



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis económico-financiero de CARRERAS
GRUPO LOGÍSTICO, S.A.

Economic-financial analysis of CARRERAS
GRUPO LOGÍSTICO, S.A.

Autor/es

Pablo Gascón Gracia

Director/es

Marta Blanco Vázquez de Prada

Facultad de Economía y Empresa, Campus Paraíso
2018

RESUMEN.

Carreras Grupo Logístico S.A. es una de las compañías con más peso dentro del sector de transporte terrestre de mercancías por carretera. Este sector tiene gran importancia dentro de la economía española, tanto por el valor que genera desde el punto de vista macroeconómico como por su participación clave dentro del proceso productivo.

El objetivo de este proyecto es realizar un análisis económico-financiero de Carreras y de su evolución durante y después de la crisis económica en el periodo 2008-2016. Para ello analizaremos, en primer lugar, el entorno en el que se encuentra Carreras y su posicionamiento en el sector. Para continuar con un análisis patrimonial del periodo indicado, de sus principales ratios económico-financieros, del resultado de la empresa y compararlos con los de sus principales competidores para diagnosticar la posición actual de la empresa y poder predecir posibles problemas de la gestión de la mercantil en los años estudiados.

ABSTRACT:

Carreras Grupo Logístico S.A. is one of the most important trucking companies in the Spanish road transportation sector. This is an essential sector in the Spanish economy due to the value it generates from a macroeconomic perspective, as well as due to its key participation during the production process.

The goal of the project is to carry out an economic-financial analysis of the company Carreras in which its evolution during the economic crisis period 2008-2016 will be assessed.

The project will analyze, in the first place, Carrera's environment and its position in the sector. Then, an asset analysis of the above-mentioned period will be carried out, together with analyses of the company's main economic-financial ratios, and of its results. Lastly, the data obtained will be compared with data from its main competitors in order to diagnose the company's current position and to (be able to) predict possible problems in its management during the years studied.

CONTENIDO

1. Introducción y objetivos.	4
2. Metodología del proyecto.	5
3. La empresa y su entorno.	7
3.1. La empresa y su historia.	7
3.2. Análisis del entorno.	8
3.2.1. Entorno general (PEST).	8
3.2.2. Entorno específico (PORTER).	10
3.3. Análisis DAFO (posición estratégica de la empresa).	13
4. Análisis patrimonial: composición, evolución y tendencia.	14
4.1. Estructura económica.	14
4.2. Estructura financiera .	19
5. Equilibrio financiero: fondo de maniobra.	21
6. Análisis de la liquidez, solvencia y endeudamiento.	22
6.1. Liquidez.	23
6.2. Solvencia.	24
6.3. Endeudamiento.	25
7. Análisis del resultado.	27
7.1. Análisis del resultado de explotación y EBITDA.	27
7.1.1. Importe neto de la cifra de negocio.	28
7.1.2. Significatividad de los gastos operativos sobre las ventas.	29
7.1.3. EBITDA.	30
7.2. Resultado financiero.	32
8. Análisis de la rentabilidad.	32
8.1. Rentabilidad económica.	32
8.2. Rentabilidad Financiera.	34
9. Aplicación del modelo Z-Score de Altman.	35
10. Conclusiones	36

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

El sector del transporte por carretera y la logística es de capital importancia para el funcionamiento de la economía . Desde el punto de vista macroeconómico, la rama de transporte y almacenaje representa, según cifras del Instituto Nacional de Estadística (INE), un 5,54% del Valor Añadido Bruto total de la economía española. Una cifra que ha seguido una corriente ascendente desde el final de la crisis económica haciendo cada vez más fuerte el sector. Además, durante 2016, mantiene ocupadas a 848.111 personas.

Desde el punto de vista microeconómico, el transporte y el almacenaje son actividades necesarias en el proceso productivo de otras empresas. Se considera a estas actividades como intermodales, esto es, actividades complementarias que hacen posible, por ejemplo, que un producto pueda ser fabricado parte en un lugar y parte en otro o que el producto llegue al consumidor final y las empresas puedan vender sus productos o prestar sus servicios.

Por lo tanto la trascendencia de este sector es clara y por ello se ha elegido una empresa que participa activamente en él: Carreras Grupo Logístico S.A. (Carreras, en adelante).

Carreras es una compañía de origen aragonés que se sitúa como una de las grandes empresas de logística y transporte en España. En 2016 la cifra de negocio de Carreras superó los 180 millones de euros, solo por detrás de las grandes compañías de la logística y del sector de transporte terrestre de mercancías como SEUR Geopost SL, J Carrión SA, Trans Sesé SL o Logistica Acotral SA. A su vez, Carreras dio trabajo a un total de 1.096 empleados, hecho que consolida la importancia del Grupo en la economía, el sector y la región en la que vivimos.

Nos ha parecido interesante analizar esta empresa por dos motivos: en primer lugar, el sector de la logística es clave para la economía aragonesa por encontrarse Zaragoza en un enclave logístico importante al estar en el punto medio de la distancia que separan las ciudades más importantes a nivel económico e industrial de España como son Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao; y, específicamente, hemos analizado Carreras por tratarse de la empresa líder en este sector en Aragón.

Los objetivos de este estudio se pueden dividir en dos clases:

- Un análisis externo de la empresa mediante el cual se examina como afecta tanto el entorno general como las características del sector a ésta y su posición dentro el sector.

- Un análisis financiero, mediante la utilización de los ratios clásicos y otros modelos, para determinar la evolución de la empresa desde el inicio de la crisis económica hasta nuestros días, compararla con sus competidores y predecir posibles futuros problemas financieros.

2. METODOLOGÍA DEL PROYECTO

El trabajo se ha estructurado en dos partes: el análisis externo de la empresa y el análisis financiero. Para ello hemos utilizado diferente metodología.

En la primera parte se realiza un análisis externo para situar a Carreras dentro del entorno general y del sector y conocer las ventajas competitivas que tiene ésta con sus competidores. Para ello hemos utilizado tres estudios:

- Análisis del entorno general a través del análisis PEST.
- Análisis del sector a través del estudio de las 5 fuerzas de PORTER.
- Análisis de la empresa dentro del sector a través de un análisis DAFO.

En la segunda parte se realiza un análisis financiero que se hace a partir del estudio de las cuentas anuales de Carreras y de sus principales competidores. Para llevar a cabo este análisis hemos utilizado una metodología tradicional la cual emplea, según (Bernstein, 1984), métodos como la técnica de porcentajes y la de ratios financieros. Este método es defendido por autores como (Cuervo y Rivero, 1986) quienes consideran que la complejidad empresarial exige un estudio económico-financiero a través de modelos simplificados como los ratios. Los ratios utilizados en este trabajo son los siguientes:

LIQUIDEZ	Test de liquidez	Activo Corriente / Pasivo Corriente
	Test ácido	(Deudores + Liquido) / Pasivo Corriente

SOLVENCIA	Garantía	Activo / Pasivo
	Estabilidad	Activo no Corriente / (Patrimonio Neto + Pasivo no Corriente)

ENDEUDAMIENTO	Endeudamiento	Pasivo Total / Total Patrimonio neto y Pasivo
	Calidad de deuda	Pasivo no Corriente / Pasivo Total

En los diferentes niveles del análisis hemos incorporado un estudio comparado en el que se ha relacionado a Carreras con sus principales competidores. Para la selección de ellos se ha utilizado la lista de las empresas con mayor cifra de negocio en el sector 494 del CNAE que es al que pertenece Carreras. Entre ellas hemos escogido a: J Carrión como líder del mercado ya que es una empresa que presta servicios similares y tiene una cifra de negocio mayor; y, la Empresa Z, que es una media entre 5 empresas del sector de transporte por carretera: Carreras, Compañía Alcotral SA, Trans Sese SL, Transportes J Carrión SA, Marcotran Transportes Internacional SA y Transportes Agustín Fuentes e hijos SL. Hemos descartado como competidoras a Primafrío SL, Seur Geopost y UPS por considerar que no prestan el mismo tipo de servicio que la empresa estudiada.

Los cuentas anuales de las empresas se obtienen de la base de datos SABI. También se ha utilizado las memorias del periodo analizado de Carreras, que han sido obtenidas directamente de la empresa.

Para completar el estudio de la empresa hemos aplicado el modelo Altman Z-Score.

Una vez introducido el proyecto y presentada la metodología, el contenido de este proyecto está estructurado de la siguiente forma:

- El capítulo 3 se compone de una breve historia del grupo y un análisis del entorno y del sector en el que opera la empresa.
- En el capítulo 4 se hace un estudio de la estructura patrimonial a través del examen de su estructura económica y financiera.
- En el capítulo 5, se analiza el equilibrio financiero a través del estudio del fondo de maniobra.
- En el capítulo 6 se analiza la liquidez, solvencia y endeudamiento de la empresa por medio del estudio de los principales ratios financieros.
- En capítulo 7 se descompone la cuenta de pérdidas y ganancias en las diferentes partidas representativas y se analiza el resultado de la empresa.

- El capítulo 8 comprende el estudio de la rentabilidad económica y de la financiera.
- En el capítulo 9 se aplica el método Z score de Altman para predecir una posible futura quiebra de la empresa.
- El capítulo 10 está compuesto por las principales conclusiones obtenidas del trabajo.

3. LA EMPRESA Y SU ENTORNO.

3.1 LA EMPRESA Y SU HISTORIA

Grupo Carreras nace en 1933, cuando la familia Carreras compra su primer camión, un Beldford de segunda mano y de 3 toneladas. Pronto comienza su proceso de expansión y desde su sede central ubicada en Zaragoza inicia la apertura de delegaciones en las principales capitales de provincia españolas, formando una red nacional e internacional.

En 1989 y en respuesta directa a las demandas de los clientes que necesitan una solución logística integral, Carreras lanza una división especializada en la cadena de suministro-almacenaje, distribución. Su crecimiento es muy rigido, hasta cubrir la totalidad de la Península Ibérica y las Islas Canarias mediante 30 almacenes. En la actualidad, como operador logístico gestiona los almacenes y flujos de muchos de sus clientes.

Posteriormente lanzaron una nueva unidad de negocio acorde con las nuevas tendencias del mercado: el ExpressPallet, especializada en transporte urgente de mercancía paletizada. Asimismo, apuestan por un área de negocio en auge que continúa incrementando el abanico de servicios que la compañía ofrece al mercado, la Logística Industrial/Dedicada. Con todo ello aportan valor más allá de sus instalaciones, dando servicio en la logística interna de sus clientes, a través de reducción de costes y centrados en la mejora continua del proceso productivo.

En la actualidad ofrece todos los servicios propios del sector de la logística: transporte nacional e internacional, multimodal, almacenaje, distribución, manipulación, co-packing, paletería, y consultoría logística.

Carreras, dentro del sector de transporte por carretera, es uno de los líderes en España del denominado “transporte de gran consumo”. Varios de sus clientes en este sector

confían en Carreras la gestión integral de su logística: almacenes dedicados, gestión de stocks, co-packing, distribución y transporte. Algunos de estos clientes son: Pastas Gallo, Decathlon, Danone, Carrefour, Lidl, Alcampo o Estrella Damm.

También actúa en el sector de la Logística Industrial donde cuentan con importantes clientes como: BSH, Galp Energía, Repsol, Saica, Bayer o Primark.

3.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

Para analizar la compañía es necesario hacer un análisis previo del entorno donde ésta opera así como del sector en el que está involucrada.

El grupo Carreras se encuadra dentro del sector de la logística que se corresponde con el grupo H de la lista CNAE definido como transporte y almacenaje. Dentro de este grupo, se clasifica en el 494 denominado “Transporte de mercancías por carretera y servicios de mudanza”.

En primer lugar se realiza un análisis de las características generales del entorno en el que opera la empresa a través del estudio de los factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos del sector del transporte por carretera y la logística para, más adelante, centrarnos en el sector específico mediante un análisis PORTER y finalizar con la posición estratégica de la empresa dentro de éste con las variables del análisis DAFO.

3.2.1. Entorno general (PEST)

Uno de los análisis más representativos del entorno general es el análisis PEST que se centra en los factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos que afectan a una empresa (Peng y Baptista, 2007). Procedemos a analizar estos factores en el marco del sector de transporte por carretera.

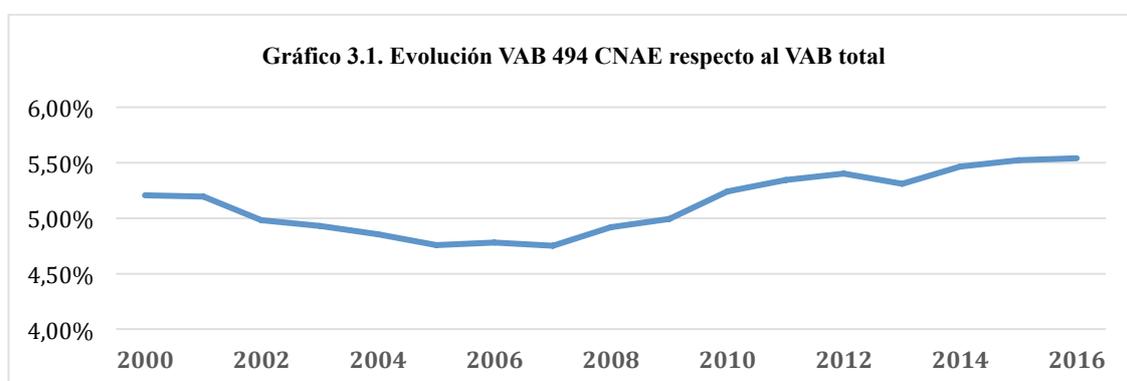
Factores político-legales.

Ya en el año 1967 la Unión Europea declaró en el Consejo del 2 de febrero la aplicación del principio de libre competencia a la actividad de los transportes con determinadas intervenciones públicas (Ruiz Ojeda, 2010). Este es el punto de partida hacia la liberalización de la actividad del transporte fomentada desde la Unión Europea.

En España, el Estado solo interviene en la creación de las leyes que regulan el sector y el mercado se rige por el principio de libre competencia en el que los agentes acuerdan las condiciones en las que se presta el servicio.

Factores económicos.

La crisis financiera acaecida en España en 2007 también afectó al sector del transporte terrestre de mercancías. El gráfico 3.1 muestra el peso del Valor Añadido Bruto del grupo 494 del CNAE respecto del Valor Añadido Bruto total de España. Como puede observarse, el valor añadido aportado por este sector al conjunto de la economía nacional ha ido incrementándose desde el 2007, donde alcanza el punto más bajo.



Factores sociales.

Un estudio de Felgueroso (2015) señala que en el año 2014 el 43% de la población española comprendida entre 25 y 64 años de edad cuenta con un nivel educativo bajo encontrándose a la cola de Europa en este aspecto solo por delante de Turquía, Portugal y Malta. La mayor parte del personal que trabaja en este sector requiere un nivel de cualificación bajo.

Sin embargo, este tipo de empresas no solo cuentan con este tipo de trabajadores, si no que requieren gente altamente cualificada como ingenieros, especialistas en finanzas y contabilidad, entre otros profesionales para realizar las restantes actividades.

Factores tecnológicos.

La continua innovación es muy importante en este sector económico. Atendiendo a los datos de la última encuesta de Innovación en las Empresas (2017) el gasto interno en Investigación y Desarrollo (I+D) en España ascendió a 13.260 millones de euros en 2016, lo que supuso un aumento del 0,7% respecto al año anterior. Dicho gasto representó el 1,19% del Producto Interior Bruto (PIB), frente al 1,22% del año 2015.

Por su parte, la inversión en I+D en el sector del transporte aumentó en 2014 (+4%), y lo hizo por primera vez desde el año 2009. Sin embargo, en 2015 volvió a experimentar un notable descenso (-23%), por lo que se ha retomado la tendencia a la baja observada desde 2008 (Fomento, Informe anual 2016 del Observatorio del transporte y la logística en España, 2017).

Factores ecológicos.

El sector del transporte es una de las actividades económicas que más afectan a la contaminación atmosférica. El modelo de transporte en la actualidad está basado en el consumo de energías no renovables y derivados del petróleo. Por ello, desde la comisión de transportes del Colegio de Ingenieros, Canales y Puertos (2010) “abogan por continuar fomentando el papel de la investigación y el desarrollo de nuevas tecnologías y procedimientos para reducir el impacto del transporte en el cambio climático; la tecnología supone una herramienta clave en la consecución de los objetivos planteados, por lo que debe recibir los apoyos necesarios para garantizar su continuidad”.

3.2.2. Entorno específico (PORTER)

Es importante realizar un estudio del entorno específico donde se encuentra la empresa puesto que éste es aquel con el que interactúa directamente: clientes, proveedores, competidores, etc., y sobre el que aquella tiene cierta capacidad de control. Con éste análisis se pretende conocer donde se encuentra la empresa con respecto a sus competidores en un momento determinado del tiempo (Porter, 2009). Fue este economista quien elaboró el modelo de las cinco fuerzas de Porter, el cual consiste en analizar la rivalidad de los competidores actuales del sector, los competidores

potenciales, la amenaza de productos sustitutivos, el poder de negociación de los clientes y el poder de negociación de los proveedores.

Carreras está clasificada dentro del sector número 494 de la lista CNAE que corresponde con el transporte de mercancía por carretera.

Una vez delimitado el sector donde opera la empresa procedemos a analizar las cinco fuerzas que señala el economista.

Rivalidad entre los competidores actuales.

Las empresas que conforman este sector son competidoras directas que utilizan la misma tecnología y satisfacen las mismas necesidades de los clientes y, por ello, es necesario que se diferencien. En el sector estudiado, la intensidad de la rivalidad es muy alta.

El mercado del transporte por carretera se divide en varios subsectores: de gran consumo, industrial, paquetería y consumo a pequeña escala. Según fuentes internas de Carreras, su principal nicho de mercado es el subsector del gran consumo y Carreras es líder en esta actividad en España.

Competidores potenciales.

El sector del transporte por carretera es un sector muy atomizado y es por ello por lo que el Estado intenta evitar la entrada de nuevos competidores a través del requerimiento de una serie de requisitos de entrada como es la tenencia de autorización para el desarrollo de la actividad, un mínimo de capacidad económica o autorización de vehículos por el Ministerio de Fomento.

Además, la inversión inicial para introducirse en el sector es grande (tecnología puntera, compra de vehículos), por lo que constituye una desventaja respecto a las empresas que ya están dentro del sector.

Por otro lado, las economías de escala tienen escasa importancia por la limitación del peso por porte y los competidores no actúan de forma represiva ante los nuevos actores del sector.

Productos sustitutivos:

El producto sustitutivo de transporte por carretera es el transporte con otros medios como el transporte por ferrocarril, marítimo o aéreo.

El transporte por carretera tiene numerosas ventajas: es un transporte económico; es puerta a puerta y *just in time* debido a la gran penetrabilidad del producto; y, además, es un transporte intermodal, esto es, puede combinarse con el resto de los tipos de transportes.

Según (Ruiz Ojeda, 2010), el transporte por carretera es muy rentable para transportar mercancías en trayectos que no superen los 400-500 km. Es decir, en distancias medias y cortas el transporte por carretera no tiene competencia.

La principal ventaja del transporte por ferrocarril es que para distancias largas es más rápido y seguro. “El transporte por ferrocarril es un sistema relativamente rápido de transporte (80kms/h), con una fiabilidad buena a un coste medio/bajo, estando básicamente concebido para transportar grandes volúmenes de carga a larga distancia con un precio relativamente bajo” (Anaya, 2009).

En cuanto al transporte aéreo, es el que tiene una mayor capacidad de cobertura geográfica pero es el más caro y cuenta con las restricciones del tamaño del avión y del peso.

El marítimo tiene gran capacidad de adaptación de la carga y almacenaje lo que repercute en un menor coste por tonelada cuantas más toneladas se transporten. Como principal inconveniente tiene su lentitud.

Poder de negociación de los clientes.

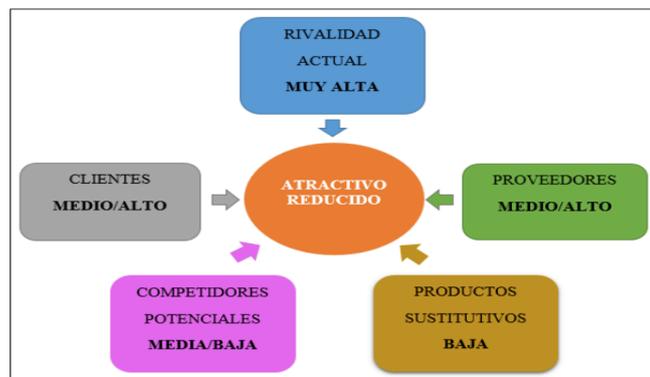
Hay una amplia gama de tipos de clientes que utilizan el transporte de carretera. Entre ellos se encuentran: las administraciones públicas, la agricultura y la ganadería, la industria, la construcción, el comercio, la hostelería y la restauración, el transporte, las telecomunicaciones e informática, los servicios empresariales, los bancos y seguros, los hogares y otras actividades (Fomento, Evolución de los indicadores económicos y sociales del transporte terrestre., 2015). Al existir una cantidad importante de empresas transportistas, los clientes pueden elegir y por lo tanto tienen un poder de negociación elevado.

Poder de negociación de los proveedores.

Los proveedores son todas las empresas relacionadas con el transporte por carretera, ya sean productores de los elementos del vehículos (fabricas de camiones, neumáticos, etc) u otros agentes que intervienen en la actividad cotidiana de estas empresas como aseguradoras, proveedores de combustible, etc.

En términos generales tienen poco poder de negociación puesto que existe un importante número de éstos. Como excepción a este escaso poder de negociación encontramos a los proveedores de combustible. Este sector es muy concentrado y con empresas de gran tamaño capaces de influir en los precios. Este es un factor a tener en cuenta por ser el combustible el mayor coste de los transportistas.

Haciendo una visión global se puede concluir que el sector tiene un atractivo reducido para la entrada de nuevos agentes que mejoraría ante un crecimiento de la producción a nivel global de la economía.



3.3. Análisis DAFO (posición estratégica de la empresa).

Para concluir este punto se realiza un análisis DAFO (o SWOT en inglés) que es un análisis de la posición estratégica de la empresa dentro del sector analizando la situación externa de la empresa (amenazas y oportunidades) y las características internas de la compañía (debilidades y fortalezas).

DEBILIDADES	AMENAZAS
<p>No especializada en otros subsectores del transporte como el frigorífico o la paquetería.</p> <p>No tener la sede en una localidad con acceso al mar</p>	<p>Gran competencia en el sector</p> <p>Fluctuación del precio del combustible</p> <p>Globalización: exigencia del servicio en toda Europa</p> <p>Avance de la integración del transporte en la cadena de suministro.</p>
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<p>Buena posición en el sector</p> <p>Gran experiencia (fundada en 1933)</p> <p>Gran flota e instalaciones dotadas de tecnología avanzada (intranet, sistemas de seguimiento de pedido, etc.).</p> <p>Diversificación de las actividades (transporte ordinario, transporte paletizado, servicio integral de logística, etc.).</p> <p>Sede central en Zaragoza, gran enclave logístico</p>	<p>Economía en recuperación</p> <p>Importancia capital del sector</p> <p>Mejora continua de las tecnologías de la comunicación e incorporación</p>

4. ANÁLISIS PATRIMONIAL: COMPOSICIÓN, EVOLUCIÓN Y TENDENCIA

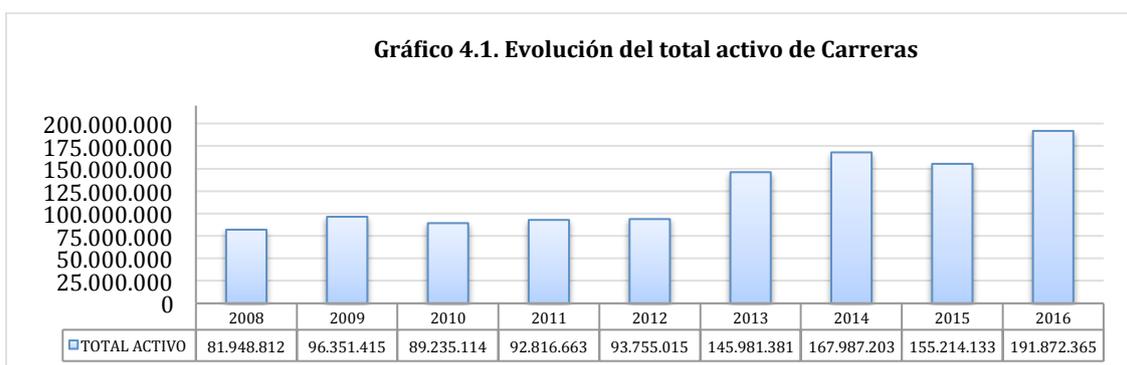
El análisis financiero toma como base la información financiera, entendiéndose por tal toda información capaz de generar, modificar o confirmar las expectativas del analista sobre la situación financiera futura de una empresa o de un derecho sobre ella. (Ayuso y Jiménez, 1996).

En este apartado analizaremos el balance de la empresa para ver su composición, evolución y tendencia. Asimismo realizaremos una comparación con sus competidores.

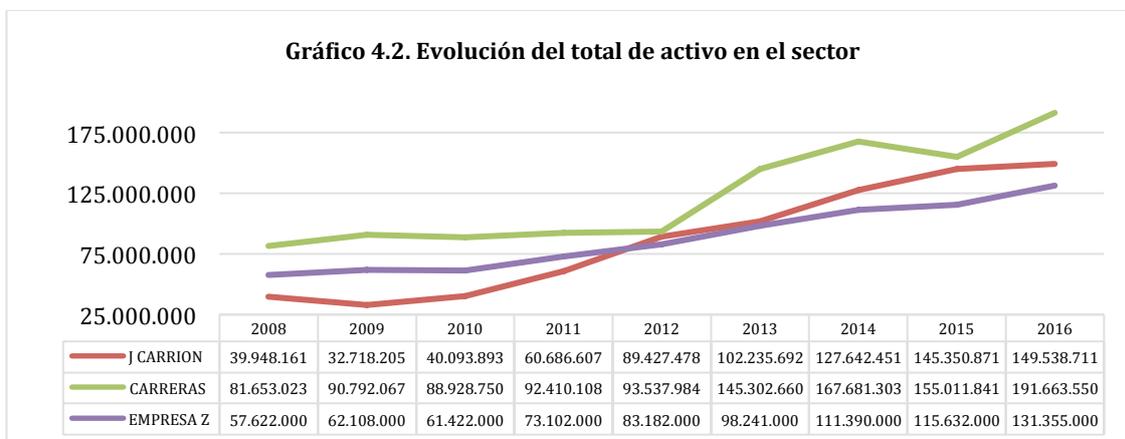
4.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA

El análisis de la estructura económica comprende el examen de los elementos que componen el activo de una empresa.

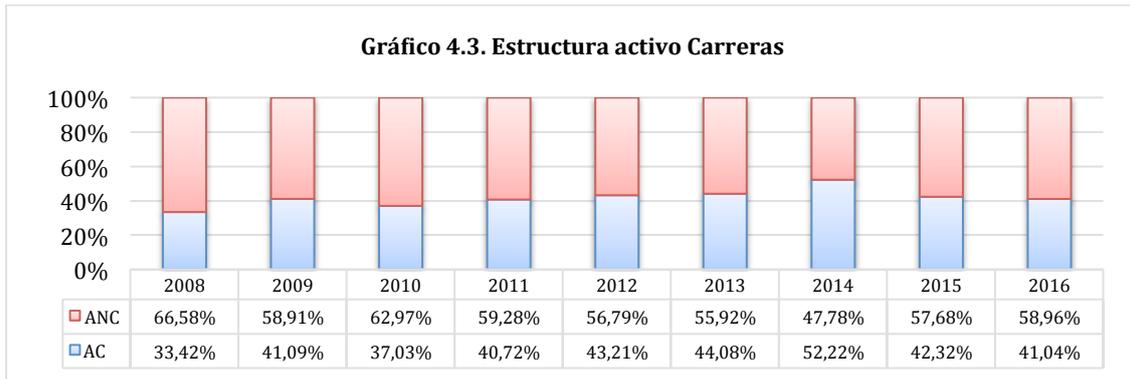
El gráfico 4.1 nos muestra la evolución del total del activo de Carreras durante el periodo 2008-2016 que asciende a una cifra de 191.663.550 en el 2016, 2,35 veces superior al año 2008. En el periodo estudiado, podemos distinguir dos etapas: una de 2008 a 2012 donde crece de forma moderada; y, otra desde 2012 hasta la actualidad donde el crecimiento es mayor debido a la fusión de las dos empresas que formaban el grupo: Transportes Carreras S.A. y Carreras Almacenaje y Distribución, S.A., la primera dedicada a la carga completa y grupaje y la segunda al almacenaje y distribución. La fusión se culminó a finales de 2013 con éxito y este hecho hace que los años 2013 y 2014 sean poco comparativos en este y los posteriores análisis.



Carreras, en el año 2008, tenía una cifra de activo mayor que la de J Carrión y que la de la empresa media del sector casi duplicando su valor. Por su parte en 2016 sigue manteniéndose como la que mayor cifra de activo tiene. No obstante, si nos fijamos en el gráfico 4.2 que muestra la evolución del total del activo en el sector vemos como Carrión, en los 8 años comparados, tiene un activo 3,7 veces superior al nivel de 2008 y el de Carreras y de la Empresa Z tan solo es 2,3 veces mayor.

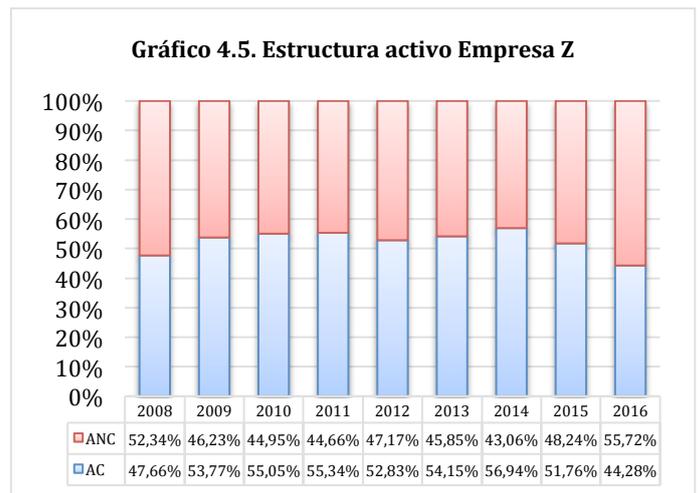
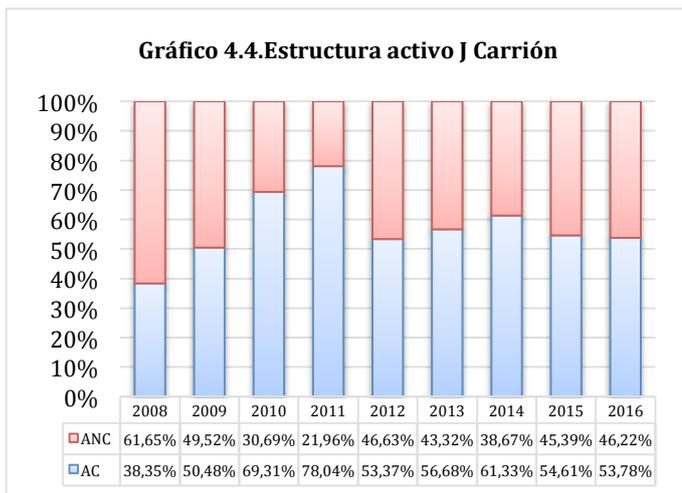


Para analizar el activo vamos a descomponerlo en dos masas patrimoniales: activos no corrientes y activos corrientes. En el siguiente gráfico observamos la distribución de estas masas en el Grupo Carreras.



Como se observa, a lo largo de los años la distribución se ha mantenido estable sin grandes variaciones, a excepción del 2014 (año de la fusión) y en todos los años el activo no corriente ha sido mayor que el activo corriente (el promedio es de un 58,32% y 41,68% de activo no corriente y activo corriente).

Los gráficos 4.4 y 4.5 muestran la distribución de los activos de J Carrión y la Empresa Z. Podemos observar como, tanto la Empresa Z como J Carrión, tienen la mayoría de años más activo no corriente que activo corriente. Además, destacamos dos hechos: la empresa Z mantiene una evolución uniforme a lo largo del periodo estudiado; y, en segundo lugar, la mayor proporción de activo corriente que tiene J Carrión si lo comparamos con los valores de Carreras y de la empresa media.



Activo no corriente.

El activo no corriente se compone de inmovilizado intangible, inmovilizado material y otros activos fijos.

El inmovilizado intangible apenas es representativo (representa un 0,15% del total del activo no corriente). Las aplicaciones informáticas son las que tienen mayor valor dentro de este grupo.

En el apartado del inmovilizado material se recogen los activos tangibles representados por bienes, muebles o inmuebles, que se utilizan para desarrollar la actividad normal de la empresa (Flores y Cortijo, 2009). Las empresas de transporte terrestre necesitan vehículos de gran tonelaje y carga y disponer de amplios almacenes distribuidos por la geografía de su ámbito de actuación para tener puntos de carga y descarga. En Carreras el inmovilizado material alcanza los 95.463.950 € representando un 84,48% del activo no corriente. En el gráfico 4.6 se muestra la tendencia de este tipo de inmovilizado y comprobamos que ha habido un aumento considerable de estos activos desde el 2012. El aumento del inmovilizado material está relacionado con el aumento de actividad ya que la empresa necesita más vehículos y almacenes para poder ser capaz de prestar el servicio.



A modo de ejemplo, las adquisiciones de inmovilizado material en 2016 son las mostradas en el siguiente cuadro obtenido de la memoria del Grupo:

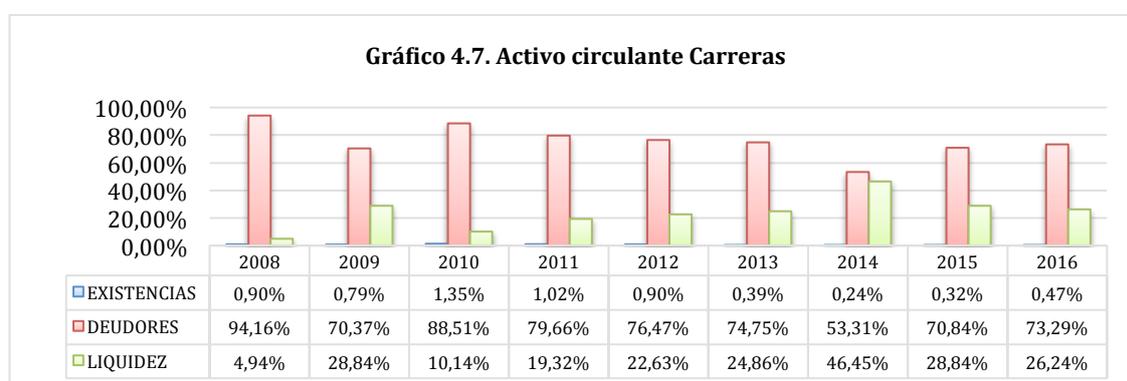
VALORES NETOS	SALDOS 31/12/2015	ALTAS	BAJAS	TRASP.	SALDOS 31/12/2016
Terrenos y construcciones	48.121.289,51	7.055.615,21	(767.020,85)	3.284.200,39	57.704.064,26
Instalaciones técnicas y otro inmov.	24.609.079,16	5.030.392,44	(151.824,40)	0,00	29.487.647,20
Inmovilizado en curso y anticipos	2.712.505,97	7.817.683,58	(1.175.521,67)	(882.428,98)	8.272.238,90
TOTALES NETOS	76.442.864,64	19.713.691,23	(2.094.366,92)	2.401.771,41	96.463.950,36

Las altas más significativas corresponden a la compra de tractoras y plataformas para la renovación de la flota de camiones. Las altas del inmovilizado en curso corresponden con la construcción de un almacén y la ampliación de las oficinas y almacén de la sede central.

El resto del activo no corriente es de carácter financiero como créditos a largo plazo, valores representativos de deuda, etc., que la compañía tiene y que no caracterizan este tipo de empresas.

Activo corriente.

Los bienes del activo corriente se caracterizan por consumirse en un periodo inferior al año. En el presente trabajo se analiza el peso que tienen los tres componentes de esta masa que son: las existencias, los deudores y los activos líquidos (véase en el gráfico 4.7). La evolución de estos tres componentes es uniforme a lo largo de los años y su distribución para el año 2016 es: 0,47% existencias; 73,29% deudores; y, 26,24 activos líquidos.



Una empresa de logística y transporte apenas tiene existencias. Dentro de esta partida encontramos aprovisionamientos y repuestos, así como otros elementos.

La partida más representativa del activo no corriente es la de deudores porque las partidas que forman el realizable de Carreras son grandes clientes, tanto de gran consumo como industriales, con un gran volumen de facturación (Carrefour, Lidl, Pepsi, Primark, etc.) con los que se establecen relaciones duraderas y de gran importancia y con los que no se pacta el cobro inmediato, sino que se les concede un tiempo para que lo abonen.

Como se puede observar en el gráfico anterior, los deudores alcanzaron su punto más alto en 2010 tras la crisis económica debido a los problemas de liquidez que tenían las empresas en este periodo. Desde este año ha habido un descenso progresivo con un repunte en 2014 (año después de la fusión comentada).

Dentro de la liquidez encontramos las pólizas de crédito que son los instrumentos con los que actúa Carreras en su actividad diaria. La operativa de la empresa se basa en este instrumento financiero dado el bajo coste del dinero en la actualidad. La tesorería, entendiendo esta como dinero líquido, tiene un peso muy bajo, apenas un 0,27% en 2016, y es utilizada para gastos corrientes que tienen que ser pagados de manera inmediata como pueden ser gastos cotidianos (luz, agua) o impuestos menores de la actividad.

En cuanto a la comparación de la composición del activo corriente, la estructura de esta masa patrimonial es similar. Durante el periodo estudiado las existencias no tienen peso sobre el total del activo no corriente y la partida más importante es la de clientes.

Gráfico 4.8. Activo Circulante J Carrión

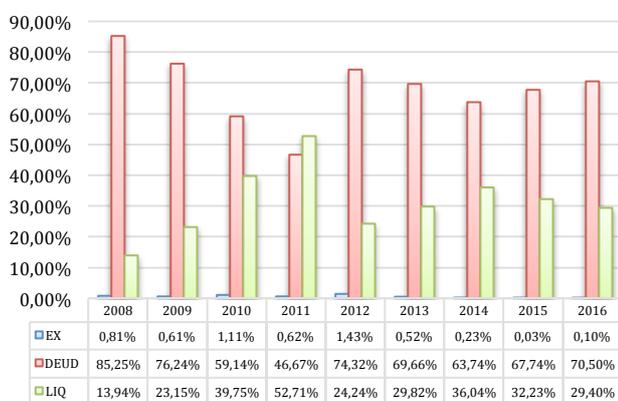
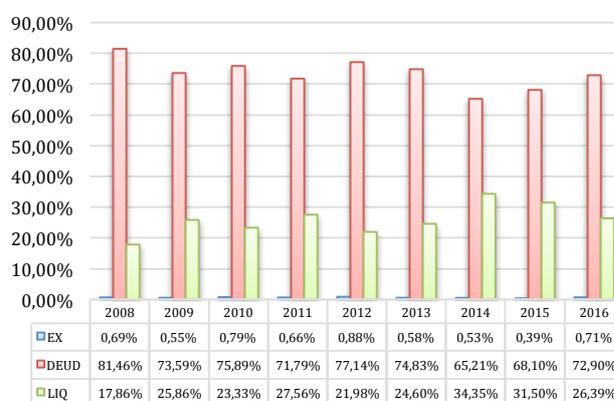
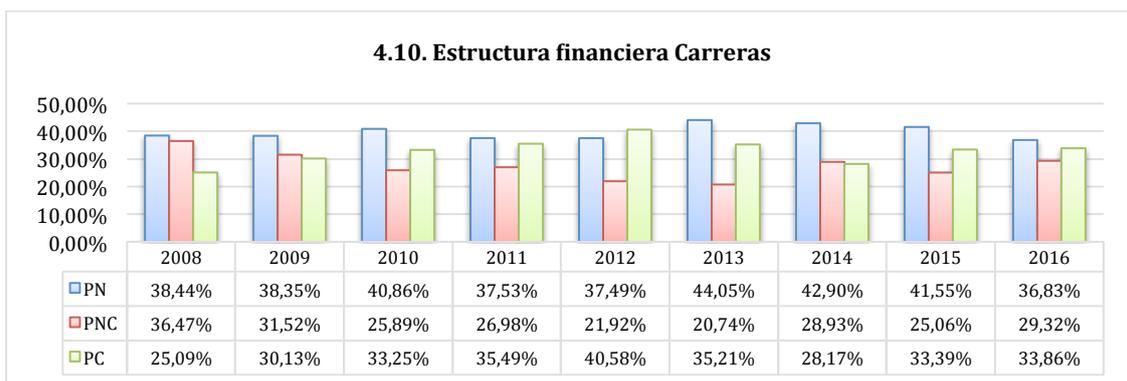


Gráfico 4.9. Activo Circulante Empresa Z



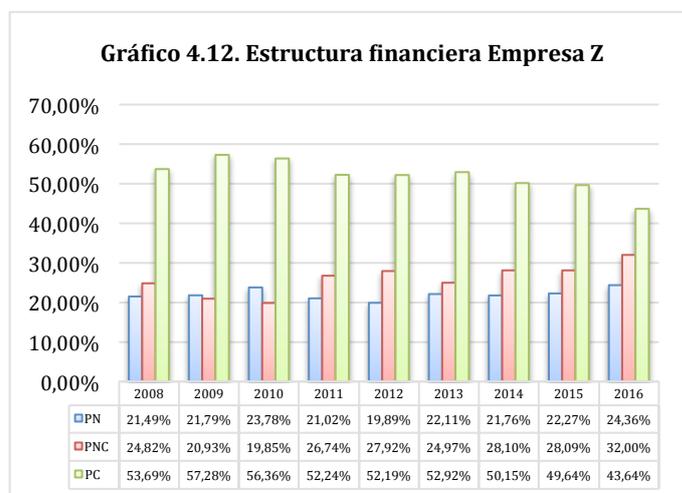
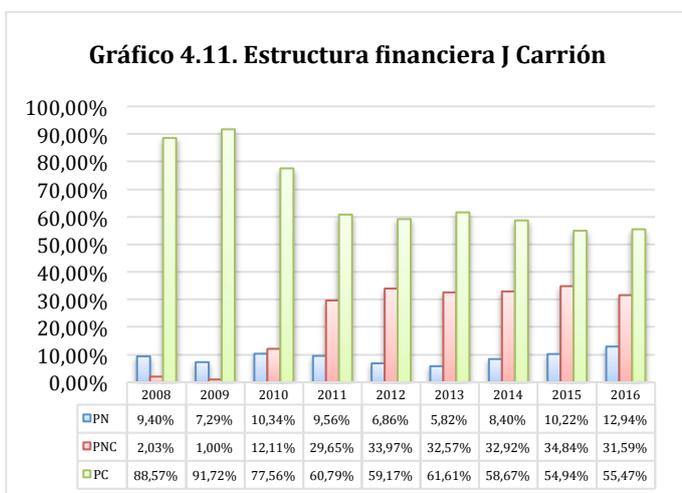
4.2 ESTRUCTURA FINANCIERA

Las partidas que componen la estructura financiera de la empresa reflejan las distintas fuentes de procedencia de los recursos financieros que han sido utilizados para hacer posible las inversiones en el activo o estructura económica. En este apartado analizaremos el patrimonio y el pasivo de Carreras.



La distribución ha seguido una tendencia estable salvo los años 2013 y 2014, debido a la fusión comentada. En el gráfico 4.10 observamos que, en el periodo estudiado, el capital propio representa de media un 39,78% y el capital ajeno un 60,22%

Se puede apreciar que las empresas comparadas con Carreras tienen una estructura financiera diferente. Tanto en J Carrión como en la Empresa Z el patrimonio neto no tiene tanta importancia y el pasivo a corto plazo tiene un mayor peso que en Carreras.



Continuamos analizando las partidas que componen la financiación de Carreras. Observamos en el gráfico 4.10 que en el año 2016 los fondos propios financiaron el 36,83% de los activos, el 29,32% se hizo con pasivos a largo plazo y el 33,86% con pasivos a corto.

El **patrimonio neto** está compuesto por los fondos propios, los ajustes de valor y las subvenciones. Los fondos propios están compuestos por: el capital suscrito, el cual es constante desde 2008; y, las reservas de la empresa. El capital propio ha crecido a

consecuencia de: la fusión comentada y de los resultados de la empresa, que hacen aumentar las reservas.

El **pasivo no corriente** está compuesto por las deudas que tiene la empresa a largo plazo. Las partidas que lo componen están destinadas, principalmente, a la financiación de inversiones. Como hemos dicho anteriormente, a partir de 2012 el inmovilizado material crece lo que hace aumentar la cifra de pasivos a largo plazo desde ese mismo año.

Los **pasivos a corto plazo** corresponden con las deudas que tiene la sociedad en su actividad diaria. Según nos indican desde Carreras, la estrategia de la empresa es no pagar de inmediato y financiarse a corto plazo. En este sentido, proveedores corrientes de la empresa como los que suministran el material para reparaciones, gasolina, pallets, material para el almacén, etc., tienen relaciones duraderas con la empresa y, fruto del poder de negociación de Carreras, el grupo pacta condiciones más beneficiosas. Concretamente, la política de pagos de la compañía es pagar a 60 días a excepción del carburante que por cuestiones contractuales se paga a 30 días.

5. EQUILIBRIO FINANCIERO: FONDO DE MANIOBRA.

Desde el punto de vista financiero, un balance recoge en su activo en qué ha invertido la empresa (activos fijos y circulantes) y, en su pasivo, cuales han sido sus fuentes de financiación (propias y ajenas). Para que exista correspondencia entre la naturaleza de la inversión y la naturaleza de la fuente de financiación, según el principio de equilibrio financiero, los activos fijos deben ser financiados por capitales permanentes y los activos circulantes con exigibles a corto plazo. No obstante estos activos circulantes pueden no ser cobrados a tiempo por lo que parece lógico tener una parte de activo circulante financiado con capitales exigibles a largo plazo. Así se denomina al fondo de maniobra: exceso de capitales permanentes sobre el activo fijo y viene a ser una especie de fondo de solvencia o inventario financiero que permite hacer frente o compensar posibles irregularidades en la corriente de cobros y pagos (Parra y Lloret, 2004).

El fondo de maniobra de Carreras es el mostrado en la siguiente tabla.

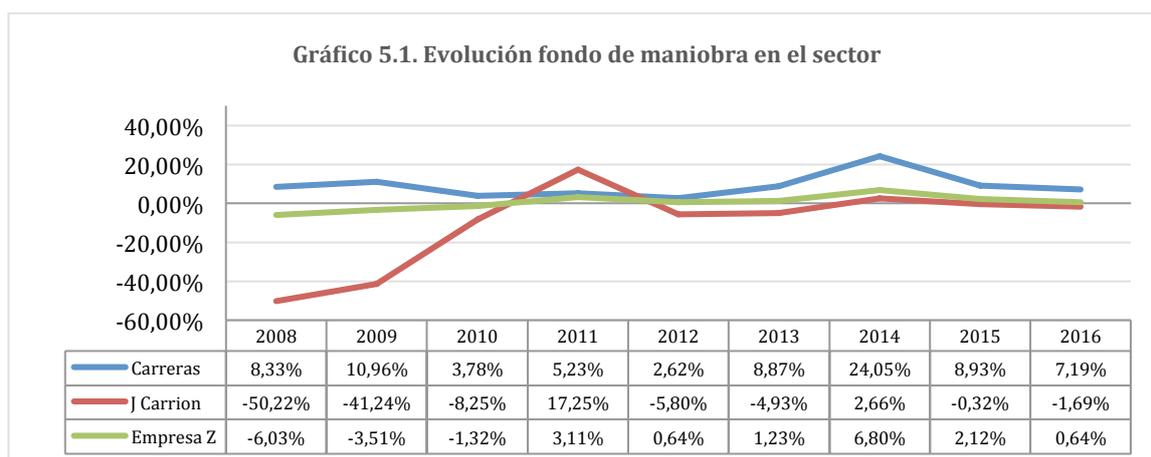
FM	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CARRERAS	6.800.504	9.948.493	3.360.890	4.835.324	2.452.387	12.886.890	40.326.431	13.837.271	13.775.867

El fondo de maniobra en Carreras ha sido positivo desde 2008 hasta la actualidad. Esto quiere decir que las partidas a pagar en un periodo corto de plazo no solo están totalmente cubiertas por el activo realizable a corto plazo sino que además tiene capital sobrante.

Teniendo en cuenta que la partida de clientes es la más importante en el activo no corriente al carecer de existencias, este hecho da tranquilidad a la empresa a la hora de prever una posible necesidad de fondos para pagar las partidas a corto porque tiene un fondo de recambio en el caso de que algún cliente se retrase en el pago.

La tendencia de esta partida ha resultado un tanto irregular debido a los picos altos de tesorería: como sucede en 2014. No obstante, en el periodo estudiado se puede afirmar que la empresa ha mejorado su equilibrio financiero contando con un fondo de maniobra que pasa de 6.800.504 en 2008 a 13.775.867 en 2016.

El gráfico 5.1 muestra el porcentaje que representa el fondo de maniobra sobre el total del activo de las tres empresas. Observamos que J Carrión mantiene durante gran parte de los años estudiados un fondo de maniobra negativo. Por su parte, la empresa Z solo durante tres, no obstante, en los años restantes su fondo de maniobra es menor que el de Carreras. Ello se traduce en un mayor riesgo de impago a corto plazo de las dos empresas que Carreras.



6. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

En este apartado vamos a utilizar los ratios para analizar el nivel de liquidez, endeudamiento y solvencia del grupo Carreras. El método de ratios logra de forma

simple, rápida y significativa generar información primaria reveladora y mucho más sintética para toma de decisiones y, hasta cierto punto, sin necesidad de recurrir a modelos matemáticos o estadísticos muy complejos (Ibarra, 2006).

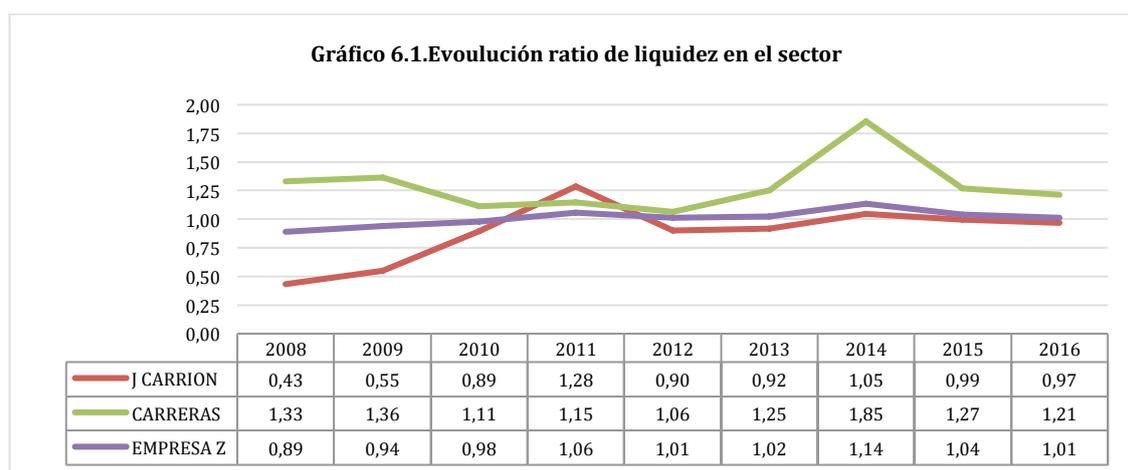
Según Westwick (1994), es importante interpretar cada ratio comparándolo con: en primer lugar, ratios anteriores de la misma empresa; en segundo lugar, ratios “estándar” establecidos por el contexto competitivo y; por último, ratios de las mejores y las peores compañías del mismo sector. Esto permite determinar si su nivel es satisfactorio o no.

6.1 LIQUIDEZ.

Para analizar la liquidez estudiamos el ratio de liquidez y el denominado test ácido.

El ratio de liquidez se calcula dividiendo el activo corriente entre el pasivo a corto plazo y es utilizado para determinar la capacidad que una empresa tiene para enfrentarse a las obligaciones contraídas a corto plazo. Así, cuanto más elevado es el resultado arrojado por el ratio de liquidez, mayor es la posibilidad de que la empresa consiga cancelar sus deudas a corto plazo.

El gráfico 6.1 muestra la evolución del ratio de liquidez del sector. Carreras arroja un valor para este ratio de 1,21 en 2016, esto es, el total de los activos a corto plazo es 1,21 veces el pasivo a corto plazo.



Como se observa, el ratio liquidez ha ido variando a lo largo de los años pero siempre ha sido mayor que uno por lo que si los deudores cumplen, Carreras no ha tenido porqué tener problemas de liquidez en los años analizados. Destaca el repunte en liquidez del año 2014 consecuencia de la fusión previamente comentada.

En el gráfico 6.1 observamos que J Carrión tiene un ratio de liquidez menor a la unidad en todo el periodo estudiado y que la Empresa Z supera ligeramente la unidad a partir del año 2011. Podemos afirmar que, en términos de liquidez y seguridad de cara a hacer frente de las cargas en el corto plazo, Carreras está en una posición más favorable que sus competidoras.

Hay que tener en cuenta que para hacer un análisis correcto de la capacidad de hacer frente a las deudas que pueden surgir en un momento cercano en el tiempo hay que considerar las partidas más líquidas y por ello se hace el denominado “test ácido”. Para calcularlo se divide la tesorería y los deudores (excluyendo las existencias) entre el pasivo corriente. Como hemos comentado antes, Carreras y sus competidoras apenas tienen existencias, por lo tanto, el test ácido tiene el mismo valor que el ratio de liquidez.

6.2 SOLVENCIA.

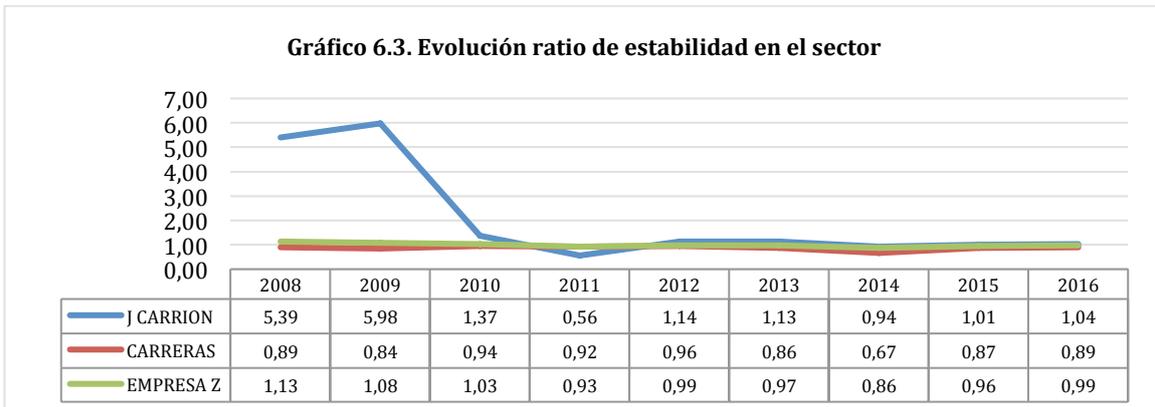
La solvencia es la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones de pago, es decir, si una empresa tuviese que pagar todas sus deudas en un momento dado, determina si tendría activos para hacer frente a esos pagos. Analizamos la solvencia a partir de dos ratios: ratio de garantía y ratio de estabilidad.

El ratio de garantía se calcula dividiendo el total del activo con el total del pasivo, esto es, representa como está financiado el activo ya que muestra cuantas veces es superior el activo al total de las deudas. En Carreras, el ratio de garantía no ha sufrido importantes variaciones desde 2009 hasta el 2016 con un promedio de 1.66, es decir, el total del activo es un 1,66 veces más que el total de las deudas lo que quiere decir que los fondos propios están financiando parte de este. Por su parte en 2016 el ratio es 1.58.

El gráfico 6.2 muestra los valores del ratio de garantía de Carreras y sus competidores y observamos que el ratio de Carreras es mayor que el de J Carrión y el de la empresa Z por lo que, en Carreras, el activo está en mayor medida financiado por los recursos propios que en las empresas con las que se compara.



El ratio de estabilidad resulta de dividir el activo a largo plazo entre la suma de los recursos a largo plazo (patrimonio neto y pasivo a largo plazo). Un ratio menor que 1 significa que la totalidad del activo a largo plazo está financiado por financiación a largo plazo. Como se observa en el gráfico 6.3, Carreras ha tenido este ratio por debajo de 1 a lo largo del periodo estudiado por lo que se concluye que la empresa tiene recursos permanente suficientes para cubrir la totalidad de la inversión a largo plazo.

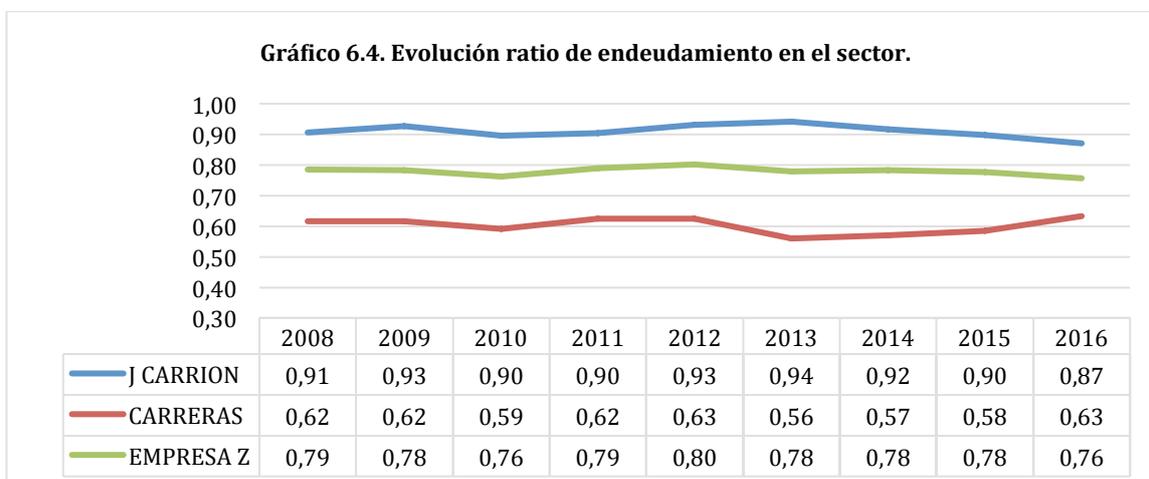


Por su parte, J Carrion financia sus activos no corrientes con las deudas que tiene a corto plazo y la empresa Z tiene un valor medio del tiempo estudiado de 0,99 por lo que cabe concluir que Carreras tiene mayor estabilidad financiera que sus competidores.

6.3 ENDEUDAMIENTO.

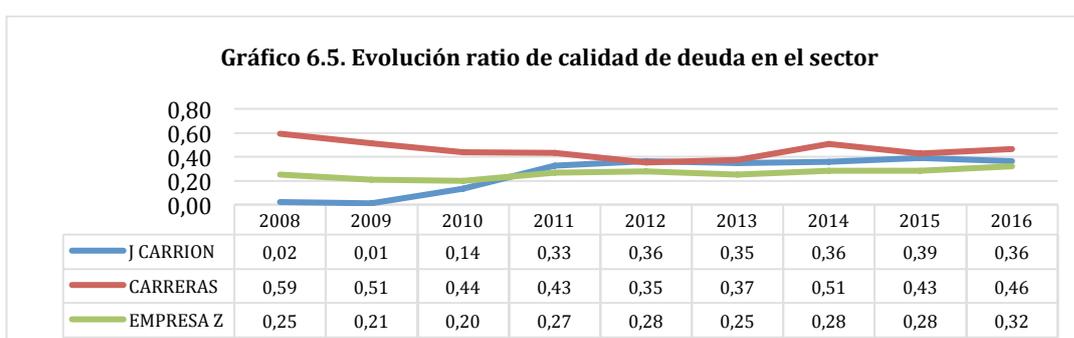
El ratio de endeudamiento Viene dado por el cociente entre el total de las deudas (pasivo corriente y no corriente) y la suma del pasivo y del neto patrimonial. Este ratio especifica en qué grado la empresa es financieramente dependiente frente a terceros ya

que muestra que porcentaje de los activos están financiados con recursos propios y que parte con recursos ajenos.



En Carreras, el ratio de endeudamiento del año 2016 es 0,63, es decir, el 63% de los recursos utilizados por la empresa son ajenos. El análisis comparativo nos muestra que J Carrión y la Empresa Z utilizan más recursos ajenos que propios pero en una proporción mayor.

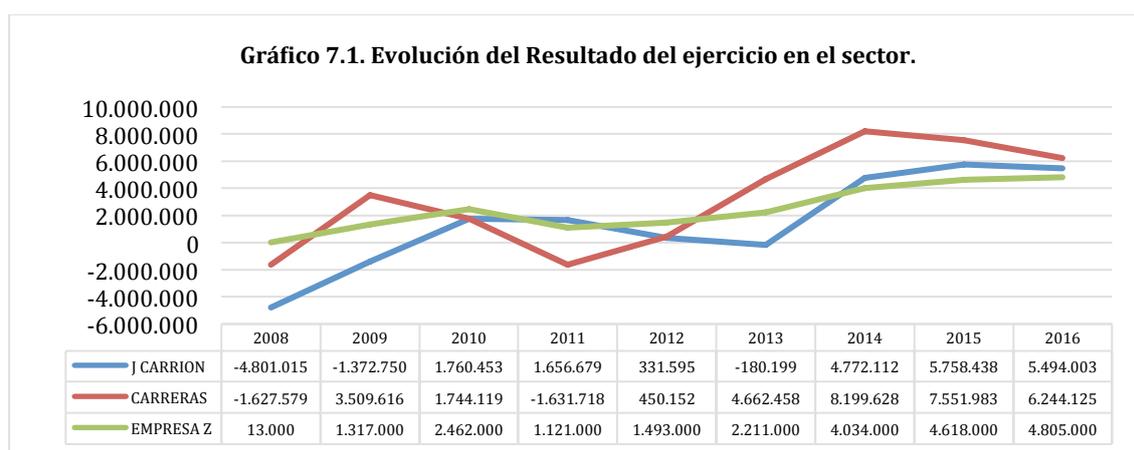
Además se analiza el ratio de calidad de deuda que se obtiene dividiendo el conjunto de deudas a largo plazo entre el total de deudas para ver cual es la composición de la deuda de la empresa. En el año 2016, las tres compañías tienen más recursos ajenos a corto que a largo plazo. Sin embargo, las proporciones no son las mismas: el 46% de los recursos ajenos en Carreras son a largo plazo, mientras que en J Carrión son un 36% y en la Empresa Z un 32%. Un aspecto a destacar es la poca presencia de deuda a largo plazo en J Carrión en los años comprendidos entre 2008 y 2010. A partir de este año alcanza valores similares a los de sus competidores.



7. ANÁLISIS DEL RESULTADO

En este apartado vamos a analizar los resultados de Carreras y compararlos con los de sus principales competidores. En primer lugar analizamos el resultado del ejercicio para, en segundo lugar, analizar sus componentes: resultado de explotación y resultado financiero.

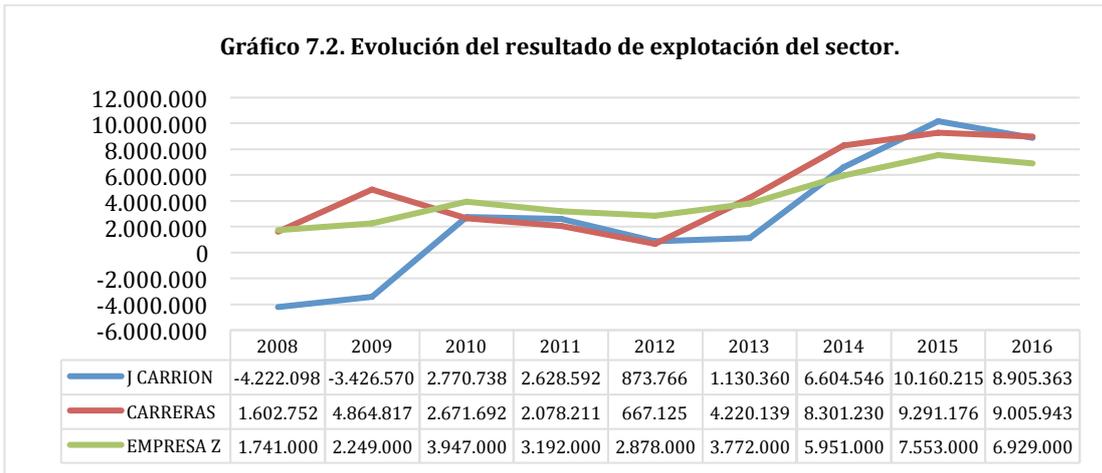
El gráfico 7.1 muestra la evolución del resultado del ejercicio de Carreras y sus competidores.



En 2016, Carreras ha obtenido una cifra de resultado mayor que las de sus competidores alcanzando los 6.244.125€. La evolución de Carreras ha sido un tanto irregular ya que obtiene resultados negativos en el año 2008 y 2011. J Carrión obtiene resultados negativos en 2008, 2009 y 2013 aunque en 2016 obtiene una cifra de resultado de 5.494.003 €. Por su parte, la empresa media del sector tiene una evolución más constante no terminando ningún ejercicio con cifras negativas y con un crecimiento sostenido desde el 2011 llegando hasta los 4.805.000€ en 2016.

7.1 ANÁLISIS DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN Y DEL EBITDA

El resultado de explotación está compuesto por el importe neto de la cifra de negocio minorado por los gastos operativos y las amortizaciones y deterioros. El resultado de la explotación del sector está reflejado en el siguiente gráfico.

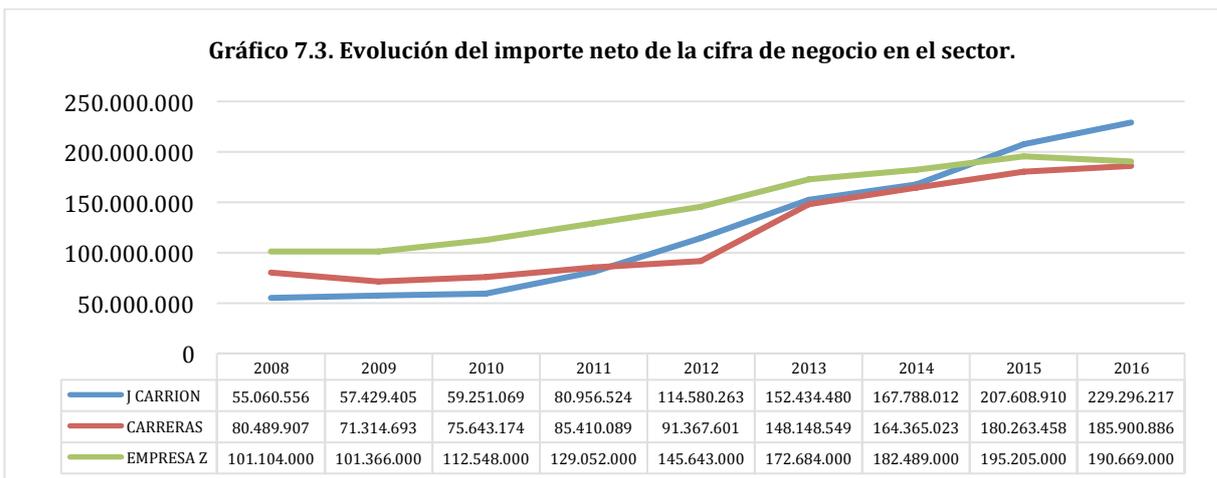


Observamos que Carreras y J Carrión tienen un resultado de explotación muy parecido (9.005.943 y 8.905.363, respectivamente) y que el de la Empresa Z, en el año 2016, es menor (6.929.000). Podemos destacar dos hechos de estos valores: el resultado de explotación negativo de J Carrión los años 2008 y 2009 y su posterior crecimiento desde 2013 hasta alcanzar los valores de Carreras; y, la aceleración del crecimiento desde el año 2013 de Carreras y la Empresa Z.

Pasamos a analizar los componentes del resultado de la explotación.

7.1.1. Importe neto de la cifra de negocios.

En primer lugar, se analiza el importe neto de la cifra de negocios que muestra la cifra de ventas de las compañías. El gráfico 7.3 refleja la cifra de ventas netas del sector.



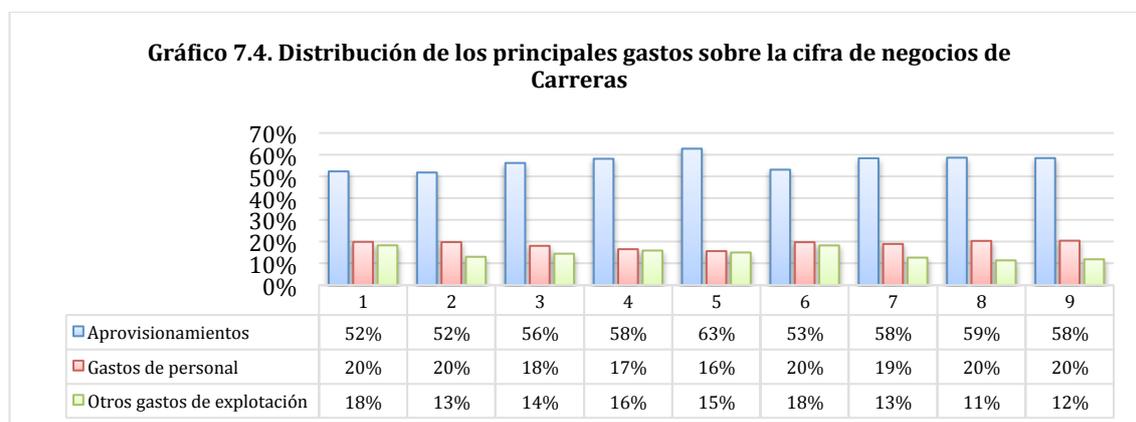
Como puede observarse, Carreras ha aumentado el importe neto de la cifra de negocios desde el año 2008 pasando de 80.489.907€ en 2008 a 185.900.886€ en 2016, esto es, 2,31 veces la cifra del 2008. Este hecho muestra el crecimiento de la empresa que ha tenido desde el final de la crisis.

La empresa Z parte del 2008 con un importe mayor de cifra de negocio que Carreras y que J Carrión (quien tiene la cifra más baja). No obstante, a lo largo de los años las posiciones en esta partida entre las tres empresas ha cambiado. J Carrión se ha convertido en la líder del mercado en este aspecto aumentando su cifra de negocio 4,2 veces alcanzando los 229.296.217€. Por su parte, la empresa media es la que menos ha crecido: 1,89 veces alcanzando un importe neto de cifra de negocio de 190.669.000.

Una vez analizada la cifra de ingresos de la empresa pasamos a analizar los diferentes costes que hacen aminorar esta cifra.

7.1.2. Significatividad de los gastos operativos sobre las ventas.

En el gráfico 7.4 se muestra el peso de los gastos operativos que tiene Carreras en su actividad principal respecto al importe neto de la cifra de negocios.



Los aprovisionamientos es el gasto que mayor peso tiene en la cuenta de pérdidas y ganancias representando alrededor del 60% de las ventas. En estas empresas de transporte los aprovisionamientos son en mayor medida los combustibles utilizados para el desplazamiento.

Por su parte el gasto en personal se ha mantenido constante a lo largo del periodo estudiado mirado desde la perspectiva de los datos relativos. En valores absolutos ha crecido pero siempre de acuerdo con la cifra neta de negocios lo que hace suponer una gestión eficiente del personal por parte de la empresa.

En otros gastos de explotación encontramos gastos habituales de los almacenes (seguridad, luz, agua) así como reparaciones de los vehículos. Respecto a la tendencia, encontramos una bajada desde el 18% en 2008 a un 12% en 2016.

En los gráficos 7.5 y 7.6 podemos observar que la distribución de los principales gastos en las empresas competidoras sigue el mismo patrón que en Carreras donde los aprovisionamientos ocupan el mayor peso, seguido de los gastos de personal y de los otros gastos de explotación.

Gráfico 7.5 Distribución principales gastos J Carrión

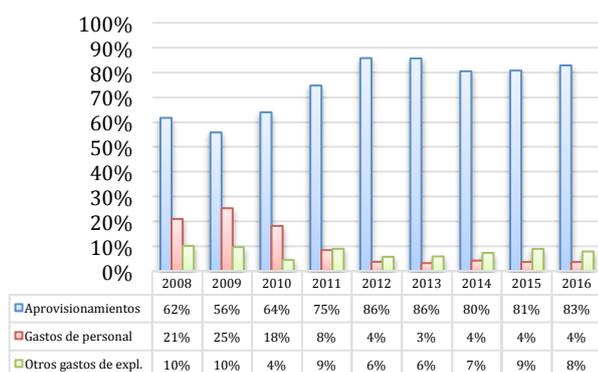
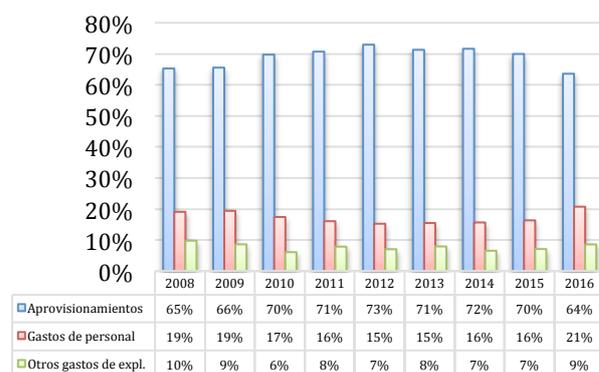


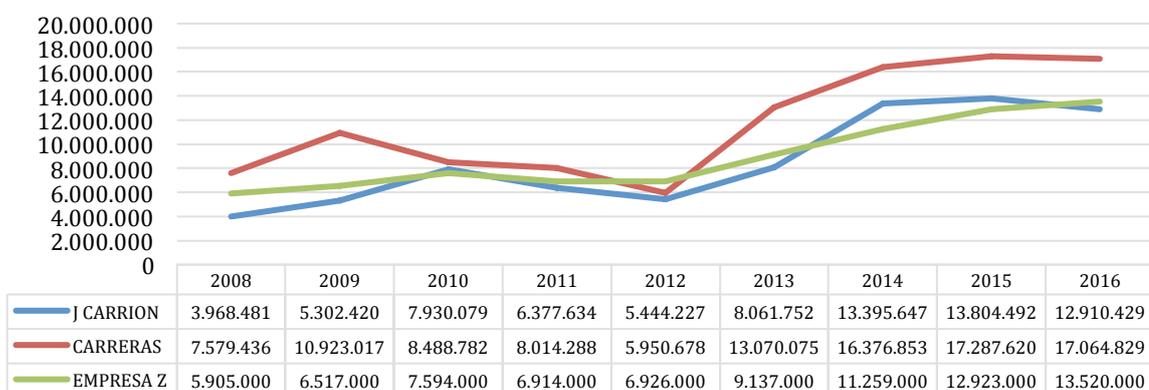
Gráfico 7.6 Distribución principales gastos Empresa Z



7.1.3. EBITDA

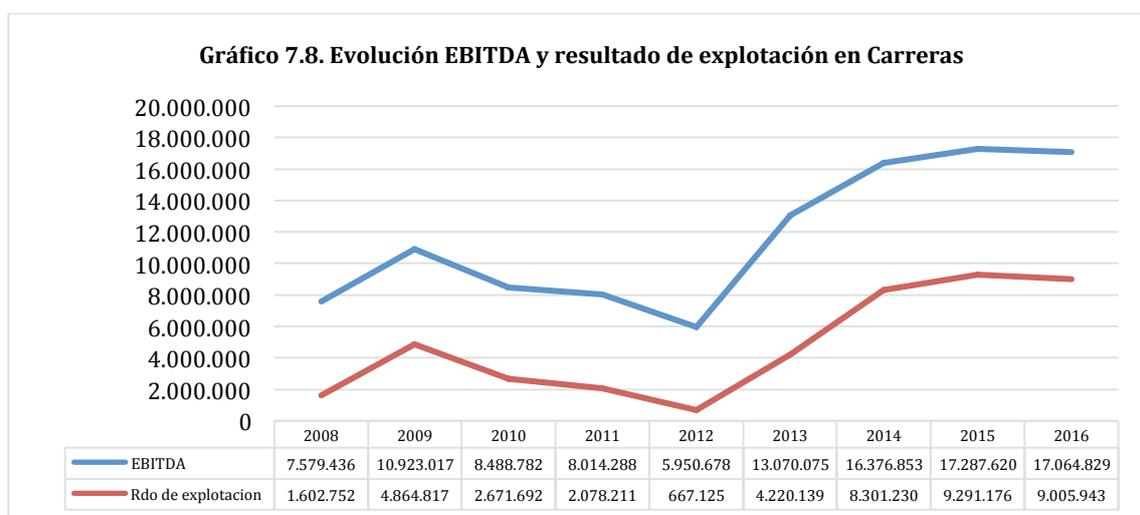
El siguiente paso es analizar el EBITDA que es uno de los resultados intermedios de mayor relevancia. El EBITDA es un indicador del resultado relativo al beneficio obtenido directamente por las actividades de la explotación y se calcula restando a la cifra de negocio los gastos operativos. El siguiente gráfico muestra la tendencia del EBITDA del sector.

7.7. Evolución EBITDA en el sector



Se puede observar que todas las empresas han tenido una evolución similar y han mejorado su EBITDA en el periodo estudiado siendo J Carrión la que en mayor medida lo hace (3,25 veces superior) seguido de la Empresa Z (2,29 veces) y Carreras (2,25 veces). Carreras ha obtenido un EBITDA superior al de sus competidores todos los años, a excepción del 2009.

El resultado de explotación es el producto de restarle al EBITDA las amortizaciones y deterioros. En el siguiente gráfico se comparan estos dos valores en Carreras para ver la evolución en las amortizaciones.

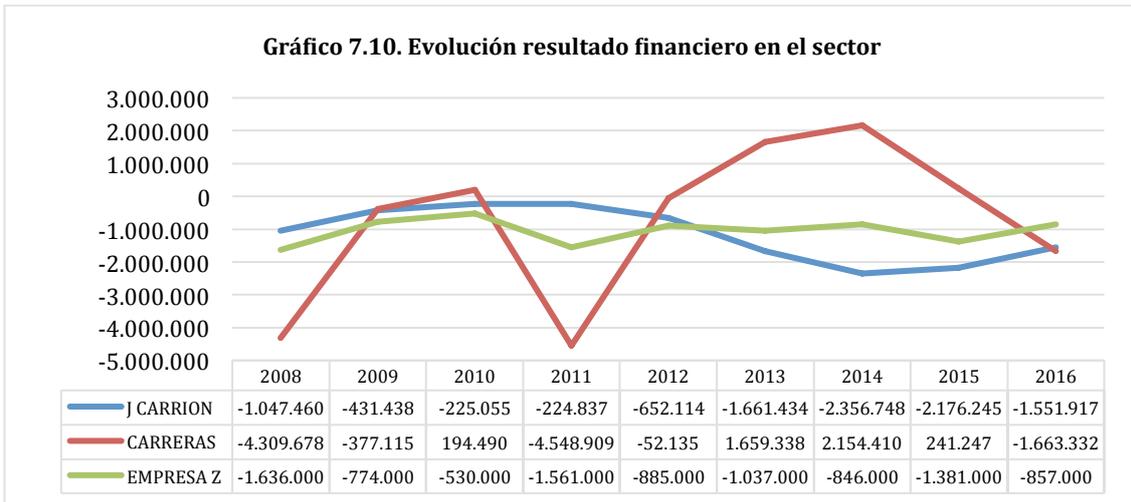


Como se aprecia, ambas partidas siguen una evolución similar hasta el 2012 en el cual se produce un aumento de la diferencia entre el EBITDA y el resultado de explotación. Como se puede apreciar en el gráfico 7.9, el peso de las amortizaciones ha ido disminuyendo con el paso de los años y ello es debido a un aumento superior de la cifra de negocio al aumento de las amortizaciones.



7.2 RESULTADO FINANCIERO.

El segundo componente del resultado del ejercicio es el resultado financiero que esta compuesto por los intereses, tanto los que reciben de las inversiones como los que pagan por la financiación ajena. En el gráfico 7.9 se muestra tanto la evolución del resultado financiero de Carreras como la de sus competidores.



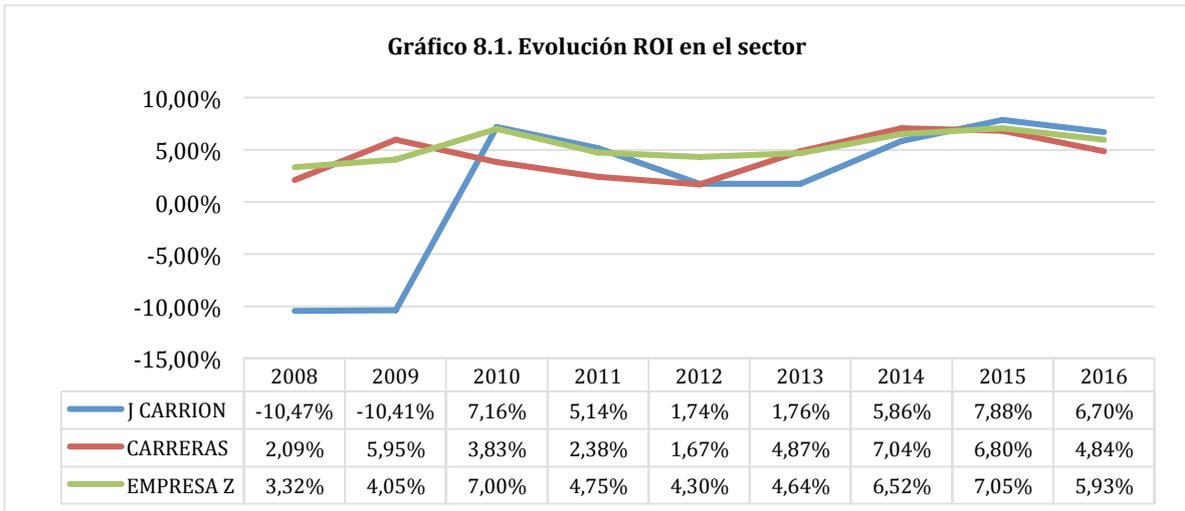
El resultado financiero de J Carrión y de la Empresa Z es negativo en el periodo estudiado. Por su parte Carreras tiene resultados financieros positivos en los años 2010, 2013, 2014 y 2015 y negativos en los años restantes. Destacan los años 2008 y 2012 con resultados negativos muy amplios que son debidos a pérdidas en operaciones bursátiles que tuvo que hacer frente la empresa.

8. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

En este apartado vamos a estudiar tanto la rentabilidad económica como financiera de Carreras.

8.1 RENTABILIDAD ECONÓMICA.

La rentabilidad económica o “returns of investments” (en adelante ROI) es el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) y el total del activo. Este cociente mide la relación entre el resultado de explotación y el total del activo, esto es, que beneficio o plusvalía generan las máquinas, los inmuebles, los vehículos de la empresa (el conjunto de los activos). La tendencia de este ratio en el sector se muestra en el gráfico 8.1.



Se observa que, salvo los dos primeros años de J Carrión, la rentabilidad oscila entre el 3% y el 8% siendo en 2016 la ROI de J Carrión del 6,7%, de la empresa Z del 5,93% y la de Carreras del 4,84%. Por lo tanto, Carreras es la que menos rentabilidad saca de sus activos.

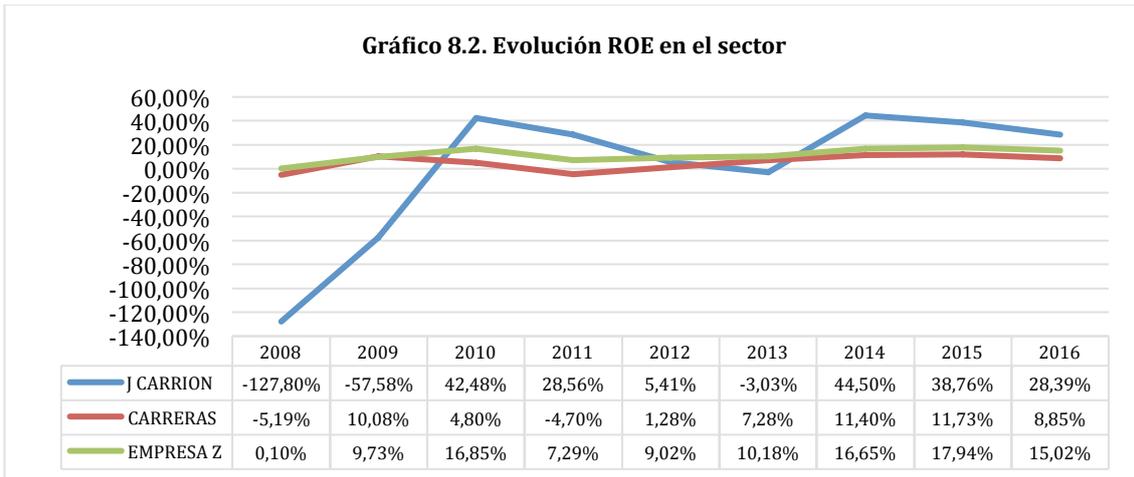
A continuación analizamos porque la ROI en Carreras es menor que en sus competidores. Para ello dividimos la ROI en dos factores: la rotación de activos (ventas/activo), que nos permite ver el número de veces que las ventas del periodo alcanzan el valor del activo; y el margen, que es la riqueza generada por cada unidad monetaria vendida. Véase en el siguiente cuadro.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
MARGEN (EBIT)	0,02	0,08	0,05	0,03	0,02	0,05	0,07	0,06	0,05
ROTACION	0,99	0,79	0,85	0,92	0,98	1,02	0,98	1,16	0,97
ROI	2,09%	5,95%	3,83%	2,38%	1,67%	4,87%	7,04%	6,80%	4,84%

Analizando la rotación podemos decir que la inversión en activos es demasiado elevada para el nivel de ventas que tiene la compañía (el total de ventas apenas alcanza la inversión total). Como hemos visto antes el activo de Carreras es mayor que el de sus competidores y ello hace que, aun teniendo un EBIT superior al de sus competidores, la rentabilidad sea menor al conseguirlo con una inversión mayor.

8.2 RENTABILIDAD FINANCIERA.

La rentabilidad financiera mide la capacidad de la empresa a la hora de remunerar a sus propietarios o accionistas. Este ratio mide la relación entre el beneficio neto (resultado después de restar los intereses e impuestos) y los fondos propios. La información es muy importante para los accionistas ya que muestra si la inversión realizada por ellos da frutos. La rentabilidad financiera del sector se muestra en el gráfico 8.2.



Del estudio comparativo se extraen las siguientes conclusiones. Carreras obtiene rentabilidades positivas no muy altas salvo los años en los que el resultado del ejercicio es negativo. La Empresa Z es altamente atractiva para los accionistas puesto que la media del periodo estudiado es de 11,42% de rentabilidad financiera. Por su parte, J Carrión reporta unos datos mucho más dispares debido a que su PN es muy bajo y cuando obtiene ganancias también los accionistas obtienen una gran rentabilidad y viceversa. Se concluye que, Carreras es una empresa menos atractiva para los inversores que sus homólogos en el sector.

Por otro lado, a los accionistas les interesa que la empresa reparta dividendos. De la memoria del grupo se ha extraído la siguiente tabla que muestra los datos del reparto los últimos años. En este sentido, la empresa es más atractiva para los inversores que por su rentabilidad financiera.

	2012	2013	2014	2015	2016
Reparto dividendos	0,00	0,00	134.718,00	107.775,05	107.775,00

9. NUEVAS METODOLOGÍAS DEL ANÁLISIS FINANCIERO: APLICACIÓN DEL MODELO Z SCORE DE ALTMAN.

Tradicionalmente, las razones financieras son la base para estudiar y analizar la situación económico-financiera de la empresa (Ibarra, 2006) pero algunos investigadores como Lev y Sunders (1979), Bukovinsky (1993), Lizarraga (1996) o Braeley y Miers (1999) han criticado este tipo de análisis financiero realizado exclusivamente a través de los ratios por no tener la capacidad de predecir de manera concluyente la evolución de una empresa en el futuro.

A pesar de todas las críticas, este sigue siendo uno de los métodos de análisis más utilizados para resumir la situación financiera empresarial. En sus inicios, el análisis de los ratios se utilizaba como método descriptivo de la situación financiera empresarial pero con el paso de los años se han ido utilizando métodos predictivos a través de diversos modelos estadísticos propuestos por numerosos científicos como Fitzpatrick (1932) Arthur Winakor y Raymond Smith (1935), Charles Merwim (1942), Beaver (1966) o Altman (1968). Ibarra (2006) explica que estos numerosos estudios dieron fruto a uno principal dirigido por Edward Altman en 1968 quien obtuvo un modelo con capacidad significativa para la predicción de quiebras. Por ello, hemos decidido aplicar este modelo conocido como Z-Score de Altman (1968).

La formula de este método es la siguiente:

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,99X5$$

X1= Capital circulante / activo total

X2= Resultado retenido / activo total

X3= EBIT / activo total

X4= Patrimonio Neto / Pasivo total

X5= Ventas / activo total

La siguiente tabla muestra el resultado de aplicar el modelo a Carreras para el año 2015.

Z-Score Altman	Año 2015
X1= Capital circulante / activo total	0,0719
X2= Resultado retenido / activo total	0,0326
X3= RAIT / activo total	0,0890
X4= Patrimonio Neto / valor contable de los pasivos	0,3683
X5= Ventas / activo total	0,9699
Z=Indicador global	1,6069

- Un valor $Z > 3$ es un valor seguro, y la empresa no tendrá probabilidad de quiebra, es decir, no tendrá problemas de solvencia en el corto y medio plazo por lo que se considera que está en una zona de alta seguridad.
- Con un valor $1,8 < Z < 2,9$ existe una probabilidad de quiebra en los próximos años. Es la denominada zona gris que indica una seguridad relativa, un área de observación que está por debajo del umbral de más alta seguridad.
- Con un valor $Z < 1,8$ la probabilidad de quiebra es muy alta.

Aunque con el resultado obtenido de la estimación encontraríamos una probabilidad muy alta de que Carreras cayera en la quiebra en los próximos años, hay que tener en cuenta que los modelos predictivos hay que tomarlos con cierta cautela ya que no siempre muestran la realidad de un futuro próximo.

Los parámetros de la variable que tienen más importancia son los factores X1, X2 y X3 que tienen como común denominador el activo total y es por ello por lo que el resultado es tan bajo al tener Carreras un cifra de activo muy alta.

10. CONCLUSIONES

Del estudio realizado en este trabajo podemos concluir que Carreras no solo ha soportado la crisis económica sino que ha continuado su actividad creciendo y consolidando su posición de líder entre las empresas del sector del transporte por carretera y almacenaje más importantes de España.

El equilibrio financiero es adecuado puesto que sus activos a largo plazo están financiados en su totalidad con recursos a largo plazo y hay un fondo de maniobra positivo que hace que la empresa no tenga problemas a la hora de afrontar los pagos en el corto plazo.

La solvencia, medida con los ratios de garantía y estabilidad, es superior a la de sus competidores lo que garantiza la estabilidad de la empresa en el largo plazo.

Del análisis del resultado se extrae la conclusión de que, a pesar de tener un importe neto de cifra de negocio inferior al de sus competidores, Carreras es más eficiente a la hora de gestionar tanto los costes operativos habituales de la actividad (reporta un EBITDA mejor que sus competidores) como el total de ellos (el resultado del ejercicio es mayor que el de sus competidores). No obstante, la cifra del resultado del ejercicio ha sido negativa en los años 2008 y 2011 debido a unos gastos financieros muy elevados.

La rentabilidad económica es menor que la de sus competidores debido al gran volumen de activo que la empresa tiene comparado con su cifra de negocio. Para mejorar la rentabilidad o bien tiene que utilizar esa alta inversión para producir una mayor cifra de ventas, o bien tiene que reducir sus activos manteniendo la cifra de negocio.

La rentabilidad financiera es menor que la de sus competidores porque el peso de los recursos propios en la financiación es mayor en Carreras que en sus competidores por lo que la empresa es menos atractiva para los inversores. No obstante, el reparto de dividendos en los años 2014, 2015 y 2016 es valorado positivamente desde esta posición de inversor.

Para finalizar, el análisis Z-Altman predice una quiebra en un futuro próximo de Carreras. Sin embargo, este resultado se contradice con el análisis de las cifras de Carreras realizado previamente que nos hace concluir que la empresa muestra signos positivos en cuanto a equilibrio financiero, estabilidad financiera, resultado de explotación y EBITDA.

BIBLIOGRAFÍA

- Westwick, C. (1994). *Manual par la aplicación de los ratios de gestión*. Bilbao: Deusto.
- Winakor y Smith. *Changes in financial structure of unsuccessful industrial companies*. University of Illinois.
- Ayuso y Jiménez. (1996). Una reflexión crítica sobre el concepto y ámbito del análisis financiero y los objetivos de la investigación en materia de análisis de la información financiera. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* , 25 (87), 403-427.
- Altman, E. (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptc*. The journal of finance, 23.
- Anaya, J. J. (2009). *El transporte de mercancías*. Madrid: ESIC.
- Bukovinsky, D. (1993). Cash flow and cash position measures in the prediction of business failure: an empirical study. *Tesis de la Universidad de Kentucky* , 205.
- Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: selected Studies. *Supplement to journal of Accounting research* , 71-111.
- Bernstein, L. (1984). *Análisis de Estados financieros*. Bilbao, España: Deusto.
- Brealey y Miers. (1999). *Principles of corporate finance*. USA: McGraw-Hill.
- Cuervo y Rivero. (1986). Análisis económico-financiero de la empresa. *Revista Española de financiación y contabilidad*. , XVI (49), 15-33.
- Felgueroso, F. (12 de 2015). Claves para mejorar la educación y formación de adultos en España en la post-crisis. *Estudios sobre la economía española* .
- Flores y Cortijo. (2009). *Análisis de estados financieros*. Madrid: Pearson Educación.
- Fomento, M. d. (2015). *Evolución de los indicadores económicos y sociales del transporte terrestre*.

- Fomento, M. d. (2017). *Informe anual 2016 del Observatorio del transporte y la logística en España*. Madrid.
- Ibarra, A. (2006). Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios. *Pensamiento y gestión*. (21), 234-271.
- INE. (2015). *Encuesta sobre innovación en las empresas*.
- Lev y Sunder. (1979). Methodological issues in the use of financial ratios. *Journal of Accounting and Economics* , 187-210.
- Lizarraga, F. (1996). *Modelos multivariantes de previsión del fracaso empresarial: una aplicación a la realidad de la información contable española*. Tesis doctoral, Universidad Pública de Navarra, Navarra.
- Merwin, C. (1942). Financing small corporations in five manufacturing industries, 1922-36. *New York National Bureau of Economic Research* .
- Parra y Lloret. (2004). *Dirección financiera* (Vol. 81). Barcelona: Ediciones UPC.
- Peng y Baptista. (2007). Using PEST analysis as a Tool for Refining and Focusing Contexts for Information System Research. *European Conference on Research Methodology for Business and Management Studies*. (6th Edition).
- Porter, M. E. (2009). *Estrategia competitiva. Técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores*. Madrid: Pirámide.
- Ruiz Ojeda, A. (2010). *Derecho de la regulación económica*. Madrid: IUSTEL.
- Transportes, C. d. (2010). *Libro verde de transporte y cambio climático*.

LISTA DE GRÁFICOS.

3. La empresa y su entorno.

3.1. Evolución VAB 494 CNAE respecto al VAB total

4. Análisis patrimonial: composición, evolución y tendencia.

4.1. Evolución del total activo de Carreras.

4.2. Evolución del total de activo en el sector

4.3. Estructura activo Carreras.

4.4. Estructura activo J Carrión

4.5. Estructura activo Empresa Z

4.6. Inmovilizado material de Carreras.

4.7. Activo circulante Carreras

4.8. Activo circulante J Carrión

4.9. Activo circulante Empresa Z

4.10 Estructura financiera Carreras

4.11 Estructura financiera J Carrión

4.12 Estructura financiera Empresa Z

5. Equilibrio financiero: fondo de maniobra

5.1. Evolución fondo de maniobra en el sector

6. Análisis de la liquidez, solvencia y endeudamiento

6.1. Evolución ratio de liquidez en el sector

6.2. Evolución ratio de garantía en el sector

6.3. Evolución ratio de estabilidad en el sector

6.4. Evolución ratio de endeudamiento en el sector

6.5. Evolución ratio de calidad de deuda en el sector

7. Análisis del resultado

7.1. Evolución del resultado del ejercicio en el sector

7.2. Evolución del resultado de explotación en el sector

7.3. Evolución del importe neto de la cifra de negocio en el sector

7.4. Distribución de los principales gastos sobre la cifra de negocios de Carreras

7.5. Distribución principales gastos J Carrión

7.6. Distribución principales gastos Empresa Z

7.7. Evolución EBITDA en el sector

7.8. Evolución EBITDA y resultado de explotación en Carreras

7.9. Amortizaciones en Carreras

7.10 Evolución resultado financiero en el sector.

8. Análisis de la rentabilidad

8.1. Evolución ROI en el sector

8.2. Evolución ROE en el sector

ANEXOS

CARRERAS GRUPO LOGÍSTICO S.A.

BALANCE DE SITUACIÓN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inmovilizado	54.366.364	53.487.789	56.001.353	54.779.978	53.124.294	81.255.044	80.111.609	89.418.027	112.998.653
Inmovilizado inmaterial	190.157	89.328	59.570	29.401	9.207	134.804	158.780	199.203	173.534
Inmovilizado material	31.825.780	31.701.792	27.229.833	26.268.561	24.834.721	61.043.035	65.589.714	75.442.855	95.463.950
Otros activos fijos	22.350.427	21.696.670	28.711.951	28.482.016	28.280.366	20.077.204	14.363.115	13.775.969	17.361.169
Activo circulante	27.286.659	37.304.278	32.927.396	37.630.130	40.413.691	64.047.617	87.569.693	65.593.814	78.664.897
Existencias	245.867	293.069	444.646	384.532	363.858	249.528	211.616	211.616	366.401
Deudores	25.693.440	26.251.811	29.143.009	29.974.615	30.903.865	47.875.620	46.682.692	46.465.629	57.656.104
Otros activos líquidos	1.347.352	10.759.399	3.339.741	7.270.982	9.145.968	15.922.469	40.675.386	18.916.569	20.642.392
Tesorería	295.789	5.559.348	306.365	406.555	217.031	678.720	305.900	202.293	208.815
TOTAL ACTIVO	81.653.023	90.792.067	88.928.750	92.410.108	93.537.984	145.302.660	167.681.303	155.011.841	191.663.550
Fondos propios	31.389.980	34.814.616	36.338.564	34.683.338	35.070.471	64.005.915	71.928.943	64.406.567	70.584.842
Capital suscrito	865.885	865.885	865.885	865.885	865.885	875.667	875.667	875.667	875.667
Otros fondos propios	30.524.095	33.948.732	35.472.680	33.817.454	34.204.587	63.130.248	71.053.276	63.530.900	69.709.175
Pasivo fijo	29.776.888	28.621.666	23.023.679	24.931.964	20.506.209	30.136.018	48.509.098	38.848.730	56.189.678
Acreedores a L. P.	27.449.886	26.275.068	20.094.081	22.536.659	18.325.461	26.413.206	46.043.670	36.621.408	53.748.465
Otros pasivos fijos	2.327.002	2.346.598	2.929.599	2.395.305	2.180.748	3.722.812	2.465.427	2.227.322	2.441.213
Provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Pasivo líquido	20.486.155	27.355.785	29.566.506	32.794.806	37.961.304	51.160.727	47.243.262	51.756.543	64.889.029
Deudas financieras	9.204.655	11.568.596	12.379.227	16.730.416	16.135.983	24.792.696	19.788.966	17.994.337	22.862.732
Acreedores comerciales	9.274.788	12.310.514	12.903.145	11.234.760	12.339.691	15.065.200	15.637.084	16.728.469	18.421.176
Otros pasivos líquidos	2.006.712	3.476.675	4.284.135	4.829.630	9.485.630	11.302.830	11.817.213	17.033.737	23.605.121
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	81.653.023	90.792.067	88.928.750	92.410.108	93.537.984	145.302.660	167.681.303	155.011.841	191.663.550
Fondo de maniobra	6.800.504	9.948.493	3.360.890	4.835.324	2.452.387	12.886.890	40.326.431	13.837.271	13.775.867

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios.	80.489.907	71.314.693	75.643.174	85.410.089	91.367.601	148.148.549	164.365.023	180.263.458	185.900.886
Aprovisionamientos	42.128.021	36.958.923	42.513.416	49.653.332	57.364.405	78.696.287	95.966.220	105.705.846	108.676.130
Gastos de personal	16.036.034	14.126.217	13.684.933	14.139.535	14.313.359	29.308.791	31.177.704	36.708.652	38.025.853
Otros gastos de explotación	14.746.416	9.306.536	10.956.043	13.602.933	13.739.159	27.073.396	20.844.246	20.561.341	22.134.074
Amortizaciones y deterioros	5.976.685	6.058.200	5.817.090	5.936.077	5.283.553	8.849.936	8.075.623	7.996.443	8.058.886
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.602.752	4.864.817	2.671.692	2.078.211	667.125	4.220.139	8.301.230	9.291.176	9.005.943
Resultados de inversiones financieras	101.437	537.337	735.106	121.741	896.596	2.854.944	3.508.998	1.255.318	276.679
Gastos financieros	4.411.115	914.451	540.615	4.670.650	948.731	1.195.607	1.354.588	1.014.072	1.940.011
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS	-2.706.927	4.487.703	2.866.182	-2.470.698	614.990	5.879.477	10.455.640	9.532.423	7.342.612
Impuesto sobre resultados ordinarios	-1.079.348	978.087	1.122.063	-838.979	164.839	1.217.019	2.256.013	1.980.440	1.098.486
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-1.627.579	3.509.616	1.744.119	-1.631.718	450.152	4.662.458	8.199.628	7.551.983	6.244.125
Resultados excepcionales									
Impuesto sobre resultados excepcionales									
RESULTADO DEL EJERCICIO	-1.627.579	3.509.616	1.744.119	-1.631.718	450.152	4.662.458	8.199.628	7.551.983	6.244.125
EBIT	1.602.752	4.864.817	2.671.692	2.078.211	667.125	4.220.139	8.301.230	9.291.176	9.005.943
EBITDA	7.579.436	10.923.017	8.488.782	8.014.288	5.950.678	13.070.075	16.376.853	17.287.620	17.064.829

J CARRIÓN SA

BALANCE DE SITUACIÓN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inmovilizado	24.629.181	16.203.412	12.304.056	13.325.741	41.696.170	44.291.962	49.360.973	65.968.050	69.116.579
Inmovilizado inmaterial	51.500	37.997	31.352	70.806	32.571	30.255	30.255	n.d.	n.d.
Inmovilizado material	24.216.036	15.012.201	11.775.060	12.820.367	20.082.963	19.463.774	20.670.458	33.274.687	43.056.436
Otros activos fijos	361.645	1.153.213	497.644	434.567	21.580.636	24.797.933	28.660.260	32.693.363	26.060.143
Activo circulante	15.318.980	16.514.793	27.789.838	47.360.867	47.731.308	57.943.730	78.281.478	79.382.821	80.422.132
Existencias	124.426	100.747	307.693	295.076	684.776	301.985	177.112	20.952	76.662
Deudores	13.058.824	12.591.428	16.435.178	22.103.105	35.474.570	40.365.714	49.895.621	53.775.781	56.700.414
Otros activos líquidos	2.135.729	3.822.618	11.046.967	24.962.686	11.571.962	17.276.032	28.208.745	25.586.089	23.645.056
Tesorería	1.581.034	1.621.682	2.348.161	1.529.848	3.017.318	9.052.658	11.651.942	18.492.163	7.915.207
TOTAL ACTIVO	39.948.161	32.718.205	40.093.893	60.686.607	89.427.478	102.235.692	127.642.451	145.350.871	149.538.711
Fondos propios	3.756.734	2.383.984	4.144.438	5.801.117	6.132.712	5.952.513	10.724.624	14.857.304	19.351.307
Capital suscrito	162.985	162.985	162.985	162.985	162.985	162.985	162.985	162.985	162.985
Otros fondos propios	3.593.749	2.220.999	3.981.452	5.638.131	5.969.727	5.789.527	10.561.639	14.694.318	19.188.321
Pasivo fijo	809.955	325.821	4.853.640	17.992.341	30.376.550	33.300.819	42.025.426	50.641.196	47.233.956
Acreeedores a L. P.	809.955	325.821	4.853.640	15.730.796	28.793.469	32.192.663	41.315.299	49.938.043	46.196.368
Otros pasivos fijos				2.261.544	1.583.081	1.108.157	710.127	703.153	1.037.588
Provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	40.000	40.000
Pasivo líquido	35.381.471	30.008.399	31.095.815	36.893.150	52.918.216	62.982.360	74.892.400	79.852.372	82.953.448
Deudas financieras	573.783	508.478	2.721.871	2.556.711	17.347.052	28.092.858	38.113.332	46.374.842	56.288.660
Acreeedores comerciales	5.820.554	5.637.094	7.573.237	8.501.911	12.580.519	11.096.307	11.777.422	12.878.454	13.410.285
Otros pasivos líquidos	28.987.134	23.862.828	20.800.708	25.834.528	22.990.645	23.793.195	25.001.646	20.599.076	13.254.504
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	39.948.161	32.718.205	40.093.893	60.686.607	89.427.478	102.235.692	127.642.451	145.350.871	149.538.711
Fondo de maniobra	7.362.696	7.055.081	9.169.634	13.896.270	23.578.827	29.571.392	38.295.311	40.918.279	43.366.791

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios.	55.060.556	57.429.405	59.251.069	80.956.524	114.580.263	152.434.480	167.788.012	207.608.910	229.296.217
Aprovisionamientos	33.981.886	32.064.254	37.884.443	60.500.544	98.279.377	130.554.233	135.057.588	167.689.883	189.927.957
Gastos de personal	11.554.507	14.531.775	10.775.335	6.834.016	4.273.866	4.851.469	7.049.408	7.623.354	83.782.27,85
Otros gastos de explotación	5.555.681	5.530.957	2.661.212	7.244.331	6.582.793	8.967.026	12.285.370	18.491.181	180.796.02,8
Amortizaciones y deterioros	8.190.579	8.728.990	5.159.341	3.749.042	4.570.461	6.931.391	6.791.102	3.644.278	400.506,57
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-4.222.098	-3.426.570	2.770.738	2.628.592	873.766	1.130.360	6.604.546	10.160.215	89.053.63,15
Resultados de inversiones financieras	39.002	20.499	101.217	490.544	685.986	665.619	881.680	1.294.035	110.775,39
Gastos financieros	1.086.462	451.937	326.272	715.382	1.338.100	2.327.053	3.238.428	3.470.280	265.966,74
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS	-5.269.558	-3.858.008	2.545.683	2.403.754	221.652	-531.074	4.247.797	7.983.970	73.534.45,9
Impuesto sobre resultados ordinarios	-468.543	-2.485.258	785.230	747.075	-109.944	-350.875	-524.314	2.225.532	185.944,95
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-4.801.015	-1.372.750	1.760.453	1.656.679	331.595	-180.199	4.772.112	5.758.438	54.940.02,95
Resultados excepcionales									
Impuesto sobre resultados excepcionales									
RESULTADO DEL EJERCICIO	-4.801.015	-1.372.750	1.760.453	1.656.679	331.595	-180.199	4.772.112	5.758.438	54.940.02,95
EBIT	-4.222.098	-3.426.570	2.770.738	2.628.592	873.766	1.130.360	6.604.546	10.160.215	8.905.363
EBITDA	3.968.481	5.302.420	7.930.079	6.377.634	5.444.227	8.061.752	13.395.647	13.804.492	12.910.429

EMPRESA Z

BALANCE DE SITUACIÓN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inmovilizado	30.157.000	28.715.000	27.610.000	32.644.000	39.237.000	45.043.000	47.962.000	55.778.000	73.192.000
Activo circulante	27.464.000	33.393.000	33.811.000	40.458.000	43.945.000	53.198.000	63.428.000	59.854.000	58.163.000
Existencias	189.000	185.000	266.000	267.000	388.000	306.000	337.000	236.000	413.000
Deudores	22.371.000	24.575.000	25.658.000	29.043.000	33.898.000	39.807.000	41.363.000	40.763.000	42.399.000
Otros activos líquidos	4.904.000	8.634.000	7.887.000	11.149.000	9.659.000	13.086.000	21.785.000	18.855.000	15.352.000
TOTAL ACTIVO	57.621.000	62.108.000	61.422.000	73.102.000	83.182.000	98.241.000	111.390.000	115.632.000	131.355.000
Fondos propios	12.381.000	13.533.000	14.609.000	15.367.000	16.546.000	21.720.000	24.235.000	25.747.000	31.996.000
Pasivo fijo	14.304.000	12.999.000	12.194.000	19.548.000	23.226.000	24.528.000	31.297.000	32.482.000	42.030.000
Pasivo líquido	30.936.000	35.576.000	34.619.000	38.187.000	43.410.000	51.994.000	55.858.000	57.403.000	57.328.000
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	57.622.000	62.108.000	61.422.000	73.102.000	83.182.000	98.241.000	111.390.000	115.632.000	131.355.000
Fondo de maniobra	12.675.000	12.804.000	12.094.000	15.441.000	17.648.000	24.228.000	22.811.000	20.242.000	25.725.000

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios.	101.104.000	101.366.000	112.548.000	129.052.000	145.643.000	172.684.000	182.489.000	195.205.000	190.669.000
Aprovisionamientos	66.004.000	66.456.000	78.501.000	91.252.000	106.259.000	123.126.000	130.725.000	136.563.000	121.248.000
Gastos de personal	19.305.000	19.670.000	19.610.000	20.735.000	22.209.000	26.728.000	28.577.000	31.891.000	39.551.000
Otros gastos de explotación	9.890.000	8.723.000	6.843.000	10.151.000	10.249.000	13.693.000	11.928.000	13.828.000	16.350.000
Amortizaciones y deterioros	4.164.000	4.268.000	3.647.000	3.722.000	4.048.000	5.365.000	5.308.000	5.370.000	6.591.000
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.741.000	2.249.000	3.947.000	3.192.000	2.878.000	3.772.000	5.951.000	7.553.000	6.929.000
Resultados de inversiones financieras	173.000	269.000	353.000	280.000	700.000	788.000	1.312.000	596.000	860.000
Gastos financieros	1.809.000	1.043.000	883.000	1.841.000	1.585.000	1.825.000	2.158.000	1.977.000	1.717.000
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS	105.000	1.475.000	3.417.000	1.631.000	1.993.000	2.735.000	5.105.000	6.172.000	6.072.000
Impuesto sobre resultados ordinarios	92.000	159.000	955.000	510.000	501.000	524.000	1.072.000	1.553.000	1.266.000
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	13.000	1.316.000	2.462.000	1.121.000	1.492.000	2.211.000	4.033.000	4.619.000	4.806.000
Resultados excepcionales									
Impuesto sobre resultados excepcionales									
RESULTADO DEL EJERCICIO	13.000	1.317.000	2.462.000	1.121.000	1.493.000	2.211.000	4.034.000	4.618.000	4.805.000
EBIT	1.741.000	2.249.000	3.947.000	3.192.000	2.878.000	3.772.000	5.951.000	7.553.000	6.929.000
EBITDA	5.905.000	6.517.000	7.594.000	6.914.000	6.926.000	9.137.000	11.259.000	12.923.000	13.520.000