

El objetivo de este estudio, elaborado por la firma **Altair Consultores**, 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 revelan 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 -explica **Artemio Milla**, socio director de **Altair Consultores**- 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" (ver Tabla 1). Este estudio es complementario a los estudios 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", señala **Milla**.

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 2004, representan el 8,71% del total de empresas del sector y el 38,59% 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 analizados durante el horizonte 2000-2004.

El estudio supone, además -en una hipótesis de trabajo no contrastada-, que las estructuras del balance de situa-

# Diagnosis financiera del sector del azulejo: 2000-2004 (I)

Estudio realizado por Altair Consultores

**TABLA 1. DATOS GLOBALES. MUESTRA SELECCIONADA Y TOTAL EMPRESAS**



Conceptos	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Total muestra</b>	21	21	21	21	21
<b>Total empresas</b>	250	250	249	246	241
<b>% muestra/total empresas</b>	8,40%	8,40%	8,43%	8,54%	8,71%
<b>Empresas de Castellón</b>	202	201	203	201	196
<b>% Castellón/total empresas</b>	80,80%	80,40%	81,53%	81,71%	81,33%
<b>Total ventas muestra</b>	1.298,49	1.340,43	1.364,71	1.356,53	1.416,40
<b>Total ventas total empresas</b>	3.301,00	3.472,40	3.595,90	3.495,60	3.670,80
<b>% muestra/total empresas</b>	39,34%	38,60%	37,95%	38,81%	38,59%
<b>Distribución ventas total empresas</b>					
- Mercado nacional	1.428,90	1.484,60	1.536,60	1.556,60	1.693,60
- Exportaciones	1.872,10	1.987,80	2.059,30	1.939,10	1.977,30
- % Mercado nacional	43,29%	42,75%	42,73%	44,53%	46,14%
- % Exportaciones	56,71%	57,25%	57,27%	55,47%	53,87%

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

ción y de la cuenta de pérdidas y ganancias, así como las políticas y estrategias financieras (políticas de inversión, 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

## Altair Consultores ha utilizado su metodología, a través de la Matriz Altair, para elaborar la diagnosis económica y financiera de las 21 empresas analizadas

las expuestas, aunque consideramos que, en general, son correctas.

### ESTADOS FINANCIEROS

El análisis presenta, además, el balance de situación (en formato financiero, elaborado también por **Altair Consultores**), la cuenta de pérdidas y ganancias (varios formatos) y

el estado de tesorería (también elaborado por el despacho profesional), 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 través de las 21 empresas de la provincia de **Castellón**, **Altair Consultores** ha utili-

zando su metodología, a través de la *Matriz Altair*, con el fin de analizar los aspectos que, según ellos, ofrecen la mejor imagen de la situación económica y financiera de la empresa.

Estos factores son el análisis del riesgo, de la capacidad de endeudamiento, de la rentabilidad y de la eficien-

cia en la gestión de activos. La *Matriz Altair* es un conjunto de trece indicadores (solo mostramos once porque no disponemos de información 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 econó-

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



	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>ACTIVO</b>					
ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0	0	0	0	0
GASTOS DE ESTABLECIMIENTO	1.239	530	512	638	635
INMOVILIZADO INMATERIAL	20.047	24.060	22.062	23.346	19.664
INMOVILIZADO MATERIAL	618.417	683.155	670.195	673.223	675.234
INMOVILIZADO FINANCIERO	217.310	271.396	316.300	357.722	449.538
ACCIONES PROPIAS	1.142	893	1.531	1.833	43.333
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	4.953	4.846	2.874	3.471	2.988
<i>Total activo fijo</i>	863.108	984.880	1.013.473	1.060.233	1.191.392
<b>NO F</b>					
FONDO DE MANIOBRA	198.621	210.511	232.048	260.275	277.491
EXISTENCIAS	279.723	335.993	347.447	355.702	366.910
CLIENTES NETOS	357.465	353.241	353.721	344.096	341.719
Clientes	393.053	380.221	379.211	373.278	370.552
Provisiones	(35.588)	(26.980)	(25.490)	(29.182)	(28.833)
TESORERÍA	24.850	25.754	22.489	31.537	27.433
ACREEDORES COMERCIALES	(249.417)	(252.114)	(254.628)	(322.650)	(375.500)
<i>Necesidades Operativas de Fondos</i>	412.621	462.874	469.030	408.685	360.562
INVERSIÓN NETA	1.275.729	1.447.754	1.482.503	1.468.918	1.551.954

(TABLA 2B)



	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>RECURSOS A LARGO PLAZO</b>					
FONDOS PROPIOS	740.494	835.213	895.932	952.436	997.184
Capital suscrito	47.558	64.399	63.978	66.244	66.248
Reservas	596.003	699.900	758.852	844.977	859.209
Resultados de ejercicios anteriores	0	(13.755)	(14.236)	(13.915)	(18.560)
Resultado del ejercicio	98.545	84.028	87.568	55.500	90.287
Dividendos a cuenta entregados en el ejercicio	(1.612)	641	(230)	(370)	0
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	7.214	8.478	8.339	6.925	6.069
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	1.382	1.723	1.793	1.523	7.123
ACREEDORES A LARGO PLAZO	312.639	349.977	339.457	359.624	458.507
Entidades de crédito	259.994	287.472	277.941	146.176	191.716
Otros acreedores a largo plazo	52.645	62.505	61.516	213.448	266.791
<i>Total Recursos a Largo Plazo</i>	1.061.729	1.195.391	1.245.521	1.320.508	1.468.883
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO</b>					
ENTIDADES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO	272.961	333.572	348.076	356.969	334.006
INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES	(36.371)	(29.753)	(28.373)	(43.617)	(79.365)
<i>Total Entidades de Crédito a Corto Plazo</i>	236.590	303.819	319.703	313.352	254.641
<b>OTROS PCNO Y PCNO</b>					
ACCIONES PROPIAS A CORTO PLAZO	0	0	0	0	0
ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS EXIGIDOS	0	0	0	0	0
OTROS ACREEDORES / DEUDORES NO OPERATIVOS	(20.504)	(49.738)	(80.714)	(163.162)	(169.458)
Deudores varios	(116.389)	(141.074)	(166.683)	(163.162)	(169.458)
Otras deudas a corto plazo	95.885	91.336	85.969	0	0
AJUSTES POR PERIODIFICACIÓN, NETOS	(2.086)	(1.718)	(2.008)	(1.780)	(2.112)
PROVISIONES PARA OPERACIONES DE TRÁFICO	0	0	0	0	0
<i>Total Otros PCNO - ACNO</i>	(22.590)	(51.456)	(82.721)	(164.942)	(171.570)
FINANCIACIÓN NETA	1.275.729	1.447.754	1.482.503	1.468.918	1.551.954

mico, riesgo financiero y ratio 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 2000-2004, dicho margen ha oscilado entre un máximo del 61,43% en 2001 a un mínimo del 59,24% en 2004; si bien durante los tres últimos años, 2002-2004, el margen bruto ajustado ha sido muy estable, con una media aproximada del 59,50% sobre ventas; por otro lado, el relativo a los gastos de explotación, donde se observa en 2004 un punto de inflexión positivo respecto a la tendencia creciente del porcentaje de gastos de explotación sobre ventas que había experimentado el sector durante 2002 y 2003. 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 (49,72% de gastos de explotación sobre cifra de ventas en 2000 frente al 52,56% en 2003 y 50,81% en 2004), con una tasa de crecimiento similar a la de la cifra de negocios, según se muestra en la cuenta de resultados en números índices, ha mostrado en 2004 una tasa de riesgo operativo positiva y elevada de 3,75 (aumento de la cifra de ventas en 2004 frente a 2003 y mayor aumento porcentual del BAI sobre cifra de ventas).

Esto es muy importante, señala **Milla**, "porque nos dice que el sector, en su conjunto, ha sido capaz de modificar la tendencia creciente de los últimos años de su estructura de gastos de explotación y ser, en 2004, más eficiente, aunque sin recuperar los niveles del 2000". Si se analiza la cuenta de resultados en términos porcentuales, se observa una reducción continua del porcentaje del BAI sobre la cifra de negocio durante el período 2000-2003 (12,15%-9,17%), situándose en 2004 en un porcentaje del 10,58%; por lo que, en dicho ejercicio, se ha producido un punto de inflexión que consideramos muy positivo.

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 antes de impuestos (BAI) frente a la variación del BAI. Por su propia definición, el riesgo fi-

**(TABLA 3A) CUENTA DE RESULTADOS (% SOBRE VENTAS)(\*)**


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>INGRESOS:</b>	<b>101,53%</b>	<b>101,77%</b>	<b>101,83%</b>	<b>101,95%</b>	<b>102,16%</b>
Ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros ingresos de explotación	1,53%	1,77%	1,83%	1,95%	2,16%
<b>CONSUMOS</b>	<b>(39,67%)</b>	<b>(38,57%)</b>	<b>(40,54%)</b>	<b>(40,21%)</b>	<b>(40,76%)</b>
<b>MARGEN BRUTO (MB)</b>	<b>61,87%</b>	<b>63,20%</b>	<b>61,28%</b>	<b>61,74%</b>	<b>61,39%</b>
<b>MARGEN BRUTO AJUSTADO</b> (MB - Otros ingresos de explotación)	<b>60,33%</b>	<b>61,43%</b>	<b>59,46%</b>	<b>59,79%</b>	<b>59,24%</b>
<b>GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>(49,72%)</b>	<b>(52,83%)</b>	<b>(50,57%)</b>	<b>(52,56%)</b>	<b>(50,81%)</b>
Gastos de personal	(19,03%)	(20,96%)	(20,03%)	(21,11%)	(20,69%)
Amortizaciones	(7,07%)	(7,61%)	(7,55%)	(7,20%)	(6,47%)
Variación de las provisiones de tráfico	(0,50%)	(0,36%)	(0,56%)	(0,55%)	(0,73%)
Otros gastos de explotación	(23,12%)	(23,90%)	(22,42%)	(23,70%)	(22,93%)
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)</b>	<b>12,15%</b>	<b>10,37%</b>	<b>10,72%</b>	<b>9,17%</b>	<b>10,58%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>19,22%</b>	<b>17,98%</b>	<b>18,27%</b>	<b>16,38%</b>	<b>17,05%</b>
<b>FINANCIEROS, NETOS</b>	<b>(1,72%)</b>	<b>(2,42%)</b>	<b>(2,64%)</b>	<b>(2,46%)</b>	<b>(2,04%)</b>
Gastos financieros	(3,54%)	(3,61%)	(3,64%)	(3,45%)	(2,96%)
Ingresos financieros	1,82%	1,19%	1,00%	0,98%	0,92%
<b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b> (BAI antes Extra)	<b>10,43%</b>	<b>7,95%</b>	<b>8,08%</b>	<b>6,71%</b>	<b>8,54%</b>
<b>EXTRAORDINARIOS, NETOS</b>	<b>(0,05%)</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,36%</b>	<b>(1,33%)</b>	<b>(0,46%)</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	<b>10,38%</b>	<b>7,99%</b>	<b>8,43%</b>	<b>5,38%</b>	<b>8,08%</b>
Impuesto sobre Sociedades	(2,79%)	(1,72%)	(2,01%)	(1,23%)	(1,71%)
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)</b>	<b>7,59%</b>	<b>6,27%</b>	<b>6,42%</b>	<b>4,15%</b>	<b>6,37%</b>
<b>CASH FLOW GENERADO</b>	<b>14,66%</b>	<b>13,87%</b>	<b>13,96%</b>	<b>11,35%</b>	<b>12,84%</b>

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

**(TABLA 3B) CUENTA DE RESULTADOS EN NÚMEROS ÍNDICES**


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>INGRESOS</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>105</b>	<b>103</b>	<b>110</b>
Ventas	100	103	105	103	109
Otros ingresos de explotación	100	119	125	131	153
<b>CONSUMOS:</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>104</b>	<b>112</b>
<b>MARGEN BRUTO (MB)</b>	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>103</b>	<b>108</b>
<b>MARGEN BRUTO AJUSTADO</b> (MB - Otros ingresos de explotación)	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>102</b>	<b>107</b>
<b>GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>109</b>	<b>111</b>
Gastos de personal	100	114	111	114	119
Amortizaciones	100	111	112	105	100
Variación de las provisiones de tráfico	100	75	118	113	159
Otros gastos de explotación	100	107	102	106	108
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)</b>	<b>100</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>78</b>	<b>95</b>
<b>EBITDA</b>	<b>100</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>88</b>	<b>97</b>
<b>FINANCIEROS, NETOS:</b>	<b>100</b>	<b>146</b>	<b>162</b>	<b>148</b>	<b>130</b>
Gastos financieros	100	105	108	100	91
Ingresos financieros	100	67	58	55	55
<b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b> (BAI antes Extra)	<b>100</b>	<b>79</b>	<b>81</b>	<b>66</b>	<b>89</b>
<b>EXTRAORDINARIOS, NETOS</b>	<b>100</b>	<b>(72)</b>	<b>(682)</b>	<b>2.499</b>	<b>911</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	<b>100</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>53</b>	<b>85</b>
Impuesto sobre Sociedades	100	64	76	45	67
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	<b>89</b>	<b>56</b>	<b>92</b>

nanciero depende del riesgo económico, al que se le incorpora el impacto de la carga de intereses (Tabla 6b).

Su formulación es la siguiente:

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

Tradicionalmente, la carga de gastos financieros netos para el sector del azulejo no ha sido excesivamente significativa, aunque, en los últimos tres años (2002-2004), se ha situado en una media del 2,38% sobre la cifra de negocios. Para el ejercicio 2004, dicha carga se ha reducido al 2,04%, lo que ha provocado un efecto amplificador del riesgo financiero y, así, la tasa de aumento del BAI ha sido superior a la tasa de aumento del BAI (la relación entre las tasas de crecimiento es positiva y se sitúa al nivel de 1,57), lo que ha provocado, como veremos más adelante, un notable aumento del ratio de cobertura de intereses; ratio que llevaba cayendo de forma sistemática y preocupante desde 2000 y cuyo nivel en 2004 (5,18) es realmente atractivo.

### 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 negocios 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 (a obtener beneficios).

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

**(TABLA 3c) CUENTA DE RESULTADOS**


CUENTA DE RESULTADOS	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>INGRESOS</b>	1.318.417	1.364.221	1.389.660	1.363.409	1.446.968
Ventas	1.298.492	1.340.430	1.364.714	1.337.356	1.416.415
Otros ingresos de explotación	19.925	23.791	24.946	26.053	30.553
<b>CONSUMOS:</b>	(515.070)	(517.059)	(553.303)	(537.758)	(577.385)
<b>MARGEN BRUTO (MB)</b>	803.347	847.162	836.357	825.651	869.583
<b>MARGEN BRUTO AJUSTADO</b> (MB - Otros ingresos de explotación)	783.422	823.371	811.411	799.598	839.030
<b>GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	(645.597)	(708.157)	(690.069)	(702.955)	(719.722)
Gastos de personal	(247.130)	(280.990)	(273.410)	(282.340)	(293.057)
Amortizaciones	(91.849)	(101.950)	(103.007)	(96.319)	(91.629)
Variación de las provisiones de tráfico	(6.471)	(4.863)	(7.662)	(7.317)	(10.302)
Otros gastos de explotación	(300.147)	(320.354)	(305.990)	(316.979)	(324.734)
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAII)</b>	157.750	139.005	146.289	122.696	149.861
<b>EBITDA</b>	249.599	240.955	249.296	219.015	241.490
<b>FINANCIEROS, NETOS</b>	(22.295)	(32.464)	(36.087)	(32.960)	(28.903)
Gastos financieros	(45.975)	(48.364)	(49.711)	(46.098)	(41.990)
Ingresos financieros	23.680	15.900	13.624	13.138	13.087
<b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b> (BAI antes Extra)	135.455	106.541	110.202	89.736	120.958
<b>EXTRAORDINARIOS, NETOS</b>	(712)	516	4.857	(17.793)	(6.486)
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	134.743	107.057	115.059	71.943	114.472
Impuesto sobre Sociedades	(36.198)	(23.029)	(27.491)	(16.443)	(24.185)
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)</b>	98.545	84.028	87.568	55.500	90.287
<b>CASH FLOW GENERADO</b>	190.394	185.978	190.575	151.819	181.916
<b>CASH FLOW GENERADO ACUMULADO</b>	190.394	376.372	566.947	718.766	900.682


**(TABLA 4) ESTADO DE LA TESORERÍA**


CONCEPTO	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
<b>TESORERÍA INICIAL</b>	24.850	25.754	22.489	31.537
Fondos provenientes de la explotación				
Resultado contable del ejercicio	84.028	87.568	55.500	90.287
+ Dotaciones a las amortizaciones y provisiones de inmovilizado	101.950	103.007	96.319	91.629
+ Dotaciones a la provisión para riesgos y gastos	341	70	(270)	5.600
<b>Cash-flow generado</b>	186.319	190.645	151.549	187.516
Variaciones del capital circulante				
Disminución (aumento) de existencias	(56.270)	(11.454)	(8.255)	(11.208)
Disminución (aumento) de deudores	(20.461)	(26.089)	13.146	(3.919)
Disminución (aumento) de inversiones financieras temporales	6.618	1.380	(15.244)	(35.748)
Disminución (aumento) de ajustes por Periodificación	368	(290)	228	(332)
Aumento (disminución) de acreedores comerciales	2.697	2.514	68.022	52.850
Aumento (disminución) de otras deudas no comerciales	(4.549)	(5.367)	(85.969)	0
Total variaciones del capital circulante	(71.597)	(39.305)	(28.073)	1.643
<b>FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE EXPLOTACIÓN</b>	114.722	151.340	123.476	189.159
Operaciones de inversión				
Disminución (aumento) de gastos de establecimiento	709	(102.989)	(126)	3
Disminución (aumento) de inmovilizado inmaterial	(4.013)	1.998	(1.284)	3.682
Disminución (aumento) de inmovilizado material	(166.688)	12.960	(99.347)	(93.640)
Disminución (aumento) de inmovilizado financiero	(54.086)	(44.904)	(41.422)	(91.816)
Disminución (aumento) de acciones propias	249	(638)	(302)	(41.500)
Disminución (aumento) de gastos a distribuir en varios ejercicios	107	1.972	(597)	483
<b>FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE INVERSIÓN</b>	(223.722)	(131.600)	(143.079)	(222.788)
Operaciones de financiación				
Aumento (disminución) de capital social	16.841	(421)	2.266	4
Aumento (disminución) de reservas	(6.791)	(26.199)	(892)	(45.543)
Dividendos con cargo al resultado del ejercicio	641	(230)	(370)	0
Aumento (disminución) de ingresos a distribuir en varios ejercicios	1.264	(139)	(1.414)	(856)
Aumento (disminución) de entidades de crédito a largo plazo	27.478	(9.531)	(131.765)	45.540
Aumento (disminución) de otros acreedores a largo plazo	9.860	(989)	151.932	53.343
Aumento (disminución) de entidades de crédito a corto plazo	60.611	14.504	8.893	(22.963)
<b>FLUJO DE FONDOS DE OPERACIONES DE FINANCIACIÓN</b>	109.904	(23.005)	28.650	29.525
<b>Variación de la tesorería</b>	904	(3.265)	9.048	(4.104)
<b>TESORERÍA FINAL</b>	25.754	22.489	31.537	27.433
<b>Tesorería del balance</b>	25.754	22.489	31.537	27.433

excepción de los consumos y los gastos de transporte, que son 100% variables. La Tabla 7 presenta los resultados del cálculo de la cifra de negocios umbral.


Aunque no son rigurosamente ciertas las hipótesis, al menos podemos concluir que, actualmente (2004), y salvo algún error pequeño, el ratio de cobertura del umbral del sector está en torno a 1,18 (las ventas reales superan en un 18% 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 15,2% harían que el sector entrase en pérdidas (BAI negativo).

Es de señalar, además, aquí que, con la actual estructura de costes del sector, una caída de la cifra de negocio del 5% provocaría una reducción del BAI del 32,84%, lo que es significativo de la elevada sensibilidad del mismo a la variación de la cifra de negocios.




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

CONCEPTO		31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
M A T R I Z	Riesgo					
	Riesgo operativo (RO)	N/A	(3,68)	2,89	8,04	3,75
	Riesgo financiero (RF)	N/A	1,80	0,66	1,15	1,57
	Ratio de cobertura del umbral	-	-	-	-	1,18
A L T A I R	Capacidad de endeudamiento					
	Apalancamiento financiero corregido (AF)	1,95	1,72	1,63	1,54	1,81
	Ratio de cobertura de intereses	7,08	4,28	4,05	3,72	5,18
R E N T A B I L I D A D	Rentabilidad					
	Rentabilidad económica ajustada (ROEa)	9,39%	7,42%	7,57%	6,14%	7,02%
	Rentabilidad financiera ajustada (ROEa)	13,42%	10,01%	9,25%	7,71%	10,15%
	Margen (BAII / ventas netas)	12,15%	10,37%	10,72%	9,17%	10,58%
E F I C I E N C I A	operativa					
	NOF sobre ventas netas	31,78%	34,53%	34,37%	30,56%	25,46%
	Rotación (ventas netas / total activo)	0,77	0,72	0,71	0,67	0,65
	Cash flow generado / ventas netas	14,66%	13,87%	13,96%	11,35%	12,84%




**(TABLA 6A) RIESGO OPERATIVO (RO)**

	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
Ventas netas	1.298.492	1.340.430	1.364.714	1.337.356	1.416.415
Variación de ventas (Δ ventas netas)	N/A	41.938	24.284	(27.358)	79.059
BAII (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)	157.750	139.005	146.289	122.696	149.861
Variación BAII (Δ BAII)	N/A	(18.745)	7.284	(23.593)	27.165
Riesgo operativo = $\frac{\Delta \text{BAII/BAII}}{\Delta \text{Ventas netas/ventas netas}} = \text{RO}$	N/A	(3,68)	2,89	8,04	3,75



**(TABLA 6B) RIESGO FINANCIERO (RF)**

	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004
BAII (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos)	157.750	139.005	146.289	122.696	149.861
Variación BAII (Δ BAII)	N/A	(18.745)	7.284	(23.593)	27.165
BAI (Beneficio Antes de Impuestos y Extraordinarios)	135.455	106.541	110.202	89.736	120.958
Variación BAI (Δ BAI antes de Extraordinarios)	N/A	(28.914)	3.661	(20.466)	31.222
Riesgo financiero = $\frac{\Delta \text{BAI antes Extras/BAI antes Extras}}{\Delta \text{BAII/BAII}} = \text{RF}$	N/A	1,80	0,66	1,15	1,57



**(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			
	31/12/2004	S / Ventas netas	RENTABILIDAD	S / Ventas netas	10,0%	5,0%	(5,0%)	(15,2%)
<b>INGRESOS</b>	1.446.968	102,2%	1.226.630	102,16%	1.591.665	1.519.316	1.374.620	1.226.630
Ventas	1.416.415	100,00%	1.200.729	100,00%	1.558.057	1.487.236	1.345.594	1.200.729
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	30.553	2,16%	25.901	2,16%	33.608	32.081	29.025	25.901
<b>CONSUMOS</b>	(577.385)	(40,76%)	(489.463)	(40,76%)	(635.124)	(606.254)	(548.516)	(489.463)
Consumos	(577.385)	(40,76%)	(489.463)	(40,76%)	(635.124)	(606.254)	(548.516)	(489.463)
<b>MARGEN BRUTO (MB)</b>	869.583	61,39%	737.166	61,39%	956.541	913.062	826.104	737.166
<b>GASTOS EXPLOTACIÓN</b>	(719.722)	(50,81%)	(708.263)	(58,99%)	(727.247)	(723.484)	(715.960)	(708.263)
Gastos de personal:	(293.057)	(20,69%)	(293.057)	(24,41%)	(293.057)	(293.057)	(293.057)	(293.057)
Amortizaciones:	(91.629)	(6,47%)	(91.629)	(7,63%)	(91.629)	(91.629)	(91.629)	(91.629)
Provisiones:	(10.302)	(0,73%)	(8.733)	(0,73%)	(11.332)	(10.817)	(9.787)	(8.733)
Otros gastos de explotación:	(324.734)	(22,93%)	(314.844)	(26,22%)	(331.229)	(327.981)	(321.487)	(314.844)
Servicios exteriores:	(324.734)	(22,93%)	(314.844)	(26,22%)	(331.229)	(327.981)	(321.487)	(314.844)
<b>RESULTADO DE LA EXPLOTACIÓN (BAII)</b>	149.861	10,58%	28.903	2,41%	229.294	189.578	110.144	28.903
<b>FINANCIEROS NETOS</b>	(28.903)	(2,04%)	(28.903)	(2,41%)	(28.903)	(28.903)	(28.903)	(28.903)
Gastos financieros:	(41.990)	(2,96%)	(41.990)	(3,50%)	(41.990)	(41.990)	(41.990)	(41.990)
Ingresos financieros:	13.087	0,92%	13.087	1,09%	13.087	13.087	13.087	13.087
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	120.958	8,54%	0	0,00%	200.391	160.675	81.241	(0)
<b>Sensibilidad en el Beneficio</b>					65,67%	32,84%	(32,84%)	(100,00%)
Ratio de sensibilidad ante variaciones de costes fijos = BAI / costes fijos					17,96%			
Ratio de sensibilidad ante variaciones de costes variables = BAI / costes variables					18,53%			
Ratio de sensibilidad ante variaciones de las ventas = ventas reales / ventas umbral					117,96%			