

Diagnóstico financiero del sector del azulejo: 2001-2005 (II/II)

Continuación, se presenta el segundo capítulo del estudio económico y financiero del sector azulejero, que ha realizado la empresa **Altair Consultores**. En este documento, se analiza la capacidad de endeudamiento de las empresas del sector, su rentabilidad y la eficiencia operativa, y presenta, además, las conclusiones finales. Con todo, el lector conocerá un poco mejor la situación actual y previsible de las azulejeras.

ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero es un indicador del efecto amplificador (mayor que 1), desamplificador (entre 1 y 0) y destructor (menor que 0) de la deuda sobre la rentabilidad financiera (ROE = BDI/Fondos propios), después de considerar el efecto fiscal. Sólo mide esto, pues no ofrece información alguna sobre la idoneidad del volumen de deuda o la capacidad de la empresa de atenderla; pero sí indica, según su signo, si el uso de la deuda amplifica o no la rentabilidad financiera (ROE) porque se esté obteniendo, de la inversión de la empresa (activos), un rendimiento neto del efecto fiscal (beneficio antes de intereses y después de impuestos-BAIDT) mayor o menor que el coste de la deuda (también neto del efecto fiscal).

Su formulación es la siguiente:

$$Af = \left(\frac{\text{Activos}}{\text{Fondos propios}} \right) * \left(\frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \right)$$

El primer paréntesis de la fórmula mide el efecto "apalan-

camiento" o *leverage*; mientras que el segundo paréntesis se ocupa del "efecto financiero", de ahí su denominación. La cifra de apalancamiento financiero que hace que la rentabilidad económica o ROI = BAI/Activos = ROE [rentabilidad financiera] (en cuyo caso, el endeudamiento tendría un efecto neutro sobre la ROE después de considerar el efecto fiscal) sea de 1,54 (supuesto un efecto fiscal de 0,65).

Se observa que, para el sector del azulejo, el apalancamiento financiero (ver Matriz Altair. Tabla 5) ha sido relativamente estable durante el período 2001-2005, habiendo aumentado ligeramente en 2004 y vuelto a descender en 2005 hasta situarse en un valor de 1,78 (superior a 1,54). A dicho nivel, el uso de la deuda tiene un efecto positivo, aunque pequeño, después de considerar el efecto fiscal, sobre la ROE y, en consecuencia, parece indicarnos que el sector debería ser cuidadoso a la hora de tomar deuda para la financiación de sus inversiones. De hecho, en 2003 dicho ratio era de 1,54 y recomendábamos no tomar más deuda, algo que ha sucedido en 2004 y 2005, pues

el volumen de endeudamiento, en relación con el volumen de actividad, es prácticamente el mismo.

Ratio de cobertura de intereses

Este es un primer indicador del peso de la carga financiera (I) sobre el resultado de explotación (BAII). Su formulación es la siguiente:

$$RCi = \text{BAII/I}$$

El ratio de cobertura de intereses (ver Matriz Altair. Tabla 5), como antes hemos indicado, ha caído notablemente durante el período 2001-2003, habiendo aumentado en 2004 y vuelto a caer en el ejercicio 2005 hasta situarse en 4,06. Dicho ratio señala la solidez del sector para, con su resultado de explotación (BAII), atender el coste de la financiación externa de sus activos.

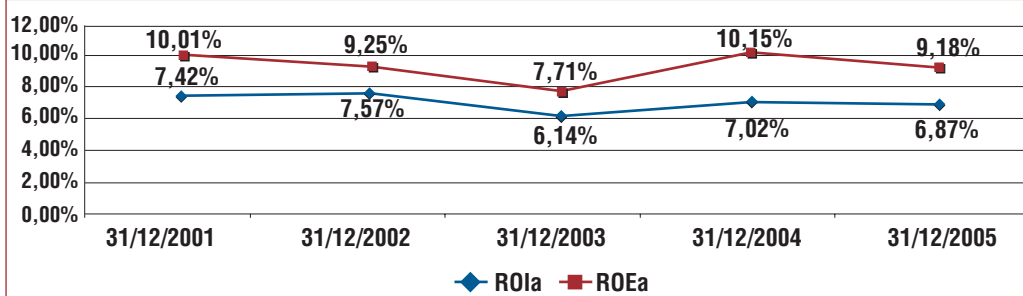
Dado que el BAI se ha mantenido respecto a 2004 (año en el que se produjo una recuperación del mismo) y que la carga de intereses se ha incrementado tanto en valores absolutos como en porcentaje sobre ventas, la capacidad de hacer frente con el BAI a los intereses disminuye, haciendo que la carga financiera represente un 24,62% del

BAI, lo que, sin duda, es un peso excesivo.

En este punto, desde **Altair** explican: "no hemos podido determinar los ratios más adecuados para medir la capacidad de endeudamiento, tales como el ratio de cobertura del servicio de la deuda (Ebitda/Devolución Deuda + Intereses) o el ratio de cobertura de desembolsos necesarios o exigidos (Ebitda/Devolución - Deuda + Intereses + Impuestos + Dividendos) por no disponer de información sobre la amortización de las deudas a largo plazo de la muestra de empresas seleccionada", lo que, sin duda, nos hubiese aportado una información muy interesante para medir con mayor precisión la capacidad financiera del sector.

Para los especialistas de **Altair**: "según el estado de tesorería que hemos elaborado de las 21 empresas seleccionadas para el período 2001-2005, no hemos encontrado razón alguna (por ejemplo, un inadecuado uso de los fondos generados por la explotación, flujos de fondos de inversión excesivos o flujos de fondos de financiación mal estructurados) que constituya motivo de preocupación o

(CUADRO 1) RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROIa) Y RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROEa)



alarma". No obstante, este dato debe ser tenido en cuenta y ser motivo de vigilancia.

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

El análisis de la rentabilidad económica y financiera (Cuadro 1) se lleva a cabo utilizando los siguientes indicadores:

Rentabilidad Económica

Es un indicador de la rentabilidad (BAII) de la inversión (Activos) de la empresa antes de considerar el modo en que dicha inversión se está financiando y del efecto fiscal. Su formulación es la siguiente: ROI = BAI/Activos

El análisis de la rentabilidad económica del sector muestra una caída durante el período 2001-2005 (del 7,42% en 2001 al 6,87% en 2005). A pesar de la mejora de dicho indicador en 2004, en 2005 el sector no logra mantenerse en la senda de mejora abierta en el ejercicio anterior. Aunque su reducción no es alarmante (no alcanza el nivel tan bajo del ejercicio 2003), sí que es un dato a tener en cuenta. Esta caída se explica por dos factores, según Altair.

El primero radica en la reducción paulatina del margen de explotación (BAII/ventas), que, como antes hemos comentado, ha pasado del 10,37% en 2001 al 9,78% en 2005; reducción cuyas causas han sido explicadas anteriormente (incremento de los gastos de explotación, fundamentalmente, en el período 2001-2003 y aumento del consumo en el ejercicio 2005).

El segundo se basa en la rotación (ventas/activos) que veremos más adelante. Mientras que, en el período 2001-2004, se produjo una reducción paulatina de la rotación, provocada por una tasa de incremento de los activos (inversión) superior a la tasa de crecimiento de la cifra de negocios, en 2005 se rompió la tendencia decreciente de la

RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROI AJUSTADA)					
	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04	31/12/05
$Rotación = \frac{Ventas\ netas}{Total\ activo}$	0,72	0,71	0,67	0,65	0,69
$Margen = \frac{BAII}{Ventas\ netas}$	10,37%	10,72%	9,17%	10,58%	9,78%
$ROI\ Ajustada = \frac{BAII}{Total\ activo - A - Bv - Di - Dv}$	7,42%	7,57%	6,14%	7,02%	6,87%
RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROE AJUSTADA)					
	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04	31/12/05
$Rotación = \frac{Ventas\ netas}{Total\ activo}$	0,72	0,71	0,67	0,65	0,69
$Margen = \frac{BAII}{Ventas\ netas}$	10,37%	10,72%	9,17%	10,58%	9,78%
$Apalancamiento\ Financiero\ Corregido = \left(\frac{Total\ activo - A - Bv - Di - Dv}{Fondos\ propios - A - Bv - Di - Dv} \right) \times \left(\frac{BAI\ antes\ extras}{BAII} \right)$	1,72	1,63	1,54	1,81	1,78
$Efecto\ Fiscal = \frac{BDI\ sin\ extras}{BAI\ antes\ extras}$	0,78	0,75	0,82	0,80	0,75
$ROE\ Ajustada = \frac{BDI\ sin\ extras}{Fondos\ propios - A - Bv - Di - Dv}$	10,01%	9,25%	7,71%	10,15%	9,18%
<p>Nota: A= Accionistas por desembolsos no exigidos Bv= Acciones propias Di= Accionistas por desembolsos exigidos Dv= Acciones propias a corto plazo BDI sin extras= Beneficio después de impuestos sin extraordinarios</p>					

rotación, situándose en el 0,69 (en este caso, la tasa de crecimiento de la inversión ha sido inferior a la tasa de crecimiento de la cifra de negocios). A pesar de la mejora de este indicador, el incremento no ha sido suficiente como para anular el efecto de la caída del margen sufrida en 2005.

Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera (ROE) mide el rendimiento anual, en términos de BDI (beneficio después de impuestos) en relación con la inversión del accionista (fondos propios) a valor en libros (valor contable). Su formulación es la siguiente:

ROE = BDI/Fondos propios
 La caída de la ROE durante el período 2001-2005 (pasando del 10,01% en 2001 al 9,18%

en 2005) se ha debido al descenso de la ROI ya comentado y al sostenimiento del apalancamiento financiero, ya que el efecto fiscal (superior a 0,65 durante el período 2001-2003) ha ayudado al sostenimiento de la ROE.

Esto indica que, en el sector del azulejo, las acciones adoptadas para optimizar la ROE básicamente deben venir de la mano de acciones de mejora de la ROI (éxito de las inversiones, mejora de la eficiencia de la gestión de los activos, reducción del peso relativo de los gastos de explotación sobre la cifra de negocios, etc.) y, sólo cuando se obtengan dichas mejoras, el uso de la deuda, a través del apalancamiento financiero, tendrá un efec-

to expansivo mayor sobre la ROE; aunque esto último, de momento, no es excesivamente recomendable, como se ha expuesto.

Margen de explotación

El margen (resultado) de explotación es un indicador del rendimiento (BAII) calculado sobre la cifra de negocios. Expresa, en porcentaje, el rendimiento de explotación obtenido en un ejercicio en relación con la cifra de ventas de dicho ejercicio. Su formulación es la siguiente:

Me = BAI/Cifra de negocios
 El margen de explotación, como hemos comentado con anterioridad, ha estado cayendo durante el período 2001-2005, pasando del 10,37% al 9,78%, respectivamente; si bien, en 2004, aumentó al 10,58%, fun-

(CUADRO 2) NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS VERSUS FONDO DE MANIOBRA

	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04	31/12/05
I - Activo Circulante Operativo (ACO)	714.988	723.658	731.335	736.062	819.910
Existencias	335.993	347.447	355.702	366.910	376.742
Mercaderías	335.993	347.447	355.702	366.910	376.742
Cuentas a Cobrar (Clientes)	353.241	353.721	344.096	341.719	408.533
Clientes Netos	353.241	353.721	344.096	341.719	408.533
Administraciones Públicas (**)	0	0	0	0	0
Tesorería (*)	25.754	22.489	31.537	27.433	34.635
II - Pasivo Circulante (PCO)	252.114	254.628	322.650	375.500	438.297
Cuentas a Pagar (Acreedores Comerciales)	252.114	254.628	322.650	375.500	438.297
Administraciones Públicas (**)	0	0	0	0	0
III = I-II NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF)	462.874	469.030	408.685	360.562	381.613
IV - Activo Circulante no Operativo (ACNO)	143.759	168.837	165.107	172.055	201.865
Otros Deudores	141.074	166.683	163.162	169.458	197.247
Otros Activos Circulantes	2.685	2.154	1.945	2.597	4.618
V - Pasivo Circulante no Operativo (PCNO)	92.303	86.116	165	485	268
Otras Deudas no Comerciales	91.336	85.969	0	0	0
Otros Pasivos Circulantes	967	146	165	485	268
VI = IV-V DIFERENCIA	51.456	82.721	164.942	171.570	201.597
VII - Recursos a Largo Plazo	1.195.391	1.245.521	1.320.508	1.468.883	1.488.328
VIII - Activo Fijo	984.880	1.013.473	1.060.233	1.191.392	1.206.098
IX = VII-VIII FONDO DE MANIOBRA (FM)	210.511	232.048	260.275	277.491	282.230
III - Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	462.874	469.030	408.685	360.562	381.613
IX - Fondo de Maniobra (FM)	210.511	232.048	260.275	277.491	282.230
III-IX Necesidades=Ent. Crédito C/P	252.363	236.982	148.410	83.071	99.383
III-IX Excedente Neto de Tesorería	0	0	0	0	0
FINANCIACIÓN NECESARIA/INVERSIÓN	303.819	319.703	313.352	254.641	300.980
ENTIDADES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO - IFT	303.819	319.703	313.352	254.641	300.980
Ventas Netas	1.340.430	1.364.714	1.337.356	1.416.415	1.555.046
NOF/Ventas Netas Año	34,53%	34,37%	30,56%	25,46%	24,54%

(*) Toma el dato del Balance de Situación a falta de la determinación, por parte de la compañía, de la Tesorería Mínima Operativa (TMO).

(**) Estas cuentas deben incluir sólo los saldos a cobrar o a pagar a la Hacienda Pública en concepto de IVA. A falta de dicha información detallada, los saldos con Hacienda Pública se clasifican dentro de los activos y pasivos circulantes no operativos.

damentalmente por la contención del peso de los gastos de explotación sobre la cifra de ventas, como ya hemos comentado.

La mejora generalizada de la rentabilidad, analizada a través de estos tres indicadores durante el ejercicio 2004, no parece haber cuajado en el sector en 2005, como se ha podido observar. Ahora bien, este no es un dato alarmante ni preocupante, ya que se ha debido fundamentalmente al incremento del consumo (debido al incremento del precio de la materia prima y, especialmente, del gas).

EFICIENCIA EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Los expertos de **Altair** utilizan los siguientes indicadores para analizar la eficiencia de la gestión de los activos:

NOF sobre ventas

Las necesidades operativas de fondos (NOF) se definen como la inversión neta en activos y pasivos circulantes de naturaleza operativa (cuentas a cobrar + existencias - cuentas a pagar, básicamente) y, cuando se comparan con la cifra de negocios, nos ofrece un indicador del grado de inmovilización o inversión (esfuerzo) que la compañía debe ha-

cer por cada unidad de venta. Su formulación es la siguiente:

$NOF \text{ sobre ventas} = NOF / \text{Cifra de ventas}$

Como puede observarse en el cuadro (Cuadro 2), el esfuerzo financiero realizado por el sector, en términos de NOF sobre ventas, ha mejorado en 2004 y 2005 (25,46% y 24,54%, respectivamente) frente a la tendencia mostrada por el período 2001-2003. Este ratio nos indica que, por cada unidad de venta, la inversión neta en el balance de situación del sector en activos y pasivos circulantes de naturaleza operativa

es de 0,25; o lo que es lo mismo, que por cada 100 euros de aumento en la cifra de negocios del sector, hay que invertir, y financiar (con el consiguiente coste), un total de 25 euros, lo que, sin duda, es una cifra significativa que drena la rentabilidad económica del sector e incrementa sus necesidades de financiación.

Dado que no conocemos si el valor inicial (34,53% en 2001) es un valor útil de referencia (en el sentido de si es este el valor de las NOF sobre ventas para el sector acorde con su modelo de negocio), tampoco se puede aseverar que

la reducción del ratio NOF/Ventas sea positiva (en general suele serlo, puesto que indica una menor inversión y, por tanto, un menor consumo de recursos financieros), pero no se puede ser taxativo aquí, por lo que el estudio de **Altair** concluye que, en principio, este aspecto no ha tenido excesivo impacto sobre la situación económica y financiera del sector; al menos durante el período 2004-2005.

Otra conclusión que puede extraerse de lo comentado es que el ciclo de caja de las empresas seleccionadas, en términos de días de venta a financiar (plazos medios de almacenamiento, cobro y pago), no se ha visto alterado de forma notable, aunque sí se puede apreciar una mejora en 2004 y 2005; sobre todo en los plazos de cobro y pago a clientes y proveedores, respectivamente. No obstante lo anterior, y debido al modelo de negocio del sector que obliga a mantener elevados volúmenes de existencias, el informe de **Altair** sugiere la vigilancia estrecha de este indicador; especialmente en lo que a plazos de almacenamiento de existencias se refiere.

Rotación

El indicador de rotación mide la capacidad de obtención de una determinada cifra de negocios en relación con la inversión en activos (fijos y NOF) que la empresa ha realizado (y financiado); tal y como hemos comentado anteriormente.

Su formulación es la siguiente:

Rotación = Ventas/Activos

Este indicador explica, junto con el margen de explotación, la evolución de la rentabilidad económica del sector tal, como hemos analizado con anterioridad.

Hay que tener en cuenta que la empresa dispone de activos no registrados en libros

que son cruciales a la hora de obtener una determinada cifra de negocios (activos intangibles) y que, además, determinadas estrategias de tipo operativo y/o financiero (por ejemplo acudir al *renting* en lugar de adquirir activos fijos) afectan directamente a este indicador.

Por ello, al igual que antes se ha comentado para otros indi-



cadores, hay que tener mucho cuidado a la hora de evaluar la evolución del indicador de rotación. No obstante lo anterior, el sector, en su conjunto, ha mostrado, durante el período 2001-2005, una rotación decreciente al pasar de 0,72 en 2001 a 0,69 en 2005 (aunque, en el último ejercicio, analizado se produce un incremento en el mismo, como hemos dicho antes), que podría ser indicativa de una pérdida de eficiencia; aunque también del enorme esfuerzo inversor que ha de realizar el sector para alcanzar una determinada cifra de negocios.

Cash flow generado sobre ventas

El cash flow generado es una medida de la tesorería, generada por la explotación de la empresa, y se calcula como el beneficio después de impuestos (BDI) + amortizaciones + provisiones para riesgos y gastos (básicamente). Es necesario

atender a la existencia de resultados de naturaleza extraordinaria para comprobar que el cash flow generado no incorpora el efecto de estos resultados, los cuales deben eliminarse para obtener el cash flow generado de la explotación.

Su formulación es la siguiente:

CFG Ventas = Cash flow generado/Ventas

gero empeoramiento de la situación, producido en 2005 (aunque no alcanza los niveles más preocupantes del ejercicio 2003).

CONCLUSIONES

La diagnosis financiera realizada por **Altair** sobre las 21 empresas del sector del azulejo durante el período 2001-2005 concluye con los siguientes comentarios, generales para el sector:

1. El sector del azulejo es sólido, tanto desde el punto de vista económico (estructura de la inversión -activos fijos versus NOF-, ratio de cobertura del umbral, riesgo operativo y rentabilidad económica) como financiero (ratio de cobertura de intereses, riesgo financiero, apalancamiento financiero, rentabilidad financiera) y está solventando muy bien la situación del entorno (incremento de la competencia, precio de las materias primas y suministros). Como estrategia global se sugiere la apuesta por los procesos de concentración empresarial (fusiones) que, sin duda, les generarán importantes economías de escala y, en consecuencia, una mejora de los principales indicadores de resultados económicos, como los utilizados en este estudio. Otras estrategias harían referencia a mejorar las prestaciones y costes de los productos cerámicos, mejorar las capacidades tecnológicas del sector, luchar por la diferenciación de producto y de la cadena de valor.

2. La estrategia financiera seguida (política de inversiones, financiación y dividendos) es adecuada y el balance de situación (modelo financiero) refleja dichas decisiones. No se observan desequilibrios entre los flujos de tesorería de explotación, inversión y financiación, lo que es síntoma, *a priori*, de "buena salud financiera".

3. El sector muestra una adecuada capacidad de maniobra ante descensos de la cifra de negocios, tal y como pone de manifiesto el ratio de cobertura del umbral de rentabilidad. No obstante, hay que señalar a estos efectos el enorme impacto que, sobre el BAI, tendría una reducción de la cifra de ventas de un 5% (39,75% de reducción). Para todo esto, será de gran utilidad tomar decisiones para “flexibilizar” la estructura de costes, trasladar riesgos, establecer programas de racionalización de gastos de explotación, conocer y reducir, en la medida de lo posible, los costes de producción, implantar sistemas de información para conocer los resultados de todas las actividades, eficacia y eficiencia, establecer acuerdos de cooperación interempresarial para compartir costes, etc.

Un aspecto relevante aquí y que podría tener consecuencias negativas para las previsiones de 2006 (ya una realidad) y 2007 es el incremento del precio de los suministros (gas y luz, principalmente) que inciden directamente y de forma negativa en la cuenta de resultados.

4. El análisis de la viabilidad económica (creación de valor para el accionista) y financiera (capacidad de pago) de las inversiones que se acometan es crucial en todo momento y, especialmente, en épocas de “ra-



lentización de la cifra de negocios”, ya que garantizar el éxito de los proyectos en términos de contribución a la cifra de negocios, estructura de costes, Ebitda, BAI y flujo de caja generado puede constituir, incluso, una cuestión de supervivencia. El crecimiento en épocas de bonanza genera estructuras de costes (operativas y financieras) apalancadas que, en épocas de ralentización o reducción de la cifra de ventas, provocan reducciones notables en el BAI y BAI (llegando incluso a provocar pérdidas). De ahí que sea crítico analizar que los proyectos de inversión que se acometen son creadores de valor (generan un valor actual neto o VAN positivo para la tasa de rentabilidad exigida por el inversor).

5. Las necesidades operativas de fondos (NOF) consumen recursos financieros y limitan la capacidad de crecimiento de la empresa. El sector de-

be prestar especial atención al control del indicador NOF sobre la cifra de negocios (sobre todo teniendo en cuenta la tipología de producto que fabrica y las elevadas inversiones en existencias que se ve obligado a soportar).

La gestión de las NOF, especialmente la parte que corresponde a la gestión de existencias, es crítica. Vigilar de cerca (en base predictiva y mensual) la evolución de las NOF en términos de días de venta a financiar es algo que, hoy en día, se hace absolutamente imprescindible para evitar estrangulaciones financieras no deseadas. Recordemos aquí que el efecto combinado de unas NOF no controladas, junto con una reducción de la cifra de negocios (y por consiguiente del Ebitda, BAI y BAI), puede ser “demolador” para la empresa en términos de liquidez.

6. Consideramos que todas las medidas anteriores tendrán importantes efectos, de tener éxito en su control y gestión, en la rentabilidad económica (ROI) y, por ende, en la financiera (ROE), fundamentalmente por las ganancias de productividad, más que por mayores cifras de negocio, cosa poco probable por la evolución actual de la cifra de negocios del sector y sus expectativas sobre las mismas.

Recordemos que estos dos indicadores de rentabilidad han empeorado en 2005 respecto a

2004, por lo que medidas antes comentadas se tornan fundamentales en el sector.

7. Aunque no se ha podido evaluar la capacidad de pago del sector, porque no se disponía de la estructura de la devolución de la deuda, el empeoramiento del ratio de cobertura de intereses durante 2005 hasta niveles similares a los de 2002 puede llegar a ser preocupante si, en el futuro, no se cambia la tendencia del sector.

Desde **Altair**, se recomienda vigilar el adecuado “encaje” entre los flujos de caja libre generados (flujos generados por los activos = flujo de fondos de operaciones de explotación + flujo de fondos de operaciones de inversión) con los flujos de caja de la deuda (compromisos de devolución de capital) y los flujos de caja de las acciones (la diferencia entre ambos).

Para finalizar, es conveniente recordar que, mientras los flujos de caja libre son inciertos en su cuantía y en el momento en que se generan, los compromisos de pago de la deuda son ciertos, en cuantía y tiempo.

En **Altair**, confían en que esta diagnosis del sector sea de interés para todos aquellos empresarios y gestores que han sido capaces de construir un sector sólido. Para ellos, la consultora transmite sus más sinceras y “financieras” felicitaciones.