

Estudio realizado por Altair Consultores

Diagnóstico financiero del sector del azulejo: 2001-2005 (I)

El objetivo de este estudio es llevar a cabo una diagnosis económica y financiera de carácter explicativo y predictivo, de lo que los estados financieros de las empresas del sector del azulejo están revelando acerca de la situación actual y previsible del sector, a tenor de lo que se desprende del análisis de una muestra de empresas representativas del mismo (la muestra no es siempre la misma durante el período analizado; ya que depende de la disponibilidad pública de la información financiera; pero, en su conjunto, su representatividad sí que es bastante homogénea a lo largo del horizonte temporal contemplado; tal y como se muestra en la tabla 1). Nuestro estudio es complementario a los que, habitualmente, viene elaborando todos los años la firma de auditoría **KPMG** sobre el sector del azulejo, a quien agradecemos su amabilidad al permitirnos utilizar la información aparecida en los mismos.

La muestra representativa seleccionada por **Altair Consultores** para realizar el estudio está compuesta por 21 grandes empresas radicadas en la provincia de Castellón que, según la tabla 1, y para el ejercicio 2005, representan el 8,86% del total de empresas del sector y el 40,30% de la cifra de ventas del mismo, lo que nos da una idea de su representatividad. De los datos mostrados en la tabla 1, se observa, además, que existe una gran homogeneidad del peso relativo de la muestra para los

Conceptos	2001	2002	2003	2004	2005
Total muestra	21	21	21	21	21
Total empresas	250	249	246	241	237
% muestra/total empresas	8,40%	8,43%	8,54%	8,71%	8,86%
Empresas de Castellón	201	203	201	196	193
% Castellón/total empresas	80,40%	81,53%	81,71%	81,33%	81,43%
Total ventas muestra	1.340,43	1.364,71	1.356,53	1.416,40	1.555,05
Total ventas total empresas	3.472,40	3.595,90	3.495,60	3.670,80	3.859,00
% muestra/total empresas	38,60%	37,95%	38,81%	38,59%	40,30%
Distribución ventas total empresas					
- Mercado nacional	1.484,60	1.536,60	1.556,60	1.693,60	1.818,00
- Exportaciones	1.987,80	2.059,30	1.939,10	1.977,30	2.041,00
- % Mercado nacional	42,75%	42,73%	44,53%	46,14%	47,11%
- % Exportaciones	57,25%	57,27%	55,47%	53,87%	52,89%

Fuente: KPMG y Ascer. Cifras en millones de euros. Se incluyen empresas de producto no terminado (bizcocho y arcillas).

conceptos analizados durante el horizonte 2001-2005.

El estudio supone, además –en una hipótesis de trabajo no contrastada–, que las estructuras del balance de situación y de las cuentas de pérdidas y ganancias, así como las políticas y estrategias financieras (políticas de inversión, de financiación y de dividendos), no varían sustancialmente ni entre las 21 empresas analizadas ni entre estas y el resto de empresas del sector.

En la medida en que, de contrastarse, esta hipótesis no fuera cierta, los resultados del análisis y, por tanto, las conclusiones y recomendaciones del mismo podrían diferir de las expuestas, aunque consideramos que, en general, son correctas.

ESTADOS FINANCIEROS

El análisis presenta, además, el balance de situación (en formato financiero, elaborado por **Altair Consultores**),

la cuenta de pérdidas y ganancias (varios formatos) y el estado de tesorería (también elaborado por **Altair**), que han servido de *input* para la realización de la diagnosis económica y financiera (tablas 2a, 2b, 3a, 3b, 3c y 4).

MATRIZ ALTAIR

Para la realización del diagnóstico económico y financiero del sector del azulejo a partir de las 21 empresas de la provincia de Castellón, **Altair Consultores** ha utilizado su metodología, a través de la Matriz Altair de Indicadores de Gestión o MAIG (matriz de indicadores de naturaleza financiera), con el fin de analizar los aspectos que, según ellos, ofrecen la mejor imagen de la situación económica y financiera del sector.

Estos factores son el análisis del riesgo, de la capacidad de endeudamiento, de la rentabilidad y de la eficiencia en la gestión de activos.

La Matriz Altair es un conjun-

to de trece indicadores (solo mostramos once, debido a que no disponemos de la información suficiente para evaluar la capacidad de endeudamiento real del sector) de *performance* financiera que nos explican la situación económica y financiera de una compañía y nos informan, con carácter predictivo, de la situación esperada de la misma a corto plazo (tabla 5).

El análisis de estos indicadores de *performance* financiera se lleva a cabo estudiando, para cada indicador, los siguientes factores: su evolución histórica a lo largo de los ejercicios considerados, los cambios de signo (+/-), las cifras anormalmente altas o bajas, y las interrelaciones con los otros indicadores.

ANÁLISIS DEL RIESGO

Para el análisis del riesgo, el estudio financiero de **Altair** utiliza los siguientes indicadores: riesgo operativo o económico, riesgo financiero y ra-

(TABLA 2A) BALANCES DE SITUACIÓN (MODELO FINANCIERO)



	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
ACTIVO					
ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0	0	0	0	0
GASTOS DE ESTABLECIMIENTO	530	512	638	635	254
INMOVILIZADO INMATERIAL	24.060	22.062	23.346	19.664	25.179
INMOVILIZADO MATERIAL	683.155	670.195	673.223	675.234	613.917
INMOVILIZADO FINANCIERO	271.396	316.300	357.722	449.538	513.781
ACCIONES PROPIAS	893	1.531	1.833	43.333	50.725
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	4.846	2.874	3.471	2.988	2.242
<i>Total activo fijo</i>	984.880	1.013.473	1.060.233	1.191.392	1.206.098
<i>FONDO DE MANIOBRA</i>	210.511	232.048	260.275	277.491	282.230
NO F					
EXISTENCIAS	335.993	347.447	355.702	366.910	376.742
CLIENTES NETOS	353.241	353.721	344.096	341.719	408.533
Clientes	380.221	379.211	373.278	370.552	441.075
Provisiones	(26.980)	(25.490)	(29.182)	(28.833)	(32.542)
TESORERÍA	25.754	22.489	31.537	27.433	34.635
ACREEDORES COMERCIALES	(252.114)	(254.628)	(322.650)	(375.500)	(438.297)
<i>Necesidades operativas de fondos</i>	462.874	469.030	408.685	360.562	381.613
INVERSIÓN NETA	1.447.754	1.482.503	1.468.918	1.551.954	1.587.711

(TABLA 2B)



	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
RECURSOS A LARGO PLAZO					
FONDOS PROPIOS	835.213	895.932	952.436	997.184	986.321
Capital suscrito	64.399	63.978	66.244	66.248	84.529
Reservas	699.900	758.852	844.977	859.209	821.665
Resultados de ejercicios anteriores	(13.755)	(14.236)	(13.915)	(18.560)	(18.262)
Resultado del ejercicio	84.028	87.568	55.500	90.287	98.389
Dividendos a cuenta entregados en el ejercicio	641	(230)	(370)	0	0
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	8.478	8.339	6.925	6.069	8.755
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	1.723	1.793	1.523	7.123	6.101
ACREEDORES A LARGO PLAZO	349.977	339.457	359.624	458.507	487.151
Entidades de crédito	287.472	277.941	146.176	191.716	188.027
Otros acreedores a largo plazo	62.505	61.516	213.448	266.791	299.124
<i>Total recursos a largo plazo</i>	1.195.391	1.245.521	1.320.508	1.468.883	1.488.328
ECN					
ENTIDADES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO	333.572	348.076	356.969	334.006	337.279
INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES	(29.753)	(28.373)	(43.617)	(79.365)	(36.299)
<i>Total entidades de crédito a corto plazo</i>	303.819	319.703	313.352	254.641	300.980
OTROS PCNO Y ACNO					
ACCIONES PROPIAS A CORTO PLAZO	0	0	0	0	0
ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS EXIGIDOS	0	0	0	0	0
OTROS ACREEDORES / DEUDORES NO OPERATIVOS	(49.738)	(80.714)	(163.162)	(169.458)	(197.247)
Deudores varios	(141.074)	(166.683)	(163.162)	(169.458)	(197.247)
Otras deudas a corto plazo	91.336	85.969	0	0	0
AJUSTES POR PERIODIFICACIÓN, NETOS	(1.718)	(2.008)	(1.780)	(2.112)	(4.350)
PROVISIONES PARA OPERACIONES DE TRÁFICO	0	0	0	0	0
<i>Total otros PCNO - ACNO</i>	(51.456)	(82.721)	(164.942)	(171.570)	(201.597)
FINANCIACIÓN NETA	1.447.754	1.482.503	1.468.918	1.551.954	1.587.711

tio de cobertura del umbral de rentabilidad.

Riesgo económico

El riesgo operativo o económico se define en el estudio como la tasa de variación del resultado de explotación (BAII) frente a la tasa de variación de la cifra de negocio (CN). Es el riesgo más significativo al que la empresa se enfrenta y depende, sobre todo, de la estructura de costes de la compañía (tabla 6a).

La lectura del indicador debe hacerse de la siguiente manera (y esto será válido para otros de naturaleza similar, por lo que no seremos redundantes): por cada aumento o reducción de un 1% de la cifra de negocio (CN), qué porcentaje aumenta o se reduce el BAI (dependiendo del signo del indicador).

Su formulación es la siguiente:

$$Ro = \frac{\Delta BAI / BAI}{\Delta CN / CN}$$

Para interpretar adecuadamente este ratio, tenemos que hacer dos tipos de análisis. Por un lado, el relativo al margen bruto ajustado, donde se observa que, en el período 2001-2005, dicho margen ha oscilado entre un máximo del 61,43% en 2001 a un mínimo del 57,03% en 2005 (último ejercicio analizado); provocado por un preocupante incremento en la cifra de consumo, cuyo porcentaje sobre ventas se ha incrementado en más de 4 puntos porcentuales (tal y como se puede observar en la cuenta de resultados en porcentaje sobre ventas, tabla 3a).

Por otro lado, el relativo a los gastos de explotación, donde se observa, en 2005, cómo continúa la tendencia decreciente del porcentaje de gastos de explotación sobre ventas, iniciada ya en el ejercicio 2004 a pesar del incremento del precio del gas. De hecho, la disminución de esta cifra ha sido provocada, principalmente, por la

reducción de los gastos de personal y amortización respecto a las ventas. El sector del azulejo, con una estructura de gastos de explotación bastante apalancada (peso de costes fijos sobre costes totales), creciente hasta el año 2003 y decreciente en 2004 y 2005 (52,83% de gastos de explotación sobre cifra de ventas en 2001 frente al 50,81% en 2004 y 49,25% en 2005; y con una tasa de crecimiento inferior a la de la cifra de negocio, según se muestra en la cuenta de resultados en números índices) ha mostrado, en 2005, una tasa de riesgo operativo positiva, pero desamplificadora de 0,15. El empeoramiento de este ratio, respecto a 2004 (3,75 en dicho ejercicio), es debido, como hemos comentado antes, al empeoramiento del margen sufrido en 2005.

Esto es muy importante porque nos dice que el sector, en su conjunto, aunque ha sido capaz de modificar la tendencia creciente de los últimos años de su estructura de gastos de explotación no ha logrado ser, en 2005, más eficiente, sino menos, debido al incremento del consumo. Si se analiza la cuenta de resultados en términos porcentuales, se observa un sostenimiento del porcentaje del BAI sobre la cifra de negocio durante el período 2001-2005 (10,37%-9,78%).

Este, consideramos, es el factor principal que han de controlar las empresas del sector. La variabilidad del riesgo operativo es un aspecto "económico" y tiene que ver con el grado de éxito de las inversiones acometidas, tanto en activos fijos como en necesidades operativas de fondos, y con la eficiencia en la gestión de las mismas, junto con la dimensión y gestión de la estructura de costes de la compañía.

Riesgo financiero

El riesgo financiero, en sentido estricto, queda definido como la variación del resultado

(TABLA 3A) CUENTAS DE RESULTADOS (% SOBRE VENTAS)(*)


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
INGRESOS:	101,77%	101,83%	101,95%	102,16%	102,00%
Ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros ingresos de explotación	1,77%	1,83%	1,95%	2,16%	2,00%
CONSUMOS:	(38,57%)	(40,54%)	(40,21%)	(40,76%)	(42,97%)
MARGEN BRUTO (MB)	63,20%	61,28%	61,74%	61,39%	59,03%
MARGEN BRUTO AJUSTADO (MB - Otros ingresos de explotación)	61,43%	59,46%	59,79%	59,24%	57,03%
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:	(52,83%)	(50,57%)	(52,56%)	(50,81%)	(49,25%)
Gastos de personal	(20,96%)	(20,03%)	(21,11%)	(20,69%)	(19,28%)
Amortizaciones	(7,61%)	(7,55%)	(7,20%)	(6,47%)	(5,76%)
Variación de las provisiones de tráfico	(0,36%)	(0,56%)	(0,55%)	(0,73%)	(0,44%)
Otros gastos de explotación	(23,90%)	(22,42%)	(23,70%)	(22,93%)	(23,76%)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)	10,37%	10,72%	9,17%	10,58%	9,78%
EBITDA	17,98%	18,27%	16,38%	17,05%	15,54%
FINANCIEROS, NETOS:	(2,42%)	(2,64%)	(2,46%)	(2,04%)	(2,41%)
Gastos financieros	(3,61%)	(3,64%)	(3,45%)	(2,96%)	(3,45%)
Ingresos financieros	1,19%	1,00%	0,98%	0,92%	1,04%
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS (BAI antes Extra)	7,95%	8,08%	6,71%	8,54%	7,37%
EXTRAORDINARIOS, NETOS	0,04%	0,36%	(1,33%)	(0,46%)	0,80%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	7,99%	8,43%	5,38%	8,08%	8,17%
Impuesto sobre Sociedades	(1,72%)	(2,01%)	(1,23%)	(1,71%)	(1,84%)
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)	6,27%	6,42%	4,15%	6,37%	6,33%
CASH FLOW GENERADO	13,87%	13,96%	11,35%	12,84%	12,09%

(*) Las ventas netas se componen de las ventas, devoluciones y "rappels" sobre ventas y prestaciones de servicios.

(TABLA 3B) CUENTAS DE RESULTADOS EN NÚMEROS ÍNDICES


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
INGRESOS:	100	102	100	106	116
Ventas	100	102	100	106	116
Otros ingresos de explotación	100	105	110	128	131
CONSUMOS:	100	107	104	112	129
MARGEN BRUTO (MB)	100	99	97	103	108
MARGEN BRUTO AJUSTADO (MB - Otros ingresos de explotación)	100	99	97	102	108
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:	100	97	99	102	108
Gastos de personal	100	97	100	104	107
Amortizaciones	100	101	94	90	88
Variación de las provisiones de tráfico	100	158	150	212	142
Otros gastos de explotación	100	96	99	101	115
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)	100	105	88	108	109
EBITDA	100	103	91	100	100
FINANCIEROS, NETOS:	100	111	102	89	115
Gastos financieros	100	103	95	87	111
Ingresos financieros	100	86	83	82	102
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS (BAI antes Extra)	100	103	84	114	108
EXTRAORDINARIOS, NETOS:	100	941	(3.448)	(1.257)	2.417
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	100	107	67	107	119
Impuesto sobre Sociedades	100	119	71	105	125
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)	100	104	66	107	117

antes de impuestos (BAI) frente a la variación del BAI. Por su propia definición, el riesgo financiero depende del riesgo económico, al que se le incorpora el impacto de la carga de intereses (tabla 6b).

Su formulación es la siguiente:

$$Rf = \frac{\Delta BAI / BAI}{\Delta BAI / BAI}$$

Tradicionalmente, la carga de gastos financieros netos para el sector del azulejo no ha sido excesivamente significativa. En los últimos cinco años (2001-2005), se ha situado en una media del 2,40% sobre la cifra de negocios. Para el ejercicio 2005, dicha carga se ha incrementado hasta situarse en el 2,41% (cuando en el ejercicio anterior se situó en un 2,04%). Este incremento ha provocado que el riesgo financiero se sitúe en un nivel negativo de 3,64, ya que los resultados financieros netos han provocado que el BAI haya caído en 2005 respecto a 2004.

UMBRAL DE RENTABILIDAD

El ratio de cobertura del umbral de rentabilidad es la relación existente entre la cifra de negocio real y la cifra de negocio umbral. El umbral de rentabilidad lo definiremos como la cifra de negocio que hace que el BAI sea "0".

El análisis del umbral de rentabilidad es esencial realizarlo en toda empresa, pues marca el nivel mínimo a partir del cual se empieza a generar un BAI positivo (en definitiva, a obtener beneficios).

Su formulación es la siguiente:
 $RcUR = \text{Cifra de Negocio Real} / \text{Cifra de Negocio Umbral}$

Debido a que no conocemos la estructura de costes del sector, hemos calculado el umbral realizando la siguiente hipótesis: toda la estructura de costes del sector es fija, a excepción de los consumos y los gastos de transporte, que son 100% variables. La tabla 7 pre-


(TABLA 3c) CUENTAS DE RESULTADOS


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
INGRESOS:	1.364.221	1.389.660	1.363.409	1.446.968	1.586.116
Ventas	1.340.430	1.364.714	1.337.356	1.416.415	1.555.046
Otros ingresos de explotación	23.791	24.946	26.053	30.553	31.070
CONSUMOS:	(517.059)	(553.303)	(537.758)	(577.385)	(668.174)
MARGEN BRUTO (MB)	847.162	836.357	825.651	869.583	917.942
MARGEN BRUTO AJUSTADO (MB - Otros ingresos de explotación)	823.371	811.411	799.598	839.030	886.872
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:	(708.157)	(690.069)	(702.955)	(719.722)	(765.916)
Gastos de personal	(280.990)	(273.410)	(282.340)	(293.057)	(299.843)
Amortizaciones	(101.950)	(103.007)	(96.319)	(91.629)	(89.628)
Variación de las provisiones de tráfico	(4.863)	(7.662)	(7.317)	(10.302)	(6.903)
Otros gastos de explotación	(320.354)	(305.990)	(316.979)	(324.734)	(369.542)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)	139.005	146.289	122.696	149.861	152.026
EBITDA	240.955	249.296	219.015	241.490	241.654
FINANCIEROS, NETOS:	(32.464)	(36.087)	(32.960)	(28.903)	(37.426)
Gastos financieros	(48.364)	(49.711)	(46.098)	(41.990)	(53.635)
Ingresos financieros	15.900	13.624	13.138	13.087	16.209
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS (BAI antes Extra)	106.541	110.202	89.736	120.958	114.600
EXTRAORDINARIOS, NETOS:	516	4.857	(17.793)	(6.486)	12.473
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	107.057	115.059	71.943	114.472	127.073
Impuesto sobre Sociedades	(23.029)	(27.491)	(16.443)	(24.185)	(28.684)
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)	84.028	87.568	55.500	90.287	98.389
CASH FLOW GENERADO	185.978	190.575	151.819	181.916	188.017
CASH FLOW GENERADO ACUMULADO	185.978	376.553	528.372	710.288	898.305

(TABLA 4) ESTADO DE TESORERÍA


CONCEPTO	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
TESORERÍA INICIAL	25.754	22.489	31.537	27.433
Fondos provenientes de la explotación				
Resultado contable del ejercicio	87.568	55.500	90.287	98.389
+ Dotaciones a las amortizaciones y provisiones de inmovilizado	103.007	96.319	91.629	89.628
+ Dotaciones a la provisión para riesgos y gastos	70	(270)	5.600	(1.022)
Cash flow generado	190.645	151.549	187.516	186.995
Variaciones del capital circulante				
Disminución (aumento) de existencias	(11.454)	(8.255)	(11.208)	(9.832)
Disminución (aumento) de deudores	(26.089)	13.146	(3.919)	(94.603)
Disminución (aumento) de inversiones financieras temporales	1.380	(15.244)	(35.748)	43.066
Disminución (aumento) de ajustes por periodificación	(290)	228	(332)	(2.238)
Aumento (disminución) de acreedores comerciales	2.514	68.022	52.850	62.797
Aumento (disminución) de otras deudas no comerciales	(5.367)	(85.969)	0	0
Total variaciones del capital circulante	(39.305)	(28.073)	1.643	(810)
FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE EXPLOTACIÓN	151.340	123.476	189.159	186.185
Operaciones de inversión				
Disminución (aumento) de gastos de establecimiento	18	(126)	3	381
Disminución (aumento) de inmovilizado inmaterial	1.998	(1.284)	3.682	(5.515)
Disminución (aumento) de inmovilizado material	(90.046)	(99.347)	(93.640)	(28.311)
Disminución (aumento) de inmovilizado financiero	(44.904)	(41.422)	(91.816)	(64.243)
Disminución (aumento) de acciones propias	(638)	(302)	(41.500)	(7.392)
Disminución (aumento) de gastos a distribuir en varios ejercicios	1.972	(597)	483	746
FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE INVERSIÓN	(131.600)	(143.079)	(222.788)	(104.334)
Operaciones de financiación				
Aumento (disminución) de capital social	(421)	2.266	4	18.281
Aumento (disminución) de reservas	(26.199)	(892)	(45.543)	(127.533)
Dividendos con cargo al resultado del ejercicio	(230)	(370)	0	0
Aumento (disminución) de ingresos a distribuir en varios ejercicios	(139)	(1.414)	(856)	2.686
Aumento (disminución) de entidades de crédito a largo plazo	(9.531)	(131.765)	45.540	(3.689)
Aumento (disminución) de otros acreedores a largo plazo	(989)	151.932	53.343	32.333
Aumento (disminución) de entidades de crédito a corto plazo	14.504	8.893	(22.963)	3.273
FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE FINANCIACIÓN	(23.005)	28.650	29.525	(74.649)
Variación de la tesorería	(3.265)	9.047	(4.104)	7.202
TESORERÍA FINAL	22.489	31.537	27.433	34.635
Tesorería del balance	22.489	31.537	27.433	34.635

senta los resultados del cálculo de la cifra de negocio umbral. Aunque no son rigurosamente ciertas las hipótesis, al menos podemos concluir que, actualmente (2005), y salvo algún pequeño error, el ratio de cobertura del umbral del sector está en torno a 1,14 (las ventas reales superan, en un 14%, a las ventas umbrales). De no alterarse la estructura de costes del sector (y es muy difícil hacerlo en el corto plazo), reducciones de la cifra de negocio en torno a un 12,58% harían que el sector entrase en pérdidas (BAI negativo). Es muy importante señalar, además, que, con la actual estructura de costes del sector, una caída de la cifra de negocio del 5% provocaría una reducción del BAI del 39,75%, lo que es significativo de la elevada sensibilidad del mismo a la variación de la cifra de negocio (bruscas fluctuaciones en la cifra de negocio provocan grandes perturbaciones en el BAI).



(TABLA 5) MATRIZ ALTAIR DE INDICADORES DE GESTIÓN (MAIG)

CONCEPTO		31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
MATRIZ	Riesgo					
	Riesgo operativo (RO)	N/A	2,89	8,04	3,75	0,15
	Riesgo financiero (RF)	N/A	0,66	1,15	1,57	(3,64)
	Ratio de cobertura del umbral	-	-	-	-	1,14
ALTAIR	Capacidad de endeudamiento					
	Apalancamiento financiero corregido (AF)	1,72	1,63	1,54	1,81	1,78
	Ratio de cobertura de intereses	4,28	4,05	3,72	5,18	4,06
ALTAIR	Rentabilidad					
	Rentabilidad económica ajustada (ROEa)	7,42%	7,57%	6,14%	7,02%	6,87%
	Rentabilidad financiera ajustada (ROEa)	10,01%	9,25%	7,71%	10,15%	9,18%
	Margen (BAII / ventas netas)	10,37%	10,72%	9,17%	10,58%	9,78%
ALTAIR	Eficiencia operativa					
	NOF sobre ventas netas	34,53%	34,37%	30,56%	25,46%	24,54%
	Rotación (ventas netas / total activo)	0,72	0,71	0,67	0,65	0,69
	Cash flow generado / ventas netas	13,87%	13,96%	11,35%	12,84%	12,09%




(TABLA 6A) RIESGO OPERATIVO (RO)

	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
Ventas netas	1.340.430	1.364.714	1.337.356	1.416.415	1.555.046
Variación de ventas (Δ ventas netas)	N/A	24.284	(27.358)	79.059	138.631
BAII (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)	139.005	146.289	122.696	149.861	152.026
Variación BAII (Δ BAII)	N/A	7.284	(23.593)	27.165	2.165
Riesgo operativo = $\frac{\Delta \text{BAII} / \text{BAII}}{\Delta \text{ventas netas} / \text{ventas netas}} = \text{RO}$	N/A	2,89	8,04	3,75	0,15



(TABLA 6B) RIESGO FINANCIERO (RF)

	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
BAII (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)	139.005	146.289	122.696	149.861	152.026
Variación BAII (Δ BAII)	N/A	7.284	(23.593)	27.165	2.165
BAI (Beneficio antes de Impuestos y Extraordinarios)	106.541	110.202	89.736	120.958	114.600
Variación BAI (Δ BAI antes de Extraordinarios)	N/A	3.661	(20.466)	31.222	(6.358)
Riesgo financiero = $\frac{\Delta \text{BAI antes Extras} / \text{BAI antes Extras}}{\Delta \text{BAII} / \text{BAII}} = \text{RF}$	N/A	0,66	1,15	1,57	(3,64)



(TABLA 7) UMBRAL DE RENTABILIDAD Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD ANTE VARIACIONES DE LA CIFRA DE VENTAS

UMBRAL DE RENTABILIDAD	REAL	Porcentaje	UMBRAL	Porcentaje	Sensibilidad a variaciones de la cifra de ventas			
	31/12/2005	S / Ventas netas	RENTABILIDAD	S / Ventas netas	10,0%	5,0%	(5,0%)	(10%)
INGRESOS	1.586.116	102,0%	1.386.598	102,00%	1.744.728	1.665.422	1.506.810	1.427.504
Ventas	1.555.046	100,00%	1.359.436	100,00%	1.710.551	1.632.798	1.477.294	1.399.541
Devoluciones y "rappels" sobre ventas	0	0,00%	0	0,00%	0	0	0	0
Prestaciones de servicios	0	0,00%	0	0,00%	0	0	0	0
Otros ingresos de explotación	31.070	2,00%	27.162	2,00%	34.177	32.624	29.517	27.963
CONSUMOS	(668.174)	(42,97%)	(584.124)	(42,97%)	(734.991)	(701.583)	(634.765)	(601.357)
Consumos	(668.174)	(42,97%)	(584.124)	(42,97%)	(734.991)	(701.583)	(634.765)	(601.357)
MARGEN BRUTO (MB)	917.942	59,03%	802.474	59,03%	1.009.736	963.839	872.045	826.148
GASTOS DE EXPLOTACIÓN	(765.916)	(49,25%)	(765.048)	(56,28%)	(766.606)	(766.261)	(765.571)	(765.226)
Gastos de personal	(299.843)	(19,28%)	(299.843)	(22,06%)	(299.843)	(299.843)	(299.843)	(299.843)
Amortizaciones	(89.628)	(5,76%)	(89.628)	(6,59%)	(89.628)	(89.628)	(89.628)	(89.628)
Provisiones	(6.903)	(0,44%)	(6.035)	(0,44%)	(7.593)	(7.248)	(6.558)	(6.213)
Otros gastos de explotación	(369.542)	(23,76%)	(369.542)	(27,18%)	(369.542)	(369.542)	(369.542)	(369.542)
RESULTADO DE LA EXPLOTACION (BAII)	152.026	9,78%	37.426	2,75%	243.130	197.578	106.474	60.922
FINANCIEROS NETOS	(37.426)	(2,41%)	(37.426)	(2,75%)	(37.426)	(37.426)	(37.426)	(37.426)
Gastos financieros	(53.635)	(3,45%)	(53.635)	(3,95%)	(53.635)	(53.635)	(53.635)	(53.635)
Ingresos financieros	16.209	1,04%	16.209	1,19%	16.209	16.209	16.209	16.209
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	114.600	7,37%	(0)	(0,00%)	205.704	160.152	69.048	23.496
Sensibilidad en el beneficio					79,50	39,75%	(39,75%)	(79,50%)
Ratio de sensibilidad ante variaciones de costes fijos = BAI / costes fijos					12,58%			
Ratio de sensibilidad ante variaciones de costes variables = BAI / costes variables					50,34%			
Ratio de sensibilidad ante variaciones de las ventas = ventas reales / ventas umbral					14,96%			