

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

En esta segunda entrega, Altair 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.

Diagnóstico financiera del sector del azulejo: un año después (y II)



Estudio elaborado por Altair Consultores en Finanzas Corporativas

En esta segunda entrega del estudio realizado por la firma **Altair Consultores en Finanzas Corporativas**, (la primera, ver número 139 de Economía 3) se plantean diferentes temas de análisis. En primer lugar, la consultora realiza un análisis de la capacidad de endeudamiento (Cuadro 1), utilizando diversos indicadores.

APALANCAMIENTO FINANCIERO

El apalancamiento financiero (AF) 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 = BDI/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:

$$Af = \frac{\text{Activos}}{\text{Fondos propios}} * \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}}$$

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 = BAI/Activos = ROE (en cuyo caso el endeudamiento tendría un efecto neutro sobre la ROE después de considerar el efecto fiscal) es 1,54 (supuesto un efecto fiscal de 0,65).

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

Se observa que, para el sector del azulejo, el apalancamiento financiero ha sido decreciente durante el período 2000-2002, por lo que el uso de la deuda, aun siendo positivo, no está resultando demasiado amplificador sobre la ROE (esto se verá mejor cuando se analice la ROI y la ROE) y dicho efecto, además, cada vez es menor. Esto nos reafirma en la conclusión anterior sobre el efecto de la carga fija de intereses sobre el BAI, que aun siendo pequeño, cada vez es más relevante.

RATIO DE COBERTURA DE INTERESES

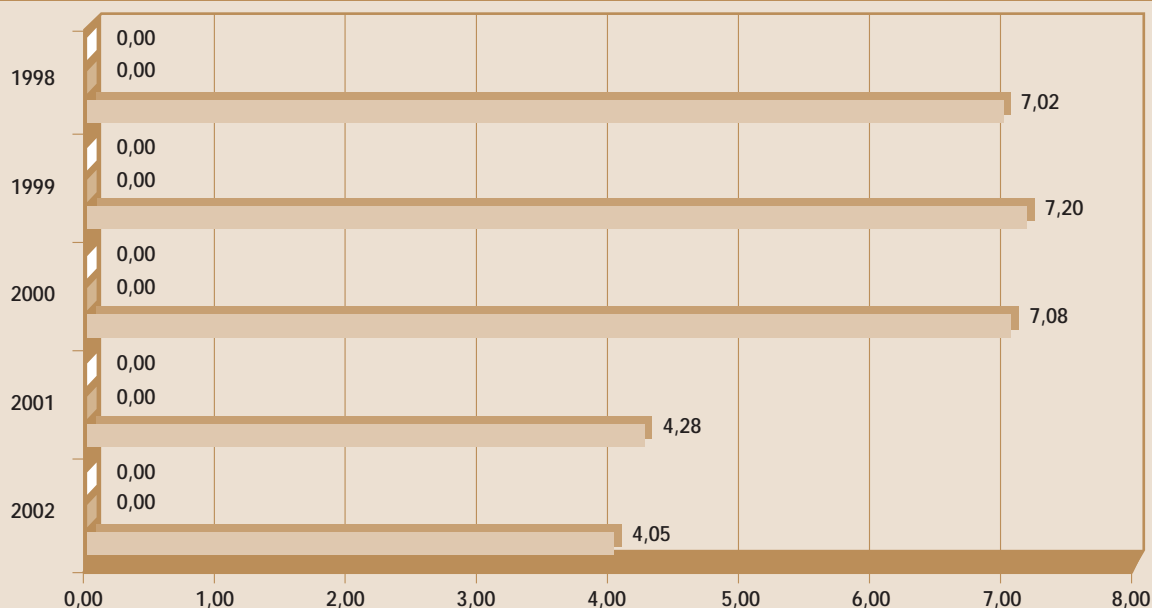
Este es un primer indicador del peso de la carga financiera (I) sobre el resultado de explotación (BAII). Su formulación es la siguiente:

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

El ratio de cobertura de intereses del sector para el período 2000-2002, aun siendo amplio (4,28 en 2001 y 4,05 en 2002), ha caído notablemente. Esto ratifica los comentarios anteriores, cuando se hablaba del riesgo financiero y de la solidez financiera del sector; aun cuando se advertía de que el peso de la carga de intereses todavía no puede considerarse relevante.

No obstante, el bajo ratio de apalancamiento financiero, de 1,63 (que se ha reducido en 2001 y 2002) y su escaso nivel amplificador sobre la ROE, unido a la contención de la ROI durante el período 2001-2002, requiere cautela ante el creciente impacto de la carga financiera sobre el BAI (aunque nada preocupante, de momento), sobre todo considerando el nivel de riesgo operativo amplificador y positivo del ejercicio 2002; todo ello, teniendo en cuenta, además, la previsible evolución de ventas del sector en 2003 (datos que aún no se conocen de forma definitiva, pero que señalan una reducción de venta, principalmente de las exportaciones).

(CUADRO 1) CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO



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

| | 31/12/98 | 31/12/99 | 31/12/00 | 31/12/01 | 31/12/02 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| Ratio de Cobertura de Intereses = $\frac{BAII}{\text{Gastos Financieros Netos}}$ | 7,02 | 7,20 | 7,08 | 4,28 | 4,05 |
| Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda = $\frac{EBITDA}{\text{Gastos Financieros Netos} + \text{Deuda Pagada}}$ | N/D | N/D | N/D | N/D | N/D |
| Ratio de Cobertura de Desembolsos Exigidos = $\frac{EBITDA}{GF + \text{Deuda Pagada (K)} + \text{ISS} + \text{Dividendos}}$ | N/D | N/D | N/D | N/D | N/D |
| Ratio de Cobertura de Crecimiento Autosostenido = $\frac{EBITDA}{GF + \text{Deuda Pagada (K)} + \text{ISS} + \Delta \text{NOF} + \Delta \text{OI} + \text{Dividendos}}$ | N/A | N/D | N/D | N/D | N/D |

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 de Deuda + Intereses) o el ratio de cobertura de desembolsos necesarios o exigidos (Ebitda / Devolu-

ción de Deuda + Intereses + Impuestos + Dividendos) por no disponer de información sobre la amortización de las deudas a largo plazo de la muestra de em-

presas seleccionada", lo que sin duda nos hubiese aportado una información muy interesante para medir con mayor precisión la capacidad financiera del sector.

No obstante lo anterior, para los especialistas de **Altair**: "según el estado de tesorería que hemos elaborado de las 21 empresas seleccionadas para el período 1999-2002, 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".

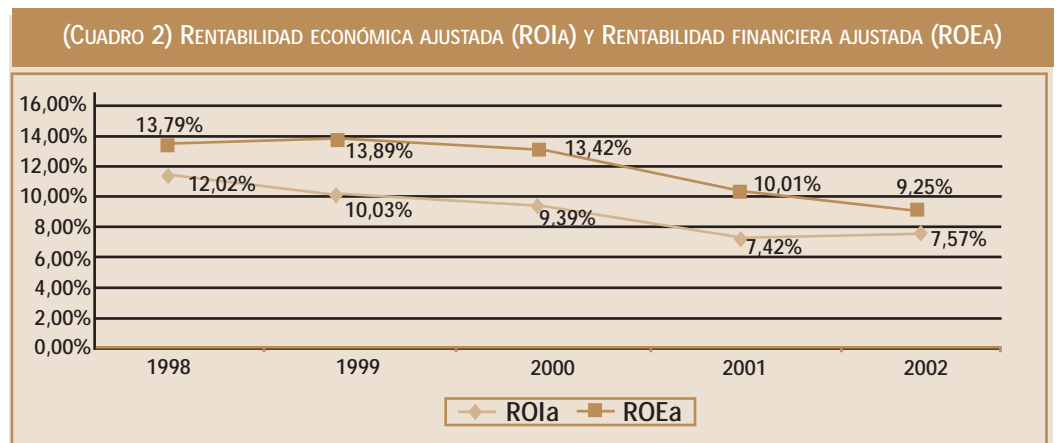
ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

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

1- La **Rentabilidad Económica (ROI)** 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. Su formulación es la siguiente:

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

El análisis de la rentabilidad económica del sector muestra una caída paulatina durante el período 1999-2001 (del 10,03% en 1998 al 7,42% en 2001) y una contención en 2002. 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 período 1999-2001) y que viene motivada tanto por el mayor montante de las inversiones



| RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROI AJUSTADA) | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 31/12/98 | 31/12/99 | 31/12/00 | 31/12/01 | 31/12/02 |
| Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$ | 0,82 | 0,76 | 0,77 | 0,72 | 0,71 |
| Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$ | 14,58% | 13,15% | 12,15% | 10,37% | 10,72% |
| ROI Ajustada = Rentabilidad Económica Ajustada = $\frac{\text{BAII}}{\text{Total Activo} - A - Bv - Di - Dv}$ | 12,02% | 10,03% | 9,39% | 7,42% | 7,57% |

| RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROE AJUSTADA) | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 31/12/98 | 31/12/99 | 31/12/00 | 31/12/01 | 31/12/02 |
| Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$ | 0,82 | 0,76 | 0,77 | 0,72 | 0,71 |
| Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$ | 14,58% | 13,15% | 12,15% | 10,37% | 10,72% |
| Apalancamiento Financiero Corregido = $\left(\frac{\text{Total Activo} - A - Bv - Di - Dv}{\text{Fondos Propios} - A - Bv - Di - Dv} \right) \times \left(\frac{\text{BAI antes Extras}}{\text{BAII}} \right)$ | 1,82 | 1,88 | 1,95 | 1,72 | 1,63 |
| Efecto Fiscal = $\frac{\text{BDI sin Extras}}{\text{BAI antes Extras}}$ | 0,63 | 0,73 | 0,73 | 0,78 | 0,75 |
| ROE Ajustada = Rentabilidad Financiera Ajustada = $\frac{\text{BDI sin Extras}}{\text{Fondos Propios} - A - Bv - Di - Dv}$ | 13,79% | 13,89% | 13,42% | 10,01% | 9,25% |

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

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

desprende 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 acti-

vos y pasivos circulantes de naturaleza operativa), que ha pasado del 31,14% en 1999 al 34,37% en 2002.

La contención en la caída de la ROI viene explicada, por un

lado, por la contención de la tasa de crecimiento de los gastos de explotación en un entorno de cuasi-congelación de la cifra de negocio que ha hecho que el ratio BAII/Cifra de negocio mejore en 2002 (10,72%) frente a 2001 (10,37%). Por otro lado, el volumen de inversiones netas en activos fijos se ha reducido notablemente en 2002 frente a ejercicios anteriores (véase estado de tesorería).

2- 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:

$$ROE = BDI / \text{Fondos Propios}$$

La caída de la ROE durante el período examinado (1999-

2002) se debe al descenso de la ROI ya comentado (contenido en 2002) y a la reducción paulatina del apalancamiento financiero, puesto que el efecto

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)

fiscal se ha mantenido relativamente constante. De ahí que, en el gráfico, las líneas representativas de la ROI y la ROE caigan prácticamente en paralelo (1999-2001) o vayan en paralelo (2002).

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 apa-

lancamiento financiero, tendrá un efecto expansivo mayor sobre la ROE.

3- 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 de dicho ejercicio. Su formulación es la siguiente:

$$Me = BAII / \text{Cifra de Negocio}$$

Tras una caída significativa del margen de explotación durante el período 1999-2001 (donde pasó del 13,15% al 10,37%), éste se ha mantenido en 2002 (10,72%); fundamentalmente debido a los esfuerzos de contención de la estructura de gastos de explotación del sector del azulejo; ya que el margen bruto ha caído en 2002 al 61,28% frente al 63,20% de 2001), situándose en niveles similares al año 2000.

EFICIENCIA EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

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

1- 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:

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

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 1999 hasta 2001, pues este ratio ha pasado del 31,14% al 34,53% (no obstante, el aumento no es significativo); si bien en 2002 se ha mantenido (34,37%), lo que sin duda es positivo.

Dado que no se conoce si el valor inicial 31,14% 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 sector; al menos durante el período 1999-2002.

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.

2- El indicador de rotación mide la capacidad de obtención de una determinada cifra de negocio en relación con la inversión en activos (fijos y NOF) que la empresa

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

ha realizado (y financia).

Su formulación es la siguiente:

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$$

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 indicador.

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 indi-

cador de rotación. No obstante lo anterior, el sector en su conjunto ha mostrado durante el período 1999-2002 una rotación relativamente estable en torno a 0,75 (esto nos indica que para obtener 100,0 unidades de venta, el volumen de inversión total necesario ha de ser de 133,3), lo que es significativo del enorme esfuerzo inversor que ha de realizar el sector para alcanzar una determinada cifra de negocio.

3- Cash flow generado sobre ventas 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 gas-

tos (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:

$$\text{CFG Ventas} = \frac{\text{Cash Flow Generado}}{\text{Ventas}}$$

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 se ha man-

tenido en 2002 frente a 2001 por todos los aspectos ya comentados anteriormente) y el efecto de las amortizaciones (relativamente igual en 2002 que 2001), lo que, de forma conjunta, ha provocado que en 2002 el cash flow generado sobre las ventas (13,96%) sea muy similar al del año 2001 (13,87%). Para el ejercicio 2003, en función de cómo está evolucionando el sector, es de esperar una reducción 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 1999-2002 concluye con los siguientes comentarios, generales para el sector (actualizándose además las conclusiones establecidas en el estudio publicado el año pasado para el período 1998-2001):

1. El sector del azulejo es un sector 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 manejando muy bien la situación del entorno (congelación de cifra de negocio en 2002).

2. La estrategia financiera seguida (política de inversiones, financiación y dividendos) está siendo adecuada y el balance de situación (modelo financiero) refleja dichas decisiones (en términos de fondo de maniobra

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

| | 31/12/1998 | 31/12/1999 | 31/12/2000 | 31/12/2001 | 31/12/2002 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| I - ACTIVO CIRCULANTE OPERATIVO (ACO) | 524.106 | 589.984 | 662.038 | 714.988 | 723.658 |
| Existencias | 208.112 | 238.836 | 279.723 | 335.993 | 347.447 |
| Cuentas a Cobrar (Clientes) | 296.131 | 316.770 | 357.465 | 353.241 | 353.721 |
| Tesorería (*) | 19.863 | 34.378 | 24.850 | 25.754 | 22.489 |
| II - PASIVO CIRCULANTE (PCO) | 206.009 | 229.929 | 249.417 | 252.114 | 254.628 |
| Cuentas a Pagar (Acreedores Comerciales) | 206.009 | 229.929 | 249.417 | 252.114 | 254.628 |
| III = I - II NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF) | 318.097 | 360.055 | 412.621 | 462.874 | 469.030 |
| IV - ACTIVO CIRCULANTE NO OPERATIVO (ACNO) | 69.416 | 100.243 | 119.003 | 143.759 | 168.837 |
| Otros Deudores | 67.487 | 99.023 | 116.389 | 141.074 | 166.683 |
| Otros Activos Circulantes | 1.929 | 1.220 | 2.614 | 2.685 | 2.154 |
| V - PASIVO CIRCULANTE NO OPERATIVO (PCNO) | 104.534 | 83.769 | 96.413 | 92.303 | 86.166 |
| Otras Deudas no Comerciales | 103.999 | 82.988 | 95.885 | 91.336 | 85.969 |
| Otros Pasivos Circulantes | 535 | 781 | 528 | 967 | 146 |
| VI=IV-V DIFERENCIA | (35.118) | 16.474 | 22.590 | 51.456 | 82.721 |
| VII - RECURSOS A LARGO PLAZO | 778.221 | 962.425 | 1.061.729 | 1.195.391 | 1.245.521 |
| VIII - ACTIVO FIJO | 665.381 | 794.081 | 863.108 | 984.880 | 1.013.473 |
| IX=VII-VIII FONDO DE MANIOBRA (FM) | 112.840 | 168.344 | 198.621 | 210.511 | 232.048 |
| III - NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF) | 318.097 | 360.055 | 412.621 | 462.874 | 469.030 |
| IX - FONDO DE MANIOBRA (FM) | 112.840 | 168.344 | 198.621 | 210.511 | 232.048 |
| III - IX Necesidades = Ent. Crédito C/P | 205.257 | 191.711 | 214.000 | 252.363 | 236.982 |
| III - IX Excedente Neto de Tesorería | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Financiación Necesaria / Inversión | 170.139 | 208.185 | 236.590 | 303.819 | 319.703 |
| Entidades de crédito a corto plazo - IFT | 170.140 | 208.185 | 236.590 | 303.819 | 319.703 |
| Control | (1) | (0) | 0 | 0 | (0) |
| VENTAS NETAS | 1.062.607 | 1.156.185 | 1.298.492 | 1.340.430 | 1.364.714 |
| NOF / VENTAS NETAS AÑO | 29,94% | 31,14% | 31,78% | 34,53% | 34,37% |

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

positivo e importante - 15,65% sobre el total activo en 2002-). No se observan desequilibrios entre los flujos de tesorería de explotación, inversión y financiación, 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 2003, junto al elevado grado de riesgo operativo en 2002 (2,80), será necesario "vigilar" muy de cerca los impactos sobre el BAI y BII que puedan producirse. De momento (2002), se ha conseguido "congelar" la tasa de crecimiento de la estructura de gastos de explotación, lo que sin duda es un éxito notable.

También se ha de señalar a estos efectos el enorme im-

pacto que, sobre el BAI, tendría una reducción de la cifra de ventas de un 5% (entre un 32% y un 38% de reducción). Para todo esto, será de gran utilidad tomar decisiones para "flexibilizar" la estructura de costes (algo nada fácil, por cierto), trasladar riesgos, establecer programas de racio-

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, BAI y flujo de caja ge-

vocar 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,

Las 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 de este indicador sobre la cifra de negocio

nalización 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

nerado 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 BII (llegando incluso a pro-

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, BII, 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, BII 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.

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 negocio (y por consiguiente del Ebitda, BAI y BAI) puede ser "demoledor" para la empresa en términos de liquidez. No obstante, en 2002 el ratio NOF/Cifra de Negocio se ha mantenido prácticamente idéntico a 2001, lo que, de entrada, es positivo.

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, se han

mantenido en 2002 y se presume caerán en 2003; a no ser que esta reducción (contención) 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 1999-2002 (para financiar las inversiones en activos fijos y en NOF, y para compensar una menor generación de flujos de caja). En este sentido, habrá que devolver esta deuda con recursos financieros 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).

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 cier-

tos, en cuantía y tiempo.

Con todo ello, desde Altair confían 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.

Nota: La información financiera de las empresas analizadas para el período 1998-2001 ha sido obtenida del informe sobre el sector del azulejo emitido en 2003 por KPMG, a quien agradecemos la amabilidad por permitirnos su utilización. La información financiera del año 2002 ha sido obtenida directamente de las cuentas anuales públicas de las empresas analizadas.