

Este artículo recoge el segundo capítulo del estudio económico y financiero del sector azulejero que ha realizado la empresa Altair Consultores en Finanzas Corporativas.

En esta segunda entrega, Altair analiza la

capacidad de endeudamiento de las empresas del sector y la rentabilidad económica y financiera; además, ofrece las conclusiones finales. Con todo, el lector conocerá un poco mejor la situación actual y previsible de las azulejeras.

Diagnóstico financiero del sector del azulejo (y II)



Estudio realizado por Altair Consultores en Finanzas Corporativas

En este segundo capítulo del estudio realizado por la firma **Altair Consultores en Finanzas Corporativas**, se plantean diferentes temas de análisis. En primer lugar, la consultora realiza un análisis de la capacidad de endeudamiento (Cuadro 1), utilizando diversos indicadores.

ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

Apalancamiento financiero (AF)

El apalancamiento financiero es un indicador del efecto amplificador (mayor que 1,54), desamplificador (entre 1,54 y 0) y destructor (menor que 0) de la deuda sobre la rentabilidad financiera ($ROE^f = BDI/\text{Fondos Propios}$). Solo 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:

$$Af = (\text{Activos}/\text{Fondos Propios}) * (\text{BAI}/\text{BAII})$$

El primer paréntesis de la fórmula mide el efecto "apalancamiento" 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 $ROI^e = \text{BAII}/\text{Activos} = \text{ROE}$ (en cuyo caso el endeudamiento tendría un efecto neutro sobre la ROE después de considerar el efecto fiscal) sea de 1,54 (supuesto un

vo, no está resultando demasiado amplificador sobre la ROE (esto se verá mejor cuando se analice la ROI y la ROE).

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 del sector para el período 1998-2001 ha sido amplio (en torno a 7,10 de media durante los tres primeros años y en 4,28 el año 2001, que es una cifra más que aceptable). Esto ratifi-

ca su escaso nivel amplificador sobre la ROE, unido a la reducción paulatina y constante de la ROI durante el período 1998-2001, requiere cautela ante el creciente impacto de la carga financiera sobre el BAII (aunque nada preocupante, de momento), sobre todo considerando el nivel de riesgo operativo negativo del ejercicio 2001 y el efecto amplificador del riesgo financiero, también en dicho ejercicio, como se ha comentado anteriormente. Todo ello, teniendo en cuenta, además, la previsible evolución de ventas del sector en 2002 y 2003 (datos que aún no se conocen), junto a la estructura de sus costes.

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 ($\text{Ebitda}^2/\text{Devolución Deuda} + \text{Intereses}$) o el ratio de cobertura de desembolsos necesarios o exigidos ($\text{Ebitda} / \text{Devolución Deuda} + \text{Intereses} + \text{Impuestos} + \text{Dividendos}$) por no disponer de información sobre la amortización de las deudas a largo plazo de la muestra de empresas seleccionada".

Según el estado de tesorería que Altair ha elaborado de las 21 empresas seleccionadas, no hay razón alguna que constituya motivo de alarma. El uso de los flujos de caja generados está siendo adecuado en el sector azulejero, lo que, sin duda, está contribuyendo a la solidez económica y financiera del mismo

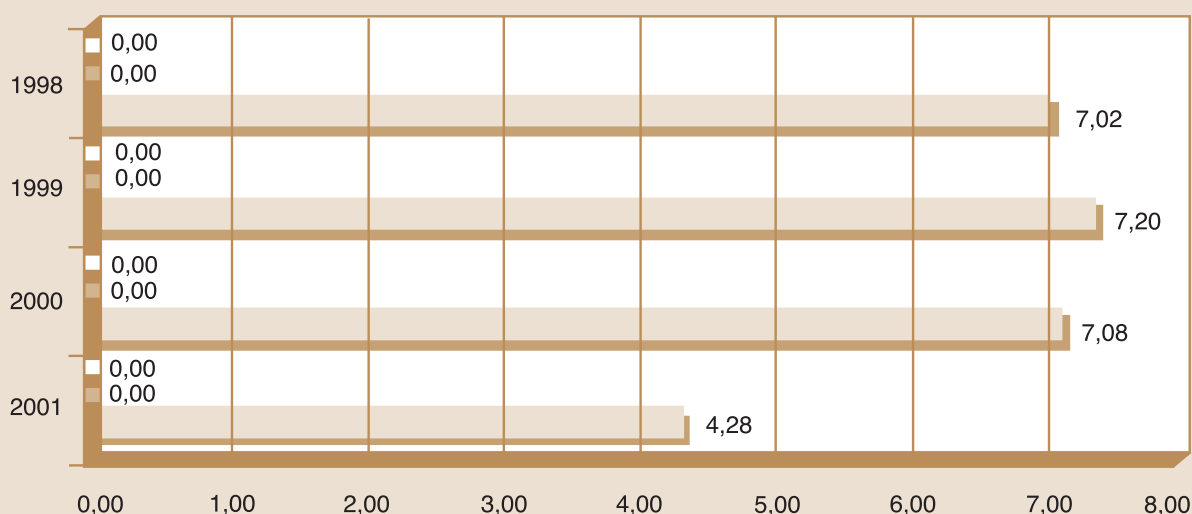
efecto fiscal de 0,65).

Se observa que, para el sector del azulejo, el apalancamiento financiero ha estado durante el período 1998-2001 en torno a 1,85 de media, por lo que el uso de la deuda, aun siendo posi-

ca los comentarios anteriores, cuando se hablaba del riesgo financiero y de la solidez financiera del sector.

No obstante, el bajo ratio de apalancamiento financiero (que se ha reducido en 2001) y

(CUADRO 1) CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO



Ratio de Cobertura de Intereses
 Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda
 Ratio de Cobertura de Crecimiento Autosostenido

	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
Ratio de Cobertura de Intereses = $\frac{BAIL}{Gastos\ Financieros\ Netos}$	7,02	7,20	7,08	4,28
Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda = $\frac{EBITDA}{Gastos\ Financieros\ Netos + Deuda\ Pagada}$	N/D	N/D	N/D	N/D
Ratio de Cobertura de Desembolsos Exigidos = $\frac{EBITDA}{GF + Deuda\ Pagada (K) + ISS + Dividendos}$	N/D	N/D	N/D	N/D
Ratio de Cobertura de Crecimiento Autosostenido = $\frac{EBITDA}{GF + Deuda\ Pagada (K) + ISS + \Delta NOF + \Delta OI + Dividendos}$	N/A	N/D	N/D	N/D

No obstante lo anterior, para los especialistas de Altair: “según el estado de tesorería que hemos elaborado de las 21 empresas seleccionadas, 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 alarma; todo lo contrario. En general, el uso de los flujos de caja generados está siendo adecuado en el sector; lo que, sin duda, está contribuyendo a la solidez económica y financiera del mismo”.

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

El análisis de la rentabilidad económica y financiera (Cuadro 2) se lleva a cabo utilizando los siguientes indicadores:

Rentabilidad Económica (ROI). Es un indicador de la rentabilidad (BAIL) de la inversión (Activos) de la empresa antes de considerar el modo en que dicha inversión se está financiando⁴. Su formulación es la siguiente:

$$ROI = BAIL / \text{Activos}$$

El análisis de la rentabilidad económica del sector muestra una caída paulatina durante el periodo 1998-2001 (del 12,02% en 1998 al 7,42% en 2001).

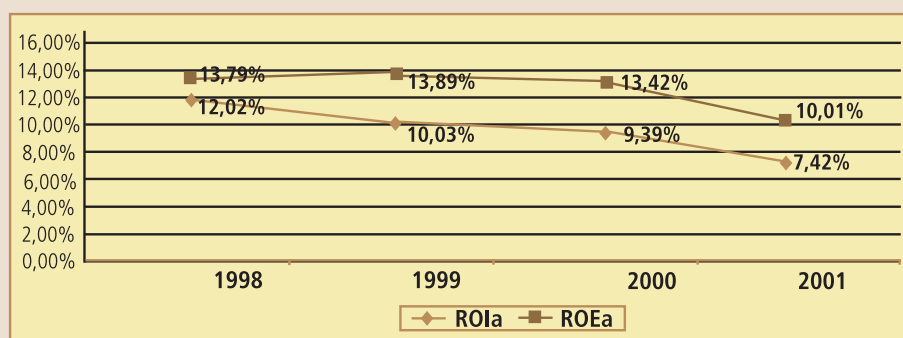
Esta caída se explica por dos factores, según Altair. El primero, radica en la reducción paulatina de la rotación (ventas/activos), provocada por una tasa de incremento de los activos (inversión) superior a la tasa de crecimiento de la cifra de negocio (que ha sido positiva durante todo el periodo 1998-2001) y que viene motivada tanto por el mayor montante de las inversiones netas en activos fijos (fruto del carácter dinámico del sector cuya tasa de inversión neta medida como inversiones menos amortizaciones es muy elevada, a tenor de lo que se des-

prende del estado de tesorería) como por el aumento de las necesidades operativas de fondos (NOF) sobre la cifra de negocio (grado de inmovilización en inversión neta en activos y pasivos circulantes de naturaleza operativa), que ha pasado del 29,94% en 1998 al 34,53% en 2001.

En este punto, el éxito de las inversiones acometidas por el sector, medido en aumento de la cifra de negocio, BAIL y flujo de caja generado, es crucial, como se desprende de estos datos.

El segundo factor que justifica esta caída es la reducción,

(CUADRO 2) RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROIa) Y RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROEa)



RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROI AJUSTADA)

	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$	0,82	0,76	0,77	0,72
Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$	14,58%	13,15%	12,15%	10,37%
ROI Ajustada = $\frac{\text{BAII}}{\text{Total Activo} - A - Bv - Di - Dv}$	12,02%	10,03%	9,39%	7,42%

RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROE AJUSTADA)

	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$	0,82	0,76	0,77	0,72
Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$	14,58%	13,15%	12,15%	10,37%
Apalancamiento Financiero Corregido = $\frac{\text{Total Activo} - A - Bv - Di - Dv}{\text{Fondos Propios} - A - Bv - Di - Dv} \times \frac{\text{BAI antes Extras}}{\text{BAII}}$	1,82	1,88	1,95	1,72
Efecto Fiscal = $\frac{\text{BDI sin Extras}}{\text{BAI antes Extras}}$	0,63	0,73	0,73	0,78
ROE Ajustada = $\frac{\text{BDI sin Extras}}{\text{Fondos Propios} - A - Bv - Di - Dv}$	13,79%	13,89%	13,42%	10,01%

A = Accionistas por Desembolsos no Exigidos Dv = Acciones Propias a Corto Plazo
 Bv = Acciones Propias BDI sin Extras = Beneficio después de Impuestos sin Extraordinarios
 Di = Accionistas por Desembolsos Exigidos

también paulatina, del margen de explotación (BAII/Ventas), el cual ha pasado del 14,58% en 1998 al 10,37% en 2001 (si bien el porcentaje de margen bruto

ajustado se ha mantenido en torno al 60,6% de medio en el periodo 1998-2001, de manera uniforme) y ha sido provocado, fundamentalmente, por el ma-

yor peso de la estructura de gastos de explotación (que ha pasado del 48,20% de la cifra de negocios en 1998 al 52,83% en 2001), constituyendo los gastos

de personal, amortizaciones y otros gastos de explotación los de mayor tasa de crecimiento interna (mientras en números índices las ventas de 2001 sobre las de 1998 son 1,26; los gastos de personal y amortizaciones son 1,40 y los otros gastos de explotación 1,37). En ese sentido, la disertación precedente sobre la estructura de gastos de explotación creciente y apalancada se ratifica aquí.

Lo precisado anteriormente muestra que las últimas decisiones de inversión acometidas por el sector no han fructificado todavía (o no lo harán ya) en términos de consecución de cifra de negocio, BAI y flujo de caja generado (*cash flow* generado), y que la estructura de costes (apalancada) se está desplazando al alza a mayor velocidad que la tasa de crecimiento de la cifra de negocio, lo que está provocando contenciones e incluso reducciones del BAI (como se veía al analizar el riesgo operativo y la tasa de cobertura del umbral de rentabilidad) y del BAI (como se apreciaba al observar el riesgo financiero).

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 examinado se debe, en primer lugar y sobre todo, al descenso de la ROI ya comentado, puesto que los otros dos factores que afectan a la ROE (hay que recordar que ROE=ROI*AF*Efecto Fiscal), el apalancamiento fi-

nanciero y el efecto fiscal se han mantenido más o menos constantes. De ahí que, en el gráfico, las líneas representativas de la ROI y la ROE caigan prácticamente en paralelo. 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 y, sólo cuando se obtengan dichas mejoras, el uso de la deuda, a través del apalancamiento financiero, tendrá un efecto expansivo mayor sobre la ROE.

Margen de Explotación

El margen de explotación es un indicador del rendimiento (BAII) calculado sobre la cifra de negocio. Expresa, en porcentaje, el rendimiento de explotación obtenido en un ejercicio en relación con la cifra de ventas

En el sector del azulejo, las acciones adoptadas para optimizar la ROE deben venir de la mano de acciones de mejora de la ROI; solo cuando se obtengan dichas mejoras, el uso de la deuda, a través del apalancamiento financiero, tendrá un efecto expansivo mayor sobre la ROE

de dicho ejercicio⁹.

Su formulación es la siguiente: $Me = \text{BAII} / \text{Cifra de Negocio}$

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 (NOF sobre Cifra de Negocio)

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 negocio, nos ofrece un indicador del grado de inmovilización o inversión (esfuerzo) que la compañía debe hacer por cada unidad de venta. Su formulación es la siguiente:

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

Como puede observarse en la tabla (Cuadro 3), el esfuerzo financiero realizado por el sector en términos de NOF

ha ido creciendo de forma paulatina desde 1998 hasta 2001, pues este ratio ha pasado del 29,94% al 34,53% (no obstante, el aumento no es significativo).

Dado que no se conoce si el valor 29,94% es un valor útil de referencia (en el sentido de si es este el valor de las NOF para el sector acorde con su modelo de negocio), tampoco se puede aseverar que el aumento del ratio NOF/Ventas sea negativo (en general suele serlo, puesto que indica una mayor inversión y, por tanto, un mayor 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 sec-

(CUADRO 3) NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS VERSUS FONDO DE MANIOBRA

	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
I - ACTIVO CIRCULANTE OPERATIVO (ACO)	524.106	589.984	662.038	714.988
Existencias	208.112	238.836	279.723	335.993
Cuentas a Cobrar (Clientes)	296.131	316.770	357.465	353.241
Tesorería	19.863	34.378	24.850	25.754
II - PASIVO CIRCULANTE (PCO)	206.009	229.929	249.417	252.114
Cuentas a Pagar (Acreedores Comerciales)	206.009	229.929	249.417	252.114
III = I - II NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF)	318.097	360.055	412.621	462.874
IV - ACTIVO CIRCULANTE NO OPERATIVO (ACNO)	69.416	100.243	119.003	143.759
Otros Deudores	67.487	99.023	116.389	141.074
Otros Activos Circulantes	1.929	1.220	2.614	2.685
V - PASIVO CIRCULANTE NO OPERATIVO (PCNO)	104.534	83.769	96.413	92.303
Otras Deudas no Comerciales	103.999	82.988	95.885	91.336
Otros Pasivos Circulantes	535	781	528	967
VI=IV-V DIFERENCIA	(35.118)	16.474	22.590	51.456
VII - RECURSOS A LARGO PLAZO	778.221	962.425	1.061.729	1.195.391
VIII - ACTIVO FIJO	665.381	794.081	863.108	984.880
IX=VII-VIII FONDO DE MANIOBRA (FM)	112.840	168.344	198.621	210.511
III - NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF)	318.097	360.055	412.621	462.874
IX - FONDO DE MANIOBRA (FM)	112.840	168.344	198.621	210.511
III - IX Necesidades = Ent. Crédito C/P	205.257	191.711	214.000	252.363
III - IX Excedente Neto de Tesorería	0	0	0	0
Financiación Necesaria / Inversión	170.139	208.185	236.590	303.819
Entidades de crédito a corto plazo - IFT	170.140	208.185	236.590	303.819
Control	(1)	(0)	0	0
VENTAS NETAS	1.062.607	1.156.185	1.298.492	1.340.430
NOF / VENTAS NETAS AÑO	29,94%	31,14%	31,78%	34,53%



tor; al menos durante el período 1998-2001.

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.

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 es un indicador que mide la capacidad de obtención de una determinada cifra de negocio en relación con la inversión en ac-

El sector ha demostrado ser sólido, tanto desde el punto de vista económico (estructura de la inversión, ratio de cobertura del umbral, riesgo operativo y rentabilidad económica) como financiero (ratio de cobertura de intereses, riesgo financiero, apalancamiento financiero, rentabilidad financiera)

tivos (fijos y NOF) que la empresa ha realizado (y financia). Su formulación es la siguiente:

Rotación = Ventas/Activos

Hay que tener en cuenta, como ya se ha dicho antes, que la empresa dispone de activos no registrados en libros que son cruciales a la hora de obtener una determinada cifra de negocio (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 a este indica-

dor. Por ello, al igual que antes se ha comentado para otros indicadores, hay que tener mucho cuidado a la hora de evaluar la evolución del indicador de rotación.

'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

Del análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias se deduce que el efecto neto de los resultados extraordinarios no es significativo durante el período analizado. Así pues, en dicho *cash flow* generado, lo único que hay que considerar es el BDI (que ha caído en 2001 frente a 2000 por todos los aspectos ya comentados anteriormente) y el efecto de las amortizaciones (creciente, básicamente, al



tratarse de compañías industriales con inversión neta positiva), lo que, de forma conjunta, ha provocado que en 2001 el *cash flow* generado sobre las ventas (13,87%) sea inferior que en el año 2000 (14,66%).

Para los ejercicios 2002 y 2003, en función de cómo está evolucionando el sector, Altair prevé una reducción notable (más en 2003 que en 2002) del *cash flow* generado, tanto en términos absolutos como relativos (como porcentaje sobre la cifra de negocio).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La diagnosis financiera realizada por Altair sobre las 21 empresas del sector del azulejo durante el período 1998-2001 concluye con los siguientes comentarios, generales para el sector:

1. El sector del azulejo es un sector sólido, tanto desde el punto de vista económico (estructura de la inversión -

Las necesidades operativas de fondos (NOF) consumen recursos financieros y limitan la capacidad de crecimiento de la empresa. En el estudio de Altair se recomienda al sector prestar especial atención al control del indicador NOF sobre cifra de negocio

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).

2. La estrategia financiera seguida (política de inversiones, financiación y dividendos) está siendo adecuada y el balance de situación (modelo financiero)⁶ refleja dichas decisiones (en términos de fondo de maniobra positivo e importante -14,54% sobre el total activo en 2001-). No se observan desequilibrios entre los flujos de tesorería de explotación, inversión y finan-

ciación, lo que es síntoma de "buena salud financiera".

3. El sector muestra una elevada capacidad de maniobra ante descensos de la cifra de negocio, tal y como pone de manifiesto el ratio de cobertura del umbral de rentabilidad. No obstante, debido a la previsible reducción de la cifra de negocio en 2002 y 2003, junto al elevado grado de riesgo operativo (hay que recordar que es negativo en 2001 y seguramente lo será en 2002 y 2003) como consecuencia de su estructura de costes (apalancada operativamente y con tendencia creciente), será necesario "vigilar" muy de cerca los impactos sobre el BAI y BAI que puedan producirse.

También se ha de señalar a estos efectos el enorme impacto que, sobre el BAI, tendría una reducción de la cifra de ventas de un 5% (entre un 35% y un 40% de reducción).

Para todo esto, será de gran utilidad tomar decisiones para "flexibilizar" la estructura de costes (algo nada fácil, por cierto), establecer programas de racionalización de gastos de explotación e implantar sistemas de información para conocer los resultados de todas las actividades en aras de mejorar la economía, eficacia y eficiencia.

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 "ralentización y/o reducción de la cifra de negocio", ya que garantizar el éxito de los proyectos en términos de contribución a la cifra de negocio, estructura de costes, Ebitda,

Notas. (1) ROE es "return on equity" o rentabilidad financiera, y mide el rendimiento en términos de beneficios después de impuestos sobre los fondos propios. No hay que confundir esto con la rentabilidad de los accionistas, que es un concepto diferente.

(2) ROI es "return on investments" o rendimiento de las inversiones (activos) de la empresa. Mide el rendimiento obtenido por los activos de una empresa (activos registrados en balance) con independencia de cómo se financian dichos activos.

(3) El Ebitda ("earnings before interest, taxes, depreciation and amortization") es un acrónimo que significa beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, y mide la caja bruta generada por la explotación de una empresa.

(4) Es importante señalar que este indicador mide los resultados de explotación (BAII) en relación con los activos registrados en libros (inversiones en activos fijos y en necesidades operativas de fondos -NOF-) de la empresa. Evidentemente, una empresa cuenta con activos o recursos no registrados en libros -activos intangibles, tales como el prestigio en el mercado, las habilidades directivas, la marca, el "know-how", etc.- que tienen un enorme impacto sobre el BAI y que, por no estar cuantificados o ser de difícil o imposible cuantificación, no entran en la fórmula de la ROI. Por eso, es posible encontrar empresas que difieran en su ROI cuando, en principio, su nivel de inversión y de cifra de negocio es similar a otras.

(5) Hay que ser muy cuidadoso con la "interpretación anual" de determinados ratios, sobre todo aquellos que relacionan los rendimientos anuales (Ebitda, BAI, BAI, BDI) con el volumen de inversión o activos (ROI), fondos propios (ROE), cifra de negocio (margen de explotación), etc., ya que, en épocas de inversión, se suele producir un desfase temporal entre la inversión realizada (que aumenta los activos) y la estructura de gastos (que suele desplazarse al alza y aumenta su grado de apalancamiento) con la obtención de la cifra de negocio (y por tanto) del Ebitda, BAI, BAI y BDI), que suele venir "a posteriori". Por ello, es necesario que su evaluación se realice durante un horizonte temporal amplio, como estamos haciendo en este caso (1998-2001). Por ejemplo, una reducción de la ROI y la ROE durante uno o dos años podría ser consecuencia de haber acometido un proyecto de inversión para el que todavía no se ha obtenido la cifra de negocio esperada.

Esto es, además, muy importante en el análisis del sector azulejero, que siempre se ha caracterizado por ser un sector muy dinámico y en el que se acometen, con mucha frecuencia, elevados proyectos de inversión.

(6) El lector observará que no se ha hecho un análisis detallado del balance de situación en los términos habituales: relación de masas patrimoniales estáticas y ratios; ya que la metodología utilizada por los expertos de Altair para realizar la diagnosis económica y financiera centra la atención en el riesgo y en la dinámica de flujos de caja; aspectos ambos que no pueden analizarse con el balance de situación únicamente.

BAlI 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 BAlI y BAl (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 debe prestar especial atención al control del indicador NOF sobre la cifra de negocio (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 estrangula-

ciones financieras no deseadas. Recordemos aquí que el efecto combinado de unas NOF no controladas, junto con una reducción de la cifra de negocio (y por consiguiente del Ebitda, BAlI y BAl) puede ser “demoledor” para la empresa en términos de liquidez.

6.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), que se han visto notablemente reducidas durante el período 1999-2001 (y serán menores en 2002 y 2003); a no ser que esta reducción se vea compensada en el futuro cercano, además de por ganancias de productividad, por mayores cifras de negocio, cosa poco probable por la evolución actual de la cifra de negocio del sector y sus expectativas sobre las mismas.

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, es notorio que el sector ha ido aumentando su volumen de deuda durante el período 1998-2001 (para financiar las inversiones en activos fijos y en NOF, y para compensar su menor generación de flujos de caja). En este sentido, habrá que devolver esta deuda con recursos fi-

nancieros futuros (Ebitda), que serán menores, previsiblemente, que los generados en dicho período.

En consecuencia, desde **Altair** recomiendan vigilar también el adecuado “encaje” entre los flujos de caja libres generados (flujos generados por los activos = flujo de fondos de operaciones de explotación + flujo de fondos de operaciones de inversión), que han sido negativos durante todo el período analizado, 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).

En opinión de los especialistas de **Altair**, no siendo relevante, en exceso, el peso de la carga neta de intereses sobre la cifra de negocio (2,42% en 2001) y con un ratio de cobertura de intereses (4,28 en 2001), este tema no debería preocupar en exceso (al menos desde el punto de vista de la carga financiera).

Pero opinan que no conviene relajarse y, sobre todo, consideran del todo conveniente estudiar, con las proyecciones de los próximos ejercicios, la capacidad de pago de la empresa, después de atender las exigencias de crecimiento de la inversión en activos fijos y en NOF, en su caso, para determinar si se



podrán atender los compromisos de pago adquiridos.

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.

Con todo ello, desde **Altair** confiamos en que esta diagnosis económica y financiera del sector azulejero sea de interés para todos aquellos empresarios y gestores que han sido capaces de construir un sector sólido, del que todos los valencianos se sienten orgullosos. Para ellos, la consultora transmite sus más sinceras y “financieras” felicitaciones.

Texto: R.E.T.