ejercicio. Se calcula como la división entre el valor de cotización de la acción y el BPA.

Ratio pay out: expresado en tanto por cien, recoge los dividendos brutos repartidos en el ejercicio por cada unidad monetaria de beneficios. Es el cociente entre los dividendos brutos y el resultado del ejercicio.

Recursos líquidos netos (RLN): es la resta entre el activo corriente extrafuncional y el pasivo corriente extrafuncional.

Rentabilidad económica (Re): también se denomina rentabilidad de la empresa o de la inversión, muestra el beneficio generado por el activo, independientemente de cómo se financia el mismo. Se calcula como el cociente entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total.

Rentabilidad económica de explotación: indica la rentabilidad obtenida de los activos funcionales, es decir, de aquella parte del activo que se utiliza para las actividades ordinarias de la empresa. Para su cálculo se emplea en el numerador el beneficio de explotación y en el denominador el activo funcional.

Rentabilidad económica de explotación neta: indica la rentabilidad que se obtiene de los activos que la empresa financia con sus propios recursos. Para su cálculo se divide el beneficio de explotación entre el activo funcional neto.

Rentabilidad del capital empleado (Rc): rentabilidad que se obtiene a partir de los recursos financieros aportados a la empresa por accionistas y prestamistas. Es el cociente entre el Beneficio antes de intereses y la suma de los fondos propios y el pasivo exigible.

Rentabilidad de las inversiones financieras: indica el porcentaje de ganancia de las inversiones financieras. Se calcula como el cociente entre el resultado financiero (antes de intereses) y los activos financieros.

Rotación de proveedores: se calcula como el cociente entre compras más IVA y acreedores comerciales.

Rotación del activo fijo funcional: se calcula como el cociente entre el importe neto de la cifra de negocios y el activo fijo funcional (neto de amortización acumulada).

Rotación de clientes: se calcula como el cociente entre las ventas más IVA y los deudores comerciales.

Rotación de existencias: es el cociente entre las compras y existencias.

Rotación de las NOF: es el cociente entre el importe neto de la cifra de negocios y las necesidades operativas de fondos.

Tasa de endeudamiento: es el cociente entre el endeudamiento con coste financiero y el patrimonio neto.

Bibliografía

Análisis de estados contables: Elaboración e interpretación de la información financiera (2a. ed.). (2012). (pp. 407-418) Larousse - Ediciones Pirámide.

Análisis de estados financieros: Fundamentos y aplicaciones (8a. ed.)(2009). Ediciones Gestión 2000.

Bolsa de Madrid. Ence Energía y Celulosa S.A.. Recuperado el 11 de Mayo de 2015 de <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0130625512>

Cincodías.com. (2013). Ence vende la autocartera con un descuento del 5%. Recuperado el 05 de Marzo de 2015 de http://cincodias.com/cincodias/2013/06/13/empresas/1371145932_355183.html

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2013). *Cuentas anuales del ejercicio 2013 de Ence Energía y Celulosa S.A.*. Recuperado el 03 de Noviembre de 2014 de <http://www.cnmv.es/AUDITA/2013/14945.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2012). *Cuentas anuales del ejercicio 2012 de Ence Energía y Celulosa S.A.*. Recuperado el 03 de Febrero de 2015 de <http://www.cnmv.es/AUDITA/2012/14100.pdf>

EFE verde. (2014). *España sube tasa de reciclaje papel en 2013 y recupera 84 de cada 100 kilos.* Recuperado el 30 de Marzo de 2015 de <http://www.efeverde.com/noticias/espana-sube-tasa-de-reciclaje-papel-en-2013-y-recupera-84-de-cada-100-kilos/#>

Energía y Sociedad. Las claves del sector energético. Recuperado el 19 de Abril de 2015 de <http://www.energiaysociedad.es/ficha/3-5-regulacion-espanola-de-las-energias-renovables>

Expansión.com. (2013). Ence coloca 250 millones de Euros en bonos al 7,25% de interés. Recuperado el 05 de marzo de 2015 de <http://www.expansion.com/2013/01/28/mercados/1359358281.html>

Expansión.com. (2013). Ence vende su patrimonio forestal en Portugal por 11,2 millones de Euros. Recuperado el 02 de Marzo de 2015 de <http://www.expansion.com/2013/12/18/empresas/1387360689.html>

Fernández Fernández, L., Fernández López, S., & Rodríguez Sandiás, A. <. (2007). Rendimiento y riesgo de las inversiones financieras. (pp. 61-73). Las Rozas Madrid: Delta.

Garrido Miralles, P., & Íñiguez Sánchez, R. (2010). Análisis del resultado. *Economía y empresa (pirámide)* (pp. 365-372). Madrid: Pirámide.

González Pascual, J. (2011). Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: Aplicaciones prácticas. *Economía y empresa (pirámide)* (4ª ed., pp. 551-571). Madrid: Pirámide.

Moody`s. Escala de rating. Recuperado el 13 de Mayo de 2015 de https://www.moodys.com/pages/default_es.aspx

Residuos profesional. (2015). La industria del papel y la economía circular. Recuperado el 30 de Marzo de 2015 de <http://www.residuosprofesional.com/industria-papel-y-economia-circular/>

Standard & Poor`s. (2014). Definiciones de calificaciones de Standard & Poor`s. Recuperado el 13 de Mayo de 2015 de http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3D14.11.20_DefinicionesCalificaciones.pdf.pdf&blobheadername2=ContentDisposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244505468335&blobheadervalue3=UTF-8

Palomares, J., & Peset, M. J. (2015). Estados financieros: Interpretación y análisis. Madrid: Pirámide.