



Universidad del País Vasco Euskal Herriko Unibertsitatea

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS
FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA. SECCIÓN GIPUZKOA
Curso Académico 2018/2019

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE ARENAL PERFUMERÍAS S.L.

Trabajo Fin de Grado

Alumna: Lorena Lujambio Ruz

Tutor: Miguel Angel Zubiaurre Artola

Donostia-San Sebastián, 11 de octubre de 2019

ÍNDICE DE CONTENIDO

ÍNDICE DE CONTENIDO	2
ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y FIGURAS	3
RESUMEN	5
JUSTIFICACIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA.....	6
1. SECTOR DE LA COSMÉTICA	7
1.1. CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL	7
1.2. COMPOSICIÓN DEL MERCADO MUNDIAL.....	13
1.3. SECTOR DE LA COSMÉTICA EN ESPAÑA	16
1.3.1. DISTRIBUCIÓN MINORISTA DE PRODUCTOS COSMÉTICOS EN ESPAÑA	18
2. ARENAL PERFUMERÍAS SL Y GRUPO DE COMPARACIÓN	20
2.1. ARENAL PERMUFERÍAS SL.....	20
2.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	24
2.2.1. CRITERIOS DE DEFINICIÓN DEL GRUPO DE COMPARACIÓN	24
2.2.2. EMPRESAS DESCARTADAS.....	25
2.2.3. EMPRESAS SELECCIONADAS	26
3. INFORMACIÓN FINANCIERA ANALIZADA	28
4. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO.....	34
4.1. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA Y DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL	34
4.1.1. ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA Y SU EVOLUCIÓN	34
4.1.2. ESTRUCTURA Y TENDENCIA DE LAS VARIABLES DE LOS RESULTADOS	39
4.2. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	44
4.2.1. SOLVENCIA A CORTO PLAZO	44
4.2.2. FONDO DE ROTACIÓN	45
4.3. FLUJOS DE EFECTIVO	49
4.3.1. CAPACIDAD DE GENERAR EFECTIVO EN LA EXPLOTACIÓN	49
4.3.2. ANÁLISIS DEL RIESGO FINANCIERO.....	50
4.4. SOLVENCIA GLOBAL.....	52
4.5. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL	55
4.5.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA	55
4.5.2. RENTABILIDAD FINANCIERA.....	57
5. DIAGNÓSTICO FINAL	60
5.1. DIAGNÓSTICO DE ARENAL PERFUMERÍAS (2015-2017).....	60
5.2. DIAGNÓSTICO RESPECTO AL GRUPO DE COMPARACIÓN (2017)	62
5.3. CONCLUSIONES FINALES	64
BIBLIOGRAFÍA	65
ANEXO 1 – CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE DRUNI SA.....	67
ANEXO 2 – CUENTAS ANUALES DE SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL.....	72
ANEXO 3 – CUENTAS ANUALES DE KIKO RETAIL ESPAÑA SL	77

ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y FIGURAS

Figura 1. Mercado de cosméticos mundial por categorías (2018)	7
Gráfico 1. Tasa de crecimiento del mercado mundial de la cosmética 2005-2018.....	8
Gráfico 2. Número de visualizaciones en YouTube de videos relacionados con la belleza (2006-2018)	9
Gráfico 3. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en la mejora de calidad de vida	11
Gráfico 4. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en la mejora de la autoestima	12
Gráfico 5. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en cómo son percibidos por otros y como ayudan a interactuar con otros de la manera que quieren	12
Gráfico 6. Mercados principales de productos cosméticos (2017)	13
Figura 2. Empresas líderes del mercado de cosméticos	15
Gráfico 7. Distribución del consumo de cosméticos en España por categorías (2018).....	16
Figura 3. Exportaciones de cosméticos españoles por región y principales productos demandados (2018)	17
Tabla 1. Empresas principales distribuidoras de productos cosméticos e higiénicos de España	18
Gráfico 8. División de la facturación del sector por segmentos (2017)	19
Figura 4. Distribución geográfica de Arenal Perfumerías SL	20
Figura 5. Propiedad de Arenal Perfumerías SL.....	21
Gráfico 9. Evolución de las ventas de Arenal Perfumerías SL (2006-2017).....	22
Tabla 2. Estrategia de búsqueda de empresas.....	24
Tabla 3. Empresas potenciales como grupo de comparación.....	24
Tabla 4. Evolución de ventas del grupo de comparación.....	27
Tabla 5. Evolución de las ventas del grupo de comparación (2008-2017).....	27
Tabla 6. Cuentas anuales de Arenal Perfumerías SL	28
Gráfico 10. Composición y evolución del activo de Arenal Perfumerías SL	34
Gráfico 11. Composición y evolución del patrimonio neto y pasivo de Arenal Perfumerías SL	35
Gráfico 12. Composición y evolución del activo del grupo de comparación	36
Tabla 7. Análisis del activo no corriente del grupo de comparación	37
Tabla 8. Análisis del activo corriente del grupo de comparación	37
Gráfico 13. Composición y evolución del patrimonio neto y pasivo del grupo de comparación	38
Tabla 9. Análisis del patrimonio neto y pasivo del grupo de comparación.....	38
Gráfico 14. Márgenes sobre ventas de Arenal Perfumerías SL	39
Tabla 10. Análisis de los gastos principales de Arenal Perfumerías SL	40
Tabla 11. Política fiscal de Arenal Perfumerías SL.....	40
Tabla 12. Análisis de gastos relacionados con la apertura de tiendas	41
Gráfico 15. Márgenes sobre ventas del grupo de comparación	41
Tabla 13. Análisis de los márgenes sobre ventas del grupo de comparación	42
Tabla 14. Gastos principales del grupo de comparación	42
Tabla 15. Política comercial del grupo de comparación	42
Tabla 16. Política de personal del grupo de comparación	43
Tabla 17. Otros gastos de explotación del grupo de comparación	43
Tabla 18. Ventas y otros gastos de explotación por tiendas.....	44
Tabla 19. Política fiscal del grupo de comparación.....	44
Tabla 20. Solvencia a corto plazo de Arenal Perfumerías SL.....	45
Tabla 21. Solvencia a corto plazo del grupo de comparación	45
Tabla 22. Fondo de rotación de Arenal Perfumerías SL	46
Tabla 23. Periodo medio de maduración de Arenal Perfumerías SL.....	46

Tabla 24. Fondo de rotación de explotación sobre ventas de Arenal Perfumerías SL	47
Tabla 25. Fondo de rotación del grupo de comparación	48
Tabla 26. Periodo medio de maduración del grupo de comparación	48
Tabla 27. Fondo de rotación de explotación sobre ventas del grupo de comparación	49
Tabla 28. Efectivo generado por la explotación de Arenal Perfumerías SL.....	49
Tabla 29. Efectivo generado por la explotación del grupo de comparación	50
Tabla 30. Análisis del riesgo de Arenal Perfumerías SL.....	51
Tabla 31. Análisis del riesgo del grupo de comparación	52
Tabla 32. Solvencia global de Arenal Perfumerías SL.....	52
Tabla 33. Composición de la deuda de Arenal Perfumerías SL	53
Tabla 34. Capacidad de devolución de la deuda financiera de Arenal Perfumerías SL.....	53
Tabla 35. Solvencia global del grupo de comparación.....	54
Tabla 36. Composición de la deuda del grupo de comparación	54
Tabla 37. Capacidad de devolución de la deuda financiera del grupo de comparación	54
Tabla 38. Rentabilidad económica de Arenal Perfumerías SL.....	55
Tabla 39. Rentabilidad económica del grupo de comparación.....	56
Tabla 40. Rentabilidad financiera de Arenal Perfumerías SL	58
Tabla 41. Rentabilidad financiera del grupo de comparación	59

RESUMEN

En el presente trabajo fin de grado se analizará el desarrollo de Arenal Perfumerías SL durante los últimos años, desde un punto de vista tanto económico como financiero. Además de estudiarlo individualmente, se compararán los resultados con otras empresas del sector seleccionadas por varios criterios, y así poder ser más objetivos con los datos obtenidos por la empresa.

Primeramente, se hará un breve estudio del sector de la cosmética para poder conocer la evolución y las tendencias en los últimos años. También se conocerá la composición del mercado, para así comprender la posición de España antes de analizar sus datos y unirlos con el apartado siguiente.

A partir de ahí, se procederá al análisis económico-financiero de la empresa y del grupo de comparación. Para la definición de este último, se aplicarán varios criterios como tamaño o características que hagan que la muestra se asemeje a la empresa objetivo. Una vez definido el grupo, arrancará el análisis de los años 2015, 2016 y 2017. En él se estudiarán aspectos como la estructura de inversión y financiación, liquidez, flujos de efectivo, solvencia y rentabilidad, que se relacionarán con las características de cada empresa.

Por último, teniendo en cuenta los datos obtenidos en el mencionado análisis, se presentarán unas conclusiones. Pudiendo así presentar recomendaciones u oportunidades posibles para un futuro.

JUSTIFICACIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

La elección del tema se basa en mi interés por el análisis contable, una de mis asignaturas favoritas del grado por su gran utilidad y sus numerosas aplicaciones. Una vez decidí que mi proyecto final se vincularía con esta materia, comencé a decidir cuál sería mi empresa o sector objetivo.

Mi intención era elegir un sector que estuviese presente en mi vida y que fuese de mi interés. Hasta que un día descubrí Arenal Perfumerías situada en el centro comercial Urbil por una promoción que tenían en aquel momento y disfruté personalmente. Se trataba de la primera tienda de la empresa en Gipuzkoa. Me pareció interesante conocer su evolución y las ventajas que le habían permitido situarse entre las principales empresas del sector y decidí que sería la empresa objeto de este análisis.

Por lo tanto, el presente trabajo tiene como objetivo analizar económica y financieramente Arenal Perfumerías SL y su evolución en los últimos años, además de compararla con otras empresas del sector para que así los datos sean más objetivos. Las conclusiones aquí propuestas son el resultado de un estudio del sector y un profundo análisis de los estados financieros de las empresas, tanto de Arenal como de otras empresas del sector.

Para poder llevarlo a cabo, primeramente, se hace un breve estudio del sector apoyándose en datos extraídos de asociaciones de perfumería y cosmética de ámbito nacional e internacional, noticias y artículos. Una de las fuentes principales ha sido Stanpa, Asociación Nacional de Perfumería y Cosmética por recoger información más concreta del sector y ámbito objetivo.

Para el análisis de los estados financieros, se solicitaron las cuentas anuales de Arenal Perfumerías SL desde la página web de Registradores de España. Se compraron las cuentas anuales de los ejercicios 2016 y 2017, ya que las del 2016 incluyen datos del año anterior, 2015. Por lo tanto, el periodo de estudio 2015-2017 quedaba cubierto. Estos estados contables se componen de la memoria, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo y el estado de cambios en el patrimonio neto.

Para la obtención de datos de las empresas del sector, en cambio, se utilizó la herramienta SABI, una base de datos que recoge información de más de 2,6 millones de empresas españolas, que cuenta con libre acceso si se accede desde la UPV/EHU. Esta base de datos recoge todos los estados financieros de las empresas excepto la memoria, lo cual dificulta o hace imposible la explicación a datos excepcionales en ciertas ocasiones.

Para elegir las empresas del sector que formarían el grupo de comparación, se establecieron unos requisitos como que la actividad primaria y el tamaño, basándose tan solo en el volumen de ventas, fuese similar a la de Arenal Perfumerías.

Una vez se obtienen los datos y se conoce el grupo de comparación, se procede a elaborar una serie de herramientas, como gráficos, tablas y ratios, sobre los datos más significativos, a partir de la información proporcionada por los estados financieros. Esto facilita la comprensión y la elaboración del comentario de los mismos. En el caso de Arenal, se tienen en cuenta los tres ejercicios para así conocer su evolución también. Pero el análisis del grupo de comparación se centra mayormente en el ejercicio 2017 para no extender demasiado el trabajo. Así, al contrastar Arenal con el grupo de comparación, se trataría de una comparación únicamente del 2017, la cual incluye una media que permite visualizar mejor la posición de la empresa objeto ante el grupo.

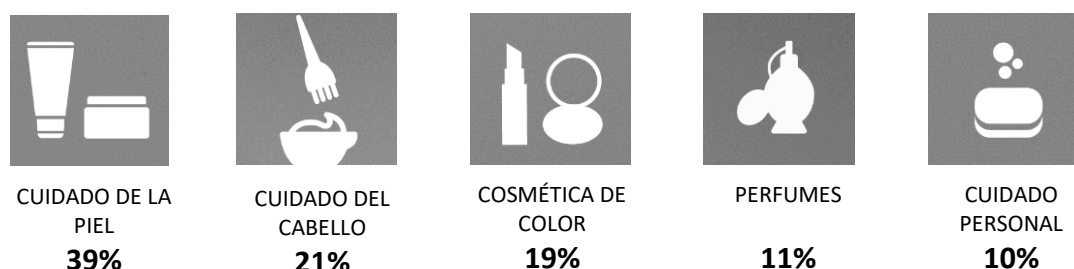
1. SECTOR DE LA COSMÉTICA

1.1. CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

Los productos cosméticos, tal y como se definen en el Reglamento (CE) número 1223/2009 del parlamento europeo y del consejo de 30 de noviembre de 2009 son *“toda sustancia o mezcla destinada a ser puesta en contacto con las partes superficiales del cuerpo humano (epidermis, sistema piloso y capilar, uñas, labios y órganos genitales externos) o con los dientes y las mucosas bucales, con el fin exclusivo o principal de limpiarlos, perfumarlos, modificar su aspecto, protegerlos, mantenerlos en buen estado o corregir los olores corporales”*.

Normalmente son divididos en cinco principales segmentos: perfumes y fragancias, cosmética de color (maquillaje), cuidado de la piel, cuidado del cabello y cuidado personal. La mayoría son productos que nos acompañan desde que nacemos, en la adolescencia y juventud hasta la madurez, tanto a mujeres como a hombres en todas las culturas.

Figura 1. Mercado de cosméticos mundial por categorías (2018)



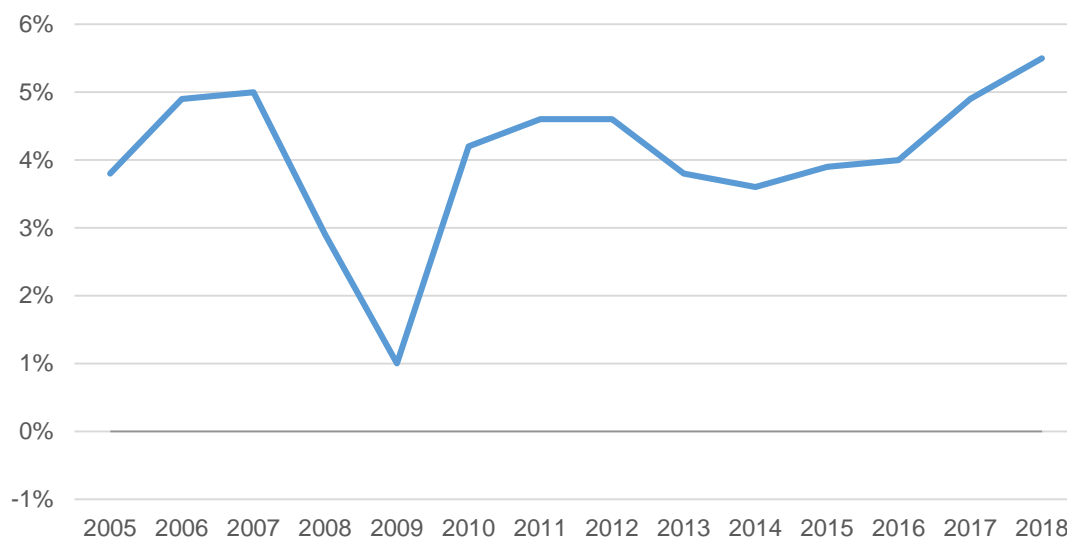
Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Statista

En 2018, aunque los datos mundiales no varían demasiado respecto a años anteriores, la categoría de productos para el cuidado de la piel fue la más vendida en todo el mundo. La necesidad de mantener un tono de piel uniforme e hidratado y el deseo de lucir radiante y joven destaca sobre el resto de cuidados y retoques. Pero este orden puede variar dependiendo del país, por las diferencias como el estilo de vida, cultura, etnia o situación demográfica, que hacen que perciban la cosmética de diferente manera.

El sector de la cosmética e higiene es uno de los sectores que se mantiene inmune a los altibajos. En general, las ventas suelen verse afectadas ante una caída económica. Sin embargo, esto no sucede con las ventas de los cosméticos. Esto se debe al continuo y creciente uso de estos productos por las mujeres y, cada vez más, por los hombres de todo el mundo. Que, además, ha pasado de ser el privilegio de unos pocos a estar al alcance de casi todos.

Como podemos observar en el siguiente gráfico, el sector de la cosmética es un sector de constante crecimiento. Incluso durante la última crisis mundial la tasa de crecimiento seguía siendo positiva, aunque durante esos años la clave del mercado fueron el género más asequible y los productos utilizados para realizar remedios caseros. Pero la gente cada vez gasta más en cosmética y en el 2018 el mercado mundial de la cosmética ha alcanzado su pico más alto con una tasa de crecimiento de 5,5% respecto a las ventas del año anterior.

Gráfico 1. Tasa de crecimiento del mercado mundial de la cosmética 2005-2018



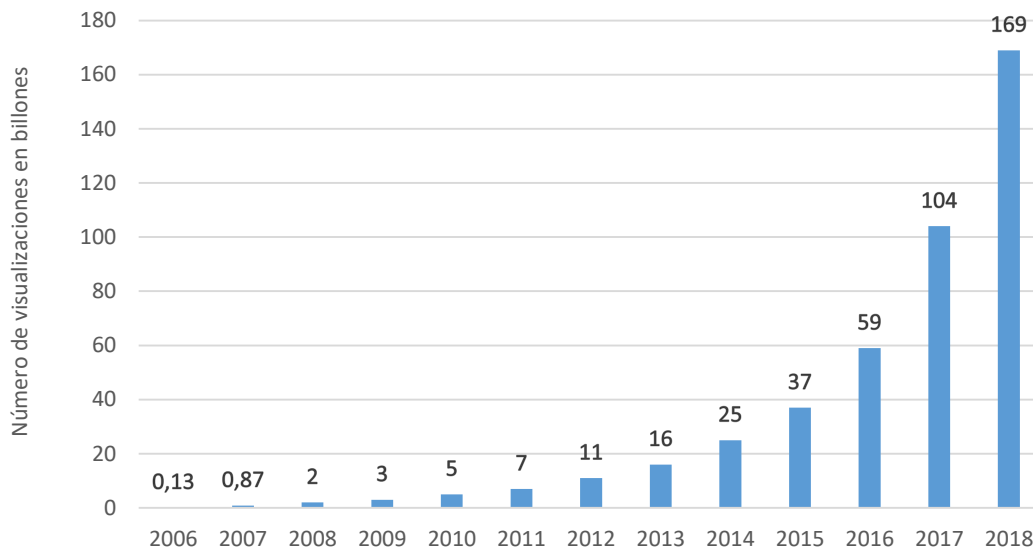
Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Statista

Uno de los motivos principales del crecimiento de esta última década ha sido la presencia de este sector en Internet y las redes sociales. Muchas empresas abrieron tienda online, para así abrirse al mundo y poder llegar a las personas que no tenían tienda física al alcance y, de esta manera, aumentar las ventas con unos gastos inferiores a las de un negocio local y sin problema de horarios. Por otro lado, las redes sociales, además de ser altamente influyentes en ciertos grupos, han creado demanda y ayudado a llenar el hueco entre las marcas y los consumidores, dando más información acerca de los productos.

El mundo de la belleza ha cambiado con las redes sociales. Ahora se enfrenta a consumidores mejor informados, que conocen los productos y, sobre todo, saben lo que le encaja a cada uno. Por lo tanto, se ha pasado de consumidores guiados por las marcas a que las marcas tengan que seducir cada vez más a consumidores exigentes y expertos.

La plataforma más destacable es YouTube, que ha crecido de una manera abismal su presencia en el mundo de la belleza. Según las estadísticas disponibles en la página web de Statista, los videos relacionados con la belleza, han pasado de generar menos de un billón de visualizaciones antes del 2007 a 169 billones de visualizaciones en el 2018.

Gráfico 2. Número de visualizaciones en YouTube de videos relacionados con la belleza (2006-2018)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Statista

Los tipos de video más populares son los tutoriales, videos de remedios caseros, reseñas, videos de compras y videos producidos por *vloggers*¹ de belleza. En el 2018, el 60% de ellos fueron creados por *influencers*, el 39% por marcas y el 1% restante por otros.

Ese dato nos indica el gran papel que tienen hoy en día los *influencers*, –al igual que en otros sectores– que gracias al contenido que generan en base a su opinión personal, dan visibilidad al producto y ofrecen información que a veces no está al alcance. De esta manera pueden crear demanda, y esto interesa a las empresas. Es por eso que cada vez más marcas deciden colaborar con estas personas de alta influencia para ciertos grupos.

Por lo tanto, se puede decir que la tecnología ha transformado la manera en que los consumidores investigan, ojean, compran e incluso usan los cosméticos y productos de cuidado personal.

Otro de los motivos del auge del sector han sido el crecimiento económico de varias regiones. La economía de muchos países ha mejorado gracias al constante crecimiento del PIB y esto ha afectado positivamente al mercado de la cosmética gracias al aumento de la capacidad adquisitiva de los individuos. Aquí destacaríamos los países orientales o no tan desarrollados, que están desempeñando un papel cada vez más influyente a medida que mejoran su posición en el mercado. Estos están rehaciendo el mercado de la belleza a su imagen y semejanza, dando lugar a un mercado global más diverso y con más variedad de productos.

Otro factor que ha hecho que se usen más cosméticos que en el pasado ha sido el cambio y mejora de los estilos de vida. Los consumidores son más conscientes del papel vital que desempeñan estos productos en el día a día, tanto por la higiene y salud como, simplemente, para verse mejor y sentirse más seguro. Además, el aumento de conocimiento de los efectos negativos del sol, polución y cambio climático está incentivando la demanda de productos de cuidado de la piel y cabello.

¹ Se denomina **Vlogger** la persona que publica blogs en formato video. Es decir, da sus ideas y opiniones sobre cualquier tema ante una cámara. Se escribe con V por la fusión entre Vídeo y Blogger.

Pero de la misma manera que conocen las secuelas que pueden dejar estos factores externos, también conocen los efectos secundarios que pueden provocar los productos cosméticos. Por eso mismo, cada vez son más las empresas que apuestan por la I+D+i, para poder ofertar a los consumidores, cada vez más exquisitos, productos que más se ajusten a sus preferencias y nuevas tendencias.

Precisamente, una de las últimas tendencias, que a la vez se vuelve una oportunidad potencial para los fabricantes, son los productos de belleza naturales, herbales y orgánicos. Los consumidores buscan estos productos por su mínima probabilidad de cualquier efecto secundario, lo que anima al uso de cosméticos. Igualmente, otra oportunidad de negocio puede ser apostar por los polémicos productos cruelty-free. Hay quienes piensan en los derechos de los animales también y buscan cosméticos no testados en ellos.

También existen, cada vez más, personas concienciadas con el medio ambiente que buscan un *packaging* sostenible, orgánico o respetuoso con el medio ambiente para la protección de este. Y este puede ser motivo para que los fabricantes trabajen en estrategias de marketing más atractivas en esta dirección.

Otros segmentos de mercado que están en auge son los consumidores de edad más adulta y los masculinos:

Según los datos de la Organización Mundial de la Salud, la población mundial está envejeciendo rápidamente. Entre los años 2000 y 2050, los habitantes de más de 60 años que representaban el 11% de población total, pasarán a ser el 22%, el doble. En ese proceso se encuentran las personas con edad para comenzar a utilizar productos anti-age, como las cremas antiarrugas, tintes de pelo, cremas anti estrías... Así que su consumo será un porcentaje alto del total, por lo que sería interesante para las marcas centrarse en este gran segmento.

Por otro lado, los hombres también están cada vez más presentes en la cosmética. Esto se debe a la presencia de hombres más arreglados en los medios de comunicación con los que quieren sentirse identificados los nuevos consumidores. Así como los *influencers* masculinos que comparten sus rutinas de cuidado y belleza en redes sociales. El cuidado de la barba, el afeitado y los aftershaves son los temas que más les atrae a introducirse en la cosmética y cuidado de la piel.

Por lo tanto, a pesar del notable crecimiento del sector en los últimos años, se espera que el mercado global de los cosméticos siga creciendo. Las empresas enfocarán sus esfuerzos en la innovación del producto con el fin de atraer nuevos consumidores y mantener los fieles a la marca, quienes les obligan a buscar nuevos ingredientes y métodos de testar y envasar el género, pero siempre cumpliendo la rigurosa normativa que se le aplica al sector. Concretamente, el Reglamento número 1223/2009 de Productos Cosméticos en el caso de Europa, que es uno de los más avanzados y completos del mundo.

Según resume Stanpa, Asociación Nacional de Perfumería y Cosmética, los principales elementos de este Reglamento son:

- Inclusión de definiciones.
- Establecimiento de obligaciones de los diferentes agentes implicados en la comercialización de cosméticos.
- Realización de un informe de seguridad para todos los cosméticos.
- Regulación de ingredientes.
- Requisitos de etiquetado y publicidad.

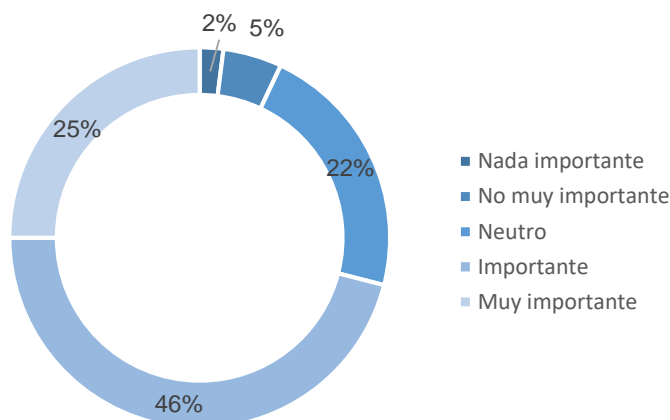
- Cosmetovigilancia².
- Control de mercado.
- Medidas a adoptar en caso de riesgos derivados de los productos cosméticos comercializados.

Para garantizar la seguridad del consumidor, todo cosmético nuevo ha de pasar por un examen completo de seguridad antes de llegar al mercado. Se examinan tanto sus ingredientes, como el producto final y su uso. Toda la información recogida sobre la fórmula se guarda en una base de datos única europea a la que solo tienen acceso las autoridades nacionales de control y los centros de toxicología. De esta manera también se garantiza la transparencia de la información. Y este sería el proceso al que todo productor europeo está sometido antes de sacar al mercado sus *outputs* y monetizar su inversión.

Pero la contribución de la cosmética no se limita solo a la economía. Aunque los beneficios funcionales de estos productos sean claros, es cada vez más evidente que los cosméticos y los productos de cuidado personal tienen unos efectos positivos en algo menos tangible, pero no menos importante: calidad de vida.

En 2017, Third-i realizó un estudio en representación de Cosmetics Europe, asociación europea de cuidado personal, para conocer cómo perciben los cosméticos y que impacto tiene en el día a día de los consumidores europeos encuestados, hombres y mujeres de todas las edades. Este estudio indica que para el 71% de los consumidores los cosméticos juegan un papel importante o muy importante en la mejora de la calidad de vida, ya que tienen un gran impacto en factores como autoestima, bienestar e interacción social.

Gráfico 3. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en la mejora de calidad de vida



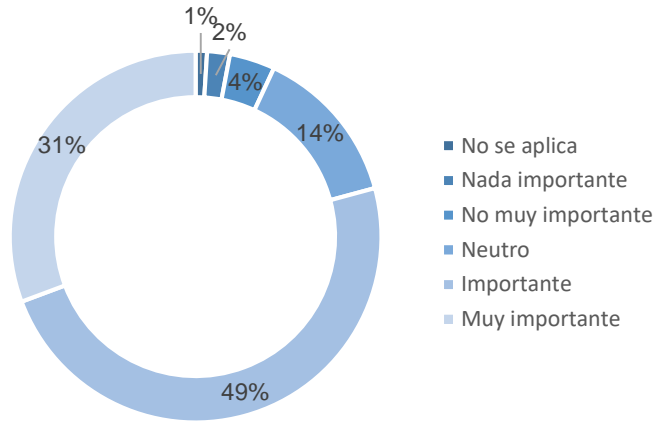
Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Cosmetics Europe, *Consumer Insights 2017*

Calidad de vida es un concepto trascendental, pero los consumidores encuestados situaban la buena salud e higiene personal como los criterios más importantes. Incluso por delante de la estabilidad económica o un trabajo bien recompensado. Por eso la respuesta tan positiva hacia

² “La **cosmetovigilancia** es la actividad destinada a la recogida, evaluación y seguimiento de los informes espontáneos sobre los eventos no deseados observados como consecuencia del uso normal o razonablemente previsible de los productos cosméticos. Contribuye, junto con otras herramientas, a la vigilancia del mercado posteriormente a la comercialización de los cosméticos.” (Stanpa, Asociación Nacional de Perfumería y Cosmética)

los cosméticos. Además, estos ayudan a mejorar cómo se sienten consigo mismos en sus vidas cotidianas. Para el 80% de los consumidores los cosméticos y el cuidado personal son importantes o muy importantes en la mejora de la autoestima, aunque existan otros varios factores que ayuden a esto.

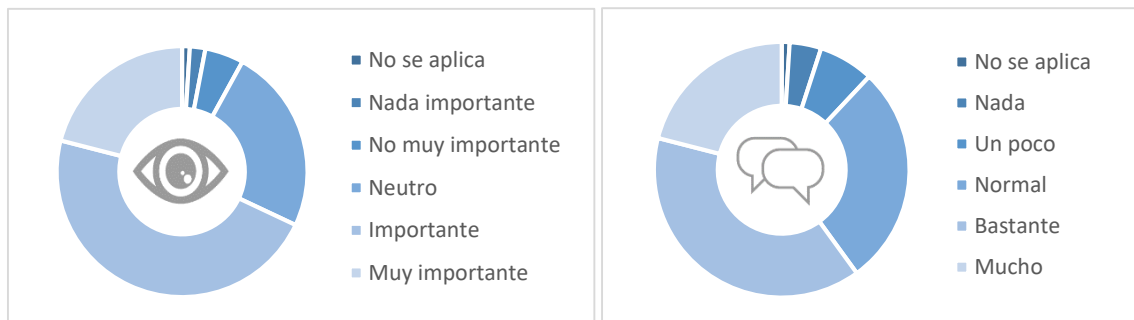
Gráfico 4. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en la mejora de la autoestima



Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Cosmetics Europe, *Consumer Insights 2017*

Y después de los datos anteriores, no sorprende que el 68% de los consumidores considere que sean importantes o muy importantes para cómo son percibidos por otros o que un 60% opine que ayudan a interactuar con otros de la manera que quieren.

Gráfico 5. Importancia de los cosméticos y cuidado personal en cómo son percibidos por otros y como ayudan a interactuar con otros de la manera que quieren

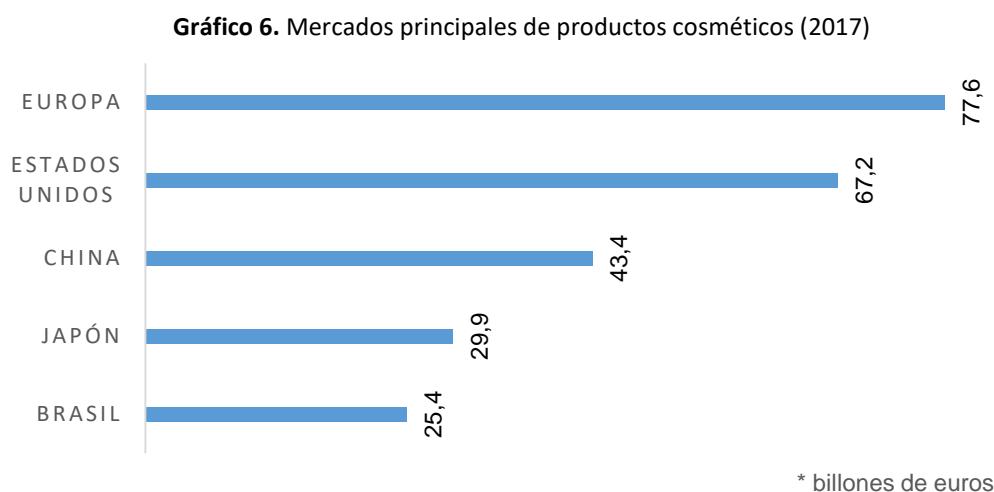


Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Cosmetics Europe, *Consumer Insights 2017*

Por lo tanto, a modo de resumen se podría decir que se trata de un sector en constante crecimiento y con pocos altibajos debido a su papel fundamental en la vida cotidiana de todo individuo, y que factores como las nuevas tecnologías, crecimiento económico de países en vías de desarrollo y la concienciación han sido las principales causas del crecimiento de esta última década. Además, se espera que el sector siga creciendo gracias a la mayor presencia de hombres en el mundo de la belleza y la demanda en crecimiento de productos anti-age, naturales, cruelty-free y de packaging sostenible.

1.2. COMPOSICIÓN DEL MERCADO MUNDIAL

El mercado de productos cosméticos y de cuidado personal más grande del mundo es el de Europa, valorado en 77,6 billones de euros a precio de venta al público en el 2017. Dentro de este, los países principales son Alemania (13,6 billones), Francia (11,3 billones), Reino Unido (11,1 billones), Italia (10,1 billones) y España (6,8 billones), según indica la asociación de cuidado personal Cosmetics Europe.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos ofrecidos por Cosmetics Europe

Tal y como podemos observar en el gráfico, al mercado europeo le sigue el de Estados Unidos con 67,2 billones de euros de ventas. Aunque muchos de esos productos proceden de otros países. Estados Unidos es el mayor importador de productos de belleza del mundo, responsable del 11% del total de las importaciones mundiales de cosméticos. A estos dos mercados occidentales le siguen los de China, Japón y Brasil.

En cuanto a las marcas que componen el mercado, son tantas que se hace imposible contarlas. Pero los fabricantes han atravesado un proceso de concentración en los últimos años. Se han llevado a cabo numerosas operaciones corporativas protagonizadas por grupos de cosmética y perfumería, en las que los gigantes del sector han absorbido a los pequeños. De esta manera se han formado las grandes empresas con un abanico de cientos de marcas.

Como reacción a estas fusiones, se están creando cada vez más *startups*³ que se centran en un público más nicho, lo que de algún modo termina equilibrando el sector. Pero en muchos casos, incluso estas compañías de nicho terminan en manos de los gigantes del sector.

Esas grandes empresas, reconocidas mundialmente, son las siguientes:

- **L'Oréal** es una empresa multinacional francesa fundada en 1909 que inició el negocio con los tintes para el cabello, pero pronto se diversificó en otros productos de belleza y actualmente, es la compañía de cosméticos más grande del mundo. Está presente en 150 países, comercializando 34 marcas como Maybelline New York, Lancôme, Vichy, Redken, Yves Saint Laurent, The Body Shop, Cacharel...

³ Según la consulta pública previa a la elaboración del texto del anteproyecto de "Ley de fomento del ecosistema de Startups", en virtud del artículo 26.2 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, "existen muchas definiciones de «startups», pero con carácter general nos referimos a ellas como empresas de reciente creación, normalmente fundadas por emprendedores, de base tecnológica, innovadoras y con una elevada capacidad de rápido crecimiento".

- **Unilever:** compañía multinacional británico-irlandesa fundada en 1930 que actualmente cuenta con una cartera de cerca de 400 marcas y opera en más de 190 países. Entre los sectores de mercado en los que se especializa se encuentra el sector de la cosmética y el cuidado personal, con marcas tan conocidas como Axe, Dove, TRESemmé, Timotei, Rexona, Pond's, Signal, Williams...
- **Estée Lauder:** empresa multinacional estadounidense fundada en 1946 por Estée Lauder, y Joseph Lauder, con presencia en más de 100 países. Entre sus marcas más representativas se encuentran Clinique, MAC Cosmetics, Aveda, Estée Lauder, Donna Karan New York, Michael Kors, Tom Ford, Tommy Hilfiger, Bobbi Brown, entre otras.
- **Procter & Gamble (P&G):** empresa multinacional estadounidense creada en 1837 por William Procter y James Gamble. Tiene presencia en más de 160 países y cuenta con una cartera de más de 300 marcas internacionales, entre las que se pueden destacar: Pantene, Herbal Essences, Head & Shoulders (H&S), Olay, Gillette, entre otras. Pero en el 2015, **Coty** se hizo con la división de cosmética y belleza de P&G. El acuerdo incluía 43 marcas como Wella, Gucci Hugo Boss, Dolce & Gabbana y Max Factor.
- **Coty:** empresa multinacional estadounidense, pero originalmente fundada en París en 1904. Contando con 77 marcas y operando en 46 países, se ha convertido en una de las empresas de belleza líderes del mundo. Tras el acuerdo con **P&G**, se ha posicionado como líder en perfumes, segundo en productos de cuidado del cabello y tercero en maquillaje. En su cartera de marcas se encuentran Rimmel, Adidas, Chloé, ghd, Max Factor, OPI, entre otras.
- **Shiseido:** empresa multinacional fundada en 1872 por el japonés Ginza, una de las empresas de cosméticos más antiguas del mundo. Tiene presencia en 85 países y una cartera de 97 marcas internacionales: Avène, Aqua Label, Elixir, Nars, IPSA, Narciso Rodriguez, bareMinerals, Laura Mercier...
- **Johnson & Johnson:** empresa multinacional estadounidense fundada en 1886. Lleva más de 130 años en el mercado como fabricante de dispositivos médicos, productos farmacéuticos, de cuidado personal, perfumes y para bebés. Cuenta con más de 80 marcas como Clean & Clear, Listerine, Neutrogena y Johnson's Baby.

Figura 2. Empresas líderes del mercado de cosméticos



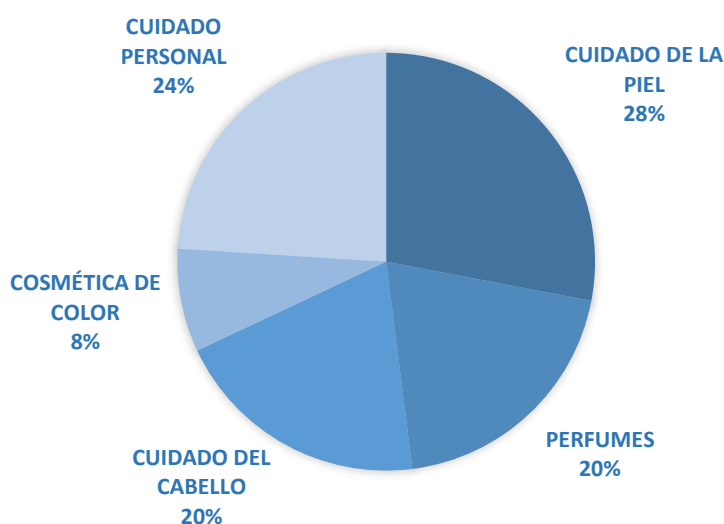
Fuente: www.marketersbyadlatina.com

Para resumir, la anterior figura ilustra los 7 grupos principales que controlan casi todas las marcas de belleza del mundo. La ilustración sólo contiene marcas que son responsables del cuidado de la piel, tanto del cuerpo como de la cara, el cuidado del cabello, el perfume y el maquillaje.

1.3. SECTOR DE LA COSMÉTICA EN ESPAÑA

Según Stanpa, Asociación Nacional de Perfumería y Cosmética, la industria cosmética española es el quinto mercado en importancia dentro de la Unión Europea, con un consumo anual superior a 6 millones de euros y de tendencia creciente. En el 2018 el consumo total fue exactamente de 6.954 millones de euros, 2% más que el año anterior. En total se vendieron 1.280 millones de unidades de cosméticos, y estos se repartían de la siguiente manera:

Gráfico 7. Distribución del consumo de cosméticos en España por categorías (2018)



Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Stanpa

Vemos que en España también la categoría que prevalece es la del cuidado de la piel, concorde con el consumo mundial. Esto puede deberse -además de a la concienciación sobre la importancia de la hidratación de la piel- al envejecimiento de la población, que cada vez consume más productos *anti-age*, y a la necesidad de prevenirse de los rayos de sol que irradian con más intensidad en nuestro país. Y a esta categoría le sigue la del cuidado personal, ya que vivimos en un país en el que nos han inculcado los hábitos de vida saludable desde bien jóvenes, a diferencia de otras culturas.

El cliente español emplea a diario, de media, entre siete y ocho productos, desde un gel de baño, a una crema facial o de manos, un artículo de afeitado, una barra de labios o un perfume. Dando lugar a que el gasto medio por español se sitúe por encima de la media europea con un 150€ al año –la media europea es de 137€/año–. Aunque este dato se ve altamente relacionado con el PIB per cápita, ya que cambios en este indicador económico afectan a la demanda de cosméticos al tratarse de productos discrecionales. Por lo tanto, cuando el nivel de renta per cápita aumenta, se consumen más dichos productos. En países como Suiza y Noruega, que es donde más cosméticos se consume, alrededor de 230€ al año, son los países europeos con el PIB per cápita más alto. En Bulgaria en cambio, con PIB per cápita más bajo, se gasta una media de 54€ en cosméticos al año.

Otro dato curioso es el consumo de nuestros productos en el resto del mundo. Las exportaciones de perfume y de productos cosméticos españoles están en pleno auge, batiendo el record en el 2018 con 4.260 millones de euros, 10% más que el año anterior. El producto líder es el perfume, que representa un 39% de las exportaciones totales. España se convierte así en el segundo exportador mundial de perfume, solo por detrás de Francia.

También entra en el Top 10 de países exportadores mundiales de productos de belleza en general. La cosmética *made in Spain* está presente en más de 150 países de todo el mundo. Aunque el 56% de las exportaciones totales se queden en la Unión Europea, también llegan principalmente a Latinoamérica, Estados Unidos, Oriente Medio y Asia-Pacífico.

Figura 3. Exportaciones de cosméticos españoles por región y principales productos demandados (2018)



Fuente: web corporativa de Stanpa.

España es un país que exporta más que importa, por lo que tiene una balanza comercial positiva, con más de un millón de euros de saldo neto desde el 2016.

Además, se invierte entorno al 3% de la facturación en I+D+i para seguir los estándares de calidad europeos más exigentes, posicionando a la industria de la cosmética española como el cuarto mayor inversor en innovación de la Unión Europea.

1.3.1. DISTRIBUCIÓN MINORISTA DE PRODUCTOS COSMÉTICOS EN ESPAÑA

El desarrollo de los canales de distribución donde los consumidores compran este tipo de productos también ha tenido un papel relevante en el crecimiento del sector. Con los nuevos canales, principalmente el comercio electrónico, y la mejora de los ya existentes, el acceso a los productos de belleza es hoy más fácil que nunca y con atención más cualificada.

Los datos de Stanpa revelan que en el 2018 crecieron todos los canales, pero sobre todo aquellos que incluyen asesoramiento profesional, como tiendas especializadas, farmacias, peluquerías, centros de estética...El 50% de las ventas se han realizado a través de esos canales. Sin embargo, para los productos de higiene y aseo, donde se gasta más de 3.000 millones de euros, se suele recurrir al canal de distribución de productos de gran consumo como los supermercados, posicionando a este canal como líder.

A este canal le sigue la farmacia, que sigue creciendo a pesar de haber duplicado su volumen de negocio en la última década, lo que refleja la confianza de los consumidores hacia las recomendaciones y consejos sobre su uso y hacia los productos mismos que en estos se vende.

El canal selectivo, que se centra en productos de lujo, también crece con la ayuda del aumento de las ventas de perfumes, sobre todo de hombres. En cambio, los canales de peluquería y estética profesional crecen por el incremento de los tratamientos de belleza de mujeres en estos centros especializados.

Sin embargo, la venta directa no es de los más preferidos de los consumidores. El número de marcas disponibles en el mercado es abrumador. Los consumidores están más mimados y por esa razón son menos fieles a ellas. Hoy en día se busca entretenimiento, inspiración y experiencia en los destinos de compra, ya sea tienda física u online y no hay miedo a ir cambiando de una a otra para encontrarlo. Por ese motivo la venta directa no es de los favoritos.

A continuación, se muestran las empresas principales dedicadas a la distribución de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados de España:

Tabla 1. Empresas principales distribuidoras de productos cosméticos e higiénicos de España

	Nombre	Localidad	Ultimo año disponible	Importe neto Cifra de Ventas mil EUR Últ. año disp.	Resultado del Ejercicio mil EUR Últ. año disp.	Número empleados Últ. año disp.	Total activo mil EUR Últ. año disp.
1.	DRUNI SA	CARLET	31/12/2017	288.084	1.919	1.981	152.419
2.	SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL	MADRID	31/12/2017	139.456	1.613	757	78.044
3.	IBERICA DE DROGUERIA Y PERFUMERIA SAU	MADRID	30/09/2017	126.107	39.058	1.608	91.620
4.	FUND GRUBE SOCIEDAD ANONIMA	SAN BARTOLOME DE TIRAJANA	31/12/2017	112.619	3.657	767	67.609
5.	ARENAL PERFUMERIAS SL	LUGO	31/12/2017	96.546	4.240	620	51.512
6.	KIKO RETAIL ESPAÑA SL	MADRID	31/12/2017	88.106	2.020	1.146	42.805
7.	ROSA-CREMA SL	MALAGA	31/12/2017	70.985	3.901	238	12.335
8.	RITUALS COSMETICS ESPAÑA SL.	BARCELONA	31/12/2017	40.625	352	443	24.643
9.	MARIONNAUD PARFUMERIES IBERICA SL	MADRID	31/12/2017	46.066	-2.275	239	26.276
10.	JULIA ESPAÑA PERFUMS SA	LLEIDA	31/12/2016	43.020	626	283	61.087

Fuente: SABI

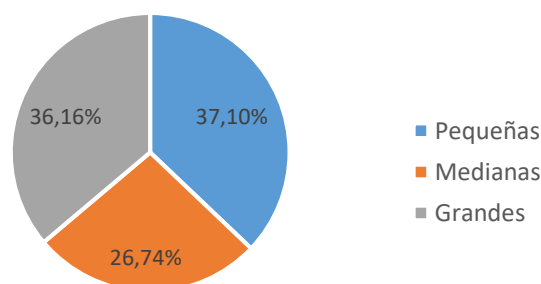
La empresa valenciana Druni lidera el sector, con una cifra de ventas muy superior a las del resto. Duplica las de Sephora que se encuentra en la segunda posición. Pero lo curioso de ese ranking es que el 80% de las empresas que ahí aparecen se dedican a la distribución multimarca. Es decir, no comercializan solamente su marca propia. Kiko y Rituals son la excepción.

Comercializar varias marcas puede ser una ventaja hoy que los consumidores son menos fieles a ellas por la gran selección existente en el mercado y el deseo de experimentar. Aunque es verdad que hay ciertos aspectos que hacen que se determinen más por unas marcas que por otras, como puede ser su autenticidad, que haya una historia y un valor añadido detrás de ella... Siempre sensibles a la calidad, y aunque el precio sea importante no es la clave principal de la compra. Y puede que los consumidores hayan visto eso en las empresas como Kiko y Rituals, que se encuentran en lo más alto a pesar del riesgo asumido.

Pero más allá de las empresas principales, hay alrededor de 2.000 más que completan el sector español. Al cierre del ejercicio 2017, según los datos disponibles en SABI y atendiendo a las normas expuestas en el PGC 2007, el sector se repartía en 97,28% empresas pequeñas, 2,22% medianas y el restante 0,50% correspondía a las empresas grandes.

Pero los porcentajes se equilibran si se trata de volumen de ventas obtenido por cada segmento:

Gráfico 8. División de la facturación del sector por segmentos (2017)



Fuente: SABI

Las pequeñas empresas, a pesar de ser el 97%, venden poco más de una tercera parte de las ventas totales del sector, al igual que las grandes, y en menor proporción las medianas.

Pero el grupo de las grandes empresas hace referencia a tan solo 7 empresas. Una de ellas ya extinguida por haber sido absorbida. Porque lo mismo que ha sucedido con los fabricantes de cosméticos está sucediendo en el sector de la distribución: los gigantes se están apoderando de empresas más pequeñas y atractivas para crear sinergias y aumentar las ventas. También es una manera de que las empresas internacionales cuenten con una red comercial en un nuevo país. Y las empresas restantes que forman el grupo son las primeras 6 que aparecen en la tabla anterior, en la cual se incluye Arenal Perfumerías SL.

2. ARENAL PERFUMERÍAS SL Y GRUPO DE COMPARACIÓN

2.1. ARENAL PERMUFERIAS SL

La empresa Arenal Perfumerías fue creada en 1976 en Lugo (Galicia) por la familia Vázquez Marzán. Todo comenzó en una droguería de 30m² que abría incluso sábados y domingos para captar mercado. Actualmente, es una de las principales empresas de España dedicadas a la venta al por menor de perfumes, cosméticos y parafarmacia, y líder en Galicia.

A principios de 2019, además de la tienda online que se estrenó en 2011, Arenal cuenta con 43 tiendas físicas, todas ellas situadas en el noreste de la península: en Galicia 26, Castilla y León 8, Asturias 5 y País Vasco 4.

Figura 4. Distribución geográfica de Arenal Perfumerías SL



Fuente: www.arenal.com/tiendas

El 2009 fue un año determinante para la apertura de tiendas y el crecimiento de Arenal. Compró 13 tiendas gallegas de El Píncel, su mayor competidor en el sector de la perfumería, droguería y parafarmacia en aquellos tiempos. De esta manera consolidó su liderazgo en el noroeste del país.

A partir de ahí, la apertura de nuevas delegaciones pasó a ser un proceso más intenso y empezaron a expandirse fuera de Galicia.

A mediados de esta década, la empresa inició un plan de expansión que prevé una media de 5 o 6 tiendas nuevas por año, llegando a más de medio centenar de delegaciones para el 2020. Este plan de expansión lo ha estado llevando a cabo con su socio financiero, Corpfín Capital.

Corpfín Capital es una empresa de capital inversión creada por la familia vasca Oriol, una de las promotoras del histórico tren Talgo y fundadora de Hidrola (hoy Iberdrola), que en el 2016 adquirió el 60% de las acciones de Arenal. El objetivo era ese ambicioso plan expansivo para abarcar nuevas zonas de más potencial comercial. El resto de la participación accionarial seguía siendo de la familia Vázquez Marzán.

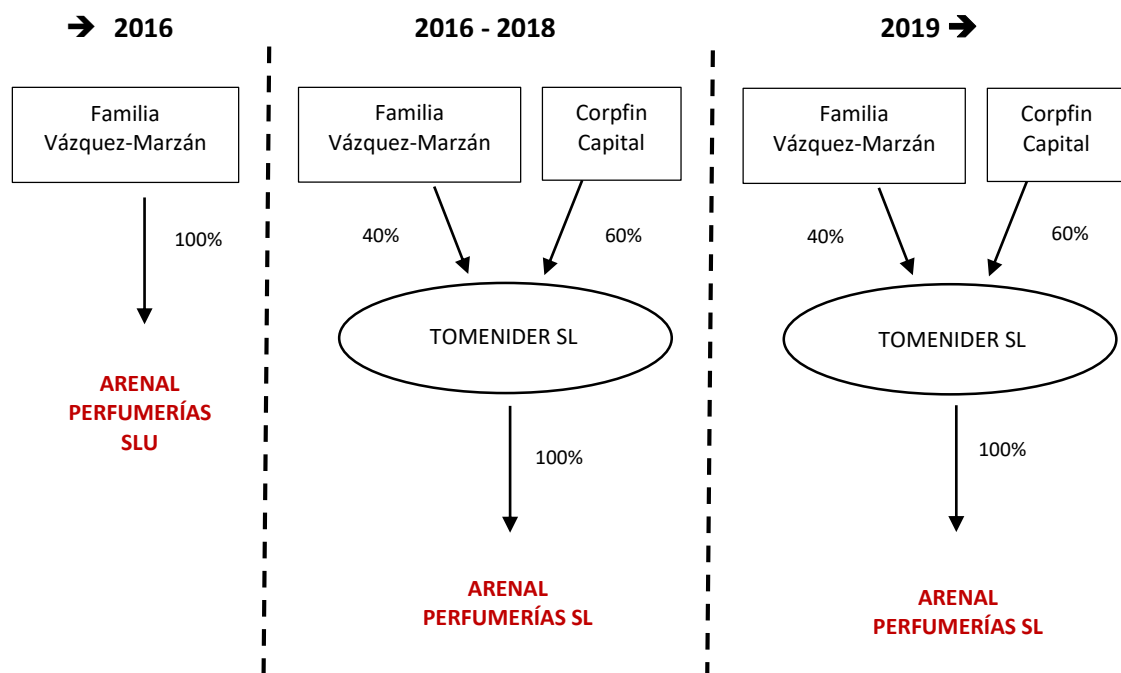
Antes de dar entrada a este socio financiero, mediante una escisión parcial, Arenal traspasó parte de sus bienes inmuebles y sus correspondientes obligaciones a Vazmar Lucus SL, otra empresa fundada por la familia Vazquez-Marzán que se dedica al alquiler de inmuebles y gestión financiera y patrimonial de la empresa y el grupo familiar. Entre esos activos se encontraban los locales de más de 6 tiendas, las naves del almacén y terrenos. Además, la familia fundó una nueva empresa, Tomenider SL, la cual tendría como objeto social, la adquisición transmisión, gestión y administración de acciones o participaciones de Arenal. Con fecha 4 de abril del 2016, Tomenider tomó el control de la sociedad con el 100% de las participaciones, y es a través de esta como terceros como Corpfin Capital, podrán controlar sobre Arenal.

En el 2018 apareció Sonae, el mayor grupo empresarial portugués con más de 245 parafarmacias en Portugal. Este mostró interés en Arenal, con el fin de expandir su negocio de parafarmacias a España. Entonces, comenzó a negociar con Corpfin Capital un posible traspaso de la participación en el accionariado de la empresa lucense. Hasta que finalmente Sonae adquirió el 60% de Tomenider que estaba controlado por Corpfin Capital, que a la vez permitía controlar Arenal. El acuerdo se firmó en septiembre del 2018, pero fue completado en enero del 2019.

Por lo tanto, Arenal inició el año 2019 cambiando a su socio financiero por un socio industrial, con el que podrá buscar sinergias y nuevos negocios complementarios.

Mientras, la familia Vázquez Marzán continua en la gerencia de la empresa con el restante 40% de participación en Tomenider.

Figura 5. Propiedad de Arenal Perfumerías SL



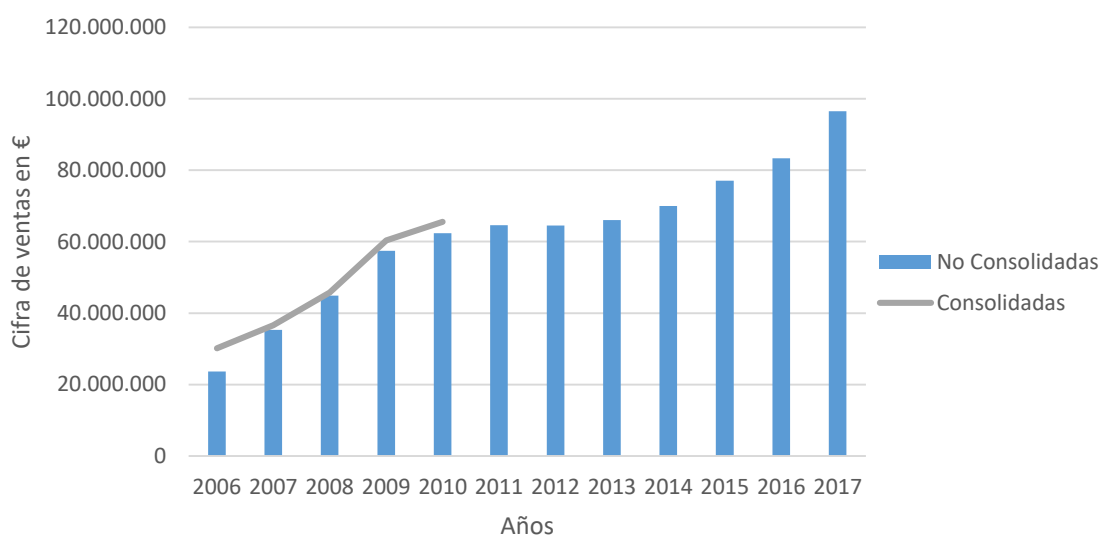
Fuente: elaboración propia.

A la vez, la empresa participa en Euromadi Iberica SA, pero en un porcentaje inferior al 0,01%. Euromadi es una central de compras a la que Arenal está asociada, una de las centrales

de compras más grande de España, propietaria de los supermercados Alteza y Spar. Esta fortalece la capacidad de negociación ante las compañías de cosmética y se encarga de mejorar la competitividad de los asociados, que ya se verá a continuación que no es Arenal la única asociada del sector.

A continuación, podemos ver la evolución de las ventas de Arenal en los últimos años y como la compra de varias tiendas 'El Pincel' y el plan expansivo iniciado a mediados de esta década han ayudado en esta evolución.

Gráfico 9. Evolución de las ventas de Arenal Perfumerías SL (2006-2017)



Fuente: elaboración propia con datos extraídos de SABI.

Tal y como podemos observar en el gráfico, las ventas de Arenal en la última década han ido aumentando progresivamente, excepto en el año 2012 que las ventas disminuyeron imperceptiblemente en un 0,08% respecto al año anterior. Puede ser que las ventas 2010-2013 se mantuviesen más o menos estables a causa de la mala época que nos dejó la última crisis económica. Pero por lo general, la evolución de las ventas de la empresa es creciente y positiva.

También tenemos datos consolidados hasta el 2010, pero estos no varían mucho respecto a los no consolidados.

La empresa formaba grupo con Arenal Profar, Farma Beauty y Mandafora -todas ellas empresas familiares, dedicadas a la venta al por mayor de productos cosméticos y la última al alquiler de inmuebles- por lo que estaba obligada a presentar cuentas anuales consolidadas. Aunque con Mandafora formaba grupo de coordinación u horizontal ya que se encuentran regidas por los mismos administradores, pero ninguna de las sociedades tiene participación sobre la otra. Por lo tanto, no se puede detectar una sociedad dominante que ejerza el control sobre la otra.

Pero a principios del 2011 absorbió Arenal Profar SL, empresa en la que tenía un 99,77% de participación desde el 2005 y, a partir de entonces, Arenal Perfumerías SL deja de presentar cuentas anuales consolidadas. Seguía teniendo >50% de acciones de Farma Beauty hasta el 2013, pero Arenal se encontraba en alguna de las situaciones de excepción a la consolidación.

A partir del 2016 es Tomenider quien presenta cuentas anuales consolidadas. Pero siendo la actividad de esta la adquisición transmisión, gestión y administración de acciones o participaciones de Arenal, la información ofrecida en esas cuentas anuales consolidadas es principalmente de Arenal, que es la que tiene la actividad comercial. Sin embargo, reflejan un simple hecho que afectaría al análisis ya que no sería comparable con el resto de las empresas que no han atravesado ninguna adquisición del estilo: Tomenider SL adquirió la empresa por encima de su valor, lo cual generó un fondo de comercio de más de 40 millones de euros que se refleja en el activo no corriente del balance. Es un activo intangible amortizable ya que la nueva Ley de Auditoría rescató la amortización contable y fiscal del fondo de comercio, que surge efectos para los ejercicios iniciados el 1 de enero de 2016. Por eso, cada cierre de ejercicio, da lugar a una partida con signo negativo en la cuenta de pérdidas y ganancias. En este caso, al ser relativamente un importe tan grande, deja un resultado de explotación casi nulo. Por lo tanto, estas cuentas anuales no reflejan la imagen verdadera de la actividad de Arenal. Por ese motivo, se utilizarán las cuentas individuales de Arenal Perfumerías SL para el siguiente análisis.

2.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

2.2.1. CRITERIOS DE DEFINICIÓN DEL GRUPO DE COMPARACIÓN

Para conocer las empresas que podrían definir el grupo de comparación de Arenal Perfumerías SL, se ha utilizado la base de datos SABI y su herramienta de búsqueda filtrada. Estos son los criterios de búsqueda que se han aplicado:

Tabla 2. Estrategia de búsqueda de empresas

ESTRATEGIAS DE BUSQUEDA	Resultado etapa	Resultado búsqueda
1. Estados España: Activa	834.144	834.144
2. Actividad: CNAE 2009 (Sólo códigos primarios): 4775 - Comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados	3.548	1.994
3. Importe neto Cifra de Ventas (mil EUR): 2017, min=50.000	3.995	7
	Total empresas	7

Fuente: SABI

Se ha querido buscar una empresa en funcionamiento que se dedique primeramente a la distribución minorista de productos cosméticos e higiénicos con una cifra de ventas mayor a 50.000 mil euros. Una cifra que normalmente solo la alcanzan las empresas grandes. Y tras aplicar los anteriores filtros, el resultado obtenido son las siguientes 7 empresas:

Tabla 3. Empresas potenciales como grupo de comparación

Nombre	Localidad	Importe neto Cifra de Ventas mil EUR 2017	Resultado del Ejercicio mil EUR 2017	Número empleados 2017	Total activo mil EUR 2017
DRUNI SA	CARLET	288.084	1.919	1.981	152.419
SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL	MADRID	139.456	1.613	757	78.044
IBERICA DE DROGUERIA Y PERFUMERIA SAU	MADRID	126.107	39.058	1.608	91.620
FUND GRUBE SOCIEDAD ANONIMA	SAN BARTOLOME DE TIRAJANA	112.619	3.657	767	67.609
ARENAL PERFUMERIAS SL	LUGO	96.546	4.240	620	51.512
KIKO RETAIL ESPAÑA SL	MADRID	88.106	2.020	1.146	42.805
ROSA-CREMA SL	MALAGA	70.985	3.901	238	12.335

Fuente: SABI

Además de los nombres de las empresas y localidad de su sede social, a la tabla se incorporan datos descriptivos como la cifra de ventas, resultado del ejercicio, número de empleados y activo total del último año disponible.

2.2.2. EMPRESAS DESCARTADAS

Una vez analizada la información disponible tanto en SABI como en las páginas web de las propias empresas, se ha decidido descartar las siguientes empresas como grupo de comparación:

- **IBERICA DE DROGUERIA Y PERFUMERIA SAU:** mejor conocida por su nombre comercial Bodybell, solamente dispone de cuentas anuales hasta el 30/09/2017, por lo que no es comparable con el resto de empresas que disponen del año entero. En esas fechas, Bodybell fue comprado por Douglas Spain SA, después de que un fondo estadounidense se convirtiese en accionista principal y sanara la deuda impagada que llevaba arrastrado desde hacía años por la continua caída de ventas y pérdidas por sus elevados costes financieros. Tras la mejoría de las cuentas y dejar la empresa maquillada, en el 2017 la empresa alemana Douglas mostró interés por Bodybell. A partir de la transacción sus tiendas pasaron a llamarse Douglas también.
 - o **DOUGLAS SPAIN SA:** al realizar una búsqueda filtrada, la gran empresa alemana que cuenta con más de 2.000 tiendas por toda Europa y es líder en 11 países de este continente, no aparece en nuestra lista de empresas. Esto se debe a la caída de las ventas de sus 60 locales que tiene abiertos en nuestro país y la crisis del consumo. También se ha visto presionada por los precios tan competitivos implantados por otras marcas. Lleva varios años consecutivos cerrando el ejercicio con una cifra de ventas inferior a los 50 millones, y es por eso que no supera nuestro filtro.
- **FUND GRUBE SOCIEDAD ANONIMA:** es una de las principales cadenas de tiendas de las Islas Canarias. Dos hermanos procedentes de la India abrieron su primera tienda en Gran Canaria en 1983, y cuentan hoy con 30 por varias de las islas, distribuidas por zonas locales y turísticas. En ellas vende productos de cosmética y perfumes de marcas exclusivas, pero también se puede encontrar moda, calzado y accesorios. Por este motivo se ha decidido excluir esta empresa del grupo de comparación, ya que las ventas no serían comparables con el resto que se centran en productos de belleza.
- **ROSA-CREMA SL:** pertenece al negocio familiar Primor, fundado por la familia Hidalgo Domínguez en Málaga en 1953. Actualmente, cuenta con más de 100 tiendas, con fuerte concentración en Andalucía (56 tiendas) y las áreas metropolitanas de Madrid sobre todo (25 tiendas), y Barcelona (9 tiendas), todas ellas de gestión propia. No consta de ningún punto de venta por el noroeste del país, donde sí se concentra su competidora Arenal.

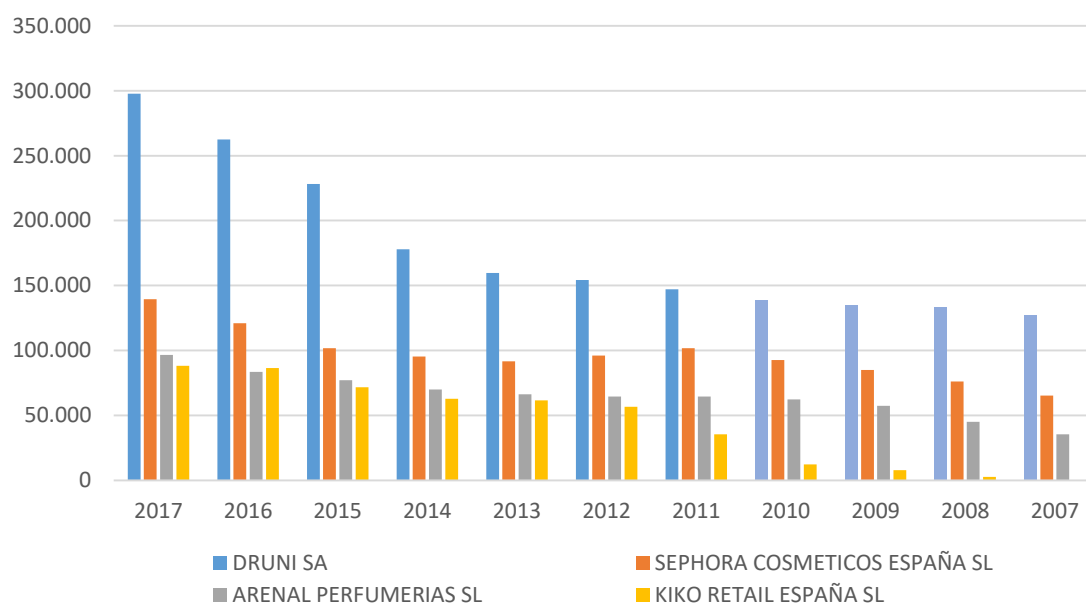
Pero Primor se compone de varias empresas controladas por la propia familia: unas gestionan las ventas de alguna zona en concreto (península, Islas Canarias o Ceuta y Melilla), otra se encarga de las compras al por mayor (Negro Divino SL, asociada a la central de compras Euromadi también), otra de la gestión de los inmuebles...Todas ellas controladas al 100% por los padres y/o el hijo como personas físicas, los cuales no presentan cuentas anuales consolidadas. Y como esto dificulta conocer la imagen real de Primor, se ha decidido descartarla del grupo de comparación. Además, presenta salvedades en el informe de auditoría, lo cual también indica que se impide ver la imagen fiel de la empresa.

2.2.3. EMPRESAS SELECCIONADAS

Las empresas seleccionadas como grupo de comparación son 4 incluyendo Arenal Perfumerías SL. A simple vista, todas tienen alguna característica comercial o estratégica diferente al resto, el cual se verá reflejado en las cuentas y hará que el estudio sea más interesante y se puedan sacar mejores conclusiones. Las empresas son las siguientes:

- **DRUNI SA:** esta compañía valenciana fue constituida en 1987 y hoy es empresa líder del sector en España. Cuenta con más de 300 tiendas por todo el país, aproximadamente 40 de ellas de las marcas Atalaya, cadena de perfumerías catalana, y Gilgo, grupo madrileño del sector también. Adquirió ambas compañías en 2011 y 2015, respectivamente, con el fin de extender su red comercial en España. Presenta cuentas anuales consolidadas.
Druni también está asociada a la central de compras Euromadi, en la cual participa en un 0,03%. Pero no solo distribuye perfumería y cosmética multimarca, si no que se ha atrevido a innovar y a lanzar su propia marca DRN con productos a precios muy competitivos. También lanzó su tienda online en 2015 y actualmente se ha posicionado como uno de los ecommerce líder del mercado de su sector.
- **SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL:** Sephora es una empresa perteneciente al grupo multinacional francés Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH), líder absoluto en lujo y dueño de 70 marcas de prestigio alrededor del mundo. Esta tiene una delegación en España, LVMH Iberia SL, con la que controla el 50% del capital de Sephora Cosmetics España SL. El 50% restante lo controla El Corte Inglés, con la que tiene una *joint venture* para poder operar en el mercado español.
Sephora lleva presente en España desde 1998 y actualmente cuenta con una red de cerca de 140 puntos de venta en el país, de los cuales más de ochenta son *corners* en El Corte Inglés. Comercializa casi 200 marcas de productos de belleza, incluyendo también su propia marca privada, la mayoría de gama media-alta. Además, en 2016, inauguró su tienda online en España.
- **KIKO RETAIL ESPAÑA SL:** pertenece a la compañía italiana de cosmética KIKO MILANO (matriz domiciliada en Italia que controla el 100% de su capital), propiedad del grupo Percassi, que opera con más de 1.000 tiendas repartidas por Europa, Oriente Próximo, Estados Unidos, Hong Kong, India y Brasil. Percassi creó y fundó la marca en el año 1997, que ofrece cosmética a precios asequibles y distribuye únicamente en tiendas propias. Los productos que comercializa son todos veganos, lo cual es un punto positivo para la empresa. Por otro lado, no ofrece productos para hombres, solamente se centra en cosmética para mujer. Actualmente, cuenta con casi 200 puntos de venta en nuestro país, además de su tienda online, que en España se estrenó en 2011. Kiko Retail España SL controla el 100% de Kiko Retail Andorra SL, pero no presenta cuentas anuales consolidadas.

Tabla 4. Evolución de ventas del grupo de comparación



Fuente: SABI

En el anterior gráfico, se puede observar cómo han evolucionado las ventas de las empresas seleccionadas en los últimos 10 años, y cómo el crecimiento ha sido progresivo en la mayoría de los casos. Incluso durante las etapas más duras de la última crisis económica.

Druni es claramente el líder del sector, más que duplicando las ventas de la siguiente empresa que le sigue, Sephora, en el 2017. Se puede apreciar como después de superar ese mal ciclo, la empresa inicia una expansión con la apertura de tiendas -a partir del 2011 empezó a presentar cuentas consolidadas, y son esas las que se han tenido en cuenta a partir de esa fecha-.

Arenal, a pesar de presentar una tasa de crecimiento inferior que el sector, fue la empresa que mejor creció durante la última crisis junto con Kiko, recién llegada a España. Sephora, en cambio, ha tenido más altibajos que el resto, pero presenta unas tasas de crecimiento muy buenas en los últimos años, que coincide justamente con la inauguración de su tienda online en 2016. El resto de empresas también experimenta un aumento de ventas a partir de la apertura de sus tiendas online: Arenal y Kiko en 2011, y Druni en 2015.

Tabla 5. Evolución de las ventas del grupo de comparación (2008-2017)

	2017	NI	2012	NI	2008
DRUNI SA	297.856	193	154.126	116	132.955
SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL	139.456	145	95.993	126	76.122
ARENAL PERFUMERIAS SL	96.546	150	64.545	144	44.886
KIKO RETAIL ESPAÑA SL	88.106	156	56.610	2.113	2.680
TOTAL	621.964	168	371.274	145	256.643

Fuente: SABI

3. INFORMACIÓN FINANCIERA ANALIZADA

La información necesaria para el siguiente análisis, en el caso de Arenal Perfumerías, ha sido solicitada en el Registro Mercantil. Se obtuvieron las cuentas anuales del periodo 2015-2017, en las cuales se incluían los 5 estados financieros. Pero, a continuación, tan solo se han adjuntado el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y el estado de flujos de Efectivo.

En el caso del grupo de comparación, los estados financieros se han exportado de SABI. Sin embargo, en esa base de datos no está disponible la memoria de las empresas, lo cual dificultará el comentario en ciertas ocasiones. Se han adjuntado los mismos 3 estados contables de las empresas del grupo de comparación al final del documento como anexos.

Para el análisis de Druni, se han tenido en cuenta las cuentas anuales consolidadas, ya que estas recogen también a sus dos filiales. En el resto de los casos, las cuentas anuales son individuales, ya que son sus matrices las que presentan las consolidadas y no serían comparables por la diferencia de actividad que presenta su matriz.

Tabla 6. Cuentas anuales de Arenal Perfumerías SL

BALANCE	2017	2016	2015
ACTIVO			
A) ACTIVO NO CORRIENTE	18.532.715	14.307.075	26.815.975
I Inmovilizado intangible	489.664	346.578	227.695
3. Patentes, licencias, marcas y similares	0	0	0
4. Fondo de comercio	0	0	0
5. Aplicaciones informáticas	478.772	312.138	222.156
9. Otro inmovilizado intangible	10.892	34.440	5.539
II Inmovilizado material	16.614.928	12.734.186	23.649.490
1. Terrenos y construcciones	0	0	14.337.257
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	16.589.141	12.734.186	9.241.135
3. Inmovilizado en curso y anticipos	25.788	0	71.098
III Inversiones inmobiliarias	0	0	1.086.629
1. Terrenos	0	0	0
2. Construcciones	0	0	1.086.629
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
V Inversiones financieras a largo plazo	1.212.934	979.066	1.538.412
1. Instrumentos de patrimonio	141.561	139.561	171.867
2. Créditos a terceros	0	0	950.751
5. Otros activos financieros	1.071.372	839.505	415.794
6. Otras inversiones	0	0	0
VI Activos por impuesto diferido	215.188	247.245	313.749
VII Deudas comerciales no corrientes	0	0	0
B) ACTIVO CORRIENTE	32.979.140	32.462.777	27.540.889
II Existencias	23.208.945	20.372.314	18.592.153
1. Comerciales	23.148.358	20.358.750	18.563.346
6. Anticipos a proveedores	60.587	13.564	28.808
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.921.475	5.438.837	3.825.978
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	593.442	457.352	548.768

2. Clientes empresas del grupo y asociadas	0	0	0
3. Deudores varios	5.250.762	4.375.008	3.277.210
4. Personal	0	0	0
5. Activos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	77.271	606.476	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V Inversiones financieras a corto plazo	2.029	3.493.811	2.291
1. Instrumentos de patrimonio	51	51	51
2. Créditos a empresas	0	0	2.240
5. Otros activos financieros	1.978	3.493.760	0
6. Otras inversiones	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	24.321	102.890	159.318
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.822.370	3.054.926	4.961.150
1. Tesorería	3.822.370	3.054.926	4.961.150
2. Otros activos líquidos equivalentes	0	0	0
TOTAL ACTIVO (A + B)	51.511.855	46.769.853	54.356.864

PATRIMONIO NETO Y PASIVO			
A) PATRIMONIO NETO	22.523.608	20.563.230	31.277.447
A-1) Fondos propios	22.523.608	20.563.230	31.277.157
I Capital	19.705	19.705	24.041
II Prima de emisión	0	0	0
III Reservas	18.263.525	16.155.685	26.442.100
1. Legal y estatutarias	4.808	4.808	4.808
2. Otras reservas	18.258.717	16.150.876	26.437.292
V Resultados de ejercicios anteriores	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	4.240.378	4.387.840	4.811.016
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0	0	290
B) PASIVO NO CORRIENTE	3.509.443	3.100.373	6.147.720
I Provisiones a largo plazo	0	0	0
II Deudas a largo plazo	3.498.529	3.089.018	6.037.242
2. Deudas con entidades de crédito	3.498.529	3.089.018	2.183.850
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	3.781.142
5. Otros pasivos financieros	0	0	72.250
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
IV Pasivos por impuesto diferido	10.914	11.354	110.478
V Periodificaciones a largo plazo	0	0	0
C) PASIVO CORRIENTE	25.478.804	23.106.250	16.931.698
II Provisiones a corto plazo	0	0	0
III Deudas a corto plazo	2.305.687	6.572.206	2.662.202
2. Deudas con entidades de crédito	591.972	569.091	1.517.445
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	750.350
5. Otros pasivos financieros	1.713.715	6.003.115	394.407
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	116.363	0
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	23.173.117	16.417.682	14.269.495

1. Proveedores	20.147.988	14.677.472	12.484.386
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	0	0	0
3. Acreedores varios	904.874	415.540	569.673
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	795.693	5.440	558
5. Pasivos por impuesto corriente	422.036	630.557	348.192
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	872.571	664.258	847.534
7. Anticipos de clientes	29.956	24.414	19.152
VI Periodificaciones a corto plazo	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	51.511.855	46.769.853	54.356.864

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2016	2015
---------------------------------------	-------------	-------------	-------------

A) Operaciones continuadas			
-----------------------------------	--	--	--

1. Importe neto de la cifra de negocios	96.545.529	83.367.054	77.110.068
a) Ventas	96.538.014	83.358.240	77.066.989
b) Prestaciones de servicios	7.514	8.815	43.079
4. Aprovisionamientos	-70.014.019	-59.402.748	-55.173.432
a) Consumo de mercaderías	-70.014.019	-59.402.748	-55.173.432
5. Otros ingresos de explotación	2.128.055	1.290.091	1.155.820
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	2.060.405	1.290.091	1.155.820
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	67.650	0	0
6. Gastos de personal	-10.976.209	-9.033.168	-7.400.185
a) Sueldos, salarios y asimilados	-8.817.255	-7.224.551	-5.893.482
b) Cargas sociales	-2.158.954	-1.808.617	-1.506.702
c) Provisiones	0	0	0
7. Otros gastos de explotación	-9.653.207	-8.141.037	-6.431.594
a) Servicios exteriores	-9.503.564	-8.000.301	-6.295.516
b) Tributos	-149.643	-140.737	-136.078
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	0	0	0
d) Otros gastos de gestión corriente	0	0	0
8. Amortización del inmovilizado	-2.290.203	-1.659.588	-1.885.829
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	387	3.282
10. Excesos de provisiones	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	24.719	-129	-360.326
a) Deterioro y pérdidas	0	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	24.719	-129	-360.326
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0	0	0
13. Otros resultados	2.595	-16.728	7.251
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	5.767.260	6.404.133	7.025.056
14. Ingresos financieros	1.363	5.730	8.960
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	1.278	1.545	1.520
i) En empresas del grupo y asociadas	0	0	0
ii) En terceros	1.278	1.545	1.520

b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	85	4.185	7.439
i) De empresas del grupo y asociadas	0	0	0
ii) De terceros	85	4.185	7.439
15. Gastos financieros	-114.288	-100.234	-282.833
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Por deudas con terceros	-114.288	-100.234	-282.833
c) Por actualización de provisiones	0	0	0
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	0
17. Diferencias de cambio	-586	0	0
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	2.001	-1.485	-2.150
a) Deterioros y pérdidas	2.001	-1.485	-2.150
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	0
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-111.510	-95.990	-276.023
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	5.655.750	6.308.144	6.749.033
20. Impuestos sobre beneficios	-1.415.373	-1.920.304	-1.938.017
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	4.240.378	4.387.840	4.811.016
B) Operaciones interrumpidas			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	4.240.378	4.387.840	4.811.016

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2017	2016	2015
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	5.655.750	6.308.144	6.749.033
2. Ajustes del resultado	2.491.772	1.845.145	2.518.895
a) Amortización del inmovilizado (+)	2.290.203	1.659.588	1.885.829
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	114.779	89.825	0
c) Variación de provisiones (+/-)	0	0	0
d) Imputación de subvenciones (-)	0	-387	-3.282
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-24.719	129	360.326
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	-2.001	1.485	0
g) Ingresos financieros (-)	-1.363	-5.730	-8.960
h) Gastos financieros (+)	114.288	100.234	282.833
i) Diferencias de cambio (+/-)	586	0	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	2.150
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	2.626.333	-1.544.566	1.352.242
a) Existencias (+/-)	-2.951.410	-1.869.985	612.364
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-482.639	-1.612.858	-383.470
c) Otros activos corrientes (+/-)	95.350	-3.454.838	-147.729

d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	6.963.957	1.865.820	1.374.449
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-998.925	3.527.294	-102.983
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	-389
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-1.703.723	-1.591.880	-2.079.992
a) Pagos de intereses (-)	-112.810	-100.234	-282.833
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	916
c) Cobros de intereses (+)	1.363	5.730	8.043
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-1.592.276	-1.497.376	-1.806.119
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	9.070.132	5.016.843	8.540.179

B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión

6. Pagos por inversiones (-)	-6.496.399	-5.299.977	-5.787.631
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-324.929	-277.173	-83.332
c) Inmovilizado material	-5.937.603	-4.592.739	-5.204.122
d) Inversiones inmobiliarias	0	-430.065	0
e) Otros activos financieros	-233.867	0	-498.388
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	-1.789
7. Cobros por desinversiones (+)	43.383	1.480	183.316
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0
c) Inmovilizado material	41.383	1.480	6.115
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	177.201
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	2.001	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-6.453.016	-5.298.497	-5.604.315

C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación

9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	430.914	609.998	-1.058.136
a) Emisión	430.914	905.168	1.000.000
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	430.914	905.168	1.000.000
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0
b) Devolución y amortización de	0	-295.170	-2.058.136

1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	0	-1.752.648
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	-295.170	-305.488
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-2.280.000	-2.234.568	0
a) Dividendos (-)	-2.280.000	-2.234.568	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-1.849.086	-1.624.570	-1.058.136
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-586	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	767.444	-1.906.224	1.877.728
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	3.054.926	4.961.150	3.083.422
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	3.822.370	3.054.926	4.961.150

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

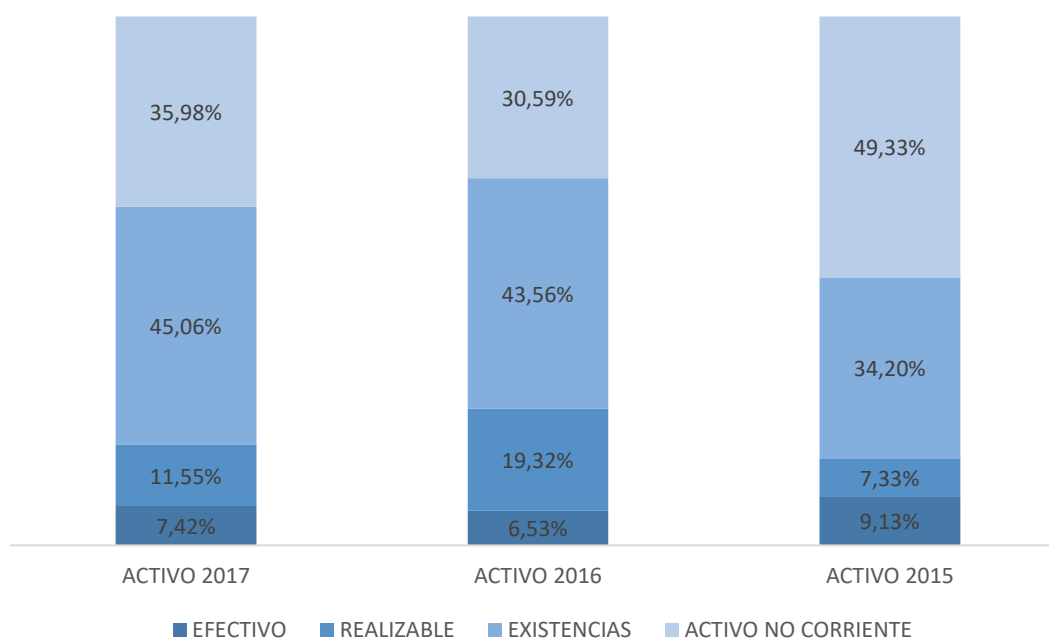
4. ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO

4.1. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA Y DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL

4.1.1. ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA Y SU EVOLUCIÓN

En el año base Arenal Perfumerías SL presenta una inversión equilibrada entre el ciclo largo y corto plazo, teniendo un 49,33% de la inversión en el largo plazo y un 50,67% en el corto plazo. Ese año su inversión principal eran sus propias tiendas, los inmovilizados materiales, con un 43,51% de peso. Pero al tratarse de una empresa de comercio minorista, es normal que una de las partidas fundamentales sea la de existencias. En este caso suponen un 34,20%, y quitando un 0,05% de anticipos a proveedores, todo ello comerciales, ya que esta empresa no cuenta con ninguna fase de producción. En relación a la financiación, el patrimonio neto con un 57,54% es la principal fuente de financiación. La financiación restante proviene de recursos ajenos: el 31,15% de pasivos corrientes, principalmente de acreedores comerciales (26,25%), destacando el peso de proveedores, y el 11,31% de pasivos no corrientes, mayormente deuda financiera.

Gráfico 10. Composición y evolución del activo de Arenal Perfumerías SL



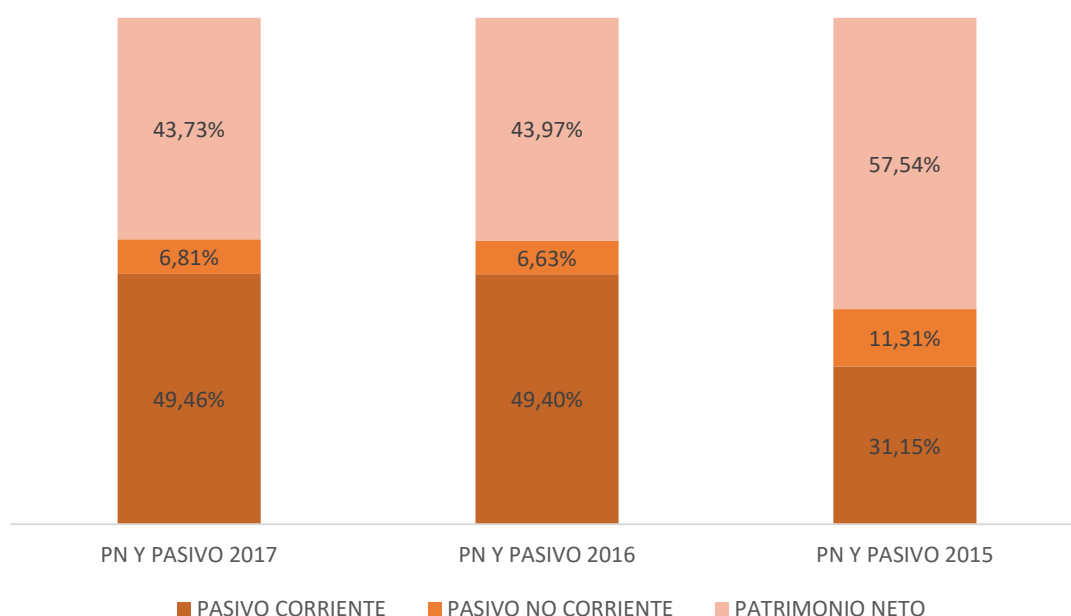
Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

En el 2016, el balance se vio afectado por las operaciones por las que pasó la empresa. Los activos disminuyeron en un 14%, 7,6 millones de euros, siendo el inmovilizado material la partida principal de esta alteración. Esta partida que suponía un 43,51% de los activos totales pasó a ser el 27,23%. Por lo tanto, disminuyó en un 46%. Esto se debe a que, a principios de año, antes de que entrase otro socio en el accionariado de la empresa, esta realizó una escisión parcial a favor de Vazmar Lucus SL y como consecuencia, se traspasaron elementos del inmovilizado material y derechos que poseía Arenal como arrendatario de una serie de locales comerciales donde desarrollaba la actividad. El epígrafe terrenos y construcciones fue traspasado en su totalidad, el cual tenía un peso de 26,38% con 14 millones de euros. También se traspasó una pequeña parte de instalaciones técnicas y otro inmovilizado material, pero esta

partida ha aumentado en un 38% por el traspaso del inmovilizado en curso a esta partida y dar pie a la apertura de nuevas tiendas. Por lo tanto, el inmovilizado material se resume en instalaciones técnicas y otro inmovilizado material.

Mientras la inversión a largo plazo ha disminuido en un 47%, la inversión a corto plazo ha crecido, destacando el 10% de crecimiento de las existencias, convirtiéndose así en la inversión principal de la empresa con un 43,56%. Este aumento de existencias mayormente, puede ser debido a la apertura de nuevas delegaciones a las que la empresa debe aprovisionar para su actividad. Al igual que los deudores comerciales, que aumentan con el incremento de actividad. Otro cambio destacable es el 152402% de crecimiento de las inversiones financieras a corto plazo por la compra de otros activos financieros que antes no tenía y suponen un 7,47% del activo total. El efectivo de la empresa, por lo contrario, disminuye.

Gráfico 11. Composición y evolución del patrimonio neto y pasivo de Arenal Perfumerías SL



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

En cuanto a la financiación, la estructura cambia completamente. El patrimonio neto constituye ahora un 43,97% y deja de ser la fuente de financiación principal por su decrecimiento (34%). Esto se debe principalmente a la reducción de las reservas voluntarias (39%) por la escisión parcial ya mencionada y 2 repartos de dividendos extraordinarios con cargo a reservas. Los recursos ajenos también sufren un fuerte cambio. Los pasivos corrientes crecen un 36% convirtiéndose en el principal origen de los recursos (49,40%) y dentro de este destaca el crecimiento de las deudas a corto plazo (147%) por otros pasivos financieros, y el de los acreedores comerciales en general (15%) por el gran peso que tiene (35,10%). El endeudamiento a largo plazo, en cambio, disminuye a un 6,63%, destacando la anulación de acreedores por arrendamiento financiero, que suponía un 6,96% de los recursos totales el año anterior. Esto también es efecto de la escisión parcial a favor de Vazmar Lucus SL, ya que eran los pasivos correspondientes a los bienes traspasados.

En el 2017, el balance se recuperó y creció, pero no tuvo ningún cambio brusco como el año anterior. En la inversión a largo plazo sigue destacando el inmovilizado material con un 32,25%

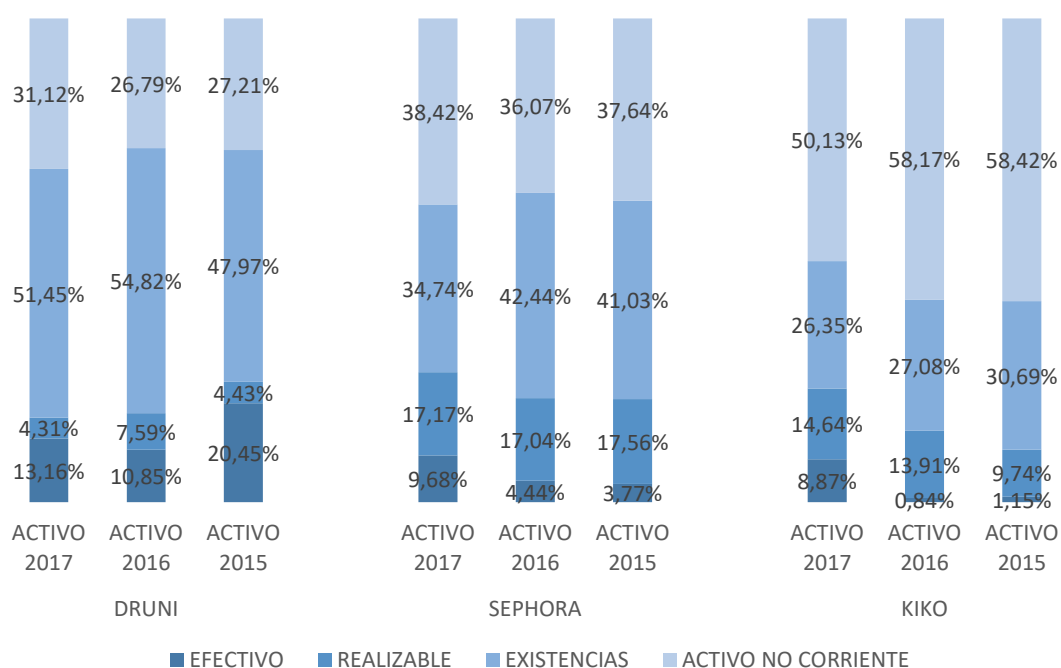
de peso, que creció con el elevado importe de altas de instalaciones técnicas e inmovilizado en curso donde se ubican las nuevas tiendas abiertas en 2017. Las inversiones a corto plazo crecen en menor proporción que las del largo, porque las existencias no dejan de crecer con la necesidad de abastecimiento de los nuevos locales comerciales, pero se han liquidado casi todas las inversiones financieras a corto plazo.

La estructura de financiación, en cambio, no varía prácticamente nada. Dentro del patrimonio neto (43,73%), la partida que más varía y más peso sigue teniendo es reservas con un 35,45%. Pero a diferencia del año anterior, este crece con el traspaso del resultado del ejercicio por no haber sufrido ningún hecho poco típico como en el anterior. En el pasivo corriente, destaca la amortización de una gran parte de las deudas a corto plazo que disminuye en 35% respecto al año anterior. Y, por otro lado, los acreedores comerciales, fuente principal de los recursos (44,99%), que han aumentado pues seguramente sean los que financien el incremento de inversión en las existencias. El endeudamiento a largo plazo se mantiene bastante estable.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Si se analiza la estructura del activo del grupo de comparación, se puede ver que las partidas más significativas no han sufrido ningún cambio tan brusco como en el caso de Arenal.

Gráfico 12. Composición y evolución del activo del grupo de comparación



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Se observa que la empresa líder del sector, Druni, presenta un bajo porcentaje de inversión en el largo plazo, siendo dentro de esta el inmovilizado material la partida con más peso por diferencia, que crece a gran velocidad con la apertura de nuevas tiendas. Sephora y Kiko, en cambio, a pesar de que cuenten con más inversión en activos no corrientes, tienen un porcentaje atribuible al inmovilizado intangible muy alto. Seguramente se trate por trabajar bajo el nombre

de una marca internacional. Lo cual hace que el porcentaje de inversión en inmovilizado material se asemeje al de Druni. Pero sigue destacando Kiko con su gran inversión en terrenos y construcciones, lo cual indica que opera, en mayor proporción, bajo estructuras en propiedad, mientras que el resto de empresas se supone que ejercen la actividad en locales en régimen de arrendamiento. Al igual que Arenal tras el traspaso de sus terrenos y construcciones. El porcentaje de inversión en el largo plazo de esta se asemeja al de la media, pero se centra en instalaciones técnicas y otros a diferencia del resto.

Tabla 7. Análisis del activo no corriente del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
ACTIVO NO CORRIENTE	31,12%	38,42%	50,13%	39,89%	35,98%
Inmovilizado intangible	3,04%	9,31%	14,00%	8,78%	0,95%
Inmovilizado material	24,32%	23,36%	27,74%	25,14%	32,25%
1. Terrenos y construcciones	5,50%	0,00%	19,22%	8,24%	0,00%
2. Instalaciones técnicas y otros	18,82%	21,05%	8,31%	16,06%	32,20%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	0,00%	2,30%	0,21%	0,84%	0,05%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

En cuanto al activo corriente, Arenal destaca por su alto porcentaje de inversión en existencias (45,06%), tan solo superado por la empresa líder Druni. Kiko, sin embargo, destaca por la baja inversión, que puede ser debido a la alta rotación de estas, también por el alto porcentaje que supone la inversión en el largo plazo. Por otro lado, se alejan de la media del % atribuible a deudores comerciales Sephora y Druni. La primera, por situarse por encima debido a las operaciones intragrupo, y la segunda, por presentar cuentas consolidadas que eliminan esas partidas asociadas a empresas del grupo y situarse por debajo de la media. Otro hecho destacable son las nulas o bajas inversiones financieras a corto plazo de todas las empresas.

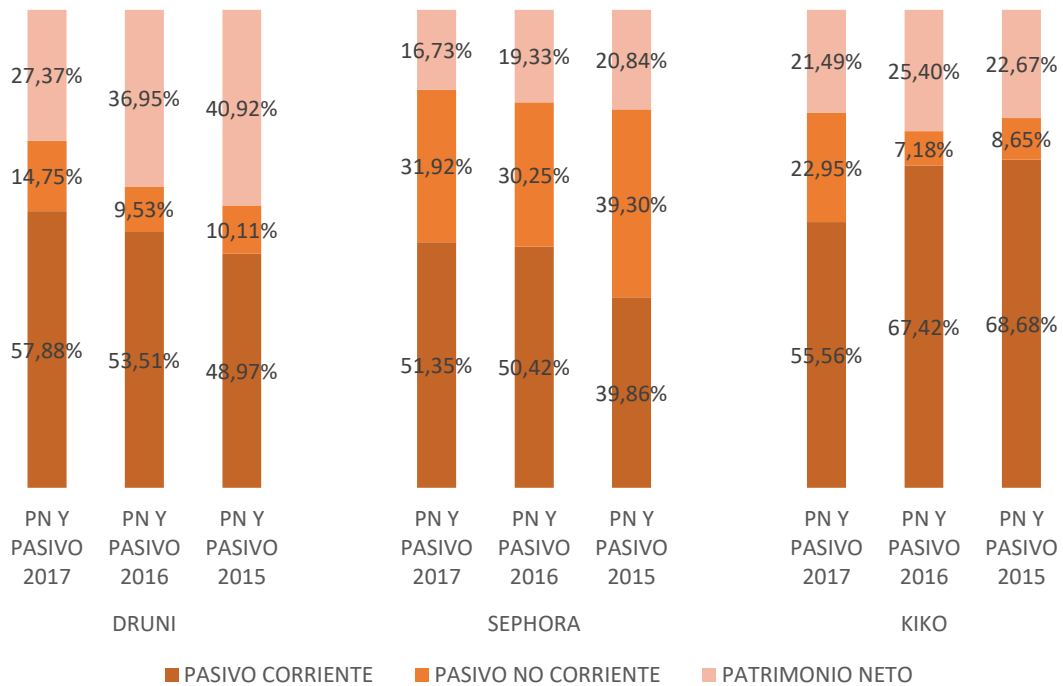
Tabla 8. Análisis del activo corriente del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
ACTIVO CORRIENTE	68,88%	61,58%	49,87%	60,11%	64,02%
Existencias	51,45%	34,74%	26,35%	37,52%	45,06%
Deudores comerciales	4,26%	16,74%	10,75%	10,58%	11,50%
Inversiones financieras a CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efectivo	13,16%	9,68%	8,87%	10,57%	7,42%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

En relación a la financiación, el grupo de comparación tiende a endeudarse más con el paso de los años, contando así con un porcentaje de recursos propios cada vez menor. Todas ellas se financian principalmente de pasivos corrientes.

Gráfico 13. Composición y evolución del patrimonio neto y pasivo del grupo de comparación



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Arenal destaca por su alto porcentaje en patrimonio neto (43%), muy alejado de la media, aunque es cierto que, al igual que el grupo, está tendiendo a endeudarse más poco a poco. También cuenta con mucho menos pasivos no corrientes que la media, tal vez por el peso tan grande de los recursos propios. Sephora se dispara aquí por las deudas con empresas del grupo. Sin embargo, todas presentan un porcentaje atribuible al pasivo corriente alrededor del 50%, siendo esta la fuente de financiación principal.

Tabla 9. Análisis del patrimonio neto y pasivo del grupo de comparación

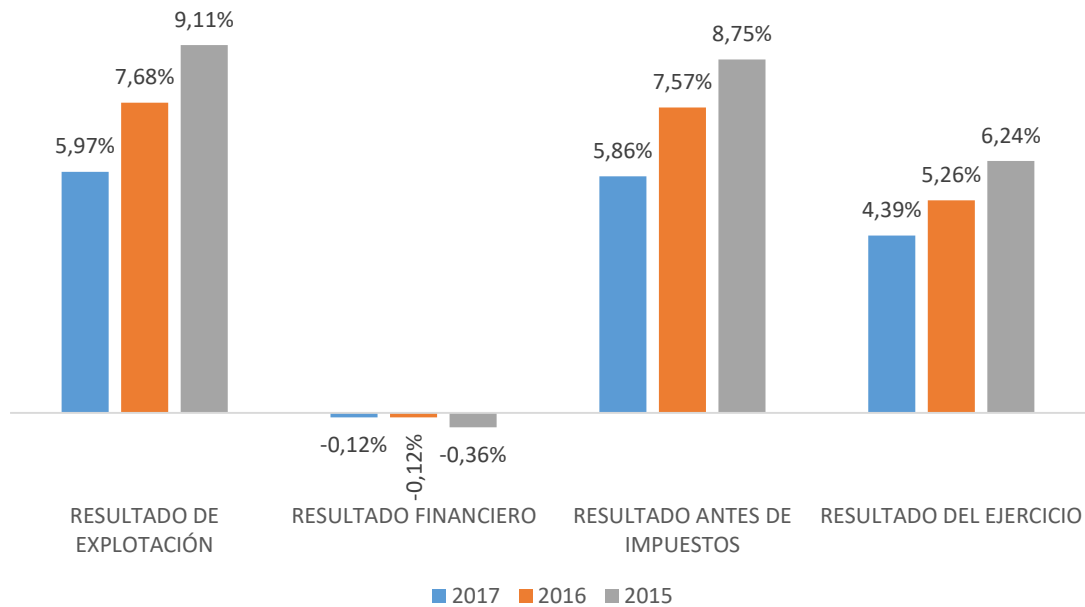
2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
PATRIMONIO NETO	27,37%	16,73%	21,49%	21,86%	43,73%
PASIVO NO CORRIENTE	14,75%	31,92%	22,95%	23,21%	6,81%
PASIVO CORRIENTE	57,88%	51,35%	55,56%	54,93%	49,46%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

4.1.2. ESTRUCTURA Y TENDENCIA DE LAS VARIABLES DE LOS RESULTADOS

Arenal obtuvo un resultado de ejercicio de 4.811.016 euros en el año base, lo cual suponía ganar 6,24 euros por cada 100 de venta. Este margen sobre ventas asciende a 8,75 euros antes de impuestos, teniendo su origen en las operaciones de explotación donde la empresa gana 7.025.056 euros con un margen sobre ventas de 9,11%. Parte de este margen se pierde (-0,36%) en el resultado de las operaciones financieras. Los gastos más relevantes de la empresa son los aprovisionamientos suponiendo un 71,55% de las ventas. A mucha distancia le siguen los gastos de personal (9,69%) y otros gastos de explotación (8,34%).

Gráfico 14. Márgenes sobre ventas de Arenal Perfumerías SL



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

En el 2016, la empresa consiguió aumentar sus ventas en un 8,11%, pero el resultado final, en cambio, empeoró en un 8,80%, obteniendo 4.387.840 euros lo cual se traduce en 5,26 euros ganados por cada 100 de venta. La mala evolución del resultado final tiene origen en el resultado de explotación que ha bajado 8,84% debido al aumento de algunos de los gastos principales que crecen en mayor proporción que las ventas (gastos de personal en 22,07% y otros gastos de explotación en 26,58%). Sin embargo, el resultado financiero negativo ha mejorado en un 65,22%, pero sigue siendo un margen sobre ventas bajo y negativo que no ayuda al resultado final (-0,12%).

Tabla 10. Análisis de los gastos principales de Arenal Perfumerías SL

% Gastos / Cifra neta de negocios	2017	NI	2016	NI	2015
Aprovisionamientos	-72,52%	118	-71,25%	108	-71,55%
Gastos de personal	-11,37%	122	-10,84%	122	-9,60%
Otros gastos de explotación	-10,00%	119	-9,77%	127	-8,34%
Amortización del inmovilizado	-2,37%	138	-1,99%	88	-2,45%
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	0,03%	-19162	0,00%	0	-0,47%
MARGEN DE RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	5,97%	78	7,68%	84	9,11%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

El siguiente año Arenal volvió a aumentar sus ventas en un 15,81%, pero el resultado final fue incluso peor que el anterior. El resultado del ejercicio bajo en 3,36% a 4.240.378 euros, suponiendo 4,39 euros obtenidos por cada 100 de venta. Esta vez todos los gastos de explotación han aumentado en mayor proporción que las ventas, excepto el resultado por enajenaciones del inmovilizado, que ese año deja de ser negativo. Pero otros ingresos de explotación compensan en gran medida la evolución desfavorable de esos gastos, dejando un resultado de explotación tan solo 9,94% inferior. El resultado financiero vuelve a bajar, pero se mantiene en -0,12% sobre ventas. También destacar que los números verticales de los impuestos sobre beneficios ha ido disminuyendo estos tres años. Pero el análisis de la política fiscal destapa los cambios en el impacto de los impuestos, que se debe fundamentalmente al cambio de legislación, que conllevaba a que el tipo de gravamen en el 2016 pasara de un 28% a un 25%.

Tabla 11. Política fiscal de Arenal Perfumerías SL

PÓLITICA FISCAL	2017	NI	2016	NI	2015
Gasto por impuestos / Resultado antes de impuestos	-25,03%	82	-30,44%	106	-28,72%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

El aumento de algunos de los principales gastos, como gasto de personal y otros gastos de explotación, en el que prevalece servicios exteriores y la mitad de este gasto corresponde a arrendamientos, se podría relacionar con la apertura de nuevas tiendas. Se puede apreciar como el gasto de personal por tiendas aumenta, que puede deberse a que se traten de tiendas más grandes que las ya existentes, lo cual requiere más empleados. Y se observa que no se trata por una subida en los salarios. Otros gastos de explotación también crecen, por arrendamientos fundamentalmente, 1,6 millones de euros en 2017. Arenal presenta unos arrendamientos más caros por tienda, que también podría asociarse al tamaño de estas o a su localización.

Tabla 12. Análisis de gastos relacionados con la apertura de tiendas

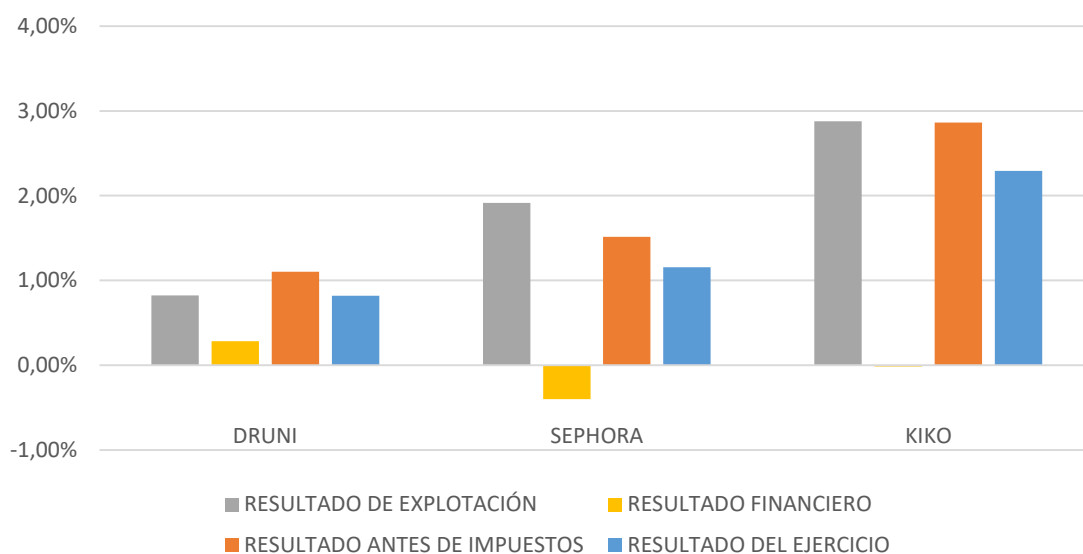
	2017	NI	2016	NI	2015
TIENDAS	41	114	36	116	31
Nº EMPLEADOS	620	124	500	121	412
Gasto de personal / Nº empleados	17.704	98	18.066	101	17.962
Gasto de personal / Tiendas	267.712	107	250.921	105	238.716
ARRENDAMIENTOS	5.454.038	143	3.810.724	166	2.292.245
Arrendamientos / Tiendas	133.025	126	105.853	143	73.943

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Druni, a pesar de ser la empresa líder en ventas, en el ejercicio 2017, es quien peor margen de resultado del ejercicio sobre ventas presenta (0,82%). A esta le sigue Sephora (1,16%) y, después, Kiko (2,29%).

Gráfico 15. Márgenes sobre ventas del grupo de comparación



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

En 2017, Arenal presenta un margen de resultado del ejercicio mucho mayor que la media (4,39%), el cual tiene origen en el margen de resultado de explotación. Los márgenes antes de impuestos se mantienen a niveles parecidos a los de explotación dado que las empresas no presentan altos niveles de endeudamiento financiero. Aunque en el caso de Druni, el margen antes de impuestos es mayor que el de explotación por obtener un resultado financiero positivo, a diferencia del resto de empresas.

Tabla 13. Análisis de los márgenes sobre ventas del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
RESULTADO DEL EJERCICIO	0,82%	1,16%	2,29%	1,42%	4,39%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1,10%	1,51%	2,86%	1,83%	5,86%
RESULTADO FINANCIERO	0,28%	-0,40%	-0,02%	-0,04%	-0,12%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	0,82%	1,91%	2,88%	1,87%	5,97%
Cifra Neta de Negocios	297.856.411	139.456.000	88.106.120	175.139.510	96.545.529

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Para conocer el origen de las diferencias en el margen del resultado de explotación, se presentan los porcentajes verticales de los principales gastos de la actividad de explotación.

Tabla 14. Gastos principales del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
% Gastos / Cifra neta de negocios					
Aprovisionamientos	-66,85%	-54,83%	-37,23%	-52,97%	-72,52%
Gastos de personal	-16,55%	-14,81%	-22,42%	-17,93%	-11,37%
Otros gastos de explotación	-13,65%	-25,23%	-32,60%	-23,82%	-10,00%
Amortización del inmovilizado	-2,45%	-3,25%	-4,85%	-3,52%	-2,37%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Se pueden observar importantes diferencias en el gasto de aprovisionamiento. Arenal presenta un porcentaje bastante más alto que el grupo de comparación (72,52%), sobre todo Kiko, que tan solo le supone un 37,23% de la cifra de negocios. Podría estar relacionado con la gama de productos y, por tanto, su correspondiente coste de aprovisionamiento alto o bajo, o el hecho de contar con marca propia o no, ya que se da la circunstancia de que Arenal, la única que no oferta marca propia, tiene el margen bruto comercial más bajo. A esta le siguen los híbridos Druni y Sephora (el primero oferta marca propia más asequible que la de Sephora, tal vez por eso sea inferior el margen) y, por último, Kiko, que no distribuye ninguna marca más a parte de la suya y disfruta de un margen bruto comercial mucho mayor.

Tabla 15. Política comercial del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
POLÍTICA COMERCIAL					
Margen bruto comercial	33,15%	45,17%	62,77%	47,03%	27,48%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Pero Arenal equilibra en parte el diferencial del margen bruto comercial con un gasto de personal inferior al resto. Se da el caso de que todas las empresas que cuentan con un margen

bruto comercial por debajo de la media, lo compensan con un porcentaje atribuible a gastos de personal inferior a la media también.

Tabla 16. Política de personal del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
POLÍTICA DE PERSONAL					
Número de empleados	1981	757	1146	1295	620
Ventas por empleado	150.356,59	184.221,93	76.881,43	135.277,69	155.718,60
Gasto de personal por empleado	24.885,55	27.289,30	17.238,37	23.097,69	17.703,56

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

En la anterior tabla se puede observar que es Sephora quien más ventas obtiene por empleado, pero quien más precio paga por ellos, a la vez. A esta le sigue Arenal con 155.718,60 € de ventas por empleado, pero con un gasto de personal medio mucho menor. Druni se encuentra en un intermedio, y Kiko, por el contrario, obtiene unas ventas por empleado muy escasas, acorde con su gasto de personal medio. Dado que, en general, Kiko es la empresa que productos más asequibles vende de las cuatro, y Sephora, en cambio, productos de gama media-alta, se podría decir que el dato de ventas por empleado está relacionado con la gama de los productos que estas empresas ofertan.

Tabla 17. Otros gastos de explotación del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	-40.650.072	-35.178.000	-28.722.130	-34.850.067	-9.653.207
Otros gastos de explotación / Cifra neta de negocios	-13,65%	-25,23%	-32,60%	-23,82%	-10,00%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Otro elemento diferenciador relevante se produce en los otros gastos de explotación, donde Arenal presenta un porcentaje vertical del gasto 13 puntos por debajo de la media (10%). Se le acerca Druni con un 13,65%. Estas dos empresas ejercen la actividad mayormente en locales en régimen de arrendamiento, y puede que parte de este gasto se les atribuya a los gastos de esos arrendamientos. Lo curioso es que se le disparen tanto estos gastos a Sephora encontrándose en la misma situación, y más a Kiko, que cuenta con más locales en propiedad. Pero si en vez de comparar los porcentajes verticales sobre ventas se comparan los números absolutos de estos gastos, no se observa ninguna diferencia tan excesiva, teniendo en cuenta que, Druni opera con más de 300 tiendas, Sephora con más de 120, Kiko con casi 200 y Arenal 41.

Tabla 18. Ventas y otros gastos de explotación por tiendas

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
Cifra neta de negocios / Tiendas	992.855	996.114	489.478	850.192	2.354.769
Otros gastos de explotación / Tiendas	135.500	251.271	159.567	169.175	235.444

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Se puede ver que el porcentaje de otros gastos de explotación sobre ventas más reducido de Arenal se debe a su gran volumen de ventas, dado que obtiene 1,5 millón más por tienda que la media. Sin embargo, presenta un dato de otros gastos de explotación dividido por tiendas de los más altos. Se podría relacionarlo con el tamaño de sus tiendas y el gasto que eso conlleva. Druni y Sephora cuentan con unas ventas por tienda muy similares, aunque a esta última se le siguen disparando los datos relacionados con los otros gastos de explotación. Puede ser que Sephora cuente con unos gastos de publicidad más altos que el resto, ya que es la única presente en anuncios de televisión, por ejemplo. Kiko, en cambio, presenta una cifra de negocios por tienda muy baja que se podría relacionar con los productos de gama económica que oferta y el tamaño tan reducido de sus tiendas. Sin embargo, teniendo en cuenta ese último dato y que cuenta con un porcentaje considerable de inversión en terrenos y construcciones, presenta otros gastos de explotación por tienda bastante elevado.

Tabla 19. Política fiscal del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
PÓLITICA FISCAL					
Gasto por impuestos / Resultado antes de impuestos	-25,79%	-23,55%	-19,91%	-23,09%	-25,03%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

En cuanto a la política fiscal, no se aprecian grandes diferencias, excepto en el caso de Kiko, que se aleja casi 6 puntos del primero. Por lo tanto, será útil tener en cuenta estos datos para próximos cálculos y comparaciones.

4.2. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

4.2.1. SOLVENCIA A CORTO PLAZO

Arenal presenta un ratio de solvencia a corto plazo correcto durante los 3 ejercicios, y tal y como este indica, puede hacer frente a las deudas a corto plazo con el total de sus activos circulantes. Pero esta solvencia viene definida principalmente por las existencias, necesarias para el funcionamiento de la empresa y que no se liquidarán si se quiere seguir con el negocio. De ahí que el ratio de prueba ácida ofrezca unos datos más escasos. Los datos tienden a bajar cada año.

Tabla 20. Solvencia a corto plazo de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015
SOLVENCIA A CORTO PLAZO	1,29	1,40	1,63
LIQUIDEZ O PRUEBA ÁCIDA	0,38	0,52	0,53
LIQUIDEZ INMEDIATA O DISPONIBILIDAD	0,15	0,13	0,29
SOLVENCIA A CP EN AJENOS DE EXPLOTACIÓN	1,66	0,98	1,86

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Si se analizan los activos y pasivos ajenos a la explotación, se observa que en el 2015 y 2017 Arenal cuenta con más activos financieros y tesorería que deudas financieras, lo cual ayuda a la necesidad de financiación en la explotación también. Durante el 2016, en cambio, este indicador evolucionó negativamente debido al aumento de las deudas a corto plazo.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 21. Solvencia a corto plazo del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
SOLVENCIA A CORTO PLAZO	1,19	1,20	0,90	1,10	1,29
LIQUIDEZ O PRUEBA ÁCIDA	0,30	0,52	0,42	0,42	0,38
LIQUIDEZ INMEDIATA O DISPONIBILIDAD	0,23	0,19	0,16	0,19	0,15
SOLVENCIA A CP EN AJENOS DE EXPLOTACIÓN	3,01	0,96	0,90	1,62	1,66

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Arenal es la empresa que más solvencia a corto plazo presenta, pero en la prueba ácida se sitúa por detrás de Sephora y Kiko, que son las empresas que menor porcentaje vertical presentan en existencias. Druni y Arenal que cuentan con cerca del 50% de la inversión total en existencias, ofrecen unos datos más pobres que la media en la prueba ácida. Lo cual significa que si no se tienen en cuenta los activos corrientes que no van a poder resultar realmente disponibles por estar afectos a la actividad, no son tan solventes como el primer ratio indica.

Es por eso que estas dos empresas intentan equilibrarse con los activos y pasivos ajenos a la explotación. Cuentan con más inversiones financieras y tesorería que deudas financieras a las que hacer frente, situándose por encima de la media. A diferencia de Sephora y Kiko, que presentan casi equilibrio para hacer frente a esas deudas.

4.2.2. FONDO DE ROTACIÓN

En el 2015, Arenal cerró el ejercicio con un fondo de rotación de 10,6 millones de euros, lo cual supone que pasivos del largo plazo están financiando activos corrientes por ese importe. Este fondo de rotación positivo tiene origen principalmente en las necesidades de explotación, donde la empresa presenta una necesidad financiera de 8,3 millones de euros. Dentro de esta, son los elementos básicos de explotación los que provocan esa necesidad, siendo clave la

inversión de 18,5 millones en existencias que es financiada parcialmente con proveedores (12,4 millones).

Tabla 22. Fondo de rotación de Arenal Perfumerías SL

	2017	variación	2016	variación	2015
Existencias	23.148.358	2.789.608	20.358.750	1.795.404	18.563.346
+ (Clientes - anticipos de clientes)	563.486	130.548	432.938	-96.678	529.616
Necesidades Básicas Brutas de Explotación	23.711.844	2.920.156	20.791.688	1.698.726	19.092.962
- (Proveedores - anticipos a proveedores)	-20.087.401	-5.423.493	-14.663.908	-2.208.330	-12.455.578
FONDO DE ROTACIÓN BÁSICO DE EXPLOTACIÓN	3.624.443	-2.503.337	6.127.780	-509.604	6.637.384
+ Otros activos corrientes de explotación	5.352.354	267.980	5.084.374	1.647.846	3.436.528
- Otros pasivos corrientes de explotación	-2.995.174	-1.279.379	-1.715.795	50.162	-1.765.957
FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN	5.981.623	-3.514.736	9.496.359	1.188.404	8.307.955
+ Otros activos corrientes ajenos a la explotación	2.029	-3.491.782	3.493.811	3.491.520	2.291
- Otros pasivos corrientes ajenos a la explotación	-2.305.687	4.382.882	-6.688.569	-4.026.367	-2.662.202
+ Tesorería	3.822.370	767.444	3.054.926	-1.906.224	4.961.150
FONDO DE ROTACIÓN	7.500.335	-1.856.192	9.356.527	-1.252.667	10.609.194

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

A pesar de que cuenta con una rotación de existencias bastante buena, con un periodo de almacenamiento-venta de 121 días, y una política de cobros al contado mayormente (2 días), el periodo de pago a proveedores (68 días) se ve incapaz de cubrir la necesidad de financiación generado por ese periodo medio de maduración económico (123 días). Lo cual da lugar a un periodo medio de maduración financiero de 55 días, con 6,6 millones de necesidad financiera, que la empresa deberá cubrir con otros activos y pasivos, de explotación o ajenos a ella. Pero la empresa sigue generando más necesidad, contando con más activos que pasivos, tanto de explotación como financieros. Esto lleva a un fondo de rotación de explotación de 8,3 millones, que supone un 10,77% de la cifra de negocios, hasta alcanzar los 10,6 millones del fondo de rotación final, donde el impacto principal del aumento de necesidad viene dado por la tesorería.

Tabla 23. Periodo medio de maduración de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015
Periodo medio de almacenamiento-venta	119,02	123,38	121,12
Periodo medio de cobro a clientes	1,74	1,55	2,04
PMM ECONÓMICO	120,76	124,93	123,17
Periodo medio de pago a proveedores	82,09	71,29	67,83
PMM FINANCIERO	38,67	53,64	55,34

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Durante el 2016 y 2017, el fondo de rotación ha evolucionado positivamente hasta reducirse a 7,5 millones de euros, aunque esto signifique que pasivos del largo plazo siguen financiando

activos corrientes por ese importe. A pesar de que haya una buena evolución en los dos años, es el 2017 el que marca la diferencia, ya que la mejora se encuentra en la explotación.

Tabla 24. Fondo de rotación de explotación sobre ventas de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015
FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN / CIFRA NETA DE NEGOCIOS	6,20%	11,39%	10,77%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

En el 2016, las necesidades básicas brutas de explotación aumentan, tanto por el aumento de la actividad como de los periodos, secundariamente, al igual que el saldo de proveedores, ofreciendo así un fondo de rotación básico de explotación muy parecido al del 2015. Pero la empresa cerró ese ejercicio con unos saldos de deudores varios y otros créditos con las Administraciones Públicas mayores, sin contar con más pasivos corrientes de explotación. Por eso, el fondo de rotación de explotación ascendía a 9,5 millones de euros, superior que el del ejercicio anterior, que consigue mantenerlo con unos activos y pasivos ajenos a la explotación equilibrados hasta lograr un fondo de rotación con 1,2 millones menos de necesidad que en el 2015.

Durante el 2017, la situación mejora en 1,8 millones hasta reducir el fondo de rotación final a 7,5 millones. Esta mejora tiene origen en el fondo de rotación básico de explotación, que ha disminuido en un 41% debido al aumento del periodo medio de pago a proveedores en un 15% y al aumento de compras, principalmente, en un 19%. Pero al igual que el ejercicio anterior, la empresa cuenta con unos activos realizables de explotación que no puede cubrir por completo con los otros pasivos corrientes de explotación. Así, el fondo de rotación de explotación asciende a casi 6 millones de euros, un 6,20% sobre la cifra de negocios, el cual la empresa no consigue cubrir con los pasivos financieros a corto plazo.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

El grupo de comparación presenta unos datos de fondo de rotación muy diversos. Kiko es la única que ofrece un fondo de rotación negativo, lo cual significa que los pasivos a corto plazo financian parte de los activos no corrientes, además de los corrientes. Este tiene origen en la explotación, que cuenta con unas necesidades básicas inferiores al resto, debido a la alta rotación de las existencias y su bajo coste. El alto periodo de pago a proveedores le permite financiar casi el total de estas necesidades. Solamente necesitaría 18 días más de financiación, que cubre con otros pasivos corrientes de explotación, logrando así un fondo de rotación negativo.

Tabla 25. Fondo de rotación del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
Existencias	80.285.826	27.115.000	11.259.319	39.553.382	23.148.358
+ (Clientes - anticipos de clientes)	73.053	12.944.000	4.337.674	5.784.909	563.486
Necesidades Básicas Brutas de Explotación	80.358.879	40.059.000	15.596.993	45.338.291	23.711.844
- (Proveedores - anticipos a proveedores)	-71.335.120	-21.898.000	-13.682.726	-35.638.615	-20.087.401
FONDO DE ROTACIÓN BÁSICO DE EXPLOTACIÓN	9.023.759	18.161.000	1.914.267	9.699.675	3.624.443
+ Otros activos corrientes de explotación	6.576.567	332.000	1.813.382	2.907.316	5.352.354
- Otros pasivos corrientes de explotación	-12.166.104	-10.192.000	-5.736.190	-9.364.765	-2.995.174
FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN	3.434.222	8.301.000	-2.008.541	3.242.227	5.981.623
+ Otros activos corrientes ajenos a la explotación	7.331	0	14.814	7.382	2.029
- Otros pasivos corrientes ajenos a la explotación	-6.817.924	-7.868.000	-4.237.543	-6.307.822	-2.305.687
+ Tesorería	20.529.650	7.551.000	3.796.880	10.625.843	3.822.370
FONDO DE ROTACIÓN	17.153.279	7.984.000	-2.434.390	7.567.630	7.500.335

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

A esta le sigue Druni con un fondo de rotación de explotación de 3,4 millones de euros, un 1,15% sobre la cifra de negocios. Druni es la empresa que más necesidades básicas brutas de explotación presenta, debido a que también es la que periodo medio de almacenamiento-venta más lento presenta. Pero consigue financiar esas necesidades en gran parte con proveedores, además de con otros pasivos corrientes de explotación.

Tabla 26. Periodo medio de maduración del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
Periodo medio de almacenamiento-venta	144,75	127,94	124,15	132,28	119,02
Periodo medio de cobro a clientes	0,07	27,62	14,65	14,11	1,74
PMM ECONÓMICO	144,83	155,55	138,79	146,39	120,76
Periodo medio de pago a proveedores	105,53	83,22	120,81	103,19	82,09
PMM FINANCIERO	39,30	72,33	17,98	43,21	38,67

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Sephora, en cambio, presenta el peor fondo de rotación de explotación, con 8,3 millones de euros, un 5,95% sobre la cifra de negocios. Es decir, 5,95 euros de necesidad de financiación por cada 100 de venta. Si se analizan los periodos, se observa que a pesar de que cuente con un periodo de almacenamiento aceptable, el periodo de cobro se le dispara debido a operaciones intragrupo. Consigue así un PMM económico de 155 días, que con uno de los periodos de pago a proveedores más cortos no va a poder cubrir. Lo cual da un resultado de un PMM financiero de 72 días, que consigue cubrir en gran medida con otros pasivos corrientes de explotación.

Tabla 27. Fondo de rotación de explotación sobre ventas del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
FONDO DE ROTACIÓN DE EXPLOTACIÓN / CIFRA NETA DE NEGOCIOS	1,15%	5,95%	-2,28%	1,61%	6,20%
FONDO DE ROTACIÓN BÁSICO DE EXPLOTACIÓN / CIFRA NETA DE NEGOCIOS	3,03%	13,02%	2,17%	5,54%	3,75%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Tras analizar las tablas de fondo de rotación y periodos, se puede concluir que Arenal cuenta con unos periodos medios de maduración, tanto económico como financiero, mejores que la media. Además, el fondo de rotación de explotación no se aleja muchos millones más de la media. Sin embargo, al relacionarlo con la cifra de negocios, presenta el porcentaje más alto. Lo cual significa que requiere más necesidad de financiación por cada 100 de venta. Pero sería más objetivo si se considera el fondo de rotación básico de explotación sobre la cifra de negocios (3,75%), ya que Arenal presenta muy pocas deudas con las Administraciones Públicas, lo cual no cuenta con menos disponibilidad que el resto.

4.3. FLUJOS DE EFECTIVO

4.3.1. CAPACIDAD DE GENERAR EFECTIVO EN LA EXPLOTACIÓN

En el ejercicio 2015, Arenal presentaba una apreciable capacidad de generar efectivo en su actividad. Generó 8,5 millones de euros de efectivo con su actividad, es decir, casi 2 millones más que su resultado antes de impuestos. Los ajustes al resultado se deben principalmente a la amortización, que, tras ajustar este gasto no monetario, el EBITDA asciende a 9,3 millones. Además, las políticas de cobros y pagos han supuesto un incremento de 1,4 millones de euros en concepto de variación de capital corriente, lo que significa una disminución del fondo de rotación. El aumento del saldo de acreedores y cuentas a pagar es la partida clave en dicho incremento. Pero si se analiza el efecto del modelo de financiación y los pagos por impuestos, se observa que afecta de manera negativa al efectivo bruto generado por la explotación, que aunque la empresa no se encuentre en un nivel de endeudamiento alto, son los impuestos sobre beneficios, sobre todo, los que disminuyen el efectivo generado a 8,5 millones.

Tabla 28. Efectivo generado por la explotación de Arenal Perfumerías SL

	2017	NI	2016	NI	2015
RESULTADO DEL EJERCICIO ANTES DE IMPUESTOS	5.655.750	90	6.308.144	93	6.749.033
RECURSOS GENERADOS POR LA EXPLOTACIÓN (EBITDA)	8.147.522	100	8.153.289	88	9.267.928
EFECTIVO BRUTO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	10.773.855	163	6.608.723	62	10.620.170
EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	9.070.132	181	5.016.843	59	8.540.178

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Durante el 2016, la capacidad de generar efectivo se vio reducida en un 41% respecto al año anterior, generando 5 millones de euros de tesorería. Esa reducción se ocasiona por el incremento de las necesidades de inversión en el circulante. Por lo tanto, a pesar de que el

resultado antes de impuestos y EBITDA obtenido por la empresa fuesen un 7% y un 12% inferior, respectivamente, la disminución del efectivo fue protagonizada por la variación de capital corriente en -1,5 millones de euros.

En el 2017, se logró generar 4 millones de euros más de efectivo que el ejercicio anterior. Esa mejora del 81%, se debe esta vez a la reducción de las necesidades de inversión en el activo corriente, por un acortamiento del PMM financiero. Destaca el aumento del saldo de acreedores y otras cuentas a pagar. El resultado antes de impuestos no ha ayudado a la buena evolución. Se ha visto reducido en un 10%. El EBITDA, en cambio, se mantiene debido a un ajuste de amortización mayor que el ejercicio anterior. Y si a esto se le suma la disponibilidad que ofrece la disminución del fondo de rotación y los flujos ocasionados por el modelo de financiación e impuestos, se obtiene un efectivo de explotación de 9 millones de euros.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 29. Efectivo generado por la explotación del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
RESULTADO DEL EJERCICIO ANTES DE IMPUESTOS	3.285.084	2.110.000	2.522.221	2.639.102	5.655.750
RECURSOS GENERADOS POR LA EXPLOTACIÓN (EBITDA)	9.433.521	7.398.000	7.925.011	8.252.177	8.147.522
% sobre cifra de negocios	3,17%	5,30%	8,99%	4,71%	8,44%
EFFECTIVO BRUTO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	22.673.687	8.726.000	5.662.950	12.354.212	10.773.855
EFFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	22.685.952	8.137.000	5.462.455	12.095.136	9.070.132
% sobre cifra de negocios	7,62%	5,83%	6,20%	6,91%	9,39%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Si se tienen en cuenta los datos del resultado, con sus ajustes oportunos y sin considerar la política de cobros y pagos e impuestos y modelos de financiación, se observa que Arenal presenta unos datos muy por encima de la media (8,44% de EBITDA sobre cifra de negocios), superado tan solo por Kiko. A pesar de contar con un resultado antes de impuestos inferior a la media, Kiko logra un EBITDA semejante al resto por un ajuste de flujos no monetarios, fundamentalmente de amortización. Esto se debe a la alta inversión en el inmovilizado. Druni, la empresa líder del sector, en cambio, presenta el peor dato de EBITDA sobre ventas del grupo de comparación. Es la empresa que más efectivo genera con la explotación por diferencia, pero si se relativiza con el gran volumen de ventas que esta empresa logra, se queda pequeño el dato.

4.3.2. ANÁLISIS DEL RIESGO FINANCIERO

En el siguiente diagnóstico se puede ver como Arenal es capaz de cubrir con el efectivo procedente de la explotación todos sus compromisos de tesorería de inversión y financiación en los ejercicios 2017 y 2015, y se encuentra así ante una situación de estabilidad, sin necesidad de tener que recurrir a operaciones de búsqueda de nueva financiación o la necesidad de vender activos. Pero es lógico que se produzcan desequilibrios coyunturales, como en el 2016, donde la tesorería de la explotación es incapaz de cubrir todos los compromisos de inversión y se ve obligada a buscar financiación. No obstante, cubrir las necesidades de financiación con operaciones de endeudamiento supone incurrir en un riesgo por asumir un compromiso de devolución a futuro. Por lo tanto, se han acumulado los saldos de los 3 ejercicios para obtener unos datos más estables.

Tabla 30. Análisis del riesgo de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015	ACUMULADO
Efectivo de las operaciones de inversión	-6.453.016	-5.298.497	-5.604.315	-17.355.828
(+) Cobros de las op. de financiación no exigibles: capital y subv.	0	0	0	0
(-/+ Efectivo procedente de las actividades de explotación	9.070.132	5.016.843	8.540.179	22.627.154
RIESGO POR INVERSIÓN	2.617.116	-281.654	2.935.864	5.271.326
(-) Pagos por reembolsos de deudas o capital	0	-295.170	-2.058.136	-2.353.306
(-) Pagos por dividendos	-2.280.000	-2.234.568	0	-4.514.568
RIESGO FINANCIERO TOTAL	337.116	-2.811.392	877.728	-1.596.548
(+) Cobros por operaciones de endeudamiento	430.914	905.168	1.000.000	2.336.082
(+/-) Efecto de las variaciones del tipo de cambio	-586	0	0	-586
= Variación de tesorería	767.444	-1.906.224	1.877.728	738.948

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Durante esos 3 ejercicios, la capacidad de generar efectivo de la explotación ha permitido cubrir los 17 millones de necesidad de inversión, fundamentalmente en inmovilizado material, y pagar gran parte de los dividendos y reembolsos de deudas, que disminuyen hasta ser nulas en 2017. Pero la empresa incurre en un riesgo financiero total de -1,6 millones de euros que cubre con operaciones de endeudamiento, a pesar de que tienda a endeudarse menos. Este riesgo supone un 7% sobre el efectivo generado por las actividades de explotación, lo cual significa que podría recuperarse en menos de un ejercicio. Y, como consecuencia de estos movimientos y un pequeño efecto de las variaciones del tipo de cambio, la empresa obtiene una variación de tesorería de 738.948 euros.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Arenal presenta unos datos superiores a los del grupo de comparación. Druni y Kiko cuentan con capacidad de cubrir las necesidades de inversión con el efectivo generado en la explotación, al igual que Arenal. Sephora, en cambio, no obtiene efectivo suficiente en la explotación para hacer frente a sus inversiones, en inmovilizado material principalmente, al igual que el resto. Es destacable el bajo efectivo empleado en las inversiones de Kiko, que podría deberse al pequeño tamaño de sus locales que no requieren de tanta inversión.

Sin embargo, todas incurren en riesgo financiero al pagar los reembolsos de deudas o capital y dividendos. También destacable el casi nulo reembolso de estos en el caso de Sephora, y el gran peso de las operaciones intragrupo de Kiko. Este riesgo financiero supone un alto porcentaje del efectivo de explotación en el caso de Druni y Sephora que rondan el 50%, en comparación con Arenal que supone un 7%.

Tabla 31. Análisis del riesgo del grupo de comparación

ACUMULADO (2017+2016+2015)	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
Efectivo de las operaciones de inversión	-29.368.391	-25.370.000	-13.060.321	-22.599.571	-17.355.828
(+) Cobros de las op. de financiación no exigibles: capital y subv.	0	0	0	0	0
(-/+ Efectivo procedente de las actividades de explotación	31.055.236	16.782.000	22.127.954	23.321.730	22.627.154
RIESGO POR INVERSIÓN	1.686.845	-8.588.000	9.067.633	722.159	5.271.326
(-) Pagos por reembolsos de deudas o capital	-15.696.071	-119.000	-13.298.318	-9.704.463	-2.353.306
(-) Pagos por dividendos	-445.331	0	0	-148.444	-4.514.568
RIESGO FINANCIERO TOTAL	-14.454.557	-8.707.000	-4.230.685	-9.130.747	-1.596.548
(+) Cobros por operaciones de endeudamiento	9.285.914	14.530.000	7.804.444	10.540.119	2.336.082
(+/-) Efecto de las variaciones del tipo de cambio	0	0	28	9	-586
= Variación de tesorería	-5.168.643	5.823.000	3.573.787	1.409.381	738.948
RIESGO FINANCIERO / EFECTIVO DE EXPLOTACIÓN	46,54%	51,88%	19,12%	15,38%	7,06%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2015-2017)

Curiosamente, en el estado de flujos de efectivo de Kiko se ha encontrado un error. Los datos de la variación de tesorería no cuadran por 14 euros en 2017 y 1 millón de euros en 2016. No se han encontrado salidas de la empresa equivalentes a ese segundo importe. El estado de cambios en el patrimonio neto no se indica ningún reparto de dividendos ni aumento de reservas que lo expliquen. Por lo tanto, se ha trabajado con unos datos incompletos.

4.4. SOLVENCIA GLOBAL

Arenal ofrece un dato de solvencia global por encima de 2 en el año base, lo cual significa que tiene 2,36 euros invertidos en activos para hacer frente a cada euro de deuda. Además, su financiación se compone principalmente de recursos propios, siendo el nivel de endeudamiento de un 42%. Por lo tanto, en el 2015, se le podía considerar una empresa con buena autonomía financiera.

Pero en el 2016 estos datos empeoraron y se mantuvieron durante el 2017 también. La solvencia global disminuyó a 1,78 euros invertidos en activos por cada euro de deuda a la que hacer frente, debido al aumento de pasivos exigibles y disminución de los recursos propios que llevó a la empresa a situarse en un nivel de endeudamiento de 56%. Por tanto, el grado de independencia también disminuyó a un 0,78. Lo cual significa que cuenta con 0,78 euros de recursos propios por cada 1 de recursos ajenos.

Tabla 32. Solvencia global de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015
SOLVENCIA GLOBAL	1,78	1,78	2,36
ENDEUDAMIENTO	0,56	0,56	0,42
AUTONOMÍA	0,78	0,78	1,36

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

La deuda de Arenal se compone de acreedores comerciales, fundamentalmente, en torno a un 61-62% tanto en el 2015 como en el 2016. La deuda financiera, que se compone de las deudas con entidades financieras y empresas de grupo, tanto a largo plazo como a corto, excluida la deuda de origen comercial, supone un 37% en esos dos ejercicios. Y el resto de pasivos no son de mucha relevancia.

En el 2017, el orden de relevancia se mantuvo, pero al disminuir la deuda financiera y crecer los acreedores comerciales debido al aumento de la actividad principalmente, los porcentajes verticales variaron. Los acreedores comerciales suponían casi un 80% y la deuda financiera un 20%.

Tabla 33. Composición de la deuda de Arenal Perfumerías SL

	2017		2016		2015	
DEUDA FINANCIERA	5.804.216	20,02%	9.777.587	37,31%	8.699.444	37,69%
ACREEDORES COMERCIALES	23.173.117	79,94%	16.417.682	62,65%	14.269.495	61,83%
OTROS	10.914	0,04%	11.354	0,04%	110.479	0,48%
TOTAL	28.988.247	100,00%	26.206.623	100,00%	23.079.418	100,00%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Si se analiza la capacidad de devolución de esa deuda financiera, se observan unos ratios muy positivos gracias al escaso nivel de endeudamiento financiero y la buena capacidad de generar tesorería a través de la explotación. Es destacable el gran contraste entre los dos ratios en el 2016 debido, fundamentalmente, a la variación negativa del fondo de rotación que en el EBITDA no se tiene en cuenta. En ninguno de los casos la devolución de deuda supera los dos ejercicios, suponiendo que en el futuro se mantiene esa capacidad de generar efectivo en la explotación. Además, tras la devolución de deuda por importe de casi 4 millones en el ejercicio 2017, los ratios han mejorado bastante.

Tabla 34. Capacidad de devolución de la deuda financiera de Arenal Perfumerías SL

	2017	2016	2015
DEUDA FINANCIERA / EFECTIVO EXPLOTACIÓN	0,64	1,95	1,02
DEUDA FINANCIERA / EBITDA	0,71	1,20	0,94

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

En cuanto al grupo de comparación, todas presentan datos adecuados de solvencia global, y el nivel de endeudamiento medio es de 78%. Arenal, aparte de ser la más solvente, es la empresa menos endeudada y, por lo tanto, la que mayor grado de autonomía presenta.

Tabla 35. Solvencia global del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
SOLVENCIA GLOBAL	1,38	1,20	1,27	1,28	1,78
ENDEUDAMIENTO	0,73	0,83	0,79	0,78	0,56
AUTONOMÍA	0,38	0,20	0,27	0,28	0,78

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Para todas las empresas del grupo de comparación los acreedores comerciales son la fuente principal de financiación (62% de media), excepto para Sephora, que cuenta con una deuda financiera superior al resto (50,19%) por tener deudas con empresas del grupo. En el caso de Druni y Kiko, que sus deudas se componen principalmente de acreedores comerciales, seguido de la deuda financiera, el restante 10-13% compuesto por provisiones y periodificaciones tiene más peso que en el resto de las empresas.

Tabla 36. Composición de la deuda del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
DEUDA FINANCIERA	18.774.267	32.617.000	9.815.130	20.402.132	5.804.216
ACREEDORES COMERCIALES	82.770.188	30.558.000	19.399.170	44.242.453	23.173.117
OTROS	11.786.730	1.811.000	4.390.679	5.996.136	10.914
TOTAL	113.331.185	64.986.000	33.604.979	70.640.721	28.988.247

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Si se analiza la capacidad de devolución de esa deuda financiera acumulada, se observa que es Arenal la que mejores datos presenta junto con Druni, que presentan una capacidad de devolución de la deuda en menos de un ejercicio. Kiko necesitaría casi 2 años, pero es Sephora la que destaca por los 4 años que necesitaría para devolver su deuda, que se compone en gran medida de deudas con empresas del grupo y asociadas.

Tabla 37. Capacidad de devolución de la deuda financiera del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
DEUDA FINANCIERA / EFECTIVO EXPLOTACIÓN	0,83	4,01	1,80	2,21	0,64
DEUDA FINANCIERA / EBITDA	1,99	4,41	1,24	2,55	0,71

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

4.5. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

4.5.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

A continuación, se evalúa el rendimiento obtenido a los activos gestionados por la empresa, la relación entre el resultado y los recursos utilizados en la generación del mismo, con independencia de las fuentes de financiación utilizadas. Hay diferentes indicadores de resultados para el cálculo de la rentabilidad económica, pero en la tabla se muestran los siguientes:

- BAI: Beneficios antes de intereses.
- BAIT: Beneficio antes de intereses e impuestos.
- REXNE: Resultado de explotación neto de extraordinarios (deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado).

Tabla 38. Rentabilidad económica de Arenal Perfumerías SL

RENTABILIDAD ECONÓMICA	2017	NI	2016	NI	2015
BAI	4.354.666	97	4.488.074	88	5.093.849
ROI = BAI / AT	8,45%	88	9,60%	102	9,37%
Margen = BAI / Ventas	4,51%	84	5,38%	81	6,61%
Rotación = Ventas / AT	1,87	105	1,78	126	1,42
BAIT	5.770.038	90	6.408.378	91	7.031.866
ROI = BAIT / AT	11,20%	82	13,70%	106	12,94%
Margen = BAIT / Ventas	5,98%	78	7,69%	84	9,12%
Rotación = Ventas / AT	1,87	105	1,78	126	1,42
RDO EXPLOTACIÓN NETO EXTRAORDINARIOS	5.742.541	90	6.404.262	87	7.385.382
ROI = Rdo Explotación Neto / AT	11,15%	81	13,69%	101	13,59%
Margen = Rdo Explotación Neto / Ventas	5,95%	77	7,68%	80	9,58%
Rotación = Ventas / AT	1,87	105	1,78	126	1,42

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

Como es evidente, los ratios de rentabilidad son mejores a medida que se analizan los datos antes de impuestos (BAIT) y en base a resultados de explotación libres del impacto de los resultados extraordinarios o no periódicos. Pero, dado que ya se conoce la política fiscal y se tendrá en cuenta el impacto de este en el comentario, y no observarse grandes alteraciones en el impacto de extraordinarios durante esos años, se utilizarán los resultados en términos de BAI para el comentario.

En 2015, Arenal presentaba un ratio de rentabilidad de 9,37%, lo cual significaba generar 9,37 euros de riqueza por cada 100 euros invertidos en el activo. Esa rentabilidad se obtiene de un margen de 6,61 euros de beneficios antes de intereses por cada 100 de ventas y una capacidad de vender 1,42 veces al año su inversión en el activo. Por lo tanto, al multiplicar estos dos factores, se obtiene el dato de ROI de 9,37%.

En 2016, la rentabilidad económica mejoró ligeramente en un 2%, ascendiendo el ratio a 9,60%. Si se descomponen los datos en margen y rotación, se puede apreciar una bajada del 19% en el margen obtenido que se ha conseguido equilibrar con el aumento en la rotación de la inversión en un 26%. La evolución del margen (5,38%) se ha visto afectada por la disminución de los resultados del ejercicio debido a que la empresa no pudo contener los gastos principales

de explotación con la apertura de nuevas tiendas. Lo cual significa que los gastos crecieron en mayor proporción que las ventas. Sin embargo, la rotación evolucionó positivamente tras la escisión parcial a Vazmar Lucus SL, que provocó una disminución del activo total, principalmente, de inmovilizado material. Y eso, junto al aumento de las ventas por el crecimiento de la red comercial, han conseguido que la rotación se de 1,78.

En 2017, en cambio, la rentabilidad económica evolucionó negativamente (-12% respecto al año anterior) hasta suponer un 8,45% el rendimiento obtenido a los activos de la empresa. Esto se relaciona con la bajada en un 16% del margen (el decrecimiento hubiera sido mayor si se considerasen los datos en base a BAIT, ya que la mejora de la política fiscal en este ejercicio amortigua bastante la caída del margen respecto al año anterior), que no ha podido equilibrar la rotación de los activos, que tan solo ha mejorado en un 5%. Este margen (4,51%) se debe a que los beneficios antes de intereses no crecen tan rápido como las ventas. La empresa no consigue contener los principales gastos, que presentan unos números índice superiores a las de la cifra de negocios. No obstante, la rotación (1,87) sigue mejorando gracias al aumento constante de las ventas y la estabilidad o lento crecimiento de la inversión de la empresa.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Para homogeneizar los datos de las diferencias en la política fiscal de las empresas del grupo de comparación, se tendrán en cuenta los datos obtenidos en base a BAIT, resultado antes de impuestos + gastos financieros.

Tabla 39. Rentabilidad económica del grupo de comparación

RENTABILIDAD ECONÓMICA 2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
BAI	2.874.826	2.170.000	2.126.704	2.390.510	4.354.666
ROI = BAI / AT	1,84%	2,78%	4,97%	3,20%	8,45%
Margen = BAI / Ventas	0,97%	1,56%	2,41%	1,65%	4,51%
Rotación = Ventas / AT	1,91	1,79	2,06	1,92	1,87
BAIT	3.721.997	2.667.000	2.628.949	3.005.982	5.770.038
ROI = BAIT / AT	2,39%	3,42%	6,14%	3,98%	11,20%
Margen = BAIT / Ventas	1,25%	1,91%	2,98%	2,05%	5,98%
Rotación = Ventas / AT	1,91	1,79	2,06	1,92	1,87
RDO EXPLOTACIÓN NETO EXTRAORDINARIOS	2.689.610	2.778.000	2.591.322	2.686.311	5.742.541
ROI = Rdo Explotación Neto / AT	1,72%	3,56%	6,05%	3,78%	11,15%
Margen = Rdo Explotación Neto / Ventas	0,90%	1,99%	2,94%	1,95%	5,95%
Rotación = Ventas / AT	1,91	1,79	2,06	1,92	1,87

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Al comparar los datos de rentabilidad económica con el grupo de comparación, se observa una clara superioridad de Arenal frente al resto. El ROI de Arenal se encuentra por encima de cualquiera de las empresas consideradas. Aunque la rotación sea una de las más bajas, algo superior que la de Sephora, su margen sobre ventas marca la diferencia.

En la relación al margen, se observa como el peor porcentaje del margen bruto comercial de Arenal, seguido por el de Druni, se compensa con unas buenas políticas de los principales gastos de explotación. Son estas dos empresas las que mejor contienen el resto de gastos, pero sigue

siendo Arenal la que destaca y es por eso que logra un margen por encima del resto. Kiko, en cambio, no consigue aprovechar su margen bruto comercial de casi 63% por el alto peso que suponen sus gastos.

En cuanto a la rotación, se aprecia como todas consiguen ventas que suponen multiplicar casi por 2 su activo total. En el caso de Kiko, logra duplicar su activo, y es más sorprendente aún por su gran inversión en el largo plazo, un 50,13% del activo total. Lo cual supone que para obtener unas ventas que multiplican más que por 4 su activo corriente, se tiene que apoyar en unos periodos de almacenamiento-venta y pago tan buenos como los suyos. Sin embargo, Sephora presenta el peor dato de rotación, que se podría explicar por la importante presencia de clientes empresas del grupo, que además de ralentizan el periodo de cobro, restan rentabilidad. Además, cuenta con el peor dato de PMM financiero.

4.5.2. RENTABILIDAD FINANCIERA

La rentabilidad financiera permite evaluar la relación entre el beneficio y los recursos financieros utilizados, la eficiencia de la explotación teniendo en cuenta el origen de las fuentes de financiación. Además, permite estudiar el impacto sobre la rentabilidad del uso de diferentes modelos de financiación, propios o ajenos. Por eso se presentan 3 ratios:

- **R1: Rentabilidad de los recursos propios.** Refleja el rendimiento que se obtiene por cada 100 unidades de capitales propios. Es la riqueza que el accionista va a ganar por cada 100 unidades de patrimonio neto.
- **R3: Coste efectivo de la deuda.** Refleja el coste efectivo de las deudas financieras que posee la empresa.
- **R2: Rentabilidad financiera global.** Refleja la capacidad de generar riqueza por cada 100 unidades de financiación que requiere remuneración. Es una media ponderada de R1 y R3. Si se tuviesen en cuenta los pasivos no remunerados como, por ejemplo, los acreedores comerciales, la rentabilidad financiera (R2) equivaldría a la rentabilidad económica en términos de BAI.

Una vez se conocen los datos, R1 se podría desglosar de la siguiente manera también, así permite conocer el origen de dicha rentabilidad y relacionarla con la rentabilidad económica:

R. recursos propios = R. financiera global +/- efecto apalancamiento financiero

$$r1 = r2 + (r2 - r3) * \frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

FACTORES ECONÓMICOS FACTORES FINANCIEROS

Tabla 40. Rentabilidad financiera de Arenal Perfumerías SL

	2017	NI	2016	NI	2015
R1 = Resultado / Patrimonio Neto	18,83%	88	21,34%	139	15,38%
R3 = Gastos Financieros (1-t) / Deudas Financieras	1,48%	192	0,77%	33	2,34%
R2 = Resultado + GF (1-t) / PN + DF	15,27%	104	14,71%	117	12,54%
(R2-R3)	13,79%	99	13,94%	137	10,20%
Ratio palanca = DF / PN	0,26	54	0,48	171	0,28
Efecto apalancamiento = (R2-R3) DF / PN	3,55%	54	6,63%	234	2,84%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa (2015-2017)

En 2015, la rentabilidad de los recursos propios de Arenal fue de 15,38%, lo cual significa que por cada 100 euros invertidos por sus accionistas consiguieron más de 15 euros adicionales. Dicha rentabilidad viene dada fundamentalmente por los factores económicos, ya que la empresa tiene un nivel de endeudamiento muy bajo, con un ratio palanca de 0,28 que no le permite aprovechar el exceso de rendimiento respecto al coste efectivo de la deuda. Por lo tanto, la rentabilidad obtenida por los activos financiados con deuda que acaba trasladándose a remunerar los recursos propios es de tan solo 2,84% frente al 12,54% de los factores económicos.

Durante el 2016, la rentabilidad financiera de los accionistas de Arenal creció en un 39% hasta alcanzar el 21,34%. Ese incremento vino motivado tanto por factores económicos como financieros. El efecto más relevante ha correspondido a los factores financieros que, como consecuencia de la reducción del coste del endeudamiento en un 67% y un mayor nivel de endeudamiento, con un ratio palanca de 0,48, que ha permitido incrementar el efecto apalancamiento hasta 6,63%. Ese incremento de 134% en el efecto apalancamiento se debe principalmente a la disminución de 34% en los recursos propios tras la escisión parcial a Vazmar Lucus SL que llevó a un aumento del ratio palanca. Por otro lado, la evolución positiva de la rotación identificada en la rentabilidad económica, ha permitido que la rentabilidad financiera global aumente en un 17%, trasladándose así a un incremento de la rentabilidad financiera.

En 2017, en cambio, la rentabilidad financiera evolucionó negativamente en un 12% hasta descender a 18,83%. Esa reducción viene dada por la disminución del efecto apalancamiento, que se ha visto afectada por el aumento del patrimonio neto con el resultado del ejercicio anterior llevado a reservas. Ese hecho disminuyó el ratio palanca a 0,26. Y aunque el coste de la deuda aumentó en un 92%, el diferencial r2-r3 no se vio tan afectado por la mejora en los factores económicos. La mejora de la rotación ha vuelto a permitir un incremento de la rentabilidad financiera global. Aunque si se tuviesen en cuenta los pasivos no remunerados como en la rentabilidad económica, no se observaría ninguna mejora, sino un decrecimiento de la rentabilidad. Esta diferencia se debe principalmente al aumento en un 62% de los acreedores comerciales, que no se tienen en cuenta en la rentabilidad financiera global.

❖ CONTRASTE CON EL GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 41. Rentabilidad financiera del grupo de comparación

2017	DRUNI	SEPHORA	KIKO	MEDIA	ARENAL
R1 = Resultado / Patrimonio Neto	5,71%	12,35%	21,96%	13,34%	18,83%
R3 = Gastos Financieros (1-t) / Deudas Financieras	1,75%	1,28%	0,82%	1,28%	1,48%
R2 = Resultado + GF (1-t) / PN + DF	4,50%	4,45%	11,04%	6,66%	15,27%
(R2-R3)	2,75%	3,17%	10,23%	5,38%	13,79%
Ratio palanca = DF / PN	0,44	2,50	1,07	133,48%	0,26
Efecto apalancamiento = (R2-R3) DF / PN	1,21%	7,91%	10,91%	6,68%	3,55%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas (2017)

Anteriormente ya se habían observado diferencias en la composición de la deuda entre las empresas del grupo de comparación, y esas diferencias se trasladan a los datos de la rentabilidad financiera. En el caso de Druni y Arenal, los acreedores comerciales son la fuente principal de los recursos ajenos, quitando relevancia a las deudas remuneradas. Sin embargo, en el caso de Sephora, y en menor medida de Kiko, las deudas financieras tienen mayor peso. Ese hecho les permite alcanzar un ratio palanca más elevado que multiplica el exceso de rendimiento respecto al tipo de interés. Es por eso que estas dos empresas consiguen un efecto de apalancamiento financiero mayor que el resto. Por otro lado, se observa que las empresas con mayor relevancia de los acreedores comerciales, presentan una rentabilidad financiera global bastante más alta que la económica, dado que los acreedores comerciales no se han tenido en cuenta en el denominador del r2.

En consecuencia, Kiko que cuenta con una composición de deuda bastante equilibrada, pero con unas deudas financieras suficientes como para aprovechar su bajo coste efectivo, ha logrado posicionarse primero de la lista en cuanto a rentabilidad de los recursos propios. A esta le sigue Arenal, que, aunque no pueda disfrutar de su alto diferencial r2-r3 por su bajo nivel de endeudamiento, como ya se había observado antes, cuenta con la rentabilidad económica más alta.

5. DIAGNÓSTICO FINAL

5.1. DIAGNÓSTICO DE ARENAL PERFUMERÍAS (2015-2017)

INDICADOR	DIAGNÓSTICO	
Evolución de las ventas últimos 3 años	Incremento medio anual de 8,40% en las ventas en el periodo 2015-2017.	✓
Estructura patrimonial	Reestructuración del balance tras la escisión parcial a Vazmar Lucus SL. Los activos corrientes de explotación son ahora la inversión principal de la empresa. Mantiene un nivel de endeudamiento equilibrado.	✓
Margen de explotación	Márgenes de explotación sobre ventas positivos en los 3 años, pero en decrecimiento.	!
Evolución de principales gastos	La empresa no logra contener los principales gastos, tanto aprovisionamientos, personal, como otros gastos de explotación, aumentan en mayor proporción que las ventas. Por lo tanto, reducen el margen de explotación.	!
Liquidez	Arenal cuenta con un ratio de solvencia a corto plazo adecuado durante los 3 ejercicios. La solvencia está sostenida fundamentalmente por las existencias. No obstante, fuera de la explotación también presenta una situación equilibrada.	=
Fondo de Rotación de Explotación y su evolución	La rotación de existencias, hizo que el periodo de pago a proveedores de 68 días no fuese capaz de cubrir el periodo de almacenamiento-venta de 121 días, presentando un PMM financiero de 55 días en 2015. Esto hace que el ciclo de explotación presente una necesidad de financiación de 8,3 millones de euros, un 10,77% sobre ventas. Pero durante los siguiente dos años evolucionó correctamente y disminuyó la necesidad a un 6,20% sobre ventas, gracias al aumento del periodo de pago y de la actividad, principalmente.	✓
Capacidad de generar efectivo en la explotación	Arenal es capaz de generar efectivo en la explotación, logrando una media de 7,5 millones de euros de tesorería en cada ejercicio. A pesar de que durante esos años los márgenes sobre ventas disminuyesen, así como su resultado antes de impuestos, la empresa ha logrado generar medio millón más en el 2017 que en 2015. La variación del fondo de rotación de explotación ha ayudado a conseguir este objetivo.	✓
Riesgo asumido periodo 2015-2017	En el 2015 y 2017 Arenal cubrió con autofinanciación las necesidades del ciclo de inversión y financiación. Arenal ha hecho frente a 17 millones de euros de inversión y 4	✓

millones de dividendos con la autofinanciación generada en el periodo estudiado. El riesgo financiero identificado ha estado relacionado con la necesidad de devolver préstamos, pero al cierre 2017, el importe total de endeudamiento financiero no ha aumentado.

Solvencia Global Estática

Arenal ofrece un ratio de solvencia global adecuado durante los tres ejercicios, dado que la empresa tiene un nivel de endeudamiento equilibrado, alrededor del 50%. Aunque es cierto que los datos empeoran tras la escisión parcial, por el traspaso tanto de activos y la reducción correspondiente del patrimonio neto.



Solvencia Global Dinámica: ratios de capacidad de devolución de deudas financieras

La empresa presenta unos datos de capacidad de devolución de deuda muy buenos. Además, durante el periodo analizado han evolucionado positivamente. Así, en el 2017, cuenta con una capacidad de devolución de la deuda financiera en menos de un año.



Rentabilidad económica

La rentabilidad económica de la empresa ha disminuido casi un punto en el periodo analizado, por la caída de márgenes. La mejora de rotación de activos no ha conseguido amortiguar dicha caída de márgenes.










Rentabilidad financiera de los accionistas

La rentabilidad financiera de los accionistas ha evolucionado positivamente, pasando de ser un 15,38% a un 18,83%, con un máximo en el 2016 (21,34%). El origen de dicha rentabilidad está asociada a factores económicos principalmente, debido a su escaso nivel de endeudamiento. En el periodo estudiado, los factores tanto económicos como financieros han evolucionado positivamente.



5.2. DIAGNÓSTICO RESPECTO AL GRUPO DE COMPARACIÓN (2017)

INDICADOR	DIAGNÓSTICO	
Evolución de las ventas últimos 3 años	Arenal presenta un incremento medio anual de ventas (8,40%) inferior al de la media del grupo de comparación (10,04%) en el periodo 2015-2017.	
Estructura patrimonial	Se encuentran grandes diferencias entre las empresas en cuanto a la estructura patrimonial, sobre todo en las inversiones. En relación a la financiación, los pasivos corrientes son la fuente principal de financiación para todas ellas.	
Margen de explotación	Arenal presenta el margen de explotación más alto con un 5,97%. El de la media del grupo de comparación se sitúa en 1,87%.	
Principales gastos	Arenal cuenta con el margen bruto comercial más bajo (27,48%). Sin embargo, los porcentajes de los principales gastos sobre ventas son los más bajos también. Por lo tanto, es quien mejor contiene los gastos para la obtención de un margen mejor.	
Liquidez	Arenal presenta un ratio de solvencia a corto plazo superior que el grupo de comparación. Pero esa solvencia está sustentada por las existencias, y al contar con mayor inversión en ellas, el ratio de liquidez ofrecido es menor que el resto de las empresas. En cuanto a la solvencia a corto plazo en ajenos de explotación, Arenal se sitúa por encima de la media, contando con más activos financieros que pasivos financieros.	
Fondo de Rotación de Explotación y periodos	En el estudio de las necesidades de los periodos, Arenal se sitúa por debajo de la media, tan solo detrás de la situación de Kiko. Ofrece el PMM económico más reducido de las empresas analizadas, teniendo su origen en el periodo de almacenamiento más corto. Pero el reducido periodo de pago de 82 días, hace que su PMM financiero hace que sea el segundo mejor del grupo de comparación. De este modo, las necesidades de los elementos básicos del fondo de rotación de explotación suponen un 3,75% de la cifra de negocios, por debajo de la media del grupo de comparación. El escaso nivel de otros pasivos relacionados con la explotación, hace, sin embargo, aumentar este porcentaje a un 6,20% situándole en el peor puesto entre las empresas analizadas.	
Capacidad de generar efectivo en la explotación	Arenal muestra una clara capacidad de generar efectivo en la explotación con un 8,44% de EBITDA sobre cifra de	

	negocios, el segundo mejor dato detrás de Kiko y por encima de la media del grupo de comparación.	
Riesgo asumido periodo 2015-2017	Arenal sigue la tendencia del sector de financiar fuertes inversiones en expansión con políticas de autofinanciación. Tan solo Sephora ha tenido que recurrir al incremento de endeudamiento para financiar su expansión. Al relativizar la autofinanciación sobrante respecto a la inversión realizada, Arenal presenta el segundo mejor dato del sector por detrás de Kiko.	✓
Solvencia Global Estática	A pesar de que todas las empresas presenten datos de solvencia global adecuados, es Arenal la empresa con mejor dato y un nivel de endeudamiento más equilibrado. Por lo cual, es también la más autónoma de todas.	✓
Solvencia Global Dinámica: ratios de capacidad de devolución de deudas financieras	Arenal es la empresa que menos tiempo necesita para devolver la deuda financiera acumulada, siendo este de menos de un ejercicio. Es también la que menos deuda acumula.	✓
Rentabilidad económica	Arenal cuenta con el mejor dato de rentabilidad económica (11,20%) del grupo de comparación. Aunque presente el mejor margen (5,98%) por diferencia, ofrece una de las peores rotaciones (1,87). Es cierto que cada vez se asemeja más al sector con un empeoramiento del margen por la falta de contención de los gastos. La mejora de la rotación, gracias a la mejora de los periodos, ha amortiguado esta mejora de márgenes.	✓
Rentabilidad financiera de los accionistas	Arenal presenta un dato de rentabilidad financiera mejor que la media del sector con un 18,83%, tan solo por detrás de Kiko con 21,96%. El origen de dicha rentabilidad está, además, claramente asociada a factores económicos, donde Arenal presenta el mejor indicador del grupo de comparación. El menor ratio palanca de todas las empresas analizadas de 0,26, hace que los factores financieros (3,55%) empujen menos a la rentabilidad de los accionistas.	✓

5.3. CONCLUSIONES FINALES

Con el plan de expansión iniciado hacia mediados de esta década, Arenal Perfumerías ha llegado a situarse entre las principales empresas del sector, con unas ventas de 96,5 millones de euros en el 2017 con menos de 41 tiendas. Aunque la evolución de sus ventas en el periodo 2015-2017 ha sido casi 2 puntos inferior que la del grupo de comparación, duplica las ventas por tienda de cualquier otra empresa. Esto se debe a sus grandes tiendas, con gran variedad de productos que se pueden encontrar, desde los más asequibles a los más lujosos, a diferencia del resto del grupo de comparación, que opera en tiendas de menor tamaño y con una oferta de productos más limitada, tanto por la gama como por el tipo de productos, excepto Druni, que se le asemeja bastante.

Se puede concluir que la empresa cuenta con varias fortalezas como la alta rentabilidad, tanto económica como financiera. Presenta el mejor periodo de almacenamiento-venta y PMM económico. Además, tiene un bajo nivel de endeudamiento, que le permite un mayor grado de autonomía y solvencia. Asimismo, cuenta con una buena capacidad de generar EBITDA, situándose por encima del sector, que le ha permitido pagar con autofinanciación la expansión de esos 3 años, de 17 millones de euros de inversión, además de pagar 4 millones de euros a sus socios. También mantiene una muy buena capacidad de devolución de deuda.

Sin embargo, la empresa podría considerar la posibilidad de aumentar el nivel de endeudamiento que permitiría una mejora de la rentabilidad financiera a través de los factores financieros. Otra de las debilidades de la empresa es el descontrol en algunos gastos, como aprovisionamientos, gasto de personal y otros gastos de explotación, los cuales le llevan a una evolución negativa de los márgenes. Pero, de todas maneras, consigue que los márgenes sean superiores que los del sector, gracias a sus grandes tiendas, logrando más ventas por tienda que el resto de las empresas.

Por último, ahora que entra un nuevo socio en el accionariado de la empresa, se le recomendaría que continuase con el plan de expansión que ha estado llevando a cabo la empresa estos últimos años, dado que el mercado está dando la oportunidad de crecer. Incluso, se podría acudir a un nivel de endeudamiento mayor, permitiéndole así exprimir mejor su rentabilidad financiera. No se le aconsejaría una estructura de tiendas diferente a la existente, ya que los datos demuestran que sus tiendas grandes le permiten ser más eficaz. A pesar de la evolución negativa de los principales gastos con la apertura de tiendas, siguen siendo inferiores que los del grupo de comparación, que cuentan con unas tiendas más pequeñas. Se compensan con unas ventas por tienda que duplican las del resto de empresas, con unas ventas por empleado mayor que la media también. Asimismo, otro consejo sería mantener a los empleados motivados con unos salarios más altos, ya que Arenal es una de las empresas que menos recompensa, y así poder crecer o mantener ese dato de ventas por empleado alto.

Por otro lado, se podría valorar la opción de crear una marca propia, tras ver que el resto de las empresas del grupo de comparación consigue un margen bruto comercial mayor gracias a ellas. Además, si esta siguiese las últimas exigencias de los consumidores como, que sea ecológico y no testado en animales, sería un valor añadido. Primeramente, se podría centrar en productos de cuidado de la piel, ya que se trata de la categoría más demandada, y productos para hombres tras ver que la presencia de los hombres en este sector está creciendo. Después de conocer su aceptación en el mercado y la evolución de sus ventas, la marca podría seguir creciendo produciendo el resto de categorías también. De esta manera, probablemente Arenal lograría mejorar su margen bruto comercial.

BIBLIOGRAFÍA

- Arenal (2019). <https://www.arenal.com/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Caraballo, T. A., & Amondarain, J., & Zubiaur, G. (2013). Análisis Contable. Bilbao: UPV-EHU.
- Cela, D. (4 de junio de 2017). El gigante que nació en una droguería. La voz de Galicia. https://www.lavozdeg Galicia.es/noticia/mercados/2017/06/04/gigante-nacio-drogueria/0003_201706SM4P7991.htm (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Cosmetics Europe (2019). Cosmetics and personal care industry overview. <https://cosmeticseurope.eu/cosmetics-industry/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Cosmetics Europe. (2017). Consumer Insights 2017. https://cosmeticseurope.eu/files/6114/9738/2777/CE_Consumer_Insights_2017.pdf
- Cosmetics Europe. (2018). Socio-Economic Contribution of the European Cosmetics Industry 2018. https://cosmeticseurope.eu/files/7915/2905/6490/CE_Socio_Economic_Report_2018.pdf
- Coto, A. (2018). Arenal abrirá en octubre en Bilbao la tienda más grande del grupo. El Progreso. <https://www.elprogreso.es/articulo/lugo/arenal-abrira-octubre-bilbao-tienda-mas-grande-grupo/201804270848361309157.html> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- DC Advisory (2019). DC Advisory has advised the shareholders of Arenal in the sale of a majority stake to Sonae. <https://www.dcadvisory.com/es/deal-announcement/dc-advisory-has-advised-the-shareholders-of-arenal-in-the-sale-of-a-majority-stake-to-sonae/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Druni (2019). <https://www.druni.es/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Euromadi (2019). Euromadi - Asociados. <https://www.euromadi.es/asociados/presentacion/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Kiko Milano (2019). <https://www.kikocosmetics.com/es-es/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Reglamento (CE) No 1223/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de noviembre de 2009 sobre los productos cosméticos. Diario Oficial de la Unión Europea.
- SABI (2019). <https://sabi.bvdinfo.com/version-2019108/home.serv?product=SabiNeo&loginfromcontext=ipaddress> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Sephora (2019). <http://www.sephora.es/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)
- Stanpa (2019). La industria cosmética en cifras. <https://www.stanpa.com/content.aspx?cod=10203&bool=False&sec=461&t=0> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)

Statista (2019). Annual beauty-related content views on YouTube from 2009 to 2018 (in billions). <https://www.statista.com/statistics/294655/youtube-monthly-beauty-content-views/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)

Statista (2019). Annual growth of the global cosmetics market from 2004 to 2018. <https://www.statista.com/statistics/297070/growth-rate-of-the-global-cosmetics-market/> (Último acceso el 11 de octubre de 2019)

Zubiaurre, M.A., & Aldazabal, M.E. (2018). Informe Económico Financiero: Forum Sport, SA. Donostia-San Sebastián: UPV-EHU.

ANEXO 1 – CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE DRUNI SA

BALANCE	2017	2016	2015
ACTIVO			
A) ACTIVO NO CORRIENTE	48.559.640	38.523.882	35.922.030
I Inmovilizado intangible	4.745.502	4.701.094	6.739.082
II Inmovilizado material	37.950.679	25.154.055	21.102.450
1. Terrenos y construcciones	8.587.068	3.169.527	3.207.003
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	29.363.611	21.984.528	17.895.447
3. Inmovilizado en curso y anticipos	0	0	0
III Inversiones inmobiliarias	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	3.599.968	2.793.339
V Inversiones financieras a largo plazo	5.428.791	4.577.878	4.177.132
VI Activos por impuesto diferido	434.668	490.887	1.110.027
VII Deudas comerciales no corrientes	0	0	0
B) ACTIVO CORRIENTE	107.472.427	105.269.113	96.078.952
II Existencias	80.285.826	78.833.062	63.325.599
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6.649.620	10.769.720	5.708.351
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	73.053	78.142	89.404
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	0	0	0
3. Deudores varios	0	0	0
4. Personal	0	0	0
5. Activos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	66.605	52.500
V Inversiones financieras a corto plazo	7.331	11	3.207
VI Periodificaciones a corto plazo	0	0	0
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	20.529.650	15.599.715	26.989.295
TOTAL ACTIVO (A + B)	156.032.067	143.792.995	132.000.982
PATRIMONIO NETO Y PASIVO			
A) PATRIMONIO NETO	42.700.882	53.136.092	54.015.565
A-1) Fondos propios	42.700.882	53.136.092	54.015.565
I Capital	81.466	102.861	102.861
II Prima de emisión	0	0	0
III Reservas	0	0	0
1. Legal y estatutarias	0	0	0
2. Otras reservas	0	0	0
3. Reserva de revalorización	0	0	0
1. Reserva de capitalización	70.119	70.119	0
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-154.440	-154.440	-154.440
V Resultados de ejercicios anteriores	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	2.417.762	857.260	3.451.606
IX Otros instrumentos de patrimonio neto	2.425.866	0	0
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	0

A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0	0	0
B) PASIVO NO CORRIENTE	23.012.037	13.709.292	13.348.632
I Provisiones a largo plazo	10.142.226	9.902.372	6.961.880
II Deudas a largo plazo	11.956.343	3.627.060	5.592.569
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	3.496.343	3.627.060	5.592.569
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros pasivos financieros	0	0	0
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
IV Pasivos por impuesto diferido	913.468	179.860	794.183
V Periodificaciones a largo plazo	0	0	0
C) PASIVO CORRIENTE	90.319.148	76.947.611	64.636.785
II Provisiones a corto plazo	731.036	755.753	831.947
1. Provisiones por derechos de emisión de gases de efecto invernadero	0	0	0
2. Otras provisiones	731.036	755.753	831.947
III Deudas a corto plazo	6.817.924	2.169.362	1.859.035
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	2.357.160	2.169.362	1.859.035
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	82.770.188	74.022.496	61.945.803
1. Proveedores	71.335.120	64.344.282	53.375.454
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	0	0	0
3. Acreedores varios	0	0	0
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	0	0	0
5. Pasivos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	0	0	0
7. Anticipos de clientes	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	156.032.067	143.792.995	132.000.982

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2016	2015
A) Operaciones continuadas			
1. Importe neto de la cifra de negocios	297.856.411	262.473.493	228.314.014
a) Ventas	297.856.411	262.473.493	228.314.014
4. Aprovisionamientos	-199.118.545	-173.879.971	-149.530.525
a) Consumo de mercaderías	-199.669.495	-172.488.750	-149.523.314
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	0	-1.322.145	0
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	550.950	-69.076	-7.211

5. Otros ingresos de explotación	424.382	449.116	775.431
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	313.667	354.224	692.586
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	110.715	94.892	82.845
6. Gastos de personal	-49.298.272	-43.350.990	-38.229.493
a) Sueldos, salarios y asimilados	-37.740.706	-33.316.815	-29.361.100
b) Cargas sociales	-11.557.566	-10.034.175	-8.868.393
c) Provisiones	0	0	0
7. Otros gastos de explotación	-40.650.072	-36.567.935	-33.445.899
8. Amortización del inmovilizado	-7.296.968	-5.750.678	-3.804.406
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	0	0
10. Excesos de provisiones	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-244.228	-396.806	-483.400
a) Deterioro y pérdidas	-244.228	-396.806	-483.400
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0	0	0
13. Otros resultados	308.164	132.869	106.795
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	2.445.382	3.109.098	3.702.517
14. Ingresos financieros	1.258.519	1.294.940	1.087.737
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	1.258.519	1.294.940	1.087.737
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	0	0	0
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	0	0	0
15. Gastos financieros	-436.913	-321.884	-125.229
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	18.096	9.560	-41.248
17. Diferencias de cambio	0	0	0
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	107.234
a) Deterioros y pérdidas	0	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	107.234
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	0
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	839.702	982.616	1.028.494
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	3.285.084	4.132.329	4.740.411
20. Impuestos sobre beneficios	-847.171	-3.275.069	-1.288.805
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	2.437.913	857.260	3.451.606
B) Operaciones interrumpidas			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	2.437.913	857.260	3.451.606

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2017	2016	2015
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	3.285.084	4.132.329	4.740.411
2. Ajustes del resultado	6.148.437	5.898.536	4.257.912
a) Amortización del inmovilizado (+)	7.296.968	5.750.678	3.804.406
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-550.950	69.075	7.211
c) Variación de provisiones (+/-)	-2.107	705.207	934.803
d) Imputación de subvenciones (-)	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	244.228	396.806	483.400
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	-9.559	0
g) Ingresos financieros (-)	-1.258.519	-1.294.940	-1.087.737
h) Gastos financieros (+)	436.913	321.884	125.229
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-18.096	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	13.240.166	-8.273.227	-1.401.612
a) Existencias (+/-)	-901.814	-15.576.538	-3.180.140
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	0	0	0
c) Otros activos corrientes (+/-)	4.120.005	-5.061.274	1.569.021
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	0	12.364.585	0
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	8.757.281	0	158.057
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	1.264.694	0	51.450
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	12.265	-425.996	-559.069
a) Pagos de intereses (-)	-219.671	-109.056	-83.981
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	1.258.519	1.294.940	980.503
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-1.026.583	-1.611.880	-1.455.591
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	22.685.952	1.331.642	7.037.642
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
6. Pagos por inversiones (-)	-13.290.875	-11.288.233	-7.110.313
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-690.000	0	0
c) Inmovilizado material	-10.882.529	-9.413.847	-6.436.906
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	-1.311.328	-610.280	-671.272
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	1.710.605	212.635	397.790
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0
c) Inmovilizado material	4.836	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0

e) Otros activos financieros	455.769	212.635	397.790
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-11.580.270	-11.075.598	-6.712.523

C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación

9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-6.005.711	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	-6.005.711	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-170.036	-1.645.624	1.411.214
a) Emisión	1.785.914	0	7.500.000
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	1.785.914	0	7.500.000
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0
b) Devolución y amortización de	-1.955.950	-1.645.624	-6.088.786
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-1.955.950	-1.582.350	-5.288.786
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	-63.274	-800.000
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	-445.331
a) Dividendos (-)	0	0	-445.331
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-6.175.747	-1.645.624	965.883

D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0
--	----------	----------	----------

E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	4929935	-11389580	1291002
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	15.599.715	26.989.295	25.698.293
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	20.529.650	15.599.715	26.989.295

ANEXO 2 – CUENTAS ANUALES DE SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL

*en miles de euros.

BALANCE	2017	2016	2015
ACTIVO			
A) Activo no corriente	29.985	21.356	19.313
I Inmovilizado intangible	7.267	3.930	2.594
3. Patentes, licencias, marcas y similares	0	0	0
4. Fondo de comercio	722	0	0
5. Aplicaciones informáticas	0	406	192
9. Otro inmovilizado intangible	6.545	3.524	2.402
II Inmovilizado material	18.228	12.650	11.549
1. Terrenos y construcciones	0	0	0
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	16.432	11.071	11.051
3. Inmovilizado en curso y anticipos	1.796	1.579	498
III Inversiones inmobiliarias	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
V Inversiones financieras a largo plazo	2.089	1.932	2.030
1. Instrumentos de patrimonio	0	0	0
2. Créditos a terceros	0	0	0
3. Valores representativos de deuda	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros activos financieros	2.089	1.932	2.030
VI Activos por impuesto diferido	2.401	2.844	3.140
B) Activo corriente	48.059	37.849	32.003
II Existencias	27.115	25.125	21.055
1. Comerciales	27.115	25.125	21.055
6. Anticipos a proveedores	0	0	0
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	13.061	9.771	8.446
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	3.435	1.387	1.549
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	9.626	8.364	6.897
3. Deudores varios	0	0	0
4. Personal	0	0	0
5. Activos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	0	20	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V Inversiones financieras a corto plazo	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	332	322	565
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	7.551	2.631	1.937
1. Tesorería	0	0	0
2. Otros activos líquidos equivalentes	7.551	2.631	1.937
Total activo (A + B)	78.044	59.205	51.316
PATRIMONIO NETO Y PASIVO			
A) Patrimonio neto	13.058	11.445	10.693

A-1) Fondos propios	13.058	11.445	10.693
I Capital	9.000	9.000	9.000
II Prima de emisión	0	0	0
III Reservas	9.239	9.239	9.239
1. Legal y estatutarias	285	285	285
2. Otras reservas	8.954	8.954	8.954
V Resultados de ejercicios anteriores	-6.794	-7.546	-6.917
1. Remanente	0	0	0
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	-6.794	-7.546	-6.917
VII Resultado del ejercicio	1.613	752	-629
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0	0	0
B) Pasivo no corriente	24.911	17.911	20.169
I Provisiones a largo plazo	162	175	120
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	0	0	0
2. Actuaciones medioambientales	0	0	0
3. Provisiones por reestructuración	0	0	0
4. Otras provisiones	162	175	120
II Deudas a largo plazo	14.749	7.736	10.049
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	14.749	7.736	10.049
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros pasivos financieros	0	0	0
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	10.000	10.000	10.000
IV Pasivos por impuesto diferido	0	0	0
V Periodificaciones a largo plazo	0	0	0
C) Pasivo corriente	40.075	29.849	20.454
II Provisiones a corto plazo	0	0	0
III Deudas a corto plazo	7.868	4.232	2.038
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	7.868	4.232	2.038
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros pasivos financieros	0	0	0
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	30.558	24.255	17.512
1. Proveedores	7.878	4.352	5.497
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	14.020	11.120	6.383
3. Acreedores varios	4.243	4.247	1.808
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	1.217	1.388	1.046
5. Pasivos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	3.083	3.024	2.638
7. Anticipos de clientes	117	124	140
VI Periodificaciones a corto plazo	1.649	1.362	904
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	78.044	59.205	51.316

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2016	2015
A) Operaciones continuadas			
1. Importe neto de la cifra de negocios	139.456	120.912	101.737
a) Ventas	132.567	115.050	95.747
b) Prestaciones de servicios	6.889	5.862	5.990
4. Aprovisionamientos	-76.467	-64.675	-51.928
a) Consumo de mercaderías	-75.115	-63.815	-51.450
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-1.184	-795	-669
c) Trabajos realizados por otras empresas	0	0	0
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-168	-65	191
5. Otros ingresos de explotación	0	0	0
6. Gastos de personal	-20.658	-19.187	-16.942
a) Sueldos, salarios y asimilados	-16.100	-15.049	-13.370
b) Cargas sociales	-4.558	-4.138	-3.572
c) Provisiones	0	0	0
7. Otros gastos de explotación	-35.178	-34.739	-28.393
a) Servicios exteriores	-34.675	-30.115	-27.616
b) Tributos	-540	-421	-347
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	61	-148	-417
d) Otros gastos de gestión corriente	-24	-27	-13
e) Gastos por emisión de gases de efecto invernadero	0	-4.028	0
8. Amortización del inmovilizado	-4.527	0	-4.445
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	0	0
10. Excesos de provisiones	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-111	-782	-77
a) Deterioro y pérdidas	-801	170	76
b) Resultados por enajenaciones y otras	690	-952	-153
c) Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado de las sociedades holding	0	0	0
13. Otros resultados	152	50	59
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	2.667	1.579	11
14. Ingresos financieros	0	0	0
15. Gastos financieros	-557	-531	-826
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-304	-305	-434
b) Por deudas con terceros	-253	-226	-392
c) Por actualización de provisiones	0	0	0
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	0
17. Diferencias de cambio	0	0	0
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	0
a) Deterioros y pérdidas	0	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	0
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-557	-531	-826

A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	2.110	1.048	-815
20. Impuestos sobre beneficios	-497	-296	186
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	1.613	752	-629

B) Operaciones interrumpidas			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	1.613	752	-629

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2017	2016	2015
-------------------------------------	-------------	-------------	-------------

A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
--	--	--	--

1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	2.110	1.048	-815
2. Ajustes del resultado	5.288	5.610	5.565
a) Amortización del inmovilizado (+)	4.527	4.028	4.445
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-522	1.017	-38
c) Variación de provisiones (+/-)	-75	204	408
d) Imputación de subvenciones (-)	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	801	-170	-76
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	0	0	0
h) Gastos financieros (+)	557	531	826
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	1.328	1.852	-3.241
a) Existencias (+/-)	-2.256	-4.135	-1.347
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-3.290	-1.307	-1.747
c) Otros activos corrientes (+/-)	-10	242	-148
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	6.897	6.743	1
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-13	309	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-589	-548	-826
a) Pagos de intereses (-)	-557	-531	-826
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	0	0	0
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-32	-17	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	8.137	7.962	683

B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
--	--	--	--

6. Pagos por inversiones (-)	-13.710	-7.247	-4.521
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-3.964	-1.702	-142
c) Inmovilizado material	-9.589	-5.545	-4.379

d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	-157	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	0	98	10
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0
c) Inmovilizado material	0	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	98	10
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-13.710	-7.149	-4511

C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación

9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	10.493	-119	4.037
a) Emisión	10.493	0	4.037
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	10.493	0	4.037
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0
b) Devolución y amortización de	0	-119	0
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	-119	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0
a) Dividendos (-)	0	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	10.493	-119	4.037

D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio

E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)

Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	2.631	1.937	1.728
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	7.551	2.631	1.937

ANEXO 3 – CUENTAS ANUALES DE KIKO RETAIL ESPAÑA SL

BALANCE	2017	2016	2015
ACTIVO			
A) Activo no corriente	21.457.744	21.937.416	20.454.877
I Inmovilizado intangible	5.992.349	5.811.354	6.273.910
2. Concesiones	5.855.394	5.811.354	6.273.910
3. Patentes, licencias, marcas y similares	0	0	0
4. Fondo de comercio	0	0	0
5. Aplicaciones informáticas	75.956	0	0
9. Otro inmovilizado intangible	61.000	0	0
II Inmovilizado material	11.872.570	13.558.020	11.207.005
1. Terrenos y construcciones	8.225.953	8.916.005	7.753.370
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	3.555.046	3.878.910	3.320.455
3. Inmovilizado en curso y anticipos	91.571	763.105	133.181
III Inversiones inmobiliarias	0	0	0
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.253.100	3.100	0
1. Instrumentos de patrimonio	3.100	0	0
2. Créditos a empresas	1.250.000	0	0
3. Valores representativos de deuda	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros activos financieros	0	3.100	0
6. Otras inversiones	0	0	0
V Inversiones financieras a largo plazo	1.937.753	1.913.651	1.693.551
1. Instrumentos de patrimonio	0	0	0
2. Créditos a terceros	0	0	0
3. Valores representativos de deuda	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros activos financieros	1.937.753	1.913.651	1.693.551
6. Otras inversiones	0	0	0
VI Activos por impuesto diferido	401.972	651.292	1.280.411
B) Activo corriente	21.347.653	15.773.258	14.555.868
II Existencias	11.281.077	10.212.986	10.746.288
1. Comerciales	9.840.340	8.810.660	9.440.042
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	1.418.979	1.402.326	1.306.246
6. Anticipos a proveedores	21.758	0	0
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	4.602.709	3.084.292	1.692.840
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	2.305.481	1.846.195	1.378.108
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	2.136.021	985.403	194.528
3. Deudores varios	0	0	0
4. Personal	39.198	39.000	35.500
5. Activos por impuesto corriente	114.847	206.530	71.626
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	7.163	7.163	13.079
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	14.814	750.000	0
1. Instrumentos de patrimonio	0	0	0

2. Créditos a empresas	14.814	750.000	0
3. Valores representativos de deuda	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros activos financieros	0	0	0
6. Otras inversiones	0	0	0
V Inversiones financieras a corto plazo	0	0	0
VI Periodificaciones a corto plazo	1.652.174	1.410.282	1715802
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.796.880	315.698	400937
1. Tesorería	3.796.880	315.698	400.937
2. Otros activos líquidos equivalentes	0	0	0
Total activo (A + B)	42.805.398	37.710.674	35.010.746

PATRIMONIO NETO Y PASIVO

A) Patrimonio neto	9.200.419	9.579.725	7.935.761
A-1) Fondos propios	9.200.419	9.579.725	7935761
I Capital	250.000	250.000	250000
II Prima de emisión	0	0	0
III Reservas	6.330.443	5.085.761	4427869
1. Legal y estatutarias	50.000	50.000	50.000
2. Otras reservas	6.280.443	5.035.761	4.377.869
V Resultados de ejercicios anteriores	0	0	0
VI Otras aportaciones de socios	600.000	600.000	600000
VII Resultado del ejercicio	2.019.976	3.643.963	2657892
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0	0	0
B) Pasivo no corriente	9.822.936	2.706.134	3.028.344
I Provisiones a largo plazo	1.061.374	302.623	0
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	187.314	117.433	0
2. Actuaciones medioambientales	0	0	0
3. Provisiones por reestructuración	0	0	0
4. Otras provisiones	874.060	185.189	0
II Deudas a largo plazo	5.577.587	1.750.000	2.000.000
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	2.000.000
2. Deudas con entidades de crédito	4.077.587	0	0
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	0
4. Derivados	0	0	0
5. Otros pasivos financieros	1.500.000	1.750.000	0
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
IV Pasivos por impuesto diferido	436.196	653.512	1.028.344
V Periodificaciones a largo plazo	2.747.779	0	0
C) Pasivo corriente	23.782.043	25.424.815	24.046.641
II Provisiones a corto plazo	145.029	58.608	9.846
1. Provisiones por derechos de emisión de gases de efecto invernadero	0	0	0
2. Otras provisiones	145.029	58.608	9.846
III Deudas a corto plazo	4.237.543	7.129.634	5.540.286

1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito	3.987.543	6.879.634	5.290.286
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	250.000
4. Derivados	0	0	0
5. Otros pasivos financieros	250.000	250.000	0
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	1.682	1.800.000
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	19.399.170	18.234.590	16.696.209
1. Proveedores	781.134	2.357.409	1.757.119
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	12.923.350	12.506.998	11.458.918
3. Acreedores varios	1.183.868	497.026	811.639
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	1.077.174	890.319	670.922
5. Pasivos por impuesto corriente	0	0	0
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	3.329.818	1.892.045	1.931.047
7. Anticipos de clientes	103.828	90.794	66.563
VI Periodificaciones a corto plazo	301	301	301
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	42.805.398	37.710.674	35.010.746

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2017	2016	2015
A) Operaciones continuadas			
1. Importe neto de la cifra de negocios	88.106.120	86.329.254	71.725.264
a) Ventas	86.611.495	85.631.867	71.634.885
b) Prestaciones de servicios	1.494.624	697.388	90.379
4. Aprovisionamientos	-	-	-27.305.151
a) Consumo de mercaderías	-	-	-26.920.969
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	31.460.705	31.232.671	-
c) Trabajos realizados por otras empresas	-1.189.346	-1.295.293	-200.194
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	0	0	0
5. Otros ingresos de explotación	38.253	46.164	73.228
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	-148.996	-53.471	-183.988
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	38.253	46.164	73.228
6. Gastos de personal	-	-	-15.117.178
a) Sueldos, salarios y asimilados	19.755.169	18.354.034	-
b) Cargas sociales	-	-	-11.600.539
c) Provisiones	15.117.695	14.314.367	-3.516.640
7. Otros gastos de explotación	-4.637.475	-4.039.667	-
a) Servicios exteriores	0	0	0
b) Tributos	-	-	-21.769.053
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	28.722.130	25.877.500	-
d) Otros gastos de gestión corriente	-	-	-21.548.436
8. Amortización del inmovilizado	28.428.487	25.502.264	-
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	-209.882	-228.814	-168.443
	0	0	0
	-83.761	-146.422	-52.175
	-4.276.705	-4.466.338	-4.471.817
	0	0	0

10. Excesos de provisiones	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-55.406	-45.566	213.808
a) Deterioro y pérdidas	-23.663	0	282.533
b) Resultados por enajenaciones y otras	-31.742	-45.566	-68.725
13. Otros resultados	0	0	0
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	2.535.916	5.050.546	3.349.100
14. Ingresos financieros	93.033	80.391	74.051
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0	0	0
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	93.033	80.391	74.051
i) De empresas del grupo y asociadas	14.814	0	0
ii) De terceros	78.219	80.391	74.051
15. Gastos financieros	-106.728	-126.743	-361.592
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	0	-11.961	-217.740
b) Por deudas con terceros	-106.728	-114.782	-143.852
c) Por actualización de provisiones	0	0	0
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	0	0
17. Diferencias de cambio	0	14	0
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	0
a) Deterioros y pérdidas	0	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	0
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	0
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-13.695	-46.338	-287.541
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	2.522.221	5.004.208	3.061.559
20. Impuestos sobre beneficios	-502.245	-1.360.245	-403.667
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	2.019.976	3.643.963	2.657.892
B) Operaciones interrumpidas			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	2.019.976	3.643.963	2.657.892

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2017	2016	2015
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	2.522.221	5.004.208	3.061.559
2. Ajustes del resultado	5.402.790	4.442.937	5.288.381
a) Amortización del inmovilizado (+)	4.276.705	4.466.338	4.916.782
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	148.996	53.471	297.866
c) Variación de provisiones (+/-)	213.434	-306.148	0
d) Imputación de subvenciones (-)	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	31.742	45.566	-213.808

f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-93.033	-80.391	-74.051
h) Gastos financieros (+)	106.728	126.743	361.592
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	-14	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	718.218	137.371	0
3. Cambios en el capital corriente	-2.262.061	-189.439	1.431.919
a) Existencias (+/-)	-1.217.087	479.831	-4.053.483
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-1.610.100	-1.391.452	-809.199
c) Otros activos corrientes (+/-)	-198.475	305.520	482.566
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	904.782	90.592	7.816.966
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	-48.762	-4.931
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-141.180	374.832	-2.000.000
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-200.495	-1.261.858	-1.112.210
a) Pagos de intereses (-)	-81.735	-123.218	-361.347
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	0	0	0
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-210.444	-1.138.640	-750.863
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	91.683	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	5.462.456	7.995.848	8.669.650

B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión

6. Pagos por inversiones (-)	-6.540.070	-6.540.070	-4.017.798
a) Empresas del grupo y asociadas	-1.250.000	0	0
b) Inmovilizado intangible	-671.000	0	-2.350.945
c) Inmovilizado material	-1.757.064	-6.400.362	-1.415.732
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	-139.708	-251.122
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	760.700	0	414.911
a) Empresas del grupo y asociadas	750.000	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0
c) Inmovilizado material	0	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0
e) Otros activos financieros	10.700	0	414.911
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-2.917.364	-6.540.070	-3.602.887

C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación

9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0

c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	936.090	-458.969	-5.970.995
a) Emisión	1.186.090	1.589.349	5.029.005
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	1.186.090	1.589.349	5.029.005
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0
b) Devolución y amortización de	-250.000	-2.048.318	-11.000.000
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	-1.798.318	-11.000.000
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0
5. Otras deudas (-)	-250.000	-250.000	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0
a) Dividendos (-)	0	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	936.090	-1.541.031	-5.970.995
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	14	14	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	3481182	-82540	-904232
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	315.698	400.937	1.305.169
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	3.796.880	315.698	400.937