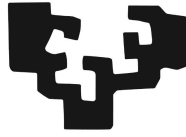


eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA. SECCIÓN GIPUZKOA

Curso Académico 2022/2023

ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO DE ORBEA S. COOP. POSICIÓN EN EL SECTOR

Trabajo Fin de Grado

Autor: Pablo Uranga Beunza

Tutor: Miguel Angel Zubiaurre Artola

Donostia-San Sebastián 6 de Julio del 2023

ÍNDICE DE CONTENIDO

ÍNDICE DE CONTENIDO	1
ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y FIGURAS	3
INTRODUCCIÓN	5
1. ANÁLISIS DEL SECTOR	6
1.1. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR.....	6
1.2. POSIBLES TENDENCIAS.....	8
1.3. PRINCIPALES MERCADOS.....	13
1.4. EL SECTOR EN ESPAÑA.....	16
2. EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO : ORBEA S.COOP.	16
2.1. HISTORIA.....	17
2.2. ESTRATEGIAS.....	18
3. GRUPO DE COMPARACIÓN	19
3.1. MÉTODO DE ELECCIÓN.....	19
3.2. EMPRESAS SELECCIONADAS Y DESCARTADAS.....	20
3.3. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS DEL GRUPO DE COMPARACIÓN.....	21
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	23
4.1. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL.....	23
4.1.1. ORBEA.....	23
4.1.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	28
4.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.....	34
4.2.1. ORBEA.....	34
4.2.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	37
4.3. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA.....	41
4.3.1. ORBEA.....	41
4.3.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	44
4.4. FONDO DE ROTACIÓN.....	45
4.4.1. ORBEA.....	45
4.4.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	47
4.5. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA.....	48
4.5.1. ORBEA.....	49
4.5.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	50
4.6. ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO.....	51
4.6.1. ORBEA.....	51
4.6.2. GRUPO DE COMPARACIÓN.....	54
4.7. RENTABILIDAD FINANCIERA.....	56
4.7.1. ORBEA.....	57
4.7.2 GRUPO DE COMPARACIÓN.....	58

6. DIAGNÓSTICO FINAL Y PROPUESTAS DE MEJORA.....	59
6.1. DIAGNÓSTICO FINAL.....	59
BIBLIOGRAFÍA.....	63
ANEXO.....	66

ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y FIGURAS

Figura 1. Bicicleta de montaña.....	7
Figura 2. Bicicleta de carretera.....	7
Tabla 1. Volumen de ventas por modalidad y precio medio (España-2021).....	8
Figura 3. Porcentaje de población urbana.....	9
Figura 4. Evolución del precio de la gasolina y el diesel.....	10
Figura 5. Bicicleta de carga.....	13
Tabla 2. Bicicletas por persona en países de Europa.....	14
Tabla 3. Preselección de empresas comparables.....	21
Tabla 4. Activo de Orbea con porcentajes verticales y horizontales.....	24
Tabla 5. Patrimonio neto y pasivo de Orbea con porcentajes verticales y horizontales.....	26
Gráfico 1. Estructura económica de Accell Group.....	29
Gráfico 2. Estructura económica Merida.....	30
Gráfico 3. Estructura económica Orbea.....	30
Tabla 6. Inversión a largo plazo del grupo de comparación.....	31
Tabla 7. Inversión a corto plazo del grupo de comparación.....	32
Gráfico 4. Estructura financiera Accell Group.....	33
Gráfico 5. Estructura financiera Merida.....	33
Gráfico 6. Estructura financiera Orbea.....	34
Tabla 8. Resultados de Orbea con porcentajes verticales y horizontales.....	35
Gráfico 7. Márgenes sobre ventas de Orbea.....	36
Tabla 9. Principales gastos de Orbea.....	37
Tabla 10. Márgenes sobre ventas del grupo de comparación.....	38
Gráfico 8. Márgenes sobre ventas Grupo de comparación.....	38
Tabla 11. Política comercial del grupo de comparación.....	39
Tabla 12. Política de personal del grupo de comparación.....	40
Tabla 13. Política fiscal del grupo de comparación.....	41
Tabla 14. Rentabilidad económica de Orbea.....	42
Tabla 15. Comparación de ventas y aprovisionamientos de Orbea.....	43
Tabla 16. Comparación del activo y de las ventas de Orbea.....	43
Tabla 17. Principales gastos e ingresos de explotación de Orbea.....	44
Tabla 18. Rentabilidad económica del grupo de comparación.....	44
Tabla 19. Fondo de rotación de Orbea.....	45
Tabla 20. Periodo medio de maduración de Orbea.....	47
Tabla 21. Fondo de rotación del grupo de comparación.....	47
Tabla 22. Solvencia a corto plazo de Orbea.....	49
Tabla 23. Solvencia global de Orbea.....	50
Tabla 24. Solvencia a corto plazo del grupo comparación.....	51
Tabla 25. Solvencia global del grupo de comparación.....	51
Tabla 26. Capacidad de generar efectivo en la explotación de Orbea.....	52
Tabla 27. Análisis del riesgo financiero de Orbea.....	53
Tablas 28. Capacidad de devolución de deuda de Orbea.....	54

Tabla 29. Capacidad de generar efectivo del grupo de comparación.....	55
Tabla 30. Análisis del riesgo financiero del grupo de comparación.....	56
Tabla 31. Rentabilidad financiera de Orbea.....	58
Tabla 32. Rentabilidad financiera grupo de comparación.....	59

INTRODUCCIÓN

OBJETIVO

En este trabajo se ha realizado un estudio tanto económico como financiero de la empresa Orbea. Para ello se analiza brevemente el sector donde ejerce la actividad, además de estudiar los parámetros económico-financieros de la propia empresa y compararlos con otras empresas del sector para realizar un examen más preciso.

MOTIVACIÓN

El motivo por el que se ha optado a hacer este trabajo es que en la carrera la asignatura de análisis contable es una de las asignaturas que más me ha gustado y entendía que para realizar este trabajo debía ser de un tema que me gustara para afrontarlo con motivación y ganas. Además, soy aficionado al ciclismo, tanto a practicarlo como seguirlo, por lo que decidí elegir una empresa de ese ámbito.

ESTRUCTURA Y METODOLOGÍA

Primero se examinan las características que tiene el sector, las posibles tendencias que hay y las áreas geográficas más relevantes. Seguido de ello, se presentan la empresa objeto de estudio y las empresas elegidas para el grupo de comparación. Después, se lleva a cabo el análisis económico-financiero utilizando los datos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas. Finalmente, se realiza un breve diagnóstico, así como algunas propuestas de mejoras futuras para la empresa del estudio.

Para facilitar el comentario del análisis económico-financiero se han utilizado diferentes herramientas como tablas, gráficos y ratios hechos a partir de la información de las cuentas anuales de las empresas. El orden de los distintos factores económico-financieros utilizados en el análisis va acorde con el orden de

los temas de la asignatura de análisis contable. Para realizar la comparación con las empresas de la competencia se ha utilizado los datos del año 2021 únicamente, para que el análisis no sea demasiado extenso.

Cabe destacar que el procedimiento de búsqueda de información ha sido una tarea complicada, ya que no hay demasiada información de acceso gratuito del sector de la bicicleta. Se encontraron estudios de mercado extensos, hechos para empresas, pero con precios desorbitados para un alumno. Gran cantidad de la información se ha tenido que buscar en inglés y a través de internet.

En cuanto al proceso de selección de las empresas de la competencia, se ha realizado una búsqueda de los rivales más directos de Orbea teniendo en cuenta el tamaño y el tipo de producto ofertado. Después de seleccionar 6 empresas como potenciales rivales solo se ha tenido la disponibilidad de las cuentas anuales de dos de ellas, Accell Group y Merida. Ha habido alguna complejidad a la hora de interpretar algún dato de la cuenta de pérdidas y ganancias de Merida, ya que está distribuida por funciones.

1. ANÁLISIS DEL SECTOR

1.1. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR

El sector de la bicicleta es muy amplio y abarca todos los ámbitos empresariales relacionados con la fabricación, la distribución y la comercialización de productos para la bicicleta, tanto como medio de transporte como forma de ocio, turismo y deporte (*AMBE, 2020*). Dentro del sector se pueden distinguir tres tipos de producto:

- Bicicletas completas
- Partes de la bicicleta o recambios
- Equipamiento: Maillots, culotes, gafas, casco...

Dentro de las bicicletas completas, principalmente hay cinco tipos: de montaña, carretera, urbana, eléctrica e infantil. Luego hay otras modalidades menos conocidas y utilizadas como por ejemplo las bicicleta de carga, BMX o las bicicletas de pista. En los últimos años ha cogido fuerza una nueva modalidad, que se podría incluir a los principales tipos de bicicleta teniendo en cuenta las unidades vendidas. Se trata de la gravel. Son bicicletas parecidas a las de carretera pero con el cuadro y las ruedas más anchas para adaptarse también a caminos sin asfalto. En cuanto a las bicicletas eléctricas cabe mencionar que la única diferencia con los demás tipos es que tienen ayuda motorizada y se pueden encontrar para diferentes modalidades.

El tipo de bicicleta más utilizado es la de montaña. Teniendo en cuenta su amplio rango de precios y gamas y su versatilidad a la hora de andar por diferentes terrenos, es la opción por la que más gente opta. En España el precio medio es de aproximadamente 800€. Las bicicletas de carretera o ruta, sin embargo, tienen un precio medio de 2.300€. Esto se debe a los materiales utilizados como el carbono de alta calidad y el titanio, aparte del trabajo de investigación que suelen desarrollar las marcas para este tipo de bicis para conseguir mayor aerodinámica. Además es para un tipo de cliente muy específico (menos sensibilidad al precio, muy deportista y aficionado al ciclismo normalmente). En cuanto a las urbanas, los usuarios que optan por ellas suelen usarlas para trayectos de corta o media distancia con fines de pasear o desplazarse por la ciudad. Son bicicletas mucho más baratas que las de carretas y montaña, ya que los materiales utilizados no necesitan ser tan ligeros y de tanta calidad. Destacan por ser cómodas y estéticas.

Figura 1. Bicicleta de montaña



Figura 2. Bicicleta de carretera



Fuente: Web de Orbea

Tabla 1. Volumen de ventas por modalidad y precio medio (España-2021)

Tipo de bicicleta	Precio medio	Uds. vendidas	Cuota Unidades
Montaña	832€	607.995 uds.	38.7%
Carretera	2.303€	90.740 uds.	5.8%
Gravel	1.116€	60.195 uds	4.4%
Urbana	306€	119.686 uds	7.6%
Infantil	169€	460.191 uds.	29.3%
Eléctrica	2.861€	223.561 uds.	14.2%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AMBE.

Según datos de un estudio realizado por Grand View Research (GVR, 2022) empresa dedicada al análisis de mercados y consultoría, en 2021 el mercado global de las bicicletas fue valorado en 59.3 mil millones de dólares y con una previsión de tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 8.2% hasta 2030. Comparándolo con el año anterior el mercado global de bicicletas fue valorado en 54.7 mil millones de dólares, un 8.4% menos.

Es un sector que en los últimos años ha tenido un crecimiento increíble y que, a diferencia de muchos sectores, le ha “venido bien” la reciente pandemia del virus COVID-19. Las restricciones derivadas de la pandemia afectaron sobre todo a actividades sociales donde había aglomeraciones. Sin embargo las actividades al aire libre tomaron fuerza ya que había menos riesgo de contagio. La revista Sport Training (2021) sostiene que “ En septiembre de 2020, Wikiloc -una aplicación para compartir rutas al aire libre- cuantificó un aumento del 69% de actividad en los meses de julio y agosto en comparación con el mismo periodo del año anterior”. A pesar de que parecía un “boom” momentáneo a causa de la pandemia lo cierto es que en los datos del 2021 ha seguido habiendo aumento de la actividad, por lo que se puede decir que se ha convertido en una tendencia constante.

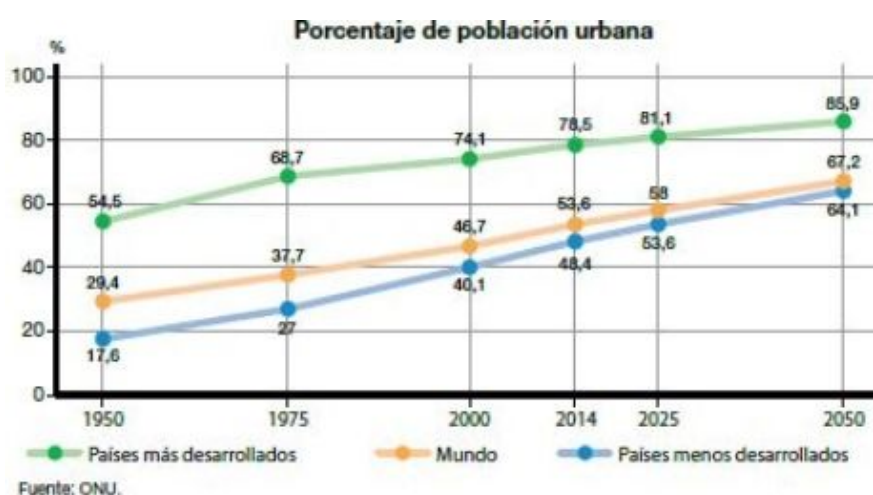
1.2. POSIBLES TENDENCIAS

Si bien la pandemia ha hecho que la demanda de bicicletas se disparara y alcanzase cifras récord en 2020 y 2021, el sector sigue creciendo y hay otras posibles razones por las que podría seguir creciendo en los años venideros.

La bicicleta como solución al transporte urbano

“Con la población urbana existente que continúa creciendo de forma natural gracias al aumento de las tasas de natalidad, particularmente en los países con menor ingreso, se estima que la población urbana crezca del 56% del total global en 2021 al 68% para 2050.” (UNFCCC, 2022)

Figura 3. Porcentaje de población urbana



Fuente: tiempo.com

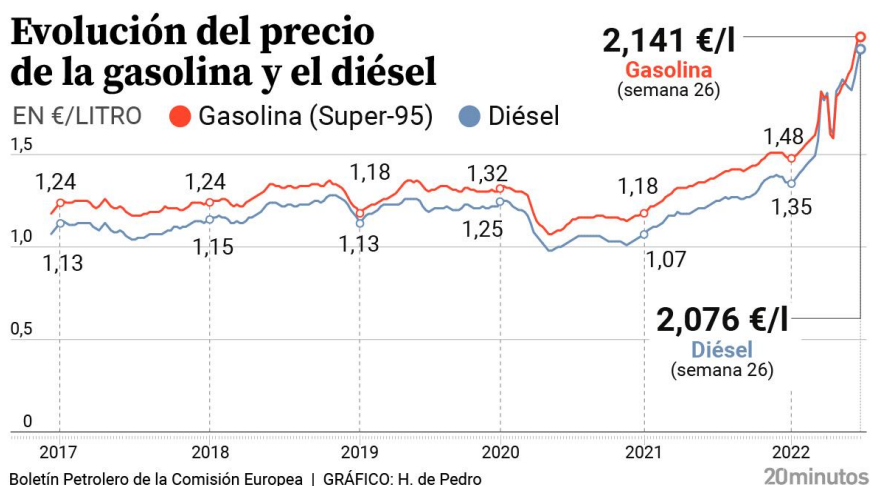
Uno de los principales problemas urbanos los genera el coche. “El gran peso que tiene el coche como medio de movilidad en grandes ciudades genera importantes externalidades negativas en términos de congestión, contaminación y accidentes” (Fageda y Flores-Fillol, s.f.). Otro problema es el espacio que se

necesita para el aparcamiento de todos esos coches. Es por eso que se opta cada vez más por las bicicletas como transporte urbano. Muchos estados están invirtiendo en desarrollar infraestructuras ciclistas para fomentar el uso de estas en las ciudades. Naciones como China, Japón y Singapur le dan mucha importancia a desplegar las infraestructuras necesarias para apoyar y fomentar los desplazamientos en bicicleta (GVR,2022). En Europa también, países como Dinamarca o Países Bajos tradicionalmente tienen mucha costumbre de utilizar la bicicleta para trayectos de corta distancia. Asimismo, poco a poco cada vez más ciudades de diferentes países se están sumando a esta tendencia implantando carriles-bici o sistemas de bicicletas compartidas.

La bicicleta como ahorro

Otro factor por el que los usuarios cada vez usan más la bicicleta es la reciente subida de precios de la gasolina y el diesel.

Figura 4. Evolución del precio de la gasolina y el diesel



Fuente: 20Minutos.com

En 5 años ha subido casi 1€/por litro y ha supuesto un aumento importante en el gasto de los hogares. Según un reciente estudio de la Asociación Americana de Automóviles, tener un sedan pequeño supone al año alrededor de 6.777 dólares en términos de gastos de mantenimiento, gasolina y recambios (Balton, 2022). Estos datos son considerando que conduces 15.000 millas al año (alrededor de 24.000 km). Otro estudio del Netherlands Institute for Transport Policy Analysis (2018) indica que el coste anual de la bicicleta oscila entre 175 y 300 euros al año. En comparación, conducir un coche cuesta entre 2500 y 8500 euros anuales. Además los costes de infraestructuras por kilómetro de viajero son de 0.03 euros en las bicicletas, 0.10 euros en los coches, 0.14 en los autobuses y 0.18 en los trenes.

Es por eso que la bicicleta es una buena sustitución del coche en términos de ahorro. Obviamente para los desplazamientos de corta distancia, pero el estudio mencionado anteriormente, también indica que una mitad de los viajes en coche son de menos de 7.5 kilómetros y un tercio de ellos son de 5 kilómetros o menos.

La bicicleta como transporte sostenible

La COP 26 (Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático celebrado en el 2021, 26ª edición) reconoció a las bicicletas como transporte alternativo en la Declaración de Transporte. La pretensión de esta declaración es que para 2040 las emisiones de CO₂ sean cero. Este reconocimiento fue gracias a una carta realizada por la Federación Europea de Ciclismo con el apoyo de 350 organizaciones del mundo del ciclismo tras primeramente no incluir a las bicicletas como forma de movilidad alternativa.

Thomas Delrive (2021), director de comunicaciones y oficial de prensa de la Federación Europea de Ciclismo, expresó que “globalmente el sector del transporte es responsable del 24% de las emisiones directas de CO₂, en su gran mayoría procedentes de los automóviles, y estas cifras no disminuyen. Con el rápido aumento de la temperatura global, la humanidad no puede permitirse esperar décadas a que los coches y camiones que funcionan con combustibles fósiles sean

sustituidos totalmente por vehículos eléctricos, una solución que no ayudará a resolver otros problemas como la congestión del tráfico y el sedentarismo”.

Bicicletas eléctricas

El mercado de las bicicletas eléctricas está creciendo a un ritmo exponencial. Las cifras de ventas han alcanzado cifras récord en 2021 y se espera que sigan creciendo año a año. Solo en ese año se vendieron 5 millones de unidades en Europa y se espera que lleguen a 11 millones en 2025.

En Estados Unidos, según la firma NPD Group (2021), las ventas de este tipo de bicicletas crecieron un 145 por ciento, doblando al crecimiento de las convencionales.

Los principales motivos por los que los usuarios optan por una bici eléctrica son el rango que te permite recorrer, la velocidad y la facilidad en las cuestas. Aunque la mayoría de los clientes son mayores de 55 cada vez más gente de otros rangos de edad opta por este tipo de bicis. Los estudios han demostrado que las bicicletas eléctricas pueden ofrecer casi tanto ejercicio como las bicicletas de pedales. Además, añaden la ventaja de la asistencia al pedaleo, por lo que la gente que opta ir al trabajo en bici no llegan empapados en sudor (Mikah Toll, 2021).

Al ser un mercado en expansión cada vez se está invirtiendo más en la investigación y desarrollo de estas bicicletas. En un producto que es relativamente nuevo, los aspectos que están intentando mejorar son: la conectividad, la integración, la duración y potencia de la batería y el peso de la bicicleta. En un artículo para Red Bull de James McKnight, Alex Boyce (2020) dijo: “En cinco años las e-MTB -refiriéndose a las bicis eléctricas de montaña- tendrán una mayor integración y más tecnología. Las compañías están invirtiendo en la bici conectada, así saben cómo rueda el rider y pueden fabricar productos que mejor se adapten a sus necesidades. Los motores actuarán de acuerdo con el latido del corazón del rider y la información que recojan de las suspensiones. El resultado será una mejor experiencia. Parece algo de ciencia ficción pero estoy probando todo esto ya”.

Bicicletas de carga

Otra de las razones por las que el sector de las bicicletas seguirá creciendo es por la capacidad que tienen para llevar cargas. Los pedidos online y a domicilio se han disparado a causa de la pandemia y es una tendencia que ha venido para quedarse. Ya son muchas las empresas que han decidido utilizar bicicletas de carga para el transporte de pedidos a domicilio, sobre todo en ciudades.

Según un estudio, las bicicletas eléctricas de carga entregan paquetes un 60% más rápido que las furgonetas en el centro de las ciudades. Las bicicletas también reducen las emisiones de carbono en un 90% en comparación con las furgonetas diésel. Las furgonetas pueden circular por tramos despejados a mayor velocidad que las bicicletas de carga, pero se ven frenadas por los atascos y la búsqueda de aparcamiento. Las bicicletas de carga sortean los atascos, toman atajos por calles cerradas al tráfico rodado y llegan hasta la puerta del cliente (Damian Carrington, 2021). Ersilia Verlinghieri, de Active Travel Academy de la Universidad de Westminster, afirma que "estimaciones europeas recientes sugieren que hasta el 51% de todos los desplazamientos de mercancías en las ciudades podrían sustituirse por bicicletas de carga".

Figura 5. Bicicleta de carga



Fuente: The Guardian

1.3. PRINCIPALES MERCADOS

A continuación un pequeño análisis de los tres principales mercados del sector que son Europa, Estados Unidos y Asia.

Europa

Europa es indudablemente el continente en el que más se usa la bicicleta. Países Bajos encabeza la lista de países con más bicicletas per cápita, le siguen Dinamarca y Alemania. Hay que ir hasta el puesto 7 para encontrar un país que no sea europeo. China, que es el mayor productor, está en el puesto 10 con 0.37 bicicletas per cápita.

Tabla 2. Bicicletas por persona en países de Europa

#	País	Bicis por persona
1	Países Bajos	0.99
2	Dinamarca	0.81
3	Alemania	0.75
4	Suecia	0.64
5	Noruega	0.61
6	Finlandia	0.60
7	Japón	0.57

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Discerning Cyclist.

En 2021 en Europa, Portugal fue el país que más bicicletas fabricó (2.9 millones) seguido de Rumania (2.5 millones), Italia (1.9 millones), Alemania (1.4 millones y Polonia (1.2 millones) (Eurostat, 2020).

En el 2021 se vendieron alrededor de 22 millones de bicicletas en Europa, cifra récord desde que se recolectan estos datos. Las bicis eléctricas fueron las que más crecieron respecto al año anterior llegando a la cifra de 5 millones. El valor total de las ventas alcanzaron un valor de 19.7 mil millones de Euros con un incremento del 7.5% respecto al año anterior. La producción también aumentó aproximadamente un 10% llegando a producir 16 millones de bicicletas. La producción de partes de bicicleta y accesorios alcanzó un valor de 3.6 millones de euros, un incremento del 16% respecto al año anterior. La inversión en esta industria fue de 1.75 mil millones, un 17% más en comparación al 2020. La fabricación de bicicletas dio lugar a 87.000 empleos directos y hasta 170.000 empleos directos e indirectos. Además, más de 1000 PYMES están presentes en el sector europeo (CONEBI, 2022).

Estados Unidos

El país norteamericano es el segundo país con más bicicletas del mundo pero con un porcentaje de bicicletas per cápita (0.3) bastante bajo. Este dato nos hace ver que no es un país tradicionalmente muy ciclista pero cada año hay más usuarios que la utilizan y es un mercado a tener en cuenta por su peso en el sector.

Desde 2015 a 2022 el número de ciclistas en este país ha aumentado de 43 millones a 52 millones, lo que supone un aumento del 21%.

Trek y Specialized son las dos compañías americanas más importantes. Como he mencionado antes, las dos empresas fabrican sus productos en Asia. Se calcula que el 95% de las bicicletas vendidas en Estados Unidos son fabricadas en China y Taiwán.

Los americanos gastan alrededor de 8 mil millones de dólares al año en bicicletas y accesorios. Este gasto es distribuido en las 7000 tiendas que venden bicicletas, 3000 de ellas especializadas. El tipo de bicicleta más vendido es la de montaña seguido de la de carretera.

Asia

Asia es el continente con el mayor porcentaje de facturación del sector superando el 30%. China es el país que más bicicletas produce y exporta del mundo seguido de Taiwán. Entre los dos países realizan aproximadamente el 60% de las exportaciones globales. Para hacernos a la idea, en 2021 en China se fabricaron 76.4 millones de bicicletas de las cuales 69.23 millones fueron exportadas.

Además, también es un productor importante de baterías, lo cual le hace tener un papel importante en el mercado de las bicicletas eléctricas. En 2021 se fabricaron allí 45 millones de bicicletas eléctricas.

Taiwán es conocida como “The bicycle Kingdom”, el reino de las bicicletas. Muchas de las marcas estadounidenses y europeas más reconocidas (Specialized, Trek, Scott) fabrican allí sus productos. La compañía de bicicletas que más factura del mundo (con una facturación de 3 mil millones aproximadamente), Giant, y otra compañía muy importante, Merida, son taiwanesas. Mientras que en China fabrican sobre todo bicicletas de gama baja-media y piezas, en Taiwan se centran más en la gama media-alta. Las marcas nacionales son conocidas por su innovación y experiencia en la fabricación. Tal es así que fabrican algunas bicicletas y piezas de ellas para otras marcas importantes.

1.4. EL SECTOR EN ESPAÑA

El uso de la bicicleta en España ha aumentado significativamente en los últimos años. Desde el año 2008 hasta 2022, los ciclistas habituales se han multiplicado casi por tres, de poco más del 10% al 32,5 %. En los años de pandemia el aumento ha sido más notorio, aumentado un 40% los traslados diarios comparado con 2019 (Ciclosfera, 2022).

En 2021 la cifra de ventas del sector del ciclismo fue de 2.887,89 millones de euros. Si tenemos en cuenta las ventas totales del sector deportivo, fue la disciplina con mayor porcentaje de ventas (33,80%) (AMBE, 2021).

Respecto al ámbito laboral, el 27,73% de los trabajadores del sector de artículos deportivos fueron del sector de la bicicleta con un total de 23.221 empleados, un 2,88% más que el año anterior. 362 empresas operaron en el sector de las cuales 180 son fabricantes nacionales y participaron 3028 tiendas de venta, reparación y alquiler (AMBE,2021).

En total se vendieron 1.571.368 unidades. La modalidad de bicicleta más vendida fue la de montaña con un 38% de todas las unidades (AMBE, 2021).

En comparación con el año anterior, las ventas totales han crecido un 15,33% en valor, por el contrario, en unidades tan solo ha crecido un 0,39%. El PVP medio ha subido un 14,88% (AMBE, 2021).

2. EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO : ORBEA S.COOP.

2.1. HISTORIA

Orbea se fundó en 1840 en Eibar por los hermanos de la familia Orbea. En un principio la empresa se dedicaba a la fabricación de armas. Tras la primera guerra mundial, la demanda de armas y munición bajó mucho por lo que decidieron empezar a fabricar otros productos, entre ellas bicicletas. Poco a poco se fueron centrando únicamente en la producción de bicicletas y después de la guerra civil ya producían 50.000 unidades al año.

En 1969, la empresa estaba a punto de quebrar y decidieron convertirla en cooperativa. Dos años más tarde se unió al grupo cooperativista de Mondragón y se mudó a su actual domicilio Mallabia. En las siguientes décadas la situación de la empresa mejoró mucho en parte gracias al vínculo que contrajo con el deporte de competición, que le ayudó a ser conocido a nivel nacional.

Con la entrada del nuevo siglo, Orbea empezó con su estrategia de internacionalización abriendo filiales en Estados Unidos, Francia, Italia y otros países europeos. En 2003 crearon el modelo Orca que fue una revolución para la empresa, creando bicicletas que competían con las marcas de más alto nivel con diseños innovadores.

Los éxitos deportivos logrados en la primera década ayudaron a completar el proceso de internacionalización total de la marca y conseguir más presencia comercial en los grandes mercados. Éxitos como los del equipo profesional Euskaltel Euskadi del que Orbea fue socio o las medallas conseguidas en los Juegos Olímpicos de Pekín tanto de Samuel Sanchez, oro en ciclismo de ruta, como de Julien Absalon y Jean Christophe Peraud, oro y plata en BTT.

Hoy en día, lidera el ranking de fabricantes de bicicletas en España con una facturación estimada de 300 millones de euros en 2022, tiene 600 empleados y es una marca reconocida mundialmente. Vende solo un 20% de sus productos en España y el 80% restante exporta a Estados Unidos y Europa. Aunque siempre se ha vinculado la marca con la bicicleta de carretera lo cierto es que el 65% de su facturación lo obtienen con las bicicletas de montaña. Además, siguiendo las tendencias de mercado, se ha tenido que adaptar a la reciente subida de las bicicletas eléctricas. En 2021 representaron el 40% del negocio total.

2.2. ESTRATEGIAS

Orbea cuida mucho la imagen de marca y lo que quiere que se vincule a ella. Por ello tiempo atrás dejaron las estrategias de costes y priorizan el tener un producto de alto valor. Han sabido elegir cuál es su cliente potencial y trabajar para que se sienta vinculado a la marca. Una de sus estrategias clave ha sido en el campo de la personalización de la bicicleta, donde ha llegado a ser uno de los líderes del sector. El color del cuadro, la potencia, la longitud, son algunos de los cambios que pueden hacer los clientes para que la bicicleta sea lo más personal y adaptada a cada usuario. Una estrategia que va claramente encaminada a la fidelización del cliente y poner al usuario en el centro de la organización. Jon Fernandez, CEO de Orbea, dijo en una entrevista que “contamos con uno de los índices de repetición más altos del sector. Lo más sorprendente es porque dicen los encuestados qué nos eligen: porque les gusta la marca” (Capital, 2020).

Otro cambio de estrategia que hicieron fue renunciar a ciertos mercados como por ejemplo China y centrarse en Estados Unidos y Europa donde los posibles clientes encajan más con sus clientes potenciales. En la entrevista mencionada anteriormente (Capital,2020), el CEO mencionó que “hubo que renunciar a mercados y sustentarnos en otros que no solo tuvieran una clase media amplia, como la tiene China, sino que fuera madura y encajara con valores como el estilo de vida, la sostenibilidad y el aire libre; que invirtiera en salud, no en estatus”.

Orbea también le da mucha importancia al servicio. Con el propósito de reforzar este ámbito, hace pocos años hicieron incorporaciones nuevas en su área de atención al cliente. Su idea es “ser la marca más fácil con la que trabajar”. Para ello ofrecen servicios preventa de información y formación para productos que cada vez son tecnológicamente más avanzados, y servicios postventa como por ejemplo la garantía de por vida para los cuadros y horquillas, entre otros servicios.

En un sector que nunca se mantiene estático es preciso innovar. Así pues, Orbea establece una cultura de innovación e intenta estar siempre a la vanguardia.

Proyectos recientes como la colaboración con 4iiii, empresa líder de potenciómetros, que se han puesto “de moda” últimamente entre ciclistas aficionados, o el proyecto Blkefit-ml, otra mejora más para el campo de la personalización, así lo demuestran.

La empresa vasca le da mucha importancia también al marketing. Transmitir vínculos emocionales con los usuarios y compartir la afición y los valores del ciclismo con ellos son ideas que se muestran en los videos e imágenes que cuelgan en sus redes sociales. El “brand content” en clave en su estrategia de marketing. Además, no han dejado nunca de estar presentes en las diferentes modalidades del ciclismo profesional vinculándose a equipos y a corredores importantes, ya que no deja de ser una escaparate a tener en cuenta.

3. GRUPO DE COMPARACIÓN

3.1. MÉTODO DE ELECCIÓN

A la hora de escoger las empresas comparables, se ha intentado seleccionar empresas parecidas a Orbea en cuanto a tamaño y actividad. Por ello, se ha descartado utilizar la base de datos SABI, ya que solo dispone de información de empresas de España y Orbea compite con empresas internacionales. Para realizar la elección se ha buscado en diferentes blogs donde hacen rankings de las mejores marcas de bicicletas. Después de investigar las empresas de las marcas que aparecían en los diferentes rankings, se ha hecho la siguiente preselección teniendo en cuenta dos factores:

- Cifra de ventas > 100 millones de euros
- Tipo de producto: Bicicletas de media/alta gama de montaña y de carretera

Tabla 3. Preselección de empresas comparables

Empresa	País	Ventas estimadas (en millones de euros)
Trek Bicycle Corporation	Estados Unidos	900
Specialized Bicycle Components	Estados Unidos	500
Giant Manufacturing Co.	Taiwan	3000
Merida Industry Co.	Taiwan	900
Canyon	Alemania	400
Accell Group	Países Bajos	1400

Fuente: Elaboración propia.

3.2. EMPRESAS SELECCIONADAS Y DESCARTADAS

Finalmente se han seleccionado las empresas **Merida Industry Co.** y **Accell Group**. La razón por la que las demás empresas han sido descartadas es únicamente la disponibilidad de sus cuentas anuales. Después de buscar tanto en sus propias páginas web como en páginas web de organismos estatales como SEC (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION) no se ha podido acceder a ellas. A continuación un pequeño comentario de las empresas descartadas:

Trek: La empresa estadounidense es una de las firmas más reconocibles y prestigiosas del sector. En cuanto a volumen de ventas es una de las que más vende. Sus bicicletas destacan por su última tecnología y además son uno de los líderes del sector en personalización del producto.

Specialized: Es una de las marcas más reconocibles del sector. Destacan por las innovaciones en sus bicicletas con diseños y acabados impactantes y únicos dentro del sector. Tiene una estrategia de marketing muy potente dándole mucha

importancia a la imagen de la marca. Cabe mencionar que, como se mencionara más adelante, Merida fabrica una parte importante de sus bicicletas.

Giant: Es el mayor fabricante de bicicletas del mundo. La calidad de sus bicicletas es óptima siendo reconocida dentro del sector por sus cuadros y suspensiones. Disponen bicicletas variadas y para todo tipo de público, sin embargo sus bicicletas de última tecnología despuntan dentro del sector.

Canyon: La empresa alemana se ha hecho un hueco en los últimos años dentro de los más grandes del sector. Su estrategia de venta es innovadora ya que venden exclusivamente a través de su página web sin ningún tipo de intermediario. Eso les permite eliminar los márgenes de distribución y que el precio final pueda ser más barato sin tener que renunciar a una alta calidad. Como dijo Roman Arnold, ex-dirigente de la compañía, "queremos que disfruten de la mejor bici al mejor precio y la ausencia de intermediarios elimina márgenes de distribución y el correspondiente incremento del precio final. Diseñamos, fabricamos, montamos y enviamos nuestras bicis, y controlar el proceso completo nos permite garantizar la máxima calidad al mínimo precio" (Ciclosfera, 2022).

3.3. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS DEL GRUPO DE COMPARACIÓN

Las empresas del grupo de comparación serán Accell Group, Merida y la propia Orbea. A pesar de ser del mismo sector las tres tienen estrategias y características diferentes que se reflejarán en sus cuentas y se podrán sacar conclusiones de ello.

ACCELL GROUP



Es una empresa neerlandesa que dispone de varias marcas de diferentes modalidades dentro del sector del ciclismo. Se autodenominan líderes del mercado europeo en e-bikes y la segunda mayor en componentes y accesorios. Además de eso fabrican también bicicletas de montaña y carretera de gama alta/media, por lo que aunque tengan otro tipo de producto tiene similitudes con Orbea. A continuación se mencionan algunas de sus marcas:

- **Haibike:** Inventaron la bicicletas eléctricas de montaña en 1995 y actualmente destacan por la misma modalidad aunque fabrican también bicicletas convencionales deportivas.
- **Winora:** Marca muy conocida en Alemania que fabrica bicicletas para toda la familia. (Accell Group, s.f.)
- **Lapierre:** Fabrican bicicletas de alto rendimiento deportivo y de máxima calidad tanto de carretera como de montaña.
- **Raleigh UK:** Fabricante de bicicletas urbanas muy conocida en todo el mundo.
- **Koga:** Es una marca premium de carácter deportivo. Esta marca internacional se basa en la innovación continua y en estrechas relaciones con los mejores atletas y equipos profesionales del mundo del ciclismo de competición internacional. (Accell Group, s.f.).
- **XLC:** Es una marca mundial exclusiva en piezas y accesorios de bicicletas.
- **Babboe:** Es una empresa neerlandesa de bicicletas de carga, especialmente diseñadas para llevar niños.

El motivo por el que se ha escogido para el grupo de comparación, es que algunas de sus marcas comparten el tipo de oferta con Orbea y la propia empresa es una de las más importantes a nivel internacional. Además, las cuentas anuales consolidadas están disponibles en su página web.

La empresa taiwanesa fue fundada en 1973. Al principio fabricaba bicicletas para otras marcas pero más adelante empezó a comercializar con su propia marca. Actualmente está presente en más de 70 países y tiene filiales en China y Europa. Además, tiene aproximadamente el 35% de las acciones de la empresa Specialized con quien comparte relaciones comerciales importantes. El 62% de las ventas de Merida son a esta misma empresa por lo que es un cliente clave para su actividad. Según datos de la memoria de Merida, el 91% de sus ventas son de bicicletas enteras, por lo tanto se puede deducir que gran parte de las bicicletas Specialized son fabricadas al completo por la empresa Taiwanesa.

Los productos de esta empresa destacan por su innovación, calidad y última tecnología, todo ello gracias a la mezcla de la ingeniería alemana, donde tiene su principal oficina de I+D, y la capacidad de producción de sus fábricas en Taiwán. Dispone bicicletas para todo tipo de cliente: para niños, de paseo, de montaña, de carretera, eléctricas... pero todas ellas son de una gama media alta. Sin embargo, la compañía destaca por sus bicicletas de última tecnología utilizadas incluso por equipos y corredores profesionales. Actualmente es el principal proveedor del equipo profesional Bahrain Victorious que compite en la categoría UCI WorldTour (Máxima categoría de equipos ciclistas).

Se ha elegido esta empresa para el grupo de comparación ya que compite directamente con Orbea por el tipo de producto que tienen ambos. Además, sus cuentas anuales consolidadas están disponibles en su página web.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

Una vez analizado el sector y elegido las empresas comparables se procederá a hacer un análisis económico-financiero tanto de la empresa objeto de estudio, Orbea, como de las empresas elegidas como rivales, Mérida y Accell Group. Para realizar el análisis se han obtenido las cuentas anuales consolidadas de Orbea a través del Registro de Cooperativas de Euskadi. En el caso de las empresas competidoras también se han obtenido las cuentas anuales consolidadas y se ha accedido a ellas directamente desde la página web de las empresas. Cabe destacar que en el análisis de las cuentas de Merida ha sido una tarea difícil por como tiene distribuidos los gastos (PYG por funciones) y por ser en una moneda diferente (dólar taiwanés). El estudio se realizará con los datos del periodo 2019-2021.

4.1. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

Con la ayuda de la tabla 1 donde se muestra el activo de la empresa, con sus respectivas partidas y junto con los porcentajes verticales y horizontales, se procederá a analizar la estructura económica de la empresa. El orden de los años en las tablas va de menor a mayor a diferencia de en las cuentas anuales oficiales. Se ha tomado esta decisión ya que resultaba más cómodo a la hora de analizar los datos de las tablas.

4.1.1. ORBEA

Tabla 4. Activo de Orbea con porcentajes verticales y horizontales

BALANCE	2019	% vert.	NI	2020	% vert.	NI	2021	% vert.	NI
ACTIVO NO CORRIENTE	17.594.531,60	26,49%	100	20.063.355,59	20,19%	114,0	29.001.494,55	19,57%	144,5
<i>I. Inmovilizado intangible</i>	246.105,96	0,37%	100	151.340,96	0,15%	61,5	88.046,96	0,06%	58,2
Desarrollo	150.611,26	0,23%	100	91.769,26	0,09%	60,9	57.225,26	0,04%	62,4
Aplicaciones informáticas	95.494,70	0,14%	100	59.571,70	0,06%	62,4	30.821,70	0,02%	51,7
<i>II. Inmovilizado Material</i>	9.232.076,19	13,90%	100	11.666.720,34	11,74%	126,4	16.725.084,63	11,28%	143,4
Terrenos y construcciones	2.963.562,80	4,46%	100	3.696.233,76	3,72%	124,7	3.406.109,96	2,30%	92,2
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado	6.268.513,39	9,44%	100	7.970.486,58	8,02%	127,2	13.318.974,67	8,99%	167,1
<i>IV. Inversiones a largo plazo en empresas del grupo, asociadas y socios</i>	2.255.022,36	3,39%	100	3.239.209,14	3,26%	143,6	7.082.151,56	4,78%	218,6
Instrumentos de patrimonio	1.128.701,32	1,70%	100	2.342.888,10	2,36%	207,6	6.275.830,52	4,23%	267,9
Créditos a empresas	1.126.321,04	1,70%	100	896.321,04	0,90%	79,6	806.321,04	0,54%	90,0
<i>V. Inversiones financieras a largo plazo</i>	4.978.391,92	7,49%	100	5.006.085,15	5,04%	100,6	5.106.211,40	3,44%	102,0
Instrumentos de patrimonio	4.978.391,92	7,49%	100	5.006.085,15	5,04%	100,6	5.106.211,40	3,44%	102,0
<i>VI. Activos por impuesto diferido</i>	882.935,17	1,33%	100		0,00%	0,0		0,00%	
ACTIVO CORRIENTE	48.834.142,38	73,51%	100	79.296.400,04	79,81%	162,4	119.222.375,73	80,43%	150,4
<i>II. Existencias</i>	21.309.097,85	32,08%	100	18.900.211,58	19,02%	88,7	53.952.050,31	36,40%	285,5
Comerciales	623.936,04	0,94%	100	801.884,14	0,81%	128,5	699.348,39	0,47%	87,2
Materias primas y otros aprovisionamientos	11.826.372,10	17,80%	100	9.871.137,10	9,93%	83,5	35.520.946,10	23,96%	359,8
Productos en curso de ciclo corto	3.060.134,24	4,61%	100	3.259.106,24	3,28%	106,5	8.149.956,24	5,50%	250,1
Productos terminados	3.813.186,16	5,74%	100	2.536.157,06	2,55%	66,5	6.324.605,81	4,27%	249,4
Anticipo a proveedores	1.985.469,31	2,99%	100	2.431.927,04	2,45%	122,5	3.257.193,77	2,20%	133,9
<i>III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</i>	23.566.746,55	35,48%	100	15.025.566,17	15,12%	63,8	25.036.795,03	16,89%	166,6
Clientes por venta y prest. por servicios a corto plazo	18.998.136,96	28,60%	100	12.790.320,70	12,87%	67,3	16.469.485,30	11,11%	128,8
Clientes, empresas del grupo, asociadas y socios	2.596.818,67	3,91%	100	45.499,26	0,05%	1,8	1.458.637,67	0,98%	320,5
Otros créditos con Administraciones públicas	1.971.790,92	2,97%	100	2.189.746,21	2,20%	111,1	7.108.672,06	4,80%	324,6
<i>IV. Inversiones a corto plazo en empresas del grupo, asociadas y socios</i>	70.281,83	0,11%	100	4.000,00	0,00%	5,7	32.000,00	0,02%	800,0
Créditos a empresas	8.781,83	0,01%	100		0,00%	0,0		0,00%	
Créditos a socios	61.500,00	0,09%	100	4.000,00	0,00%	6,5	32.000,00	0,02%	800,0
<i>V. Inversiones financieras a corto plazo</i>	106.023,16	0,16%	100	108.001,78	0,11%	101,9	292.346,57	0,20%	270,7
Derivados							87.152,51	0,06%	
Otros activos financieros	106.023,16	0,16%	100	108.001,78	0,11%	101,9	205.194,06	0,14%	190,0
<i>VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</i>	3.781.992,99	5,69%	100	45.258.620,51	45,55%	1196	39.909.183,82	26,92%	88,2
Tesorería	3.781.992,99	5,69%	100	45.258.620,51	45,55%	1196	39.909.183,82	26,92%	88,2
TOTAL ACTIVO	66.428.673,98	100,00%	100	99.359.755,63	100,00%	149,6	148.223.870,28	100,00%	149,2

Fuente: Elaboración propia a partir de la cuentas anuales de consolidadas Orbea

Orbea ha crecido en cuanto a tamaño de la empresa de forma espectacular los últimos años. En 2019 su inversión neta era de 66.428.673,98€. El año siguiente creció un 49,6% llegando a 99.359.755,63€ y en 2021 fue de 148.223.870,28€ con un crecimiento del 49,2% en el año. En tres años ha crecido un 123% el valor de su inversión neta.

En el año base el 26,49% de la inversión pertenece al largo plazo y el 73,51% al corto plazo. Las dos partidas con mayor peso del activo corriente son *existencias*, con un peso respecto al total del 32,08%, y *deudores comerciales y otras cuentas a pagar*, con un peso respecto al total del 35,48%. Esto se debe a su actividad comercial y la deuda a corto plazo acumulada de los clientes. Respecto al activo no corriente la partida con mayor peso es el *inmovilizado material* con un peso total del 13,90%.

En cuanto a la evolución de la estructura económica de la empresa hay que destacar que la diferencia entre la inversión a largo plazo y a corto plazo a lo largo de los 3 años aumenta ligeramente. En el año 2021 el activo no corriente representa un 19,57% y el corriente un 80,43% respecto al total del activo. Esto se debe principalmente al incremento de dos partidas. La primera es *tesorería*, que aumentó casi 12 veces su valor entre 2019 y 2020, y la segunda es *existencias*, que aumentó un 185% entre 2020 y 2021. En este año entre *existencias* y *tesorería* formaron casi el 65% de toda la inversión de la empresa. Es decir, el aumento de la inversión total de la empresa ha sido claramente por el aumento de la inversión a corto plazo, producido seguramente por el aumento también de las ventas en el sector.

A continuación se muestra la tabla 2 donde se encuentran el patrimonio neto y pasivo de la empresa también con sus respectivas partidas y porcentajes verticales y horizontales, los cuales servirán para realizar el análisis de la estructura financiera de Orbea.

Tabla 5. Patrimonio neto y pasivo de Orbea con porcentajes verticales y horizontales

	2019	% vert.	NI	2020	% vert.	NI	2021	% vert.	NI
PATRIMONIO NETO	38.755.934,63	58,34%	100	57.036.067,90	57,40%	147,2	95.608.827,61	64,50%	167,6
Fondos propios	38.191.516,65	57,49%	100	56.360.585,55	56,72%	147,6	94.833.219,01	63,98%	168,3
I. Capital	16.729.136,06	25,18%	100	21.982.769,32	22,12%	131,4	33.912.871,18	22,88%	154,3
III. Reservas	12.543.545,04	18,88%	100	14.269.980,55	14,36%	113,8	20.190.991,79	13,62%	141,5
Fondo de reserva obligatorio	10.134.142,88	15,26%	100	11.860.578,39	11,94%	117,0	16.781.589,63	11,32%	141,5
Fondo de reserva voluntario	1.891.988,64	2,85%	100	1.891.988,64	1,90%	100,0	2.891.988,64	1,95%	152,9
Otras reservas	517.413,52	0,78%	100	517.413,52	0,52%	100,0	517.413,52	0,35%	100,0
Resultado de la cooperativa	8.918.835,85	13,43%	100	20.107.835,68	20,24%	225,5	40.729.356,06	27,48%	202,6
Ajustes por cambio de valor	564.417,68	0,85%	100	675.482,35	0,68%	119,7	775.608,60	0,52%	114,8
Ajustes financieros a VR con cambios en patrimonio neto	564.417,68	0,85%	100	675.482,35	0,68%	119,7	775.608,60	0,52%	114,8
PASIVO NO CORRIENTE	8.033.348,20	12,09%	100	19.215.472,49	19,34%	239,2	15.052.757,24	10,16%	78,3
Contribución para la Educación y Promoción Cooperativa y otros fines de interés público	854.160,75	1,29%	100	971.923,64	0,98%	113,8	2.012.844,04	1,36%	207,1
I. Provisiones a largo plazo	230.080,00	0,35%	100	250.000,00	0,25%	108,7	250.000,00	0,17%	100,0
Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	230.080,00	0,35%	100	250.000,00	0,25%	108,7	250.000,00	0,17%	100,0
II. Deudas a largo plazo	6.949.107,45	10,46%	100	17.993.548,85	18,11%	258,9	12.789.913,20	8,63%	71,1
Deudas con entidades de crédito	5.881.549,58	8,85%	100	9.477.710,05	9,54%	161,1	6.244.612,52	4,21%	65,9
Otros pasivos financieros	1.067.557,87	1,61%	100	8.515.838,80	8,57%	797,7	6.545.300,68	4,42%	76,9
PASIVO CORRIENTE	19.639.391,15	29,56%	100	23.108.215,24	23,26%	117,7	37.562.285,43	25,34%	162,5
III. Deudas a corto plazo	6.236.231,50	9,39%	100	10.337.890,08	10,40%	165,8	11.288.023,31	7,62%	109,2
Deudas con entidades de crédito	4.399.586,81	6,62%	100	5.832.554,29	5,87%	132,6	5.187.646,31	3,50%	88,9
Derivados	15.364,69	0,02%	100	1.453.566,79	1,46%	9460,4			
Otros pasivos financieros	1.821.280,00	2,74%	100	3.051.769,00	3,07%	167,6	6.100.377,00	4,12%	199,9
IV. Deudas a corto plazo con empresas del grupo, asociadas y socios	1.965.882,54	2,96%	100						
Deudas con socios	1.965.882,54	2,96%	100						
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	11.437.277,11	17,22%	100	12.770.325,16	12,85%	111,7	26.274.262,12	17,73%	205,7
Proveedores	5.454.664,01	8,21%	100	6.153.313,72	6,19%	112,8	15.620.074,24	10,54%	253,8
Proveedores, empresas del grupo y asociadas	398.671,33	0,60%	100	448.142,09	0,45%	112,4	783.387,79	0,53%	174,8
Personal	3.307.930,18	4,98%	100	4.277.170,59	4,30%	129,3	7.250.000,00	4,89%	169,5
Pasivos por impuesto corriente	1.534.074,27	2,31%	100	719.873,91	0,72%	46,9	1.454.674,55	0,98%	202,1
Otras deudas con las Administraciones Públicas	495.756,29	0,75%	100	556.609,50	0,56%	112,3	633.743,73	0,43%	113,9
Anticipos a clientes	246.181,03	0,37%	100	615.215,35	0,62%	249,9	529.181,94	0,36%	86,0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	66.428.673,98	100,00%	100	99.359.755,63	100,00%	149,6	148.223.870,28	100,00%	149,2

Fuente: Elaboración propia a partir de la cuentas anuales consolidadas de Orbea

En cuanto a la financiación, destacar que Orbea apuesta sobre todo por la financiación propia con un 58,34% respecto a la financiación total. La partida con más peso es *capital* con un peso total del 25,18% y esto se debe al capital social de la cooperativa formada por las aportaciones de los socios. Las otras dos partidas con mayor peso del patrimonio neto son *reservas* y *resultado de la cooperativa*, con un peso total del 18,88% y 13,43% respectivamente.

En el año base, el 42,66% de la inversión de la empresa se financia con pasivos, de los cuales un 29,56% pertenecen a deuda a corto plazo y tan solo un 12,1% a deuda a largo plazo. La partida más destacable es *acreedores y otras cuentas a pagar* suponiendo un 17,22% de la financiación total.

Respecto a la evolución de la financiación en los tres años de estudio, destacar el crecimiento sobre todo de una partida del patrimonio neto. *Resultado de la cooperativa* tuvo un crecimiento del 125% en el segundo periodo y volvió a crecer un 100% en el tercer periodo. A causa de ello en 2021 la proporción de financiación propia aumentó llegando al 64,5% del total. Destacar también el cambio que hubo en la financiación ajena del segundo periodo, donde aumentó la proporción de financiación a largo plazo y más concretamente la partida *deudas con entidades de crédito*, llegando a ser un 18,11% del total y con un aumento de la propia partida del 158,9% respecto al periodo anterior. En el siguiente año vuelve la tendencia del primer periodo y baja significativamente el valor de esta fuente de financiación, siendo otra vez la partida de deuda más relevante *acreedores y otras cuentas a pagar*.

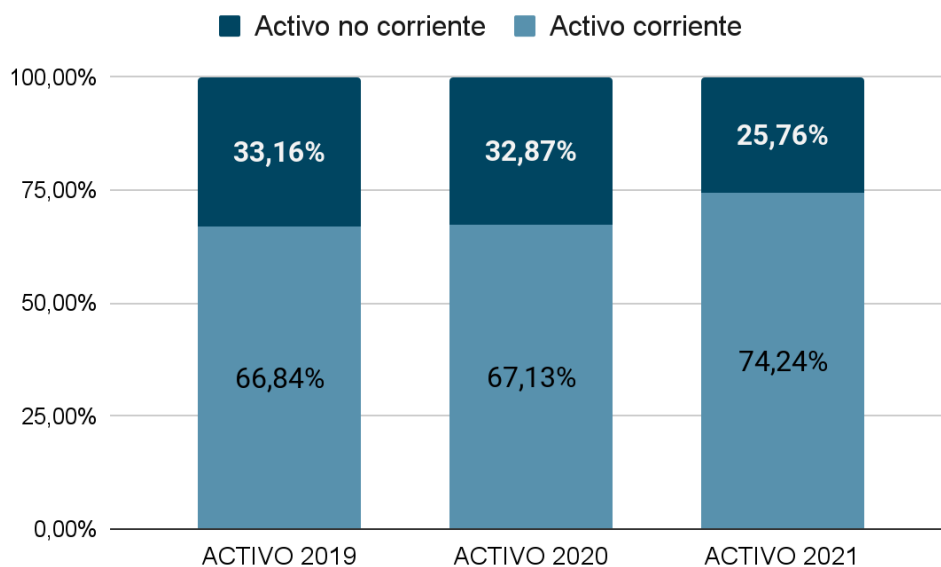
A pesar del crecimiento de la empresa la estructura sigue siendo similar en los tres años.

4.1.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Con la ayuda de los siguientes gráficos se procederá a comparar la estructura económica y financiera de las empresas comparables con la empresa objeto de estudio.

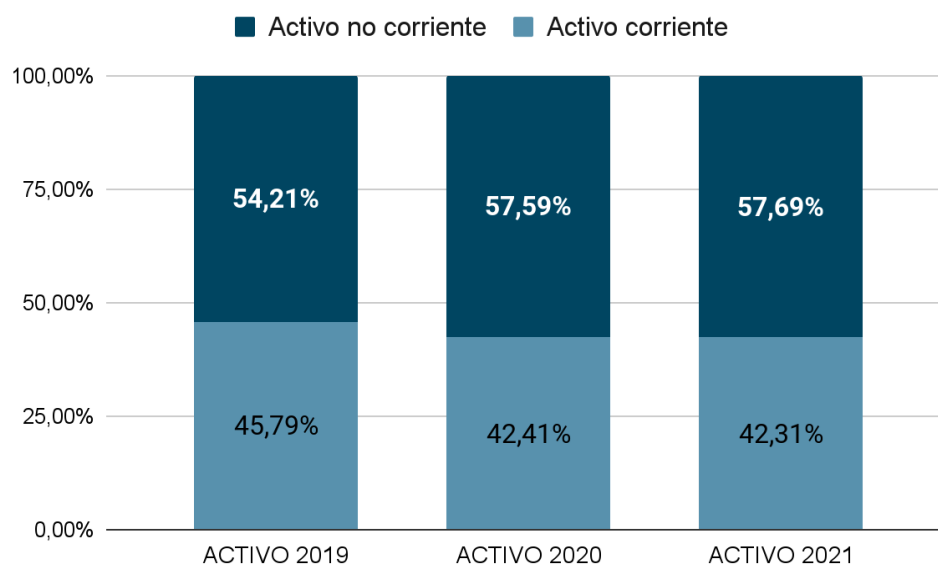
Estructura económica

Gráfico 1. Estructura económica de Accel Group



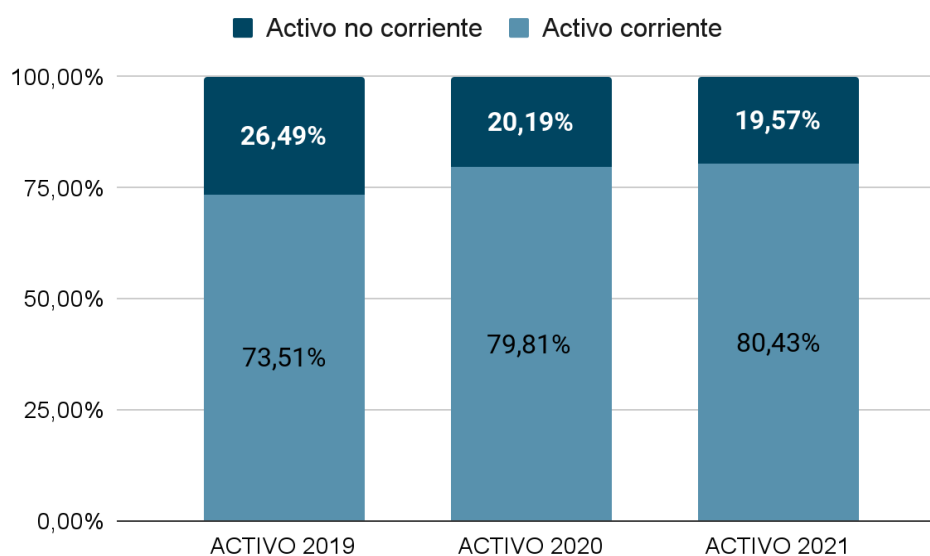
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas de Accel Group

Gráfico 2. Estructura económica Merida



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merida

Gráfico 3. Estructura económica Orbea



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Orbea

Como se puede observar Orbea y Accell Group tienen una estructura económica similar. Además, tienen los dos la misma tendencia a lo largo de los tres años de ligero crecimiento del activo corriente respecto a la inversión total. En cambio Merida tiene una estructura algo diferente con una mayor presencia de inversión a largo plazo que las dos empresas anteriores.

Tabla 6. Inversión a largo plazo del grupo de comparación

Inversión a L/P 2021	Orbea	Accell Group	Merida
Activo no corriente	19,57%	25,76%	57,69%
Inmovilizado intangible	0,06%	13,56%	0,14%
Inmovilizado material	11,28%	6,32%	7,27%
Inversiones a largo plazo en empresas del grupo, asociadas y socios	4,78%	0	48,93%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías

Analizando las inversiones a largo plazo, destacar que las tres empresas tienen una distribución diferente. En el caso de Merida su gran volumen de inversión a

largo plazo se debe a la partida del balance *inversiones a largo plazo en empresas del grupo, asociadas y socios*, que supone un 48,93% del peso de todo el activo. Según la memoria de sus cuentas anuales consolidadas del año 2021, la cuantía de esta partida se debe a acciones no cotizadas en otras empresas. La más importante, y la que supone casi la totalidad del valor de la partida, es la propiedad del 35% de las acciones de Specialized Bicycle Components. En cuanto a la empresa Accell Group, destacar que de las tres empresas es la que tiene mayor inversión en inmovilizado intangible. Analizando la memoria de sus cuentas anuales consolidadas del año 2021, se observa que su inversión en inmovilizado intangible se divide en fondos de comercio, marcas, lista de clientes, software y desarrollo. Por último, comentar que Orbea tiene la mayor inversión en inmovilizado material de los tres a pesar de ser la empresa más pequeña.

Tabla 7. Inversión a corto plazo del grupo de comparación

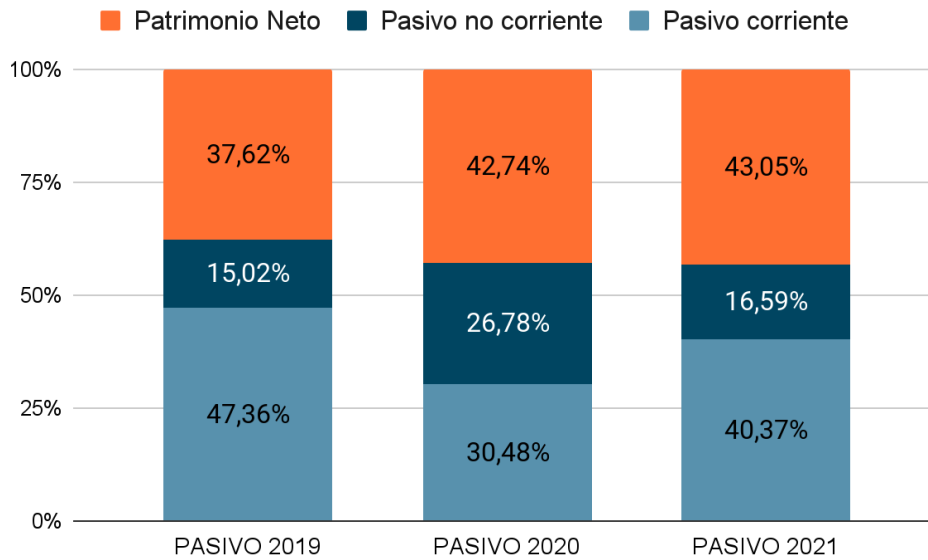
Inversión a C/P 2021	Orbea	Accell Group	Merida
Activo corriente	80,43%	74,24%	42,31%
Existencias	36,40%	52,54%	21,76%
Deudores comerciales	16,89%	15,42%	8,35%
Efectivo y otros activos líquidos	26,92%	4,57%	10,38%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías

En cuanto a las inversiones a corto plazo, como se ha comentado antes Orbea y Accell Group tienen un mayor porcentaje que Merida. A pesar de eso tienen una estructura parecida dentro del activo corriente, con algunos matices. En las tres compañías la partida más importante es las *existencias*. Destacar sobre todo en Accell Group que llega a ser un 52,54% del total del activo. En la partida *deudores comerciales*, Orbea y Accell Group tienen un valor mayor en números relativos que Merida. En cuanto al *efectivo y otros activos líquidos* Orbea destaca entre las tres con un 26,92% del total del activo. Una gran diferencia comparada con las demás empresas, sobre todo con Accell Group que apenas llega al 4,57% del total.

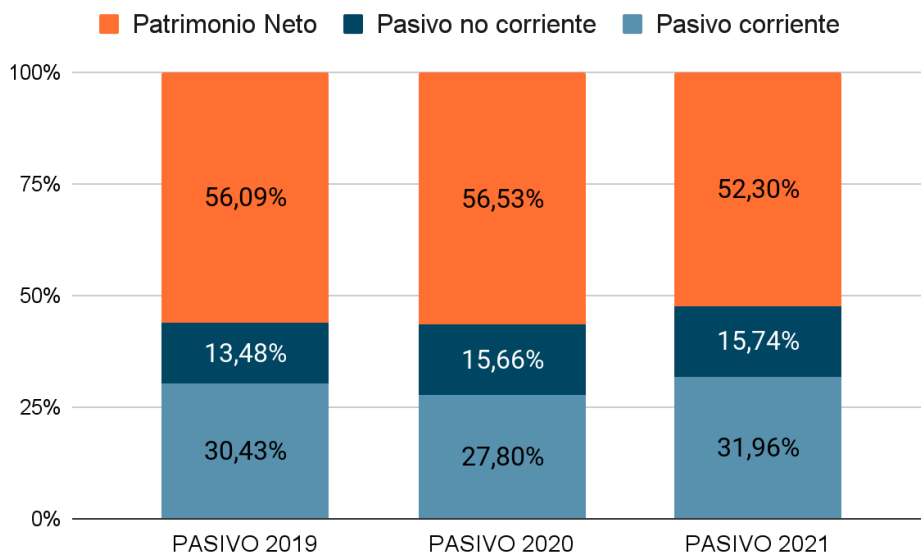
Estructura financiera

Gráfico 4. Estructura financiera Accell Group.



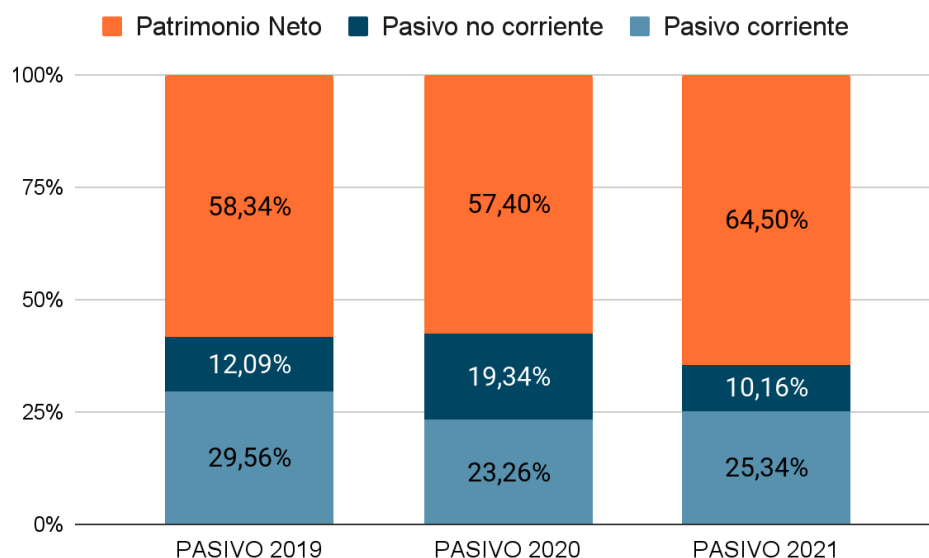
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

Gráfico 5. Estructura financiera Merida.



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

Gráfico 6. Estructura financiera Orbea.



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

Analizando la estructura financiera de las tres empresas, se puede observar como Orbea y Mérida tienen una estructura parecida. Su principal fuente de financiación son sus propios recursos y respecto a la deuda tienen una distribución entre el corto y largo plazo similar. Accell Group en cambio tiene distinta estructura, con más presencia de financiación ajena (un 56,95% en 2021, distribuido entre el 16,59% de largo plazo y 40,37% de corto plazo).

Dentro de la deuda, la partida con mayor porcentaje para las tres empresas es *acreedores comerciales* del pasivo corriente con un 17,73% para Orbea, un 27,17% para Accell Group y un 23,70% para Merida. Cabe destacar también una tendencia que comparten Orbea y Accell Group en el segundo periodo analizado. Se trata de una repentina subida del peso respecto al total del pasivo corriente, a causa del aumento de la cuenta *deudas a largo plazo con entidades de crédito*. Esta tendencia se debe a la situación de pandemia, donde los costes de la deuda fueron más baratos y las empresas aprovecharon esa situación.

4.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

4.2.1. ORBEA

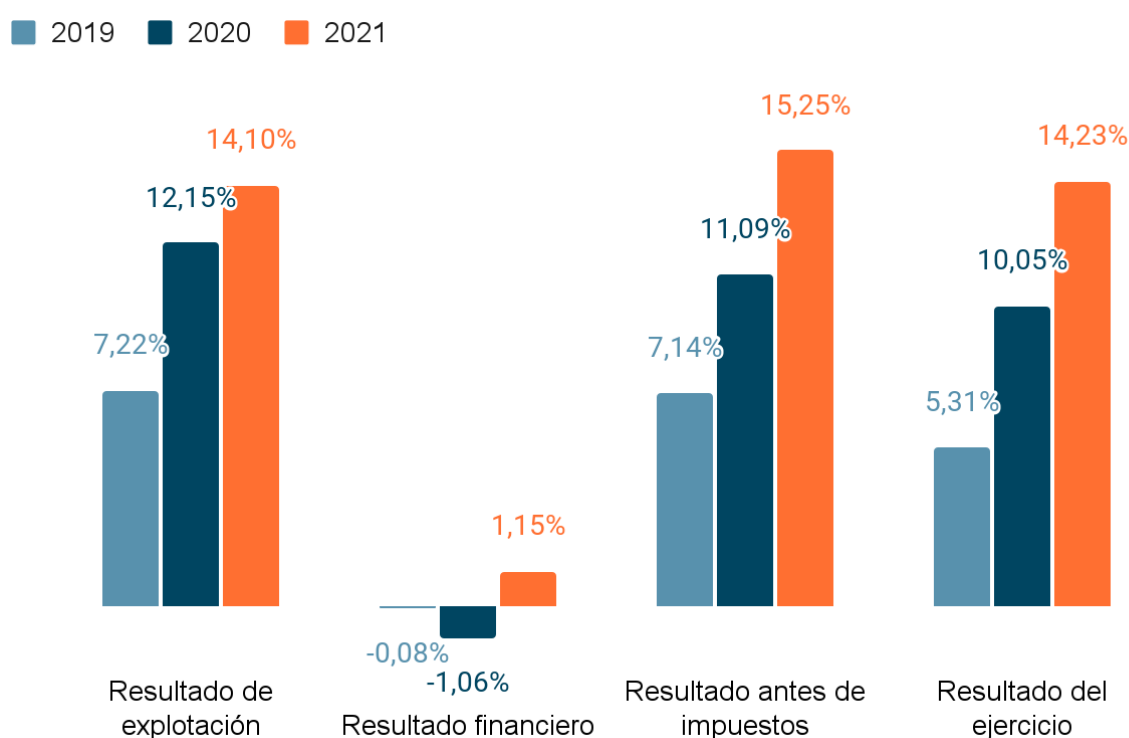
Tabla 8. Resultados de Orbea con porcentajes verticales y horizontales.

	2019	NI	%sobre ventas	2020	NI	%sobre ventas	2021	NI	%sobre ventas
Operaciones Continuas									
Importe neto de la cifra de negocios	168.189.960,13	100	100%	200.038.433,62	118,9	100%	282.316.420,22	141,1	100%
Variación de existencias de productos en curso y en curso de fabricación	2.297.637,00	100	1,37%	-1.078.057,00	-46,9	-0,54%	8.679.299,00	1	3,07%
Aprovisionamientos	-120.901.169,18	100	-71,88%	-130.951.484,64	108,3	-65,46%	-189.275.526,8	144,5	-67,1%
Otros ingresos de explotación	149.468,61	100	0,09%	69.869,84	46,7	0,03%	183.536,65	262,7	0,07%
Gastos de personal	-17.721.194,47	100	-10,54%	-20.838.743,82	117,6	-10,42%	-31.969.655,63	153,4	-11,3%
Otros gastos de explotación	-16.059.644,08	100	-9,55%	-17.428.595,55	108,5	-8,71%	-21.073.452,74	120,9	-7,46%
Amortización de inmovilizado	-1.243.238,00	100	-0,74%	-1.646.436,00	132,4	-0,82%	-2.173.820,00	132,0	-0,77%
Contribución para Educación, y Promoción y otros fines de interés público	-854.160,75	100	-0,51%	-971.923,65	113,8	-0,49%	-2.012.844,04	207,1	-0,71%
Otros resultados	-1.709.121,45	100	-1,02%	-2.884.571,73	168,8	-1,44%	-4.855.512,28	168,3	-1,72%
Resultado de Explotación	12.148.537,81	100	7,22%	24.308.491,07	200,1	12,15%	39.818.444,31	163,8	14,10%
Ingresos financieros	195.255,29	100	0,12%	45.672,10	23,4	0,02%	117.543,64	257,4	0,04%
Gastos financieros	-658.481,80	100	-0,39%	-875.156,47	132,9	-0,44%	-762.077,65	87,1	-0,27%
Diferencias de cambio	-36.801,00	100	-0,02%	-1.949.455,09	5297	-0,97%	1.059.585,50	-54,4	0,38%
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	358.768,48	100	0,21%	659.000,42	183,7	0,33%	2.824.642,42	428,6	1,00%
Resultado Financiero	-141.259,03	100	-0,08%	-2.119.939,04	1500	-1,06%	3.239.693,91	-152	1,15%
Resultado antes de impuestos	12.007.278,78	100	7,14%	22.188.552,03	184,8	11,09%	43.058.138,22	194,1	15,25%
			0,00%			0,00%			0,00%
Impuestos sobre sociedades	-3.088.442,93	100	-1,84%	-2.080.716,35	67,4	-1,04%	-2.328.782,18	111,9	-0,82%
Resultado procedente de operaciones continuadas	8.918.835,85	100	5,30%	20.107.835,68	225,5	10,05%	40.729.356,04	202,6	14,43%
			0,00%			0,00%			0,00%
Resultado de ejercicio	8.918.835,85	100	5,30%	20.107.835,68	225,5	10,05%	40.729.356,04	202,6	14,43%

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

En el año 2019 las ventas de Orbea fueron de 168.189.960,13 euros y su beneficio final fue de 8.918.835,85 euros, lo que significa que de 100 euros vendidos ganaron 5,30 euros. El resultado antes de impuestos fue de 12.007.278,78 euros que suponen un 7,14% de las ventas, por lo cual casi un 2% de las ventas se fueron en impuestos. El resultado de explotación no es muy distinto al resultado antes de impuestos, ya que el resultado financiero no tiene mucha repercusión. Tan solo fue de -144.259,03 euros. El principal gasto de la empresa fue en *aprovisionamientos* que fueron un 71,88% de las ventas. Otros gastos relevantes fueron *gastos de personal* (10,54%) y *otros gastos de explotación* (9,55%).

Gráfico 7. Márgenes sobre ventas de Orbea.



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

En el siguiente ejercicio Orbea aumentó las ventas en un 18,9%. Además, su resultado de explotación creció un 100% respecto al año anterior llegando a ser de 12,15 euros por cada 100 euros vendidos. El motivo de este cambio fue una

disminución en los gastos de la empresa, sobre todo en *aprovisionamientos* que bajó casi en 6 puntos porcentuales respecto al año anterior. El resultado del ejercicio creció un 125% y Orbea ganó 10,05 euros por cada 100 euros de venta. Por último, mencionar la subida de los gastos financieros debido a los préstamos bancarios que adquirió la empresa.

Tabla 9. Principales gastos de Orbea

% Gastos / Importe neto de la cifra de negocios	2019	NI	2020	NI	2021	NI
Aprovisionamientos	-71,88%	100	-65,46%	108,3	-67,04%	144,5
Gasto de personal	-10,54%	100	-10,42%	117,6	-11,32%	153,4
Otros gastos de explotación	-9,55%	100	-8,71%	108,5	-7,46%	120,9

En el último año analizado, las ventas siguieron creciendo, siendo un 40% más que el año anterior. Los gastos también crecieron, sobre todo *aprovisionamientos* (44,5% más que el año anterior) y *gastos del personal* (53,4% más que el año anterior). Sin embargo, el resultado de explotación aumentó significativamente (un 63,8% respecto al ejercicio anterior) llegando a ser un 14,10% de las ventas y el motivo es la partida de *variación de existencias de productos en curso y en curso de fabricación*, suponiendo 3,07 euros por cada 100 euros vendidos.

Además, hubo un cambio significativo en el resultado financiero que pasó de ser -2.119.939,04 euros a 3.239.693,91 euros. Esto se debe a la partida *deterioro y resultado de enajenaciones de instrumentos financieros* que fue de 2.824.642,42 euros, un 1% de las ventas. Finalmente el resultado antes de impuestos fue de 15,25 euros por cada 100 euros vendidos y el resultado del ejercicio fue de 14,43 euros por cada 100 vendidos.

Se puede observar el gran crecimiento que ha tenido la empresa, a parte de en las ventas en los márgenes sobre las ventas, pasando a ganar 5,30 euros por cada 100 euros vendidos a 14,43 euros por cada 100 euros vendidos.

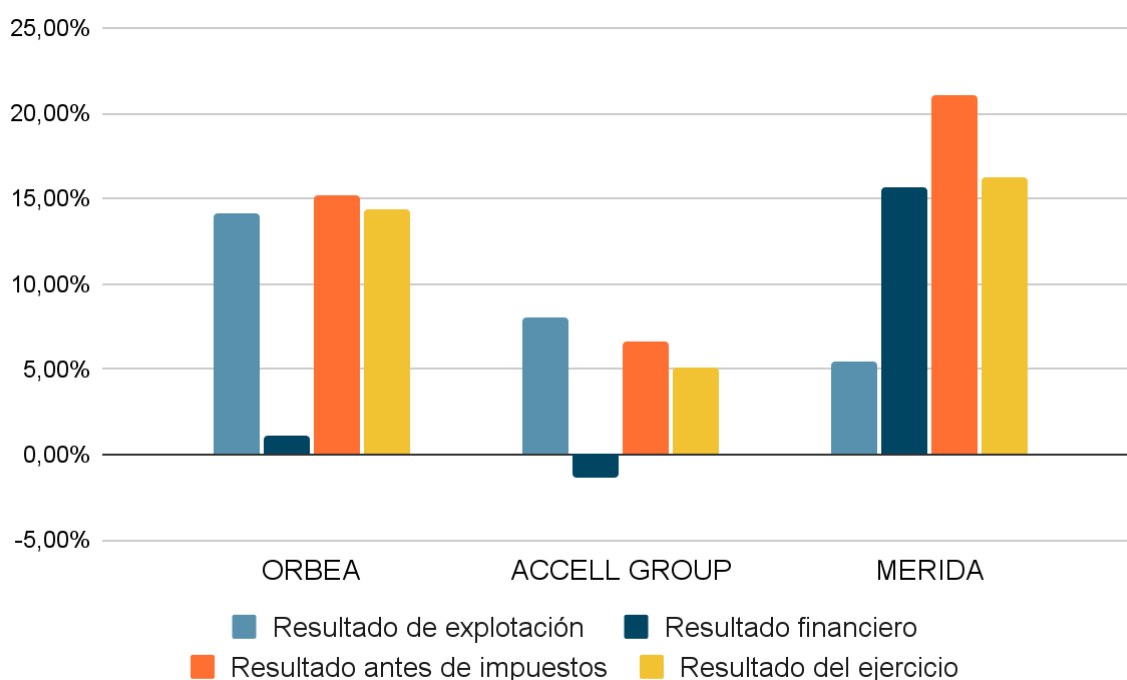
4.2.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 10. Márgenes sobre ventas del grupo de comparación

Márgenes sobre ventas 2021	Orbea	Accell Group	Merida
Cifra neta de negocios	282.316.420	1.377.112.000	911.126.673
Resultado de explotación	14,10%	7,99%	5,41%
Resultado financiero	1,15%	-1,35%	15,70%
Resultado antes de impuestos	15,25%	6,64%	21,11%
Resultado del ejercicio	14,43%	5,08%	16,29%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías.

Gráfico 8. Márgenes sobre ventas Grupo de comparación



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías.

Como se puede observar, Orbea tiene un margen del resultado de explotación superior a las demás empresas en el ejercicio 2021. Gracias a la buena gestión de

los gastos le permite tener un resultado de explotación amplio. Accell Group tiene el segundo resultado de explotación más alto, sin embargo es casi la mitad en términos porcentuales que la de Orbea. El peor margen de explotación lo tiene Merida con un pobre 5,41% de la cifra neta de negocios.

Para comparar mejor el resultado de explotación se analizarán los dos principales gastos de explotación a través de sus políticas, como son los gastos de aprovisionamiento y los gastos de personal.

Tabla 11. Política comercial del grupo de comparación.

Política comercial 2021	Orbea	Accell Group	Merida
Margen bruto comercial	93.040.893,35	421.318.000,00	182.791.159,00
%	32,96%	30,59%	20,06%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías.

Como se ha mencionado antes Orbea es el que mejor gestiona los gastos y en la política comercial no es diferente. Con un 32,96% de las ventas es el que mejor margen bruto comercial tiene, seguido de Accell Group con 30,59%. El peor lo tiene Merida con un 20%. Esto es debido a que el 62 % de sus ventas son a su empresa asociada Specialized y al ser ventas mayoristas y en gran cantidad obtienen un margen menor.

Tabla 12. Política de personal del grupo de comparación.

Política de personal	Orbea	Accell Group	Merida
Número de empleados	601	3495	4209
Ventas por empleado	469.744,46	394.023,46	216.471,06
Gasto de personal por empleado	53.194,10	48.328,47	12.215,01

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

En relación a la política de personal, Orbea vuelve a ser el que mejor la gestiona de las tres empresas. Destaca las ventas por empleado que son bastante superiores a la competencia. Sin embargo es el que más gasto por empleado tiene, lo que significa que paga mejor a sus empleados. Merida tiene las ventas por empleado más pobres y el gasto de personal menor, pero es el que más empleados dispone.

Volviendo con los resultados, en los resultados financieros destacar el gran margen que tiene Mérida que alcanza un 15,70% del total de las ventas. Al igual que se ha comentado anteriormente en el balance, estas cifras en el resultado financiero sumamente mayores que las demás empresas, se deben a las acciones que tiene en la empresa del mismo sector Specialized. Esto le permite crecer en el resultado del ejercicio ya que pasa de tener un margen de explotación de 5,41% a un margen antes de impuestos de 21,11%, el mayor de las tres. Accell Group en cambio, presenta un resultado financiero negativo, debido al endeudamiento financiero que tiene, lo que provoca que disminuya el margen antes de impuestos y se quede en 6,64%.

Tabla 13. Política fiscal del grupo de comparación.

Política fiscal	Orbea	Accell Group	Merida
Gasto por impuesto / Resultado antes de impuestos	5,41%	23,50%	22,83%

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

Analizando la política fiscal, se puede ver en la tabla superior la gran diferencia que hay en los impuestos que se le aplican a Orbea respecto a las demás. El porcentaje de impuestos que tiene Orbea es ampliamente inferior a las demás ya que, al ser cooperativa, disfruta de beneficios fiscales. Además, analizando la memoria del año 2021 de Accell Group y Merida, se puede observar que un porcentaje alto del gasto por impuesto viene de los impuestos diferidos.

Al final, Orbea y Merida presentan un resultado del ejercicio en cuanto a márgenes se refiere, aproximadamente tres veces superior al de Accell Group, que

de 100 euros vendidos tan solo gana 5,08 euros. Orbea destaca con una alto margen de explotación que finalmente lo traslada a su resultado del ejercicio y Merida con una resultado financiero que le permite mejorar ampliamente el resultado del ejercicio.

4.3. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA

La rentabilidad económica tiene por objeto evaluar el rendimiento obtenido a los activos gestionados por la empresa sin tener en cuenta las fuentes de financiación utilizadas. Para ellos se relacionan el resultado con los recursos utilizados para el mismo (Zubiaurre, 2022).

A la hora de calcular el resultado hay tres formas de hacerlo:

- Utilizando como resultado el beneficio antes de intereses (BAI)
- Utilizando el beneficio antes de impuestos e intereses (BAIT)
- Utilizando el resultado de explotación neto de extraordinarios (deterioro y enajenación de inmovilizados)

En este caso se utilizará el BAIT, ya que la fiscalidad de Orbea es muy distinta al de las empresas comparables, por lo que no sería adecuado compararlas utilizando BAI. Además, el deterioro por enajenación de inmovilizado no supone un impacto notorio en el resultado de las empresas.

4.3.1. ORBEA

Tabla 14. Rentabilidad económica de Orbea

	2019	NI	2020	NI	2021
BAIT	12.665.760,58	182	23.063.708,50	190	43.820.215,87
ROI = BAIT / Activo Total	19,07%	122	23,21%	127	29,56%
Margen = BAIT / Ventas	7,53%	153	11,53%	135	15,52%
Rotación = Ventas / Activo Total	2,53	80	2,01	95	1,90

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

En 2019 Orbea presenta un ratio de rentabilidad de 19,07%, es decir, genera 19,07 euros por cada 100 euros invertidos en activo. Esta rentabilidad se divide en un margen de 7,53% y una rotación de 2,53. Se obtienen 7,53 euros de beneficio antes de impuestos e intereses por cada 100 euros de venta, con una capacidad de vender 2,53 veces el activo invertido en el año.

En el siguiente ejercicio la rentabilidad aumenta un 20% con un ROI de 23,21%. Analizándolo en profundidad, se puede observar una reducción de la rotación (20,5%) que los compensa un incremento notorio del margen (53,1%). La subida del margen se debe principalmente al aumento de las ventas y reducción del peso de los gastos variables respecto a las ventas. Mientras las ventas aumentaron casi un 19%, los aprovisionamientos aumentaron tan solo un 8%.

Tabla 15. Comparación de ventas y aprovisionamientos de Orbea

	2019	NI	% sobre ventas	2020	NI	% sobre ventas
Ventas	168.189.960,13	100	100,00%	200.038.433,62	118,9	100,00%
Aprovisionamientos	-120.901.169,18	100	-71,88%	-130.951.484,64	108,3	-65,46%

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

En cuanto a la rotación, su evolución se ha visto afectada ya que el activo en ese año creció más que las ventas. Concretamente el activo aumentó un 49,6% mientras las ventas un 18,9%. El crecimiento del activo es debido al aumento del activo corriente, más concretamente de la tesorería.

Tabla 16. Comparación del activo y de las ventas de Orbea

	2019	NI	2020	NI
Activo	66.428.673,98	100	99.359.755,63	149,6
Ventas	168.189.960,13	100	200.038.433,62	118,9

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

En 2021 la rentabilidad de Orbea siguió creciendo obteniendo un 29,5%, un 27,35% más que el año anterior. El rendimiento de los activos fue muy positivo debido al aumento del margen, que tuvo un crecimiento del 34,6%, mientras la rotación disminuyó apenas un 5,4%. El aumento del margen fue ocasionado por un crecimiento semejante en números relativos de las ventas y los gastos, por lo que la diferencia entre ambos aumentó ligeramente en términos absolutos. Además las variaciones de las existencias en productos en cursos tuvo un crecimiento importante que hizo que el beneficio antes de impuesto e intereses aumentase aún más.

Tabla 17. Principales gastos e ingresos de explotación de Orbea

	2020	NI	%sobre ventas	2021	NI	%sobre ventas
Ventas	200.038.433,62	118,9	100,00%	282.316.420,22	141,1	100,00%
Variación de existencias de productos en curso	-1.078.057,00	-46,9	-0,54%	8.679.299,00	-805,1	3,07%
Aprovisionamientos	-130.951.484,64	108,3	-65,46%	-189.275.526,87	144,5	-67,04%
Gastos de personal	-20.838.743,82	117,6	-10,42%	-31.969.655,63	153,4	-11,32%
Otros gastos de explotación	-17.428.595,55	108,5	-8,71%	-21.073.452,74	120,9	-7,46%

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

4.3.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 18. Rentabilidad económica del grupo de comparación.

Rentabilidad Económica 2021	Orbea	Accell Group	Merida
BAIT	43.820.215,87	115.157.000,00	193.817.425,00
ROI = BAIT / Activo Total	29,56%	10,87%	17,61%
Margen = BAIT / Ventas	15,52%	8,36%	21,27%
Rotación = Ventas / Activo Total	1,90	1,30	0,83

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías.

Al comparar los datos de las tres empresas, se observa que Orbea tiene un ROI muy superior a las empresas comparables. En el caso de Accell Group, Orbea le supera tanto en margen como en rotación y tan solo obtiene 10,87 euros por cada 100 euros invertidos en activo, siendo el más bajo de los tres. Merida en cambio, tiene el mayor margen de los tres con un 21,27% pero en cuanto a rotación es el más bajo.

Analizando el margen, mencionar que Orbea es la que mejor gestiona los gastos de explotación y por ello tiene el segundo mejor margen. El mayor margen lo tiene Merida gracias a sus ingresos por las inversiones en otras empresas que impulsan sus beneficios antes de impuestos e intereses.

En cuanto a la rotación, se puede observar que las dos empresas del grupo de comparación tiene una rotación más baja que Orbea, que con las ventas casi duplica su activo. Accell group que vende 1,3 veces su activo, su gran inversión en existencias no se traslada luego a las ventas. En el caso de Merida su baja rotación se debe a las inversiones a largo plazo principalmente.

4.4. FONDO DE ROTACIÓN

4.4.1. ORBEA

Tabla 19. Fondo de rotación de Orbea

	2019	Variación	2020	Variación	2021
Existencias	19.323.628,54	-2.855.344,00	16.468.284,54	34.226.572,00	50.694.856,54
(+) Clientes	21.348.774,60	-9.128.169,99	12.220.604,61	5.178.336,42	17.398.941,03
Necesidades básicas brutas de explotación	40.672.403,14	-11.983.513,99	28.688.889,15	39.404.908,42	68.093.797,57
(-) Proveedores	-3.867.866,03	-301.662,74	-4.169.528,77	-8.976.739,49	-13.146.268,26
Fondo de rotación básico de explotación	36.804.537,11	-12.285.176,7	24.519.360,38	30.428.168,93	54.947.529,31
(+) Otros activos corrientes de explotación	1.971.790,92	217.955,29	2.189.746,21	4.918.925,85	7.108.672,06
(-) Otros pasivos corrientes de explotación	-5.337.760,74	-215.893,26	-5.553.654,00	-3.787.964,15	-9.341.618,15
Fondo de rotación de explotación	33.438.567,29	-12.283.114,70	21.155.452,59	31.559.130,63	52.714.583,22
(+) Otros activos corrientes ajenos a la explotación	176.304,99	-64.303,21	112.001,78	212.344,79	324.346,57
(-) Otros pasivos corrientes ajenos a la explotación	-8.202.114,04	-2.135.776,04	-10.337.890,08	-950.133,23	-11.288.023,31
(+) Tesorería	3.781.992,99	41.476.627,52	45.258.620,51	-5.349.436,69	39.909.183,82
Fondo de rotación	29.194.751,23	26.993.433,57	56.188.184,80	25.471.905,50	81.660.090,30

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

En el año 2019 Orbea tuvo un fondo de rotación positivo de más de 29 millones de euros, es decir que los capitales permanentes de la empresa financiaron esa cantidad de inversión a corto plazo. Este resultado tiene origen en las operaciones básicas de explotación que crean una necesidad financiera de 40,6 millones de euros (repartidas casi por igual entre existencias y clientes), donde los proveedores apenas pueden pagar 3,8 millones de euros. Una parte de la necesidad la cubren otros activos y pasivos de explotación, dejando un fondo de rotación de explotación 33,4 millones de euros que suponen un 17,36% de la cifra neta de negocios. Los

pasivos a corto plazo ajenos a la explotación financiaron algo más de 8 millones de euros reduciendo ligeramente la necesidad creada en la explotación. El periodo medio de maduración económico fue de 101 días, destacando el periodo de cobro por encima de los demás a causa del alto importe de la cuenta de clientes. Finalmente el periodo de maduración financiero fue de 90 días.

En el siguiente ejercicio el fondo de rotación aumentó en casi 27 millones euros donde la principal razón fue el aumento del stock de tesorería que creció en 41 millones de euros. En cambio, el fondo de rotación de explotación disminuyó un 37%. Reduciendo el periodo de aprovisionamiento y el de almacenamiento y con una mejora en la política de cobro a clientes reduciendo el plazo en 24 días, disminuyeron las necesidades básicas de explotación en 12 millones respecto al año anterior. El periodo de pago a proveedores sigue siendo el mismo reduciendo en 11 días el periodo medio de maduración económico. Obtuvieron un periodo medio de maduración financiero de apenas 54 días, quizás influido por la situación de pandemia donde no pudieron aprovechar del todo su capacidad. Muestra de ello pueden ser la reducción de las existencias de materias primas por la falta de suministros o el exceso de tesorería de este ejercicio.

En el último año de estudio volvió a aumentarse el fondo de rotación de Orbea. El activo corriente generó una necesidad de 81 millones de euros que serán financiados con el ciclo largo de la empresa. Este aumento se ha producido a causa de los elementos básicos de explotación, más concretamente por las existencias que han triplicado su valor respecto al ejercicio anterior. El incremento del periodo de aprovisionamiento ha hecho que la necesidad generada por las existencias aumente, y a pesar de la mejora en la política de pago a los proveedores (25,35 días), el fondo de rotación de explotación genera una necesidad de 52 millones de euros. La razón de este aumento fue la situación global de incertidumbre que había tras la pandemia donde las redes de suministros se vieron afectadas y por ello muchas empresas optaron por hacer pedidos grandes para asegurarse de no quedarse sin materias primas y componentes necesarios para la producción. Es por ello también que el periodo de cobro aumenta, ya que al hacer pedidos más grandes la financiación es mejor.

Tabla 20. Periodo medio de maduración de Orbea

	2019	2020	2021
Periodo medio de aprovisionamiento	36,61	27,93	70,02
Periodo medio de producción	7,69	7,64	12,56
Periodo medio de almacenamiento-venta	11,15	7,83	10,83
Periodo medio de cobro a clientes	46,33	22,30	22,49
Periodo medio de pago a proveedores	11,68	11,62	25,35
PMM Económico	101,78	65,70	115,91
PMM Financiero	90,10	54,08	90,56

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

4.4.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 21. Fondo de rotación del grupo de comparación

	Orbea	Accell Group	Merida
Existencias	50.694.856,54	556.761.000,00	239.509.875,00
(+) Clientes	17.398.941,03	160.744.000,00	68.049.526,00
Necesidades básicas brutas de explotación	68.093.797,57	717.505.000,00	307.559.401,00
(-) Proveedores	-13.146.268,26	-221.624.000,00	-135.502.209,00
Fondo de rotación básico de explotación	54.947.529,31	495.881.000,00	172.057.192,00
(+) Otros activos corrientes de explotación	7.108.672,06	0	0
(-) Otros pasivos corrientes de explotación	-9.341.618,15	-11.312.000,00	0
Fondo de rotación de explotación	52.714.583,22	507.193.000,00	172.057.192,00
(+) Otros activos corrientes ajenos a la explotación	324.346,57	18.076.000,00	19.983.778,00
(-) Otros pasivos corrientes ajenos a la explotación	-11.288.023,31	-139.893.000,00	-90.911.406,00
(+) Tesorería	39.909.183,82	48.469.000,00	114.230.536,00
Fondo de rotación	81.660.090,30	433.845.000,00	215.360.100,00

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

Primero de todo decir que no ha sido posible realizar los periodos D1, D2 y D3 de Accell Group por falta de información, por lo que se ha decidido hacer los tres periodos en uno.

Analizando las empresas del grupo de comparación, se puede observar como Accell Group tiene el fondo de rotación más alto con 433 millones de euros. El motivo principal es la gran cantidad de existencias que le hacen tener un periodo de almacenamiento-venta de 212 días. Además, tiene el periodo medio de cobro más alto del grupo de comparación. La empresa tiene unas necesidades básicas de explotación de 717 millones que logra reducir parcialmente gracias a un buen periodo medio de pago (84 días) y acaba teniendo un fondo de rotación de explotación de 507 millones de euros (un 37% de la cifra neta de negocios). Consigue disminuir la necesidad parcialmente con las deudas a corto plazo, pero sigue teniendo un fondo de rotación alto en comparación a las demás empresas.

Merida y Orbea tienen un fondo de rotación de explotación respecto a sus ventas similares, 18,88% y 18,66% respectivamente. Sin embargo, Merida tiene un fondo de rotación respecto a la cifra de negocios más bajo que el de Orbea principalmente por otros pasivos corrientes ajenos a la explotación. Respecto al periodo medio de maduración de estas dos empresas destacar el periodo de almacenamiento-venta de Merida que es muy superior al de Orbea y es por ello que dispone de un PMM económico de más días. Pero gracias a tener un periodo de pago a proveedores notablemente mejor que el de la empresa vasca, acaba con un PMM financiero inferior finalmente.

Tabla 22. Periodo medio de maduración grupo de comparación

	Orbea	Accell Group	Merida
Periodo medio de aprovisionamiento	70,02		67,44
Periodo medio de producción	12,56		5,05
Periodo medio de almacenamiento-venta	10,83	160,28	42,33
Periodo medio de cobro a clientes	22,49	42,60	27,26
Periodo medio de pago a proveedores	25,35	84,63	67,91
PMM Económico	115,91	202,88	142,07
PMM Financiero	90,56	118,25	74,17

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías

4.5. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

En este apartado se analizará la solvencia de la empresa tanto a corto plazo como a largo plazo. “La solvencia es la capacidad que tiene una empresa para hacer frente al pago de las deudas a su vencimiento y sin alterar el normal desenvolvimiento de la misma.”(Zubiaurre, 2022). Para realizar el análisis se utilizaran los ratios de solvencia convenientes y basándose en la información del balance.

4.5.1. ORBEA

Tabla 23. Solvencia a corto plazo de Orbea

	2019	2020	2021
Solvencia a corto plazo	2,49	3,43	3,17
Liquidez o prueba ácida	1,40	2,61	1,74
Liquidez inmediata o disponibilidad	0,19	1,96	1,06
Solvencia a c/p en ajenos a la explotación	0,48	4,39	3,56

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

Orbea es una empresa muy solvente respecto al corto plazo en los tres años. Puede hacer frente a sus deudas de corto plazo con sus activos circulantes sin ningún problema. En 2021, por cada euro de deuda a corto plazo tiene invertidos 3,17 euros en activos corrientes. Destacando algunos datos de la evolución de la solvencia a corto plazo, en el primer ejercicio tienen bastante peso las existencias y disponen de menos liquidez inmediata. En los siguientes ejercicios la disponibilidad aumenta mucho por el crecimiento de la tesorería al igual que la solvencia a corto plazo en ajenos a la explotación, por lo que la solvencia a corto plazo de la empresa está mejor distribuida en los diferentes activos circulantes.

Tabla 24. Solvencia global de Orbea

	2019	2020	2021
Solvencia global	2,50	2,42	2,94
Endeudamiento	0,42	0,43	0,35
Autonomía	1,40	1,35	1,82

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

Respecto a la solvencia global Orbea ofrece datos muy favorables y constantes en los tres años de estudio. En 2021, por cada 1 euro de deuda la empresa tiene 2,94 euros de activo para hacerles frente. Además, tan solo el 35% de su financiación se compone de deuda, el restante se financia con recursos propios. Por cada euro de recursos ajenos la empresa emplea 1,82 euros de recursos propios, por lo que se puede decir que Orbea tiene una buena autonomía financiera.

4.5.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 25. Solvencia a corto plazo del grupo comparación

2021	Orbea	Accell Group	Merida
Solvencia a corto plazo	3,17	1,84	1,32
Liquidez o prueba ácida	1,74	0,54	0,64
Liquidez inmediata o disponibilidad	1,06	0,11	0,66
Solvencia a c/p en ajenos a la explotación	3,56	0,48	1,48

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

Orbea tiene un ratio de solvencia a corto plazo muy superior a las empresas comparables. A pesar de ello, tanto Accell Group como Merida presentan ratios adecuados, por lo que a priori se diría que son solventes a corto plazo.

Observando el ratio de liquidez sin embargo, se puede ver como Accel Group presenta una cifra inferior a las demás empresas y, mirando los datos de su balance, se encuentra que más de la mitad de su inversión es en existencias. Por lo que si no se tienen en cuenta las existencias, ya que no se pueden liquidar por estar afectos a la actividad, la empresa no es tan solvente a corto plazo.

En cuanto a liquidez inmediata Orbea también tiene el mejor ratio de las tres empresas y Accell Group el peor ratio con apenas 0,11 euros de tesorería por cada euro de deuda a corto plazo.

Tabla 26. Solvencia global del grupo de comparación

2021	Orbea	Accell Group	Merida
Solvencia global	2,94	1,86	2,82
Endeudamiento	0,35	0,57	0,48
Autonomía	1,82	0,76	1,10

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

Las tres empresas muestran ratios de solvencia global favorables siendo las más solventes Orbea y Merida. Accell Group es la empresa más endeudada y, por lo tanto, la empresa que menos autonomía financiera tiene. Orbea tiene la mayor autonomía financiera de las tres siendo sus recursos propios 1,82 veces mayores que sus recursos ajenos.

4.6. ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

4.6.1. ORBEA

Tabla 27. Capacidad de generar efectivo en la explotación de Orbea

	2019	NI	2020	NI	2021	NI
Resultado contable antes de impuestos	12.007.278,78	100	22.188.552,03	185	43.058.138,22	194
Recursos generados por la explotación (EBITDA)	14.309.135,56	100	25.073.923,62	175	45.064.693,85	180
Efectivo bruto procedente de la explotación	11.932.541,84	100	39.673.743,99	332	11.104.851,00	28
Efectivo procedente de la explotación	9.680.044,97	100	35.600.889,02	368	7.225.049,06	20

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

En el primer ejercicio analizado Orbea tiene un resultado antes de impuestos de algo más de 12 millones de euros. Después de realizar los ajustes monetarios necesarios, principalmente en los gastos de amortización de inmovilizado y en la dotación a la contribución para la educación y promoción cooperativa, obtuvo un EBITDA de 14,3 millones de euros como potencial tesorería generada por la explotación. Sin embargo las necesidades del fondo de rotación consumen el 17%

del potencial de tesorería dejando un efectivo bruto procedente de explotación de 11,9 millones de euros. El gasto de explotación principal es el de existencias. Después de pagar intereses e impuestos obtiene un efectivo procedente de la explotación de 9.6 millones de euros, lo cual supone una buena capacidad de generar efectivo en la explotación.

En el segundo ejercicio aumenta un 268% respecto al año anterior la capacidad de generar efectivo en la explotación. El aumento del beneficio antes de impuestos y la reducción de las necesidades del fondo de rotación han sido clave para el crecimiento de la tesorería. Los cambios positivos en el capital corriente han sido principalmente por el aumento de los deudores y otras cuentas a pagar gracias a la reducción de los periodos de cobro. Después de intereses e impuestos conserva un efectivo procedente de la explotación de 35,6 millones de euros.

En el 2021 disminuye drásticamente el efectivo procedente de la explotación obteniendo el peor registro de este dato de los tres años de estudio. A pesar de seguir aumentando el resultado antes de impuestos, las necesidades del fondo de rotación de explotación consumen 34 millones de euros del potencial de tesorería. Esto hace que el efectivo bruto procedente de la explotación disminuya y después de pagar intereses e impuestos se quede un efectivo procedente de explotación de 7,2 millones de euros.

Tabla 28. Análisis del riesgo financiero de Orbea

	2019	2020	2021
(+/-) Efectivo de las operaciones de inversión	-5.789.062,32	-4.228.130,07	-8.187.190,29
(+) Cobros de las op. de financiación no exigibles: capital y subven.	50.684,00	134.504,40	406.097,96
(+/-) Efectivo procedente de la actividades de explotación	9.680.044,97	35.600.889,02	7.225.049,06
Riesgo por inversión	3.941.666,65	31.507.263,35	-556.043,27
(-) Pagos por reembolsos de deudas o capital	-6.253.269,97	-11.038.750,15	-3.828.228,53
(-) Pagos por dividendos	0,00	-416.884,05	-964.894,89
Riesgo financiero total	-2.311.603,32	20.051.629,15	-5.349.166,69
(+) Cobros por operaciones de endeudamiento	4.521.267,05	21.424.998,37	0,00
(+/-) Efecto de las variaciones del tipo de cambio	0	0	0
Variación de la tesorería	2.209.663,73	41.476.627,52	-5.349.166,69

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

En 2019 el efectivo generado por la explotación es capaz de cubrir las necesidades de tesorería generadas por el ciclo de inversión por lo hay un equilibrio por las operaciones de inversión. Sin embargo la tesorería restante no llega para cubrir los pagos de devolución de deuda suponiendo un déficit de tesorería de -2,3 millones de euros que son cubiertos con endeudamiento.

En el siguiente ejercicio el efectivo generado por la explotación es capaz de cubrir tanto las necesidades de tesorería del ciclo de inversión como el del ciclo de financiación. A pesar de generar 20 millones de tesorería después de atender a las necesidades de la inversión y financiación, la empresa decide solicitar una nueva deuda por lo que al final del ejercicio acaban con una variación de la tesorería de 41,4 millones de euros. Esta nueva deuda probablemente sea para cubrir el volumen de gasto en existencias del próximo año y para aprovechar la reducción del coste de la deuda que hubo a las empresas por la situación de pandemia

En el 2021 en cambio, el efectivo generado por la explotación disminuye y no es suficiente para cubrir las necesidades del ciclo de inversión creando un desequilibrio de - 556.000 euros. A este riesgo de inversión hay que añadirle las obligaciones de las deudas que dejan un déficit final de 5,3 millones de euros. Este riesgo financiero lo afronta con la tesorería dejando una variación negativa de ésta del mismo importe.

Tablas 29. Capacidad de devolución de deuda de Orbea

	2019	2020	2021
Deuda financiera / EPE (años)	1,57	0,80	3,33
Deuda financiera / EBITDA	1,06	1,13	0,53

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

A pesar de que el ratio de devolución de deuda aumente, Orbea sigue teniendo una situación estable donde puede hacer frente a sus deudas con la tesorería generada en la explotación en pocos años sin tener que endeudarse. Si analizamos el ratio desde el punto de vista del EBITDA los datos mejoran considerablemente, sobre todo el último año, por lo que se puede decir que la empresa no tendría ninguna dificultad capacidad de devolución de deuda.

4.6.2. GRUPO DE COMPARACIÓN

Para realizar la comparación de los dos siguientes factores se ha hecho un sumatorio de los datos de los tres años, ya que las cifras cambian notoriamente durante los tres ejercicios.

Tabla 30. Capacidad de generar efectivo del grupo de comparación

Sum. 2019, 2020 y 2021	Orbea	Accell Group	Merida
Resultado contable antes de impuestos	77.253.969,03	205.440.000,00	476.256.561,00
Recursos generados por la explotación (EBITDA)	84.447.753,03	260.188.000,00	208.627.560,24
Efectivo bruto procedente de la explotación	62.711.136,83	83.835.000,00	178.393.106,15
Efectivo procedente de la explotación	52.505.983,05	23.145.000,00	137.419.542,80
EBITDA / Ventas	0,13	0,07	0,08
EPE / Ventas	0,08	0,01	0,05

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

Empezando con el resultado, se puede observar que las tres empresas presentan beneficios antes de impuestos con Mérida encabezando la lista. Después de realizar los ajustes monetarios necesarios Orbea y Accell Group obtienen un EBITDA superior al resultado antes de impuestos, mientras Merida tiene ajustes monetarios negativos y por lo tanto un EBITDA inferior al resultado. Estos ajustes son principalmente en concepto de *participación en beneficios de empresas asociadas*, siendo este un ajuste que posteriormente no se cobra, ya que no aparece en dividendos recibidos. Teniendo en cuenta las ventas, Orbea obtiene un EBITDA superior a las empresas comparables. En cuanto al efectivo bruto procedente de explotación, Orbea y Merida presentan datos más favorables que Accell Group después de financiar las necesidades del fondo de rotación. Esto es principalmente debido a la carga de existencias que tiene Accell Group que le consumen gran parte del potencial de tesorería y hacen que el efectivo generado sea menor que el de sus rivales. Finalmente, después de intereses e impuestos, Accell Group tiene el dato más pobre con tan solo 23 millones de euros generados de la explotación en tres años, un 1% de las ventas realizadas. Le sigue Merida con 137 millones de euros generados en tres años, un 5% de las ventas, y por último, Orbea con 52 millones de euros es la empresa del grupo de comparación que más efectivo genera respecto a sus ventas.

Tabla 31. Análisis del riesgo financiero del grupo de comparación

Sum. 2019, 2020 y 2021	Orbea	Accell Group	Merida
(+/-) Efectivo de las operaciones de inversión	-18.204.382,68	-13.089.000,00	-26.861.879,50
(+) Cobros de las op. de financiación no exigibles: capital y subvención	591.286,36	0,00	0,00
(+/-) Efectivo procedente de la actividades de explotación	52.505.983,05	23.145.000,00	137.419.542,80
Riesgo por inversión	34.892.886,73	10.056.000,00	110.557.663,30
(-) Pagos por reembolsos de deudas o capital	-21.120.248,65	-439.304.000,00	-27.690.050,00
(-) Pagos por dividendos	-1.381.778,94		-142.315.521,50
Riesgo financiero total	12.390.859,14	-429.248.000,00	-59.447.908,20
(+) Cobros por operaciones de endeudamiento	25.946.265,42	436.975.000,00	82.543.863,00
(+/-) Efecto de las variaciones del tipo de cambio	0,00		-5.944.906,00
Variación de la tesorería	38.337.124,56	7.727.000,00	17.151.048,80

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

Ninguna de las tres empresas presenta un riesgo por inversión, pudiendo financiar sus inversiones con la explotación. En cuanto al riesgo financiero, Orbea es el único que tiene un dato positivo, ya que Accell Group y Merida tienen una gran cantidad de obligaciones de pagos por endeudamiento y dividendos que no pueden financiar con el efectivo generado de la explotación. Cabe destacar que Accell Group con -429 millones de euros tiene un riesgo financiero bastante mayor que el de Merida (-59 millones de euros).

A lo largo de los tres años estudiados, Orbea, después de cubrir sus necesidades del ciclo de inversión y financiación, ha obtenido 12 millones de efectivo de la explotación. Sumando los cobros de las operaciones de endeudamiento, su variación de la tesorería ha sido positiva en 48 millones de euros y se puede decir que es la empresa con menor riesgo financiero del grupo de comparación. Merida y sobre todo Accell Group necesitan endeudarse para disponer de efectivo ya que tienen un riesgo financiero negativo.

4.7. RENTABILIDAD FINANCIERA

En este apartado se analizará la rentabilidad financiera de la empresa objeto de estudio y de las empresas del grupo de comparación. Para ello se estudiará la relación entre el beneficio y los recursos financieros utilizados. Se utilizarán tres ratios para dicho estudio:

- R1: Rentabilidad de los recursos propios (ROE)
- R3: Coste efectivo de la deuda
- R2: Rentabilidad financiera global

La rentabilidad de los recursos propios también se puede desglosar de la siguiente manera para así conocer el origen de dicha rentabilidad y poder relacionarla con la rentabilidad económica.

$$R1 = \underbrace{R2}_{\text{Factores económicos}} + \underbrace{(R2-R3) * \text{Deuda Financiera} / \text{Patrimonio Neto}}_{\text{Factores financieros}}$$

4.7.1. ORBEA

Tabla 32. Rentabilidad financiera de Orbea

	2019	NI	2020	NI	2021
R1 (Resultado / Patrimonio neto)	23,01%	153	35,25%	121	42,60%
R3 (Gastos financieros (1-t) / Deudas financieras)	3,23%	87	2,79%	109	3,04%
R2 (Resultado + Gastos financieros (1-t) / Patrimonio neto + Deudas financieras)	17,45%	140	24,48%	142	34,64%
(R2-R3)	14,22%	152	21,68%	146	31,60%
Ratio palanca = Deudas financieras / Patrimonio neto	0,39	127	0,50	51	0,25
Apalancamiento financiero = (R2-R3)* DF/PN	5,56%	194	10,77%	74	7,96%

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

En 2019 la rentabilidad de los recursos propios de Orbea fue de 23,01%, esto quiere decir que por cada 100 euros invertidos en recursos propios el socio (ya que es una cooperativa y no tiene accionistas) consigue 23,01 euros adicionales. Esta rentabilidad tiene origen en los factores económicos principalmente, ya que la empresa tiene un nivel de endeudamiento relativamente bajo (Ratio palanca = 0,39) y hace que los factores financieros tengan menos efecto. A pesar de que la empresa esté apalancada positivamente y haya una gran diferencia entre el coste de la deuda (3,23%) y la rentabilidad financiera global (17,45%), el bajo nivel de endeudamiento no le permite aprovechar en su totalidad la rentabilidad obtenida con la financiación. Por lo tanto, el efecto del endeudamiento sobre la rentabilidad del socio se ve reducido en 5,56% frente al 17,45% de los factores económicos.

En el siguiente ejercicio la rentabilidad financiera de los socios aumentó en 53% respecto al año anterior llegando a 35,25%. El origen de este crecimiento es tanto económico como financiero, con mayor importancia de los factores financieros. Los factores económicos aumentaron en 40% mientras los financieros en 94%. El efecto de los factores financieros aumenta gracias a la disminución del coste de la deuda

(2,79%, un 13% menos que el año anterior) y del aumento del nivel de endeudamiento de la empresa (ratio palanca 0,50, un 27% más que el año anterior), que le permite aprovechar mejor la rentabilidad que obtiene de la financiación.

En el último año a analizar, la rentabilidad de los recursos propios volvió a crecer un 21% alcanzando el 42,60%. La razón del crecimiento son únicamente los factores económicos, ya que el efecto del apalancamiento financiero se reduce en 26% y la evolución de los factores económicos es del 42% positivamente. Esto ocurre principalmente por la disminución de la ratio palanca en 51%, que viene dada por la disminución del nivel de endeudamiento y el crecimiento del patrimonio neto. En cuanto a los factores económicos la mejora viene por un crecimiento en el margen como se pudo observar en el análisis de la rentabilidad económica.

4.7.2 GRUPO DE COMPARACIÓN

Tabla 33. Rentabilidad financiera grupo de comparación

2021	Orbea	Accell Group	Merida
R1 (Resultado / Patrimonio neto)	42,60%	15,34%	25,78%
R3 (Gastos financieros (1-t) / Deudas financieras)	3,04%	6,43%	0,88%
R2 (Resultado + Gastos financieros (1-t) / Patrimonio neto + Deudas financieras)	34,64%	11,94%	21,21%
(R2-R3)	31,60%	5,51%	20,33%
Ratio palanca = Deudas financieras / Patrimonio neto	0,25	0,62	0,22
Apalancamiento financiero = (R2-R3)* DF/PN	7,96%	3,40%	4,57%

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

Orbea es la empresa con la mejor rentabilidad de los recursos propios de las tres empresas del grupo de comparación. Accell Group es la que muestra mayor nivel de endeudamiento con un ratio palanca de 0,62, pero también tiene un coste de la deuda mayor que los demás (6,43%). Esto hace que sea la empresa con menor efecto del apalancamiento financiero a pesar de tener el mayor nivel de endeudamiento. Aun así, ninguna de las tres empresas tienen un nivel de endeudamiento importante como para que tengan impacto los factores financieros y en los tres casos la rentabilidad de los accionistas tiene origen en los factores económicos fundamentalmente.

6. DIAGNÓSTICO FINAL Y PROPUESTAS DE MEJORA

6.1. DIAGNÓSTICO FINAL

- **Evolución de las ventas**

Las ventas de Orbea han crecido un 68% en dos años.

En cuanto al grupo de comparación Orbea es el que mayor crecimiento ha tenido de las ventas en términos relativos.

- **Estructura patrimonial**

La inversión neta ha crecido un 123%. Mayor presencia de activos corrientes que no corrientes y con tendencia de aumentar más los corrientes que los no corrientes. La financiación propia es de media un 60.8%, con una ligera tendencia a aumentar a lo largo de los tres años.

En el grupo de comparación Orbea y Accell Group tienen una estructura económica similar con poca presencia de activos no corrientes, Merida sin embargo tiene una importante inversión a largo plazo en *empresas del grupo, socios y asociadas*. En cuanto a la financiación, Accell Group es el único que tiene más financiación ajena que propia.

- **Márgenes sobre ventas y principales gastos**

Los márgenes de Orbea son buenos y mejoran significativamente a lo largo de los tres años. El margen de explotación crece en 7 puntos porcentuales y el resultado del ejercicio crece en casi 10 puntos porcentuales. Los porcentajes verticales de los gastos de explotación en general disminuyen, por lo que la gestión de los principales gastos es buena también. A pesar de ello, en el último ejercicio aumentan ligeramente.

En cuanto al grupo de comparación, Orbea tiene el margen de explotación más alto. Sin embargo, Merida tiene un resultado del ejercicio mayor gracias a su resultado financiero. Orbea vuelve a ser el que mejor gestiona los gastos de explotación, con un margen comercial mayor que los demás y una política de personal óptima (más ventas por empleado y mejor remunerados).

- **Rentabilidad económica**

La evolución de la rentabilidad económica de Orbea a lo largo de los tres años ha sido favorable con un incremento del ratio de casi 10 puntos. A pesar de que la rotación haya disminuido ligeramente, la mejora en el margen ha hecho que la rentabilidad económica crezca.

Orbea tiene una rentabilidad económica superior a Accell Group. Solo el margen de Merida es superior a la empresa vasca, pero con una rotación muy inferior debido a su gran volumen de inversión financiera a largo plazo.

- **Fondo de rotación**

El fondo de rotación de Orbea aumenta en 52 millones en los ejercicios analizados. El motivo principal es el aumento de las necesidades básicas de explotación y más concretamente de las existencias que crecen en 31 millones en dos años. Respecto a los periodos medios de maduración, el económico sube ligeramente (15 días) y el financiero se mantiene.

En cuanto al grupo de comparación, Accell Group tiene un fondo de rotación y periodo medio de maduración económico muy superior a las demás empresas. En cambio, Orbea y Merida presenta datos bastantes parejos, con pequeña ventaja de Merida. Merida tiene un fondo de rotación respecto a las ventas ligeramente inferior y un PMM financiero también inferior al de Orbea. Sin embargo, el PMM económico de Orbea es de menos días que el de la empresa taiwanesa.

- **Solvencia**

Orbea presenta datos de solvencia favorables tanto a corto como a largo plazo, con mejora de los ratios en los tres años analizados. En 2021 por cada euro de deuda tiene invertidos 3,17 euros de activo.

Respecto al grupo de comparación Orbea tiene mejores ratios de solvencia a corto plazo que las empresas comparables. En cuanto a la solvencia global cabe destacar que Orbea y Merida presentan datos muy similares.

- **Capacidad de generar efectivo en la explotación**

Orbea consigue generar efectivo con la explotación en los tres años. A pesar de ellos el dato se reduce a lo largo de los tres años, con un gran incremento en 2020, a causa del aumento de la actividad del sector, pero luego decreciendo en el último año siendo el peor año en cuanto a este dato. Esto se debe al aumento de las necesidades del fondo de rotación y más concretamente al aumento de la inversión en existencias que consumen gran parte del potencial de tesorería.

En cuanto al grupo de comparación, después de hacer un análisis conjunto de los tres años Orbea presenta los datos más favorables. De las tres empresas es la que mayor EBITDA tiene respecto a las ventas y más efectivo genera en su explotación respecto a las ventas.

- **Riesgo financiero**

. En general Orbea no presenta riesgo financiero y después de cubrir sus necesidades de inversión y financiación obtiene una variación de tesorería positivo de 12 millones.

Ninguna empresa del grupo de comparación presenta riesgo por inversión, sin embargo Accell Group y Merida tiene un riesgo financiero negativo. Accell Group es el que mayor riesgo financiero tiene y necesita endeudarse más que las demás para cubrir sus necesidades financieras. Orbea es la empresa con menos riesgo financiero del grupo.

- **Rentabilidad financiera**

La rentabilidad financiera del accionista evoluciona positivamente, pasando del 23,01% al 42,60% en tres años. El origen de dicha rentabilidad está en los factores económicos, ya que tiene un nivel de endeudamiento bajo.

Respecto al grupo de comparación Orbea tiene el mejor dato de rentabilidad de los recursos propios. Presenta mejores datos tanto en los factores económicos como en el apalancamiento financiero.

6.2. PROPUESTAS DE MEJORA Y ESTRATEGIAS FUTURAS

Orbea ha tenido un crecimiento impresionante sabiendo aprovechar el crecimiento que ha tenido el sector. En cuanto a los datos contables analizados se ha podido observar cómo supera a la competencia en muchos aspectos económico-financieros, lo cual significa que ha seguido un buen camino y que no es necesario cambiar demasiado. Ha generado muchos beneficios y parte de ellos los puede utilizar para seguir creciendo y reforzar su posición entre los más grandes del sector. Siguiendo con la política cooperativista de la compañía que prioriza crear riqueza en la región, puede expandir sus instalaciones para así crear más empleos y aumentar su producción. Además, con el crecimiento de las ventas que ha tenido se pone en duda la capacidad de seguir creciendo a este ritmo en sus actuales instalaciones, por lo que parece que será necesario invertir en nuevas instalaciones y equipos productivos. Con ello sería adecuado también invertir en mejorar las redes comerciales que tiene en otros países, ya que casi toda su producción se exporta. Igualmente, sería interesante colaborar con alguna empresa que esté investigando en el sector de las baterías para impulsar la sección de bicicletas eléctricas. Posibles colaboraciones con otras empresas vascas como CAF o Irizar, que están avanzando mucho en este ámbito, serían claves para Orbea para así poder lograr ser una de las empresas líderes del sector en una modalidad que tiene mucha proyección. Otra acción que puede llevar a cabo es expandir sus exportaciones a países en los que aún no llega y puedan encajar con su tipo de oferta, como por ejemplo Australia.

BIBLIOGRAFÍA

Accell Group. (2019). Annual report.

https://annualreport2019.accell-group.com/docs/Accell_AR_2019/downloads.php

Accell Group. (2020). Annual report.

https://annualreport2020.accell-group.com/docs/Accell_AR_2020/

Accell Group. (2021). Annual report.

https://annualreport2021.accell-group.com/docs/Accell_AR_2021/

Accell Group. (2022). Our brands.

<https://www.accell-group.com/en/our-brands>

Ambe. (2021). Informes.

<https://asociacionambe.com/informes-ambe/>

Balton, J. (27 de diciembre de 2022). Bike statistics & facts [Of 2023]. *Bicycle guider*.

<https://www.bicycle-guider.com/bike-facts-stats/>

Carrington, D. (5 de agosto de 2021). Cargo bikes deliver faster and cleaner than vans, study finds. *The Guardian*.

<https://www.theguardian.com/world/2021/aug/05/cargo-bikes-deliver-faster-and-cleaner-than-vans-study-finds>

Delrive, T. (15 de noviembre de 2021). COP26: Pro-cycling campaign backed by coalition of 350 organisations helps achieve recognition of active travel in COP26 transport declaration. *European cycling federation*.

<https://ecf.com/news-and-events/news/cop26-pro-cycling-campaign-backed-coalition-350-organisations-helps-achieve>

El deporte al aire libre ha seguido creciendo en el verano de 2021. *Sportraining*. (13 de octubre de 2021)

<https://www.sportraining.es/2021/10/13/el-deporte-al-aire-libre-ha-seguido-creciendo-en-el-verano-de-2021/#:~:text=Si%20hace%20un%20a%C3%B1o%20creci%C3%B3,deporte%20con%20m%C3%A1s%20rutas%20compartidas.>

Empresa Institutua. (2020). Orbea: “Únicos en el pelotón”.

<https://www.ehu.eus/ehusfera/enpresa-institutua/2020/11/09/orbea-unicos-en-el-peloton/>

Eurostat. (13 de agosto de 2020). Which EU country is the biggest producer of bicycles?.

<https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/ddn-20200813-2>

Fageda, X. & Flores-Fillol, R. (s.f.). Atascos y contaminación en grandes ciudades: Análisis y soluciones. *Fedea*.

<https://fedea.net/atascos-y-contaminacion-en-grandes-ciudades-analisis-y-soluciones/>

Government of the Netherlands. (2018). Cycling Facts 2018.

<https://www.government.nl/documents/reports/2018/04/01/cycling-facts-2018>

Grand View Research. (2022). Bicycle Market Size, Share & Trends Analysis Report.

<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/bicycle-market>

Ignacio P. (13 de febrero de 2022). Mejores marcas de bicicletas: MTB y carretera. *Brujulabike*.

<https://www.brujulabike.com/marcas-de-bicicletas/>

Merida Bikes. (2022). Annual reports.

<https://www.merida-bikes.com/zh-tw/p/tou-zi-ren-zi-xuninvestors/investor-info-353.html>

ONU. (4 de junio de 2019). La bicicleta vuelve por sus fueros en China con el propósito de combatir la contaminación.

<https://news.un.org/es/story/2019/06/1457161>

Orbea aumentará un 24% su facturación en 2022, hasta 350 millones de euros. (30 de agosto de 2022). *Palco23*.

<https://www.palco23.com/equipamiento/orbea-aumentara-un-24-su-facturacion-en-2022-hasta-350-millones-de-euros>
<https://stories.orbea.com>

Orbea y el arte de soñar. (19 de junio de 2020). *Capital*.

<https://capital.es/2020/06/19/orbea-y-el-arte-de-sonar/>

Pedrero, C. (28 de agosto de 2022). ORBEA ¿Qué ha ocurrido con esta marca?. *La bicicleta*.

<https://labicicleta.net/escuela/orbea-que-ha-ocurrido-con-esta-marca/>

¿Quieres combatir el cambio climático? ¡Deja el coche y usa la bici!. (25 de septiembre de 2019). *Ciclosfera*

<https://ciclosfera.com/a/cambio-climatico-coche-bici>

Sorenson, D. (29 de junio de 2021). Switching Gears: Are We Finally Seeing a Decline in Bicycle Sales?. *NPD*.

[Bicycle Sales: Are We Finally Seeing a Decrease? - The NPD Group](#)

Toll, M. (5 de octubre de 2021). Electric bicycle sales are growing 16x faster than general cycling. Here's why. *Electrek*.

<https://electrek.co/2021/10/05/electric-bicycle-sales-are-growing16x-higher-than-general-cycling-heres-why/>

United Nations Climate Change. (29 de junio de 2022). ONU-Habitat lanza el Informe Mundial de las Ciudades 2022.

<https://unfccc.int/es/news/onu-habitat-lanza-el-informe-mundial-de-las-ciudades-2022>

Vidiella, R. (20 de mayo de 2022). Con Alma: medio siglo de Merida Bikes. *Ciclosfera*.

<https://ciclosfera.com/a/con-alma-medio-siglo-de-merida-bikes>

Vidiella, R. (6 de julio de 2022). Canyon: el sueño en tu casa. *Ciclosfera*

<https://ciclosfera.com/a/canyon-el-sueno-en-tu-casa>

Zubiaurre, M A. (2022-2023). Análisis Contable. Apuntes de la asignatura.

ANEXO

MERIDA INDUSTRY CO., LTD. AND SUBSIDIARIES

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (In Thousands of New Taiwan Dollars)

	December 31, 2021		December 31, 2020	
	Amount	%	Amount	%
ASSETS				
CURRENT ASSETS				
Cash and cash equivalents (Notes 4 and 6(1))	\$ 3,684,856	11	\$ 3,931,022	14
Financial assets at fair value through profit or loss - current (Notes 4 and 6(2))	644,638	2	1,563,734	5
Notes receivable (Notes 4 and 6(15))	16,797	-	6,954	-
Trade receivables (Notes 4, 6(3), 6(15) and 8)	520,922	2	622,119	2
Trade receivables from related parties (Notes 4, 6(3), 6(15) and 7)	1,540,677	4	1,226,649	4
Other receivables (Notes 4 and 7)	116,750	-	88,017	-
Inventories (Notes 4, 5, 6(4) and 8)	7,726,125	22	4,990,061	17
Other current assets (Note 6(17))	771,328	2	160,381	1
Total current assets	<u>15,022,093</u>	<u>43</u>	<u>12,588,937</u>	<u>43</u>
NON-CURRENT ASSETS				
Financial assets at fair value through other comprehensive income - non-current (Notes 4 and 6(5))	3,400	-	3,400	-
Investments accounted for using the equity method (Notes 4 and 6(7))	17,373,022	49	13,828,216	47
Property, plant and equipment (Notes 4, 6(8), 7 and 8)	2,489,995	7	2,685,572	9
Right-of-use assets (Notes 4 and 6(9))	309,236	1	353,328	1
Investment properties (Notes 4 and 6(10))	34,739	-	34,836	-
Intangible assets (Note 4)	48,599	-	56,399	-
Deferred tax assets (Notes 4 and 6(17))	134,832	-	76,068	-
Prepayments for equipment	68,920	-	28,778	-
Other non-current assets	24,113	-	26,943	-
Total non-current assets	<u>20,486,856</u>	<u>57</u>	<u>17,093,540</u>	<u>57</u>
TOTAL	<u>\$ 35,508,949</u>	<u>100</u>	<u>\$ 29,682,477</u>	<u>100</u>
LIABILITIES AND EQUITY				
CURRENT LIABILITIES				
Short-term bank loans (Notes 4, 6(11) and 8)	\$ 2,799,115	8	\$ 1,634,949	6
Contract liabilities - current (Notes 4, 6(15) and 7)	2,413,939	7	160,028	1
Notes payable and trade payables	4,341,804	12	4,996,651	17
Trade payables to related parties (Note 7)	29,235	-	58,689	-
Other payables (Note 6(12))	1,126,240	3	1,084,989	4
Current tax liabilities (Notes 4 and 6(17))	412,493	1	171,422	1
Lease liabilities - current (Notes 4 and 6(9))	38,177	-	41,716	-
Current portion of long-term bank loans (Notes 4, 6(11) and 8)	104,276	-	33,017	-
Other current liabilities	82,160	-	71,352	-
Total current liabilities	<u>11,347,439</u>	<u>31</u>	<u>8,252,813</u>	<u>29</u>
NON-CURRENT LIABILITIES				
Long-term bank loans (Notes 4, 6(11) and 8)	997,057	3	994,190	3
Deferred tax liabilities (Notes 4 and 6(17))	4,346,780	12	3,423,416	12
Lease liabilities - non-current (Notes 4 and 6(9))	58,798	-	92,976	-
Net defined bene fit liabilities (Notes 4 and 6(13))	160,637	1	108,391	-
Guarantee deposits received	26,514	-	30,104	-
Total non-current liabilities	<u>5,589,786</u>	<u>16</u>	<u>4,649,077</u>	<u>15</u>
Total liabilities	<u>16,937,225</u>	<u>47</u>	<u>12,901,890</u>	<u>44</u>
EQUITY ATTRIBUTABLE TO OWNERS OF THE CORPORATION				
Ordinary shares	2,989,838	9	2,989,838	10
Capital surplus				
Share premiums from issuance of ordinary shares	416,290	1	416,290	1
Retained earnings				
Legal reserve	3,135,227	9	2,732,977	9
Special reserve	1,674,362	5	1,163,048	4
Unappropriated earnings	12,004,319	34	10,406,346	35
Other equity	(2,464,786)	(7)	(1,674,363)	(6)
Total equity attributable to owners of the Corporation	<u>17,755,290</u>	<u>51</u>	<u>16,034,136</u>	<u>53</u>
NON-CONTROLLING INTERESTS	<u>816,474</u>	<u>2</u>	<u>746,451</u>	<u>3</u>
Total equity	<u>18,571,724</u>	<u>53</u>	<u>16,780,587</u>	<u>56</u>
TOTAL	<u>\$ 35,508,949</u>	<u>100</u>	<u>\$ 29,682,477</u>	<u>100</u>

The accompanying notes are an integral part of the consolidated financial statements.

(With Deloitte & Touche auditors' report dated March 23, 2022)

MERIDA INDUSTRY CO., LTD. AND SUBSIDIARIES

CONSOLIDATED STATEMENTS OF COMPREHENSIVE INCOME (In Thousands of New Taiwan Dollars, Except Earnings Per Share)

	For the Year Ended December 31			
	2021		2020	
	Amount	%	Amount	%
SALES (Notes 4, 6(15) and 7)	\$ 29,391,183	100	\$ 27,072,342	100
COST OF GOODS SOLD (Notes 6(4), 6(16) and 7)	<u>25,304,229</u>	<u>86</u>	<u>23,285,132</u>	<u>86</u>
GROSS PROFIT	4,086,954	14	3,787,210	14
REALIZED (UNREALIZED) GAIN ON TRANSACTIONS WITH ASSOCIATES	<u>(186,834)</u>	<u>(1)</u>	<u>278,539</u>	<u>1</u>
REALIZED GROSS PROFIT	<u>3,900,120</u>	<u>13</u>	<u>4,065,749</u>	<u>15</u>
OPERATING EXPENSES (Note 6(16))				
Selling and marketing expenses	1,083,798	4	1,046,703	4
General and administrative expenses	<u>1,226,946</u>	<u>4</u>	<u>1,134,824</u>	<u>4</u>
Total operating expenses	<u>2,310,744</u>	<u>8</u>	<u>2,181,527</u>	<u>8</u>
PROFIT FROM OPERATIONS	<u>1,589,376</u>	<u>5</u>	<u>1,884,222</u>	<u>7</u>
NON-OPERATING INCOME AND EXPENSES				
Interest income (Notes 4 and 7)	23,906	-	34,325	-
Other income	115,023	-	167,307	1
Net foreign exchange gains (losses) (Notes 4 and 13)	160,694	1	(131,819)	-
Gain (losses) on fair value changes of financial assets at fair value through profit or loss (Note 4)	(5,639)	-	23,716	-
Share of profit of subsidiaries and associates (Notes 4 and 6(7))	4,393,265	15	3,385,363	13
Interest expense	(47,422)	-	(52,006)	-
Other expenses	<u>(24,450)</u>	<u>-</u>	<u>(70,291)</u>	<u>-</u>
Total non-operating income and expenses	<u>4,615,377</u>	<u>16</u>	<u>3,356,595</u>	<u>14</u>
PROFIT BEFORE INCOME TAX	6,204,753	21	5,240,817	21
INCOME TAX EXPENSE (Notes 4 and 6(17))	<u>1,416,583</u>	<u>5</u>	<u>1,128,670</u>	<u>4</u>
NET PROFIT FOR THE YEAR	<u>4,788,170</u>	<u>16</u>	<u>4,112,147</u>	<u>17</u>

(Continued)

MERIDA INDUSTRY CO., LTD. AND SUBSIDIARIES

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS (In Thousands of New Taiwan Dollars)

	For the Year Ended December 31	
	2021	2020
CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES		
Profit before income tax	\$ 6,204,753	\$ 5,240,817
Adjustments for:		
Depreciation expenses	274,758	268,297
Amortization expenses	10,170	7,908
Expected credit loss recognized on trade receivables	6,466	6,637
Net loss (gain) on fair value changes of financial assets at fair value through profit or loss	5,639	(23,716)
Interest expense	47,422	52,006
Interest income	(23,906)	(34,325)
Dividend income	(1,854)	(1,389)
Share of profit of associates	(4,393,265)	(3,385,363)
Loss on disposal of property, plant and equipment	484	858
Write-down of inventories	58,283	1,315
Unrealized (realized) loss on transactions with associates	186,834	(278,539)
Unrealized net gain on foreign currency exchange	(8,283)	(10,529)
Gain on lease modification	(1,417)	(774)
Loss on disposal of right-of-use assets	-	8,225
Changes in operating assets and liabilities		
Financial assets at fair value through profit or loss	913,457	(461,209)
Notes receivable	(9,849)	5,344
Trade receivables	(267,799)	638,137
Other receivables	(4,397)	529,822
Inventories	(2,943,460)	(331,846)
Other current assets	(633,103)	(23,847)
Contract liabilities	2,253,911	126,112
Notes payable and trade payables	(663,673)	559,051
Other payables	64,860	(260,186)
Other current liabilities	17,280	2,304
Net defined benefit liabilities	(4,101)	(49,705)
Cash generated from operations	1,089,210	2,585,405
Interest received	19,405	45,414
Dividends received	6,819	1,389
Interest paid	(46,176)	(52,966)
Income tax paid	(281,557)	(466,876)
Net cash generated from operating activities	<u>787,701</u>	<u>2,112,366</u>
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES		
Investments accounted for using equity method	-	(13,848)
Acquisition for property, plant and equipment	(94,376)	(419,566)
Proceeds from disposal of property, plant and equipment	944	1,271
Increase in refundable deposits	(860)	(5,530)

(Continued)

MERIDA INDUSTRY CO., LTD. AND SUBSIDIARIES

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS (In Thousands of New Taiwan Dollars)

	For the Year Ended December 31	
	2021	2020
Decrease in other receivables from related parties	\$ -	\$ 37,379
Payments for intangible assets	(3,051)	(18,947)
Payments of investment properties	(485)	-
Decrease (increase) in other non-current assets	1,847	(3,073)
Increase in prepayments for equipment	(56,648)	(35,338)
Proceeds from disposal of right-of-use assets	<u>-</u>	<u>79,211</u>
Net cash used in investing activities	<u>(152,629)</u>	<u>(378,441)</u>
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES		
Proceeds from (repayments for) short-term bank loans	1,199,410	(230,446)
Proceeds from long-term borrowings	329,438	641,193
Repayments of long-term bank loans	(171,827)	(157,837)
Decrease in refundable deposits	(306)	(3,075)
Repayment of the principal portion of lease liabilities	(46,055)	(49,673)
Dividends paid to owners of the Corporation	(2,092,887)	(1,246,476)
Acquisition of subsidiaries	<u>-</u>	<u>(15,195)</u>
Net cash used in financing activities	<u>(782,227)</u>	<u>(1,061,509)</u>
EFFECTS OF EXCHANGE RATE CHANGES ON THE BALANCE OF CASH HELD IN FOREIGN CURRENCIES		
	<u>(99,011)</u>	<u>(12,647)</u>
NET INCREASE (DECREASE) IN CASH AND CASH EQUIVALENTS	(246,166)	659,769
CASH AND CASH EQUIVALENTS AT THE BEGINNING OF THE YEAR	<u>3,931,022</u>	<u>3,271,253</u>
CASH AND CASH EQUIVALENTS AT THE END OF THE YEAR	<u>\$ 3,684,856</u>	<u>\$ 3,931,022</u>

The accompanying notes are an integral part of the consolidated financial statements.

(With Deloitte & Touche auditors' report dated March 23, 2022)

(Concluded)

1. Consolidated balance sheet

1. CONSOLIDATED BALANCE SHEET

In thousands of euro

	Notes	31/12/21	31/12/20
ASSETS			
Property, plant and equipment	10.1	67,003	66,152
Right-of-use assets	10.2	29,234	28,058
Goodwill and other intangible assets	10.3	126,579	127,001
Equity-accounted investees	10.4	8,294	6,433
Net defined benefit asset	11.2	8,816	21,096
Deferred tax assets	15.2	31,179	38,450
Other financial assets	10.5	1,818	1,958
Non-current assets		272,924	289,148
Inventories	8.1	556,761	285,314
Trade and other receivables	8.2	160,744	128,505
Current tax assets		2,688	3,068
Other financial instruments	12	18,076	164
Cash and cash equivalents	9.1.2	48,469	173,376
Current assets		786,738	590,427
Total assets		1,059,662	879,575

The figures following the various items refer to the notes.

The explanatory notes form an integral part of the financial statements.

1. Consolidated balance sheet

	Notes	31/12/21	31/12/20
EQUITY			
Share capital	9.2	268	268
Share premium		42,157	42,314
Reserves		413,723	333,370
Total equity		456,149	375,953
LIABILITIES			
Provisions	11.1	4,557	4,507
Borrowings	9.1.1	126,204	184,749
Lease liabilities	9.1.3	20,498	20,158
Net defined benefit obligation and other long-term employee benefits	11.2	8,072	8,657
Deferred tax liabilities	15.2	14,214	15,909
Deferred revenue	11.3	2,209	1,529
Non-current liabilities		175,753	235,509
Provisions	11.1	6,950	10,848
Borrowings	9.1.1	60,670	19,822
Lease liabilities	9.1.3	9,726	8,799
Deferred revenue	11.3	11,348	2,226
Trade payables and other current liabilities	8.3	276,555	186,909
Current tax liabilities		11,312	4,620
Other financial instruments	12	2,933	15,843
Bank overdrafts	9.1.2	48,266	19,046
Current liabilities		427,760	268,113
Total liabilities		603,513	503,622
Total equity & liabilities		1,059,662	879,575

The figures following the various items refer to the notes.

The explanatory notes form an integral part of the financial statements.

2. Consolidated income statement

2. CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

In thousands of euro

	Notes	2021	2020
Net turnover	7.1	1,377,112	1,296,453
Other income	7.2	1,088	127
Cost of materials and consumables	7.3	-955,794	-934,703
Personnel expenses	7.4	-168,908	-148,922
Depreciation, amortisation and impairment losses	7.5	-20,957	-24,928
Net impairment losses on financial assets	8.2	-224	1,251
Other operating expenses	7.6	-122,262	-114,546
Operating result		110,056	74,732
Net finance cost	9.3	-23,690	-12,825
Share of profit from equity-accounted investees, net of tax	10.4	2,747	1,008
Result on the sale of subsidiaries, non-consolidated companies and other investments	7.7	2,355	-
Profit before taxes		91,467	62,915
Income tax expense	15.1	-21,493	1,914
Result after taxes		69,974	64,829
Net profit		69,974	64,829
Earnings per share (in euro)			
Basic earnings per share	7.8	2.61	2.42
Diluted earnings per share	7.8	2.60	2.41

The figures following the various items refer to the [notes](#).
The explanatory notes form an integral part of the financial statements.

4. Consolidated statement of cash flows

4. CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOWS

In thousands of euro

	Notes	2021	2020
Cash flows from operating activities			
Profit for the period		69,974	64,829
Adjustments for:			
Depreciation, amortisation and (reversal of) impairments	7.5	20,950	24,928
Net finance cost	9.3	23,690	12,825
Share of profit from equity-accounted investees, net of tax	10.4	-2,747	-1,008
Equity-settled share-based payment transactions		619	351
Gain or loss on sale of property, plant and equipment	10.1	-18	-10
Gain or loss on divestment of intangible assets		20	-
Result on the sale of subsidiaries, non-consolidated companies and other investments		-2,355	-
Tax expense	15.1	21,493	-1,914
		131,627	100,001
Change in:			
Inventories		-299,746	102,951
Trade and other receivables		-35,658	39,694
Trade and other payables		96,063	-20,828
Provisions, employee benefits and deferred revenue		5,862	5,825
Cash flows from operations		-101,853	227,643
Interest received		8,389	8,309
Interest paid		-16,802	-18,688
Taxes paid		-10,412	-10,796
Net cash from operating activities		-120,678	206,468

The figures following the various items refer to the notes.

The explanatory notes form an integral part of the financial statements.

5. Consolidated statement of changes in equity

	Notes	2021	2020
Cash flows from investing activities			
Dividends received from equity-accounted investees	10.4	886	-
Proceeds from sale of property, plant and equipment		1,492	76
Acquisition of property, plant and equipment	10.1	-11,187	-10,339
Acquisition of intangible assets	10.3	-1,111	-1,072
Acquisition of other financial fixed assets		-307	-413
Disposal of other financial fixed assets		3,678	876
Development expenditure	10.3	-170	-226
Free cash flow ¹⁾		-127,396	195,369
Proceeds from sales of subsidiaries		3,338	-
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired		-	-
Net cash from (used in) investing activities		-3,380	-11,098
Cash flows from financing activities			
Proceeds from borrowings	9.1.1	105,149	197,736
Transaction costs related to borrowings	9.1.1	-7	-1,767
Repayment of borrowings	9.1.1	-122,405	-190,227
Payment of lease liabilities	9.1.3	-10,065	-10,149
Dividends paid		-	-
Contingent liabilities paid		-	-2,932
Net cash from (used in) financing activities		-27,327	-7,339
Net increase (decrease) in cash and bank overdrafts		-151,385	188,030
Cash and bank overdrafts at 1 January		154,330	-33,121
Effect of exchange rate fluctuations on cash and bank overdrafts held		-2,742	-579
Cash and bank overdrafts at 31 December		203	154,330
		2021	2020
Cash reconciliation			
Cash and cash equivalents		48,469	173,376
Bank overdrafts		-48,266	-19,046
Cash and bank overdrafts in the cash flow statement		203	154,330

1) Free cash flow is defined as the balance of net cash from operating activities and net cash used in investment activities excluding acquisitions and disposals of subsidiaries.

The figures following the various items refer to the notes.
The explanatory notes form an integral part of the financial statements.