

La segunda entrega del estudio económico y financiero del sector azulejero que ha realizado la empresa Altair Consultores analiza la capacidad de endeudamiento de las empresas del

sector, su rentabilidad y la eficiencia operativa, y presenta, además, las conclusiones finales. Así, el lector conocerá mejor la situación actual y previsible de las azulejeras.

Diagnóstico financiero del sector del azulejo 1998-2003 (y II)



El estudio de Altair Consultores analiza 21 empresas del sector azulejero

Con esta entrega concluye el estudio económico y financiero que ha realizado **Altair Consultores** sobre el sector azulejero. En este capítulo se analiza la capacidad de endeudamiento de las 21 empresas seleccionadas:

APALANCAMIENTO FINANCIERO (AF)

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:

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

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

lancamiento" 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).

El estudio observa que, para el sector del azulejo, el apalancamiento financiero ha sido decreciente durante el período 2000-2003, situándose en 2003 precisamente en 1,54, que es el valor de corte.

gocio no es elevada (2,50% de media para el período 2001-2003), el peso de dicha carga de intereses en relación con el BAI sí que lo es (dado el bajo nivel de BAI sobre la cifra de negocio), habiendo provocado una reducción progresiva del ratio de cobertura de intereses desde 1999 hasta situarlo en 2003 en cifras preocupantes

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:

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

ha ido reduciendo, tanto en términos absolutos como relativos sobre la cifra de negocio durante el período 1998-2003, la carga de intereses, aun no siendo especialmente elevada respecto a la cifra de negocio, como ya hemos comentado, sí que lo es respecto al BAI.

En otras palabras, mientras que la carga de intereses ha representado, de media en los tres últimos años (2001-2003), sólo el 2,5% de la cifra de negocio, supone el 26,86% del total del BAI del ejercicio 2003; lo que, sin duda, es un peso excesivo.

Además, como señala **Altair Consultores**, el bajo ratio de apalancamiento financiero, de 1,54 en 2003, y su efecto neutro sobre la ROE, unido a la reducción de la ROI durante el período 1998-2003 (que se comenta más adelante), requiere cautela ante el creciente impacto de la carga financiera sobre el BAI, sobre todo considerando el nivel de riesgo operativo antes comentado y la reducción del ratio de cobertura del umbral de rentabilidad que, de momento, no es preocupante; pero que ante caídas de la cifra de negocio comprendidas entre el 12%-15% de la cifra de venta podría situar al sector en pérdidas, bajo la hipótesis de mantenimiento de la actual estructura de costes.

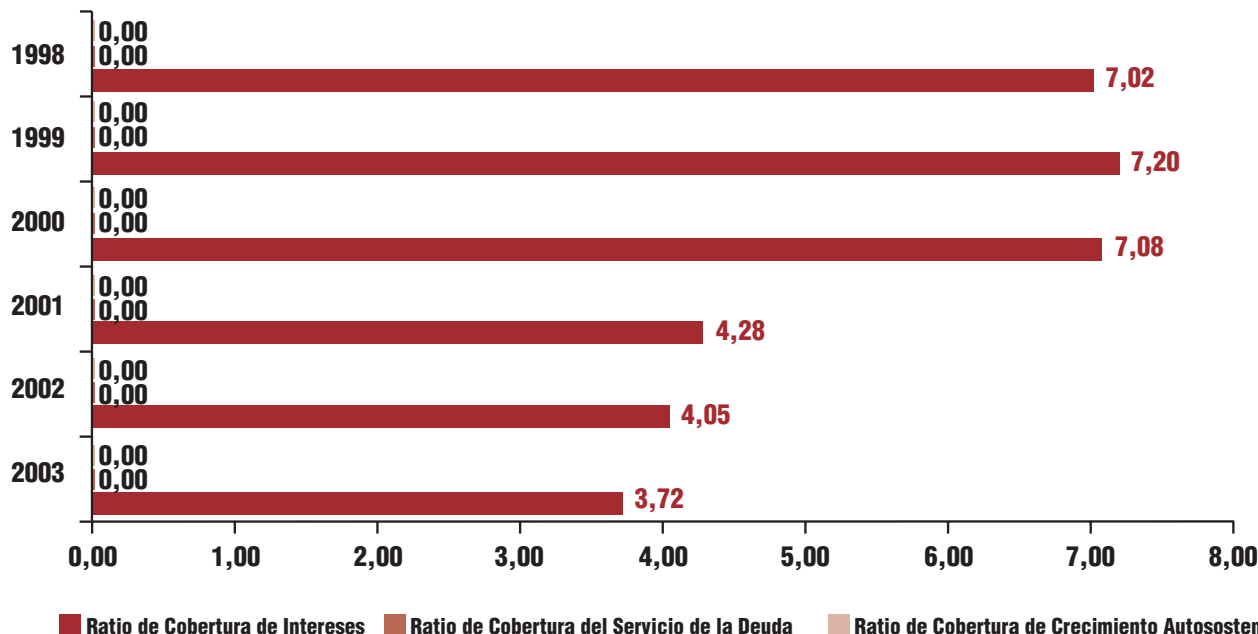
El estudio elaborado por Altair aconseja a las empresas del sector no tomar más deuda en la situación actual de rentabilidad económica

Es decir, a dicho nivel, el uso de la deuda tiene un efecto neutro, después de considerar el efecto fiscal, sobre la ROE y, en consecuencia, parece indicar que el sector no debería tomar más deuda en la situación actual de rentabilidad económica (los intentos de aumentar la ROE tomando deuda en esta situación son estériles) porque, como ya hemos visto, aunque el peso relativo de la carga de intereses netos sobre la cifra de ne-

El ratio de cobertura de intereses del sector para el período 1999-2003, como antes hemos indicado, ha caído notablemente, hasta situarse en 2003 en una cifra de 3,72 que, dada la situación actual de BAI, empieza a ser, como ya hemos comentado, preocupante. 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



(CUADRO 1) CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO



	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02	31/12/03
Ratio de Cobertura de Intereses = $\frac{BAIL}{\text{Gastos Financieros Netos}}$	7,02	7,20	7,08	4,28	4,05	3,72
Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda = $\frac{Ebitda}{\text{Gastos Financieros Netos} + \text{Deuda Pagada (K)}}$	N/D	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	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	N/D

En este punto, desde **Altair Consultores** explican que "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". Ello hubiera aportado al estudio información muy interesante para medir

con mayor precisión la capacidad financiera del sector; pero el nivel decreciente del ratio de cobertura de intereses y su dimensión, que en 2003 se ha situado en 3,72, son suficientemente informativos, junto con el ratio de apalancamiento financiero, situado en 1,54, de que el sector en su conjunto no debería tomar más deuda externa en esta situación (de hecho, el volumen total de endeudamiento externo es más o menos estable durante el período 2001-2003) y, además, deberá vigilar de forma estrecha su capacidad para hacer frente al servicio de la deuda (in-

tereses más devolución del capital); algo especialmente relevante en un entorno de inversiones crecientes, como el que caracteriza al sector del azulejo; sobre todo si dichas inversiones no dan los resultados esperados en términos de ROI, tal y como está sucediendo.

Según el estado de tesorería que **Altair** ha elaborado de las 21 empresas seleccionadas, no hay razón alguna que constituya motivo de alarma, de momento; ya que, en general, el uso de los flujos de fondos de explotación, inversión y financiación ha sido adecuado. No obstante lo an-

terior, para los especialistas de **Altair**, "según el estado de tesorería que hemos elaborado de las 21 empresas seleccionadas para el período 1998-2003, 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". No obstante, la situación de riesgo operativo y financiero, el umbral de rentabilidad y la capacidad de endeudamiento, podrían ser indicativas de que el sector está perdiendo parte

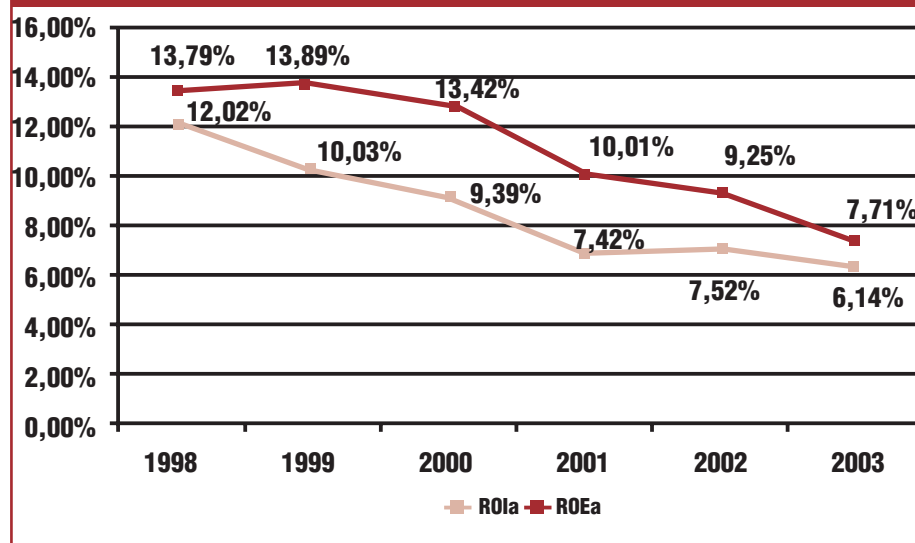
de la solidez económica y financiera de la que ha hecho gala en ejercicios anteriores; aunque, insiste Altair, "de momento, nada que deba preocupar en exceso; pero sí que debe ser objeto de vigilancia".

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 (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 paulatina durante el período 1998-2003 (del 12,02% en 1998 al 6,14% en 2003). 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 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 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 activos y pasivos circulantes de naturaleza operativa), que ha pasado del 29,94% en 1998 al 35,60% en 2003. Esta reducción del ratio de rotación podría ser un indicativo de la ausencia de éxito en las inversiones acometidas; al menos en cuanto a consecución de cifra de negocios se re-

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



fiere (de hecho, este indicador señala de forma sistemática para el período 1998-2003 que cada vez hace falta un mayor volumen de inversiones en activos para conseguir una determinada cifra de negocio).

El segundo radica en la también reducción paulatina del margen de explotación (BAII/Ventas), que, como antes hemos dicho, ha pasado del 14,58% en 1998 al 9,04% en 2003; reducción cuyas causas han sido explicadas anteriormente (incremento de los gastos de explotación, fundamentalmente).

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 (1998-2003) se debe al descenso de la ROI ya comentado y a la reducción paulatina del apalancamiento financiero; ya que el efecto fiscal (superior a 0,65 durante el período 1999-2003) 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 efecto expansivo mayor sobre la ROE; algo que, de momento, no se está produciendo, sino todo lo contrario.

Margen de Explotación; el margen (resultado) 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: $Me = BAI/Cifra\ de\ Negocio$.

El margen de explotación ha estado cayendo de forma sistemática durante el período 1998-2003, pasando del 14,58% al 9,04%, respectivamente; lo que es una pérdida más que apreciable, signifi-

cando una pérdida progresiva de eficiencia en el sector. Las causas de esta caída ya han sido explicadas anteriormente, por lo que no nos detendremos más aquí.

EFICIENCIA EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Los expertos de Altair Consultores 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: $NOF\ sobre\ ventas = NOF/Cifra\ de\ Ventas$.

Como se observa en la tabla (Cuadro 3), el esfuerzo financiero realizado por el sector en términos de NOF ha ido creciendo de forma paulatina

RENTABILIDAD ECONÓMICA AJUSTADA (ROI AJUSTADA)

	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02	31/12/03
Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$	0,82	0,76	0,77	0,72	0,71	0,68
Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$	14,58%	13,15%	12,15%	10,37%	10,72%	9,04%
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%	6,14%

RENTABILIDAD FINANCIERA AJUSTADA (ROE AJUSTADA)

	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02	31/12/03
Rotación = $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Total Activo}}$	0,82	0,76	0,77	0,72	0,71	0,68
Margen = $\frac{\text{BAII}}{\text{Ventas Netas}}$	14,58%	13,15%	12,15%	10,37%	10,72%	9,04%
Apalancamiento Financiero Corregido = $\frac{\text{Total Activo - A - Bv - Di - Dv}}{\text{Fondos Propios - A - Bv - Di - Dv}} \times \left(\frac{\text{BAII antes Extras}}{\text{BAII}} \right)$	1,82	1,88	1,95	1,72	1,63	1,54
Efecto Fiscal = $\frac{\text{BDI sin Extras}}{\text{BAI antes de Extras}}$	0,63	0,73	0,73	0,78	0,75	0,82
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%	7,71%

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

desde 1998 hasta 2003, pues este ratio ha pasado del 29,94% al 35,60%; si bien durante el período 2001-2003 se ha situado en la banda comprendida entre el 34%-35%. Este ratio indica que, por cada unidad de venta, la inver-

vos circulantes de naturaleza operativa es de 0,35; 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 35 euros, lo que

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 as-

pecto no ha tenido excesivo impacto sobre la situación económica y financiera del sector; al menos durante el período 1998-2003.

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 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.

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 indicador de rotación. Así, el sector en su conjunto ha mostrado durante el período 1998-2003 una rotación decreciente, al pasar de 0,82 en 1998 a 0,68 en 2003, que podría ser indicativa de una pérdida de eficiencia; aunque también del enorme esfuerzo inversor que ha de realizar para alcanzar una determinada cifra de negocio; que, por lo analizado, no ha generado los resultados esperados, en términos de BAI.

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: $CFG \text{ Ventas} = \text{Cash Flow Generado} / \text{Ventas}$.

Del análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias que ha realizado **Altair** se deduce que el efecto neto de los resultados extraordinarios no es significativo; a excepción del año 2003, donde hay resultados extraordinarios ne-

El sector del azulejo ha demostrado ser sólido, tanto desde el punto de vista económico como financiero, aunque lo analizado para 2003 prevé una pérdida de parte de esa solidez

tos negativos de significación; pues representan un 19,82% del resultado de las actividades ordinarias (resultado antes de extraordinarios); lo que ha contribuido a una significativa reducción del resultado antes de impuestos (BAI), que ha pasado del 12,82% en 1998 al 5,30% en 2003 (en 2002 fue del 8,43%).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La diagnosis financiera realizada por **Altair** sobre las 21 empresas del sector del azulejo durante el período 1998-2003 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 -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; aunque parte de dicha solidez podría estar perdién-

dose a tenor de los datos del ejercicio 2003. Como estrategia global se sugiere la apuesta por los procesos de concentración empresarial (fusiones) que, sin duda, han de generar importantes economías de escala a las empresas que los acometan y, en consecuencia, una mejora de los principales indicadores de resultados económicos, como los utilizados en el presente estudio.

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 positivo e importante -17,42% sobre el total de la inversión neta en 2003-). No se observan desequilibrios entre los flujos de tesorería de explotación, inversión y financiación, lo que es sínto-

ma, a priori, 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; aunque esta capacidad se ha reducido en 2003. 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% (entre un 38% y un 46% 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 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 en aras de mejorar la economía, eficacia y eficiencia, establecer acuerdos de cooperación interempresarial para compartir costes (de aprovisionamiento, de producción y de transporte, fundamentalmente), etc.

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,

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

	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02	31/12/03
I- Activo Circulante Operativo (ACO)	524.106	589.984	662.038	714.988	723.658	731.335
Existencias	208.112	238.836	279.723	335.993	347.447	355.702
Cuentas a Cobrar (Clientes)	296.131	316.770	357.465	353.241	353.721	344.096
Tesorería (*)	19.863	34.378	24.850	25.754	22.489	31.537
II- Pasivo Circulante (PCO)	206.009	229.929	249.417	252.114	254.628	248.364
Cuentas a Pagar (Acreedores Comerciales)	206.009	229.929	249.417	252.114	254.628	248.364
III=I-II NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF)	318.097	360.055	412.621	462.874	469.030	482.971
IV- Activo Circulante No Operativo (ACNO)	69.416	100.243	119.003	143.759	168.837	172.485
Otros Deudores	67.487	99.023	116.389	141.074	166.683	170.540
Otros Activos Circulantes	1.929	1.220	2.614	2.685	2.154	1.945
V- Pasivo Circulante No Operativo (PCNO)	104.534	83.769	96.413	92.303	86.116	74.451
Otras Deudas no Comerciales	103.999	82.988	95.885	91.336	85.969	74.286
Otros Pasivos Circulantes	535	781	528	967	146	165
VI=IV-V DIFERENCIA	(35.118)	16.474	22.590	51.456	82.721	98.034
VII- Recursos a Largo Plazo	778.221	962.425	1.061.729	1.195.391	1.245.521	1.320.508
VIII- Activo Fijo	665.381	794.081	863.108	984.880	1.013.473	1.052.855
IX=VII-VIII FONDO DE MANIOBRA (FM)	112.840	168.344	198.621	210.511	232.048	267.653
III- Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	318.097	360.055	412.621	462.874	469.030	482.971
IX- Fondo de Maniobra (FM)	112.840	168.344	198.621	210.511	232.048	267.653
III-IX Necesidades= Ent. Crédito C/P	205.257	191.711	214.000	252.363	236.982	215.318
III-IX Excedente Neto de Tesorería	0	0	0	0	0	0
FINANCIACIÓN NECESARIA/INVERSIÓN	170.139	208.185	236.590	303.819	319.703	313.352
ENTIDADES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO - IFT	170.140	208.185	236.590	303.819	319.703	313.352
Ventas Netas	1.062.607	1.156.185	1.298.492	1.340.430	1.364.714	1.356.533
NOF/ Ventas Netas Año	29,94%	31,14%	31,78%	34,53%	34,37%	35,60%

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 y antes del efecto fiscal.

(3) 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 (BAIL) 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 BAIL 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, BAIL, 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, BAIL, 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 (1998-2003). 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.

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, BAIL 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 BAIL 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 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 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, BAIL y BAI) puede ser "demoledor" para la empresa en términos de liquidez.

6. Altair considera 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), que se han visto notablemente reducidas durante el período 1998-2003, fundamentalmente por las ganancias de productividad, más que 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, la reducción sistemática del ratio de cobertura de intereses durante el período 1998-2003 empieza a ser preocupante, por el excesivo peso de la carga neta de intereses sobre los resultados de explotación.

En consecuencia, Altair recomienda vigilar 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, excepto 2002, según se desprende del estado de tesorería, 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). Por otra parte, 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.

Altair expresa 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".