



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis de la información del Estado de Flujos de Efectivo: sector fabricación de papel y cartón.

Analysis of the information on the Cash Flow Statement: paper and cardboard manufacturing sector.

Autor

Violeta Cealicu

Director

Julián González Pascual

Facultad de Economía y Empresa
Curso 2020 - 2021

INFORMACIÓN Y RESUMEN

Autor del trabajo: Violeta Cealicu

Director del trabajo: Julián González Pascual

Título del trabajo: Análisis de la información del Estado de Flujos de Efectivo: sector fabricación de papel y cartón. / Analysis of the information on the Cash Flow Statement: paper and cardboard manufacturing sector.

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad

Resumen: En los últimos años, debido al proceso de armonización contable internacional, se observa la relevancia del estudio del Estado de Flujos de Efectivo (en adelante EFE) para el análisis financiero de la empresa. Este trabajo pretende realizar un análisis de los parámetros financieros más significativos en base a la información que nos proporciona el EFE del periodo postcrisis (2010-2019) del sector fabricación de papel y cartón, centrándonos en un enfoque dinámico. Para llevar a cabo este análisis vamos a observar y estudiar los siguientes parámetros que nos ayudaran a comprender la evolución del sector: recursos generados por las operaciones (en adelante RGO), tesorería generada por las operaciones (en adelante TGO), política financiera a corto plazo (en adelante PFCP) y política financiera a largo plazo (en adelante PFLP).

Palabras claves: Estado de Flujos de Efectivo. Parámetros financieros. Análisis financiero.

Abstract: In recent years, due to the international accounting harmonization process, the relevance of the State of Cash Flows (hereinafter SCF) study to the financial analysis of the company has been observed. This work aims to carry out an analysis of the most significant financial parameters based on the information provided to us by the SCF of the post-discrimination period (2010-2019) of the paper and cardboard manufacturing sector, focusing on a dynamic approach. To carry out this analysis we will observe and study the following parameters that will help us understand the evolution of the sector: Resources generated by operations (RGO), Treasury generated by operations (hereinafter TGO), Short-term financial policy (STFP) and Long-term financial policy (LTFP).

Keywords: Cash Flow Status. Financial parameters. Financial analysis.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1. Objetivo del trabajo y partes	5
1.2. Justificación del interés del tema	5
1.3. Planteamiento metodológico.....	6
2. ANÁLISIS DESCRIPTIVO	7
2.1. Análisis de la información del Estado de Flujos de Efectivo	7
2.1.1. Flujos de efectivo de las actividades de explotación.....	10
2.1.2. Flujos de efectivo de las actividades de inversión	12
2.1.3. Flujos de efectivo de las actividades de financiación	13
2.2. Parámetros financieros.....	15
2.2.1. Recursos generados por las operaciones	15
2.2.2. Tesorería generada por las operaciones	17
2.2.3. Política financiera a corto plazo	18
2.2.4. Política financiera a largo plazo	20
3. ANÁLISIS EMPÍRICO.....	22
3.1. Análisis de los parámetros financieros	23
3.1.1. Recursos generados por las operaciones	23
3.1.2. Tesorería generada por las operaciones	26
3.1.3. Política financiera a corto plazo	28
3.1.4. Política financiera a largo plazo	32
3.2 Análisis financiero	37
4. CONCLUSIÓN	50
5. BIBLIOGRAFÍA REFERENCIADA	54
6. ANEXOS.....	58
6.1. Estrategia selección empresas del sector	58
6.2. Empresas del sector que presentan el EFE	58
6.3. SECTOR - Estado de Flujos de Efectivo.....	59
6.4. SAICA - Estado de Flujos de Efectivo	60
6.5. TORRASPAPEL - Estado de Flujos de Efectivo	61
6.6. GUIPUZCOANA - Estado de Flujos de Efectivo	62
6.7. TRONCHETTI - Estado de Flujos de Efectivo	63
6.8. AMCOR - Estado de Flujos de Efectivo	64
6.9. MIQUEL Y COSTAS - Estado de Flujos de Efectivo	65
6.10. ESSITY - Estado de Flujos de Efectivo.....	66

6.11. PAPRESA – Estado de Flujos de Efectivo	67
6.12. CARTONBOARD - Estado de Flujos de Efectivo.....	68

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1. Esquema de presentación según modelo EFE del PGC 2007.....	10
Cuadro 2.1.1. Determinación de los flujos netos de explotación según el PGC.....	11
Cuadro 2.1.2. Determinación de los flujos netos de inversión según el PGC	13
Cuadro 2.1.3. Determinación de los flujos netos de financiación según el PGC	14
Cuadro 2.1.3.1. Determinación de la variación total del efectivo según el PGC....	14
Cuadro 2.2.3. Relación entre los signos de TGO y RGO	18
Cuadro 2.2.4. Ciclos de vida de una empresa y EFE.....	20
Cuadro 3.1.1. Recursos generados por las operaciones	23
Cuadro 3.1.2. Tesorería generada por las operaciones	26
Cuadro 3.1.3. Política financiera a corto plazo	28
Cuadro 3.1.3.1. Liquidez.....	29
Cuadro 3.1.4. Política financiera a largo plazo	33
Cuadro 3.1.4.1. Ciclo de vida.....	33
Cuadro 3.2.1. Análisis financiero <i>SECTOR</i>	37
Cuadro 3.2.2. Análisis financiero SAICA	39
Cuadro 3.2.3. Análisis financiero TORRASPAPEL	40
Cuadro 3.2.4. Análisis financiero GUIPUZCOANA.....	41
Cuadro 3.2.5. Análisis financiero TRONCHETTI	42
Cuadro 3.2.6. Análisis financiero AMCOR.....	43
Cuadro 3.2.7. Análisis financiero MIQUEL Y COSTAS.....	44
Cuadro 3.2.8. Análisis financiero ESSITY	45
Cuadro 3.2.9. Análisis financiero PAPRESA.....	46
Cuadro 3.2.10. Análisis financiero CARTONBOARD.....	47
Cuadro 3.2.11. Análisis financiero global del sector y empresas	48

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1.1.1. RGO del sector	24
Gráfico 3.1.1.2. RGO de las empresas por debajo del sector	25
Gráfico 3.1.2.1. TGO del sector	26
Gráfico 3.1.2.2. TGO de las empresas con tendencia bajista contraria al sector	28

Gráfico 3.1.3.1. Política financiera a corto plazo del sector.....	30
Gráfico 3.1.3.2. Política financiera a corto plazo de las empresas	32
Gráfico 3.1.4.1. Política financiera a largo plazo del sector.....	34
Gráfico 3.1.4.2. Política financiera a largo plazo de las empresas	35

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivo del trabajo y partes

El presente trabajo tiene por objetivo el análisis de los parámetros financieros calculados en base a la información que nos proporciona el estado contable denominado Estado de Flujos de Efectivo, deteniéndose en sus aspectos más significativos necesarios para realizar el análisis financiero del sector y de las empresas más importantes pertenecientes al mismo desde una perspectiva dinámica. Además, se pretende resaltar la incidencia práctica de este tipo de análisis.

El presente trabajo se estructura, esencialmente, en cuatro grandes epígrafes. Este primer epígrafe es introductorio, explicando objetivo y partes, justificación del interés del tema y planteamiento metodológico del mismo. El segundo epígrafe enmarca la parte descriptiva del estado de flujos de efectivo y de aquellos parámetros financieros que son más relevantes para realizar el análisis financiero desde un enfoque dinámico. A continuación, en el tercer epígrafe, se realiza un análisis empírico, un análisis en profundidad de las ratios basados en flujos financieros, como los RGO, TGO, PFCP y PFLP, observando la evolución de las mismas y la comparación de la evolución de estos datos con los del sector, y para después realizar un análisis financiero global con los valores medios de estos parámetros. Finalmente dedicamos el cuarto epígrafe a las conclusiones más significativas del trabajo.

Además, al finalizar el trabajo hemos incluido un epígrafe de anexos, así como la bibliografía referenciada.

1.2. Justificación del interés del tema

Las empresas están cada vez más interesadas en el análisis de la solvencia porque la solvencia es importante para determinar la capacidad de afrontar sus obligaciones y por tanto una de las fuentes de información más importante es el Estado de Flujos de Efectivo, que representa un instrumento excelente para calibrar y enjuiciar la capacidad de generación de recursos líquidos de la empresa en el futuro.

Aunque el análisis financiero de la empresa, con la finalidad de conocer el grado de solvencia de la misma, se puede realizar desde un punto de vista estático, nosotros en este trabajo nos decantamos por el análisis financiero desde un punto de vista dinámico.

El análisis dinámico¹ lo realizamos a partir de las magnitudes relevantes del EFE, siendo más significativas las orientaciones emanadas del mismo, razón por la que en la actualidad es mucho más destacado el análisis de flujo, como herramienta notable para conocer el grado de solvencia a corto y largo plazo.

Hemos seleccionado el sector de fabricación de papel y cartón, porque creemos que es el sector que menos ha sufrido el efecto de la crisis y por eso queríamos comprobar cómo ha evolucionado desde la postcrisis a la actualidad.

1.3. Planteamiento metodológico

Para llevar a cabo este trabajo en primer lugar se ha elaborado un análisis descriptivo de los parámetros financieros calculados en base a la información que nos aporta el estado de flujos de efectivo a través del estudio de la legislación nacional e internacional aplicable y a través de diferentes fuentes bibliográficas que están a nuestra disposición en la biblioteca de la Universidad de Zaragoza. Una vez delimitado el marco teórico que vamos a emplear para la realización del análisis financiero, se ha elevado a cabo un estudio de campo, que ha permitido realizar un análisis empírico atento de la realidad de estos parámetros. En particular se ha analizado los principales parámetros financieros del sector fabricación de papel y cartón, también de las empresas más importantes que lo compone. Para ello se ha obtenido información del Estado de Flujos de Efectivo, tanto del sector como de las empresas que forma la muestra, a través del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI): base de datos.²

En base a la información que nos proporciona el EFE, calculamos los parámetros financieros más importantes como: RGO, TGO, PFCP y PFLP, tomando los primeros dos parámetros en términos absolutos, es decir según la cantidad numérica, y los últimos dos en términos relativos, es decir, relacionando parámetros. Para cada parámetro en parte, vamos a elaborar unos cuadros con estos valores en que este reflejada la muestra (9 empresas) y por último el sector, para un periodo temporal de diez años (2010-2019), así

¹ Algunos autores como (Riebold 1974; Casanovas Parella 1976; Cañibano Calvo y Bueno Campos 1978; 1983; Henderson y Maness 1989; Larrán Jorge 1995; Maseda García 1995; Sancho Pérez y Giner Inchausti 1996; Flores Caballero 1996b; Somoza López 1996; Jiménez Cardoso 1996; Lee, Ingram, y Howard 1999; Rojo Ramírez 2000; Iturralde Jainaga y Maseda García 2001; Esteo Sánchez et al. 2002; Hillebrandt, Evjenth, y Thomsen 2004; Medina Giacomozzi y González Pascual 2005; Altman y Hotchkiss 2006; Rojo Ramírez 2008; Vila Biglieri 2008; Ortega Martínez 2011; Gómez Valls 2012; Molina Sánchez, Ramírez Sobrino, y Bautista Mesa 2015; Rodríguez Ariza et al. 2016; González Pascual y Pessoa de Oliveira 2018), entre otros, adoptaron en sus estudios el modelo dinámico para analizar la solvencia de las empresas.

² El SABI es un directorio de empresas españolas y portuguesas, donde podemos encontrar información financiera y económica de las empresas españolas y que está disponible para los usuarios de la Universidad de Zaragoza.

pudiendo ejecutar comparaciones de cada empresa con el sector. Además, vamos a emplear gráficos con las evoluciones más destacadas de cada parámetro. Tanto los cuadros como los gráficos son de elaboración propia.

2. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

2.1. Análisis de la información del Estado de Flujos de Efectivo

Consecuencia de la política de armonización contable³ en la Unión Europea iniciada en la década de los setenta, en noviembre de 2007, España aprueba, mediante los Reales Decretos 1514/2007 y 1515/2007, el Plan General de Contabilidad (PGC) y el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), que sustituye al Plan de 1990 y representan el auge de la “vocación de convergencia con los Reglamentos comunitarios que contienen las NIC/NIIF⁴ adoptadas, en todos aquellos aspectos que resultan necesarios para hacer compatibles ambos cuerpos normativos contables.”(España y Ministerio de Economía y Hacienda 2020, 26).

La novedad de la reforma mercantil actual lo constituye, sin duda, el estado de flujos de efectivo, que es uno de los documentos que integran las cuentas anuales.⁵

Según dispone el artículo 257.3 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante TRLSC), la elaboración del EFE es obligatoria para todas las empresas que a la fecha de cierre cumplan al menos dos criterios durante dos ejercicios consecutivos, de cada uno de ellos:

- Importe total de los activos que no supere la cifra de 4.000.000 euros, se entiende que el total del activo será el que figure como cifra total en el modelo de balance.
- Importe anual neto de la cifra de negocios no supere los 8.000.000 euros.
- Número de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a 50.

³ Véase los artículos escritos por (Amat Salas, Blake, y Dowds 1996; Rojo Ramírez 1997).

⁴ Se entenderá por NIC, las Normas Internacionales de Contabilidad y por NIIF, las Normas Internacionales de Información Financiera aprobadas por el International Accounting Standard Board (IASB).

⁵ Según el PGC, en la tercera parte, de acuerdo con la norma 1.ª: “Las cuentas anuales comprenden el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto, el estado de flujos de efectivo y la memoria. ... Cuando pueda formularse balance y memoria en modelo abreviado, el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo no serán obligatorios.”

Claro está, que en los últimos años prima el criterio de utilidad⁶ para la toma de decisiones en base a la información financiera elaborada por las empresa, y si hasta ahora se determinaba la situación patrimonial de la empresa a través del balance de situación y se proporcionaba una cifra de resultados mediante la cuenta de pérdidas y ganancias, ninguno de estos documentos permiten comprender el efecto de determinadas transacciones financieras, así ha surgido la necesidad de un estado de flujos de la tesorería de la empresa. El EFE es un estado contable que complementa a los otros documentos de las cuentas anuales que nos proporciona información específica de las variaciones de tesorería y de las cuentas que determinan estos movimientos, siendo el “protagonista indiscutible de la información que deben proporcionar las empresas españolas.”(González Pascual 2016, 433).

Según la Norma Internacional de Contabilidad N°7 (NIC 7) Estado de Flujos de Efectivo:

*La información acerca de los flujos de efectivo es útil porque suministra a los usuarios de los estados financieros las bases para evaluar la capacidad que tiene la entidad para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como sus necesidades de liquidez. Para tomar decisiones económicas, los usuarios deben evaluar la capacidad que la entidad tiene para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como las fechas en que se producen y el grado de certidumbre relativa de su aparición.*⁷

Debido a su relevancia práctica, nos ha parecido interesante realizar un análisis financiero del sector en base a los parámetros financieros calculados según la información que nos aporta el EFE, teniendo en cuenta que es la única cuenta anual que se elabora según el principio de caja y el “estado en el que prima la objetividad y se posibilita la comparación de la información sobre el rendimiento de la explotación de diferentes empresas, pues elimina el efecto de utilizar distintos tratamientos contables para las mismas transacciones y sucesos económicos.”(Garrido Miralles y Íñiguez Sánchez 2017, 207).

El análisis dinámico que vamos a considerar en nuestro trabajo es un análisis basado exclusivamente en la información proporcionada por el estado de flujos de efectivo. Por esta razón consideramos necesario analizar este trascendental documento informativo

⁶ Véase los estudios de los autores como (Gonzalo Angulo 2003; Tascón Fernández y Amor Tapia 2007; Vila Biglieri 2008; Arimany Serrat, Viladecans Riera, y Moya Gutiérrez 2015).

⁷ Representa el objetivo de la NIC 7 según (Reglamento 1126/2008/CE de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento 1606/2002/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Texto pertinente a efectos del EEE) 2008, 320:27)

antes de delimitar los parámetros financieros que vamos a utilizar para el análisis financiero.

El estado de flujos de efectivo es un estado contable, un documento que informa de las variaciones que se han producido en la tesorería y equivalentes de tesorería⁸ de una empresa en un ejercicio económico, mostrando los cobros (los flujos de entrada de tesorería que provocan aumentos de tesorería) y los pagos (los flujos de salida que provocan disminuciones en esta partida) realizados en el año y que informa sobre el origen y utilización del efectivo durante este periodo de tiempo. Destacamos que esta orientación de considerar que el estado de flujos de efectivo deberá centrarse en los cobros y pagos y explicar los cambios de caja y de los equivalentes de tesorería, esta compartida tanto por el FASB-95⁹ como por el documento 20 de AECA¹⁰.

Con objetivo de incrementar la utilidad del estado de flujos de efectivo, el PGC clasifica los distintos cobros y pagos en tres tipos de flujos de efectivo: de las actividades de explotación, de las actividades de inversión y de las actividades de financiación. La suma de estas tres actividades va a resultar en el incremento o disminución neta del efectivo o equivalentes. Según (González Pascual 2016, 73) “para su mejor aprovechamiento analítico, todos los flujos de tesorería deberán aparecer agrupados y detallados en el orden y peculiaridades señaladas, diferenciando claramente su procedencia para reconocer, de esta forma, su contribución al cómputo total.”

Resumiendo, el esquema de presentación del EFE, según el modelo oficial del PGC, consta de cuatro apartados básicos que nos informa por separado de los flujos de tesorería según su procedencia, y un quinto apartado que representa el resumen de los anteriores, como se puede observar en el siguiente cuadro:

⁸ Según el PGC, en la tercera parte, de acuerdo con la norma 9.ª: “Se entiende por efectivo y otros activos líquidos equivalentes los que como tal figuran en el epígrafe B.VII del activo del balance, es decir, la tesorería depositada en la caja de la empresa, los depósitos bancarios a la vista y los instrumentos financieros que sean convertibles en efectivo y que, en el momento de su adquisición, su vencimiento no fuera superior a tres meses, siempre que no exista riesgo significativo de cambios de valor y formen parte de la política de gestión normal de la tesorería de la empresa. Asimismo, a los efectos del estado de flujos de efectivo, se podrán incluir como un componente del efectivo los descubiertos ocasionales cuando formen parte integrante de la gestión del efectivo de la empresa.”

⁹ FASB-95 es un documento formal emitido por el Financial Accounting Standards Board (FASB) que detalla las normas de contabilidad y las políticas contables establecidas por el FASB. Estas declaraciones de normas de contabilidad financiera se emiten, con la expectativa de que todas las empresas que cotizan en las bolsas de valores estadounidenses se adhieran a ellas. Las normas se crean para garantizar un mayor nivel de transparencia de las empresas.

¹⁰ AECA elabora en el año 1998 un documento con el título de «El Estado de Flujos de Efectivo», conocido como documento 20 sobre principios y normas contables, que no era obligatorio, pero es un referente en España ante la falta de otro pronunciamiento sobre este tema en nuestro país. (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) 2014).

	Notas	200X	200X-1
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación			
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio			
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (+/- A +/- B +/- C +/- D)			

Fuente: Elaboración propia en base al modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007

Cuadro 2.1. Esquema de presentación según modelo EFE del PGC 2007

El EFE del PGC está sujeto a un formato estandarizado, con detalles de su presentación, contenido y solo existe un modelo normal (no existe modelo abreviado).

El EFE es un estado financiero de reciente incorporación en la normativa contable española (año 2007) y los principales estudios realizados hasta la fecha se centran en describir y realizar propuestas metodológicas sobre su formulación, (Apellániz Gómez 1999; Amat Salas 2011; Gómez Valls 2012; Rojo Ramírez 2012; Labatut Serer 2015; Garrido Miralles y Íñiguez Sánchez 2017; Archel Domench et al. 2018; Rojo Ramírez 2019), entre otros.

El modelo dinámico se basa en el análisis de la información que nos proporciona los flujos de la empresa referidos a un periodo de tiempo y nos permite obtener información que se apoya en la capacidad de expansión líquida de sus actividades ordinarias, en su autosuficiencia líquida y en su financiación permanente, que se basa en el proceso de generación de tesorería, en el cual se concatenan los recursos generados con la actividad, la tesorería que procede o se aplica en el proceso de expansión (inversión) y también la que tiene su origen o destino en la actividad de financiación.

A continuación, detallamos cada uno de los flujos de efectivo por actividad.

2.1.1. Flujos de efectivo de las actividades de explotación

Según el PGC¹¹, los flujos de efectivo procedentes de las actividades de explotación son fundamentalmente los ocasionados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa, así como por otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación.

Hay que tener en cuenta que el concepto de explotación que adopta el EFE es diferente que el que se corresponde con el de la cuenta de resultados (PyG)¹², porque en la

¹¹ Véase el Plan General de Contabilidad y de PYMES, en la tercera parte «Cuentas anuales I. Normas de elaboración de las cuentas anuales», norma 9.^a «Estado de Flujos de Efectivo».

¹² PyG o cuenta de pérdidas y ganancias, como es conocida en el ámbito contable.

determinación de los flujos líquidos, además de los que constituyen la actividad propia de explotación en sí, tenemos que incluir los flujos originados por los gastos e ingresos financieros.(Archel Domench et al. 2018, 244). Sin duda la magnitud neta resultante, conocida con el nombre de tesorería generada por las operaciones ordinarias (TGO) es la magnitud más relevante ya que es el efectivo que las empresas obtienen mediante el desarrollo habitual de su actividad: cobros con origen en los ingresos ordinarios y habituales (ventas de bienes, prestación de servicios, subvenciones de explotación, intereses, dividendos, etc.) y pagos con origen en los gastos ordinarios de la actividad empresarial (compras, personal, servicios exteriores, gastos financieros, pago de impuestos, etc.). La presentación de estos flujos se realiza mediante el método indirecto¹³, es decir, el resultado corregido, esto es que se parte del resultado del ejercicio antes de impuestos y se efectúan ajustes¹⁴ necesarios para eliminar los flujos que no han supuesto movimientos de tesorería, como se puede observar en el siguiente cuadro, que es el modelo del estado de efectivo del PGC para las actividades de explotación:

	Notas	200X	200X-1
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos			
2. Ajustes del resultado			
a) Amortización del inmovilizado (+)			
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)			
c) Variación de provisiones (+/-)			
d) Imputación de subvenciones (-)			
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)			
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)			
g) Ingresos financieros (-)			
h) Gastos financieros (+)			
i) Diferencias de cambio (+/-)			
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)			
k) Otros ingresos y gastos (-/+)			
3. Cambios en el capital corriente			
a) Existencias (+/-)			
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)			
c) Otros activos corrientes (+/-)			
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)			
e) Otros pasivos corrientes (+/-)			
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)			
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación			
a) Pagos de intereses (-)			
b) Cobros de dividendos (+)			
c) Cobros de intereses (+)			
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)			
e) Otros pagos (cobros) (-/+)			
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (+/- 1+/- 2+/- 3+/- 4)			

Fuente: Elaboración propia en base al modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007

Cuadro 2.1.1. Determinación de los flujos netos de explotación según el PGC

¹³ Aunque tanto el FASB-95 como el documento 20 de AECA establecen dos procedimientos para determinar los flujos por operaciones ordinarias, el método directo e indirecto, el PGC utiliza solamente el método indirecto para estos flujos.

¹⁴ El PGC incluye como ajustes los ingresos y gastos de naturaleza financiera, ya que son operaciones que, aun suponiendo que son flujos de efectivo, no corresponden a la actividad económica y, por tanto, deben ser reasignados a la actividad financiera. Sin embargo, en el apartado 4, «Otros flujos de efectivo» se vuelven a incluir, aunque por el importe cobrado o pagado.

Como se puede observar, en los apartados 1 y 2 del modelo, calcula RGO, explotación antes de impuestos; posteriormente en apartado 3, tiene en cuenta los cambios en la estructura circulante para calcular los flujos netos de las actividades de explotación, a los que se añaden, en el apartado 4 y de manera separada, los flujos por intereses, dividendos percibidos e impuesto sobre beneficios.

La información de estos flujos es importante para predecir los flujos de efectivo futuros que generarán las empresas en el desarrollo de sus actividades. El importe de los mismos, es un indicador clave para analizar y evaluar si estas actividades han proporcionado efectivo y equivalentes en cuantía suficiente, mantener o aumentar el nivel de sus inversiones para poder reembolsar préstamos y retribuir al capital mediante el pago de dividendos sin recurrir a fuentes externas de financiación.

Cabe destacar que las empresas deberían tener siempre los flujos de explotación positivos y lo más elevados posible.

2.1.2. Flujos de efectivo de las actividades de inversión

Los flujos de efectivo procedentes de las actividades de inversión, según el PGC en la norma 9.^a, son los pagos que tienen su origen en la adquisición de activos no corrientes, tales como inmovilizados intangibles, materiales, inversiones inmobiliarias o inversiones financieras, así como los cobros procedentes de su enajenación o de su amortización al vencimiento.

Dentro de las inversiones financieras, se considerarán tanto las de largo como las de corto plazo, salvo que se tratase de la categoría de activos líquidos equivalentes (certificados de depósitos, efectos negociables a corto plazo u otros activos con vencimiento inferior a tres años). El documento 20 de AECA, resalta que al contrario de lo que ocurre con las actividades de explotación, las de inversión no se producen de forma regular, sino que son esporádicas y no se repiten de forma sistemática todos los ejercicios.

La determinación de estos flujos no presenta demasiada complejidad por no ser operaciones tan habituales como las de explotación y el PGC se decanta por un método directo, lo que quiere decir que los flujos de efectivo de las operaciones de inversión se clasifican en sólo dos apartados, como se observa en el siguiente cuadro:

	Notas	200X	200X-1
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
6. Pagos por inversiones (-)			
a) Empresas del grupo y asociadas			
b) Inmovilizado intangible			
c) Inmovilizado material			
d) Inversiones inmobiliarias			
e) Otros activos financieros			
f) Activos no corrientes mantenidos para venta			
g) Otros activos			
7. Cobros por desinversiones (+)			
a) Empresas del grupo y asociadas			
b) Inmovilizado intangible			
c) Inmovilizado material			
d) Inversiones inmobiliarias			
e) Otros activos financieros			
f) Activos no corrientes mantenidos para venta			
g) Otros activos			
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (7 - 6)			

Fuente: Elaboración propia en base al modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007

Cuadro 2.1.2. Determinación de los flujos netos de inversión según el PGC

Como se observa en el apartado 6 se anotan los pagos por las actividades de inversión, en el apartado 7 los cobros por las desinversiones realizadas y en el apartado 8 se anota la diferencia entre los cobros y pagos anteriores. Cuando esta diferencia o la cuantía neta de estos flujos, es positiva, se muestran los embolsos por las desinversiones realizadas por la empresa, y si es negativa muestra los desembolsos netos realizados para la actividad inversora.

2.1.3. Flujos de efectivo de las actividades de financiación

Los flujos de efectivo de las actividades de financiación, según la norma 9.^a del PGC, comprenden los cobros procedentes de los recursos concedidos por terceros, en forma de préstamos u otros instrumentos financieros, así como los pagos realizados por amortizaciones financieras o devoluciones de las cantidades aportadas por ellos.

El PGC se decanta, en este caso, por el método directo para la determinación de los flujos de efectivo de las actividades de financiación, método que consiste en tomar todos los cobros y restarles todos los pagos, siendo un método más fácil de entender por ser el más intuitivo, y como resultado se obtiene el siguiente cuadro:

	Notas	200X	200X-1
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación			
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio			
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)			
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)			
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)			
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)			
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)			
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero			
a) Emisión:			
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)			
2. Deudas con entidades de crédito (+)			
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)			
4. Otras deudas (+)			
b) Devolución y amortización de:			
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)			
2. Deudas con entidades de crédito (-)			
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)			
4. Otras deudas (-)			
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio			
a) Dividendos (-)			
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)			
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (+/- 9+/- 10 - 11)			

Fuente: Elaboración propia en base al modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007

Cuadro 2.1.3. Determinación de los flujos netos de financiación según el PGC

Observamos que el modelo consta de tres apartados: cobros y pagos por instrumentos de patrimonio (apartado 9), cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero (apartado 10) y el apartado 11, pagos por dividendo y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio. La diferencia entre estos apartados lo constituye el saldo de los flujos de efectivo de las actividades de financiación, que se ven reflejadas en el apartado 12.

Por lo último, la suma de los flujos de explotación, inversión y financiación muestran la variación total del efectivo de la empresa, pero sólo en el caso de que no haya flujos en moneda extranjera, y si hubiera tesorería de divisas, la variación que se produce en esta partida por el mero hecho de cambiar los tipos de cambios debe anotarse en el EFE, por esto el modelo oficial añade un apartado adicional detrás de los flujos anteriormente mencionados, según el siguiente cuadro:

	Notas	200X	200X-1
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio			
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (+/- 5+/- 8+/- 12+/- D)			
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio			
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio			

Fuente: Elaboración propia en base al modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007

Cuadro 2.1.3.1. Determinación de la variación total del efectivo según el PGC

La parte final del EFE (apartado E) recoge el total de la variación del efectivo de la empresa que representa la suma algebraica de los flujos de explotación, inversión, financiación y variación de los tipos de cambio. Es preciso que la diferencia del efectivo y equivalentes entre el inicio y final del ejercicio, que también deben reflejarse en el

modelo, coincida con la cantidad mostrada en el apartado E (aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes).

2.2. Parámetros financieros

En base a la información que nos aporta el modelo oficial de estado de flujos de efectivo del PGC 2007, según hemos visto en el epígrafe anterior, vamos a construir nuestros propios parámetros financieros y describir los más relevantes, como los RGO, TGO, PFCP y PFLP.

Los flujos de efectivo de las actividades de explotación nos aportan información para el cálculo tanto del RGO, TGO, así como para la PFCP, mientras que los flujos de efectivo de las actividades de inversión y financiación junto, con los anteriores, nos darán información para evaluar la PFLP.

2.2.1. Recursos generados por las operaciones

El punto de partida para la construcción de este parámetro es el resultado del ejercicio antes de impuestos¹⁵ (en adelante BAT), al que vamos a corregir¹⁶, aplicándole un distinto orden con que se suman y se restan los gastos e ingresos no pagados ni cobrados. Para comprender el proceso de construcción de este parámetro, tenemos que asumir que el resultado contable está conformado por los ingresos y gastos devengados en el ejercicio, y que debemos convertir en corrientes monetarias¹⁷.

Entonces, el BAT está determinado, bajo criterio contable de devengo, por todos los ingresos y gastos imputables al ejercicio, monetarias y no monetarias¹⁸, excepto el gasto por impuesto sobre beneficios, cuya corriente monetaria se mostrará, específicamente (según PGC), en el apartado 4 otros flujos de efectivo de las actividades de explotación, apartado donde se reflejan, por razones de relevancia informativa, los gastos e ingresos de carácter monetario y con impacto en el efectivo.

¹⁵ Resultado del ejercicio antes de impuestos, conocido como: RAI en terminología del PGC, EBT (Earning Before Tax) en terminología inglesa o más genéricamente denominado beneficio antes de impuestos (BAT) es el resultado generado en la actividad corriente de la empresa, tanto de explotación como financiera.

¹⁶ Véase la expresión de beneficio corregido según (Riebold 1974, 77).

¹⁷ Entendemos por monetarias, los ingresos y gastos que la empresa ya ha cobrado o ha pagado o que cobrará o pagará y que han implicado, o implicarán, una variación de tesorería.

¹⁸ Entendemos por no monetarias, los ingresos y gastos que la empresa no ha cobrado ni pagado, que en ningún caso cobrará o pagará y tampoco afectarán a la tesorería de la empresa.

Como el objetivo final del EFE es hacer comprensible cómo y en qué cantidad la empresa ha conseguido convertir dicho resultado neto de impuestos en tesorería, vamos a “eliminar”, aquellos gastos e ingresos que no han generado ni generarán impacto alguno sobre el efectivo, pero sin tener en cuenta los importes de gastos e ingresos financieros devengados y tampoco las diferencias de cambios que son susceptibles de generar un mayor o menor flujo de efectivo en el ejercicio, que los denominaremos ajustes del resultado:

Ajustes del resultado = Amortización del inmovilizado (+) + Correcciones valorativas por deterioro (+/-) + Variación de provisiones (+/-) + Imputación de subvenciones (-) + Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-) + Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-) + Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-) + Otros ingresos y gastos (-/+)

Determinamos el parámetro financiero RGO, como la suma del BAT, de los cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios y los ajustes del resultado:

$RGO = BAT + \text{Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios} + \text{Ajustes del resultado}$ (1)

Los RGO están formados por los ingresos y gastos de la actividad del ejercicio que se han cobrado o se van a cobrar y, se han pagado o se van a pagar.

La variable RGO^{19} representa los recursos internos generados por la actividad, será la capacidad de autofinanciación, muestra el potencial de tesorería que es capaz de generar la empresa en el ejercicio teniendo en cuentas su actividad y puede tener signo positivo o negativo.

Un RGO positivo, significa que la empresa con la actividad ordinaria (de explotación) genera recursos internos con los cuales va a poder financiar necesidades que surjan en las operaciones de inversión y/o financiación, indica que los ingresos que se han cobrado o se van a cobrar son superiores a los gastos que se van a pagar o se han pagado, representan el origen de fondos.

Un RGO negativo, significa que la empresa con la actividad ordinaria no genera recursos internos, sino que los consume, es decir, que los ingresos monetarios son inferiores a los

¹⁹ Véase (Aragón Rodríguez, Fernández Gómez, y García Martínez 1991; González Pascual 1994; Gonzalo Angulo y Pérez García 2017).

gastos monetarios y por tanto contribuyen a financiar el desfase generado por la actividad, representando la aplicación de fondos.

2.2.2. Tesorería generada por las operaciones

Para convertir los RGO en flujos de efectivo es necesario considerar las variaciones en el capital corriente de la actividad, que congrega la suma de todos los diferimientos de tesorería, variaciones que se recogen en el apartado A)3. Cambios en el capital corriente²⁰ del modelo oficial del EFE, según el PGC (véase el cuadro 2.2.1), permitiéndonos así obtener la tesorería generada por las operaciones después de impuestos y que únicamente incorpora los ingresos cobrados y gastos pagados de la actividad ordinaria:

$$\text{TGO} = \text{RGO} - \Delta \text{Capital corriente no líquido} \quad (2)$$

Claro está que los flujos de tesorería encuentran su origen en los RGO, que las TGO son los flujos de tesorería procedentes de las operaciones económicas y son el resultado de agregar a los RGO las variaciones del capital circulante. (Rojo Ramírez 2008).

La variable TGO “muestra la aportación de las actividades habituales de la empresa al efectivo, importe que le permitirá invertir, pagar dividendos y reembolsar deudas, lo que quiere decir que tanto su signo como su cuantía son fundamentales para entender el comportamiento económico y financiero de la empresa en el ejercicio.”(Gonzalo Angulo y Jiménez Herreros 2008, 82).

Concluyendo, el parámetro financiero TGO²¹ es un indicador que anticipa los posibles problemas de liquidez que puede presentar la empresa en el ejercicio, en la siguiente manera: si TGO es negativo, implica que la actividad consume más liquidez de la que genera, de manera que hay más pagos que cobros y si esta situación se repite en el tiempo pondrá en peligro la solvencia de la empresa, también su gestión continuada; si TGO es positivo, significa que la actividad de la empresa es capaz de generar tesorería en términos netos, siendo un requisito necesario para garantizar su continuidad como negocio.

Podemos decir que la supervivencia de toda empresa vendrá determinada por su capacidad, no sólo de generar beneficios con su principal actividad, sino de ser capaz de

²⁰ Los cambios en el capital corriente se considerarán los “que tengan su origen en una diferencia en el tiempo entre la corriente real de bienes y servicios de las actividades de explotación y su corriente monetaria”, según las normas de elaboración de las cuentas anuales 9ª. Apartado 1.b) del PGC.

²¹ Véase los trabajos de los siguientes autores (Flores Caballero 1990; 1996a; 1997; Larrán Jorge 1997; 1999; Lizarraga Dallo y Glaría Aznárez 2000).

convertir el beneficio en tesorería, siendo el resultado el corazón del sistema y la tesorería el riego sanguíneo del mismo.

2.2.3. Política financiera a corto plazo

La política financiera a corto plazo es importante para conseguir que la empresa obtenga liquidez que aporte su actividad en forma potencial, que sea solvente a corto plazo, siendo el punto clave para conseguir un resultado adecuado en la TGO. Hace referencia a la política de cobros y pagos de la empresa y se evalúa teniendo en cuenta dos componentes, la TGO y del RGO explicados anteriormente. De la relación entre los signos de la TGO y el RGO, (Gonzalo Angulo 2003; Gonzalo Angulo y Jiménez Herreros 2008), observamos cuatro situaciones:

TGO > 0 y RGO > 0 LIQUIDEZ SUFICIENTE	TGO > 0 y RGO < 0 LIQUIDEZ INESTABLE
TGO < 0 y RGO > 0 ILIQUIDEZ PREOCUPANTE	TGO < 0 y RGO < 0 ILIQUIDEZ SEVERA

Fuente: Elaboración propia a partir de los autores indicados

Cuadro 2.2.3. Relación entre los signos de TGO y RGO

Según estos autores, podemos diferenciar cuatro escenarios:

Liquidez Suficiente, cuando $TGO > 0$ y $RGO > 0$: es la situación que toda la empresa debe pretender alcanzar, siendo una situación equilibrada para la misma, ya que genera recursos internos con su actividad y los convierte en liquidez, aplicando una política de cobros y pagos correcta que será mejor cuanto más se acerquen las TGO a los RGO, lo que quiere decir que genera tesorería suficiente para financiar las salidas de tesorería generadas por las operaciones de inversión y/o financiación, lo que representa un éxito en la explotación.

Iliquidez Preocupante, cuando $TGO < 0$ y $RGO > 0$: es la situación en la cual los recursos financieros generados en las operaciones de la actividad no se han convertido en tesorería debido a la política de cobros y pagos aplicados por la empresa, política que la empresa tendrá que mejorar centrando sus esfuerzos y manteniendo las políticas de la actividad, cambiando así esta situación.

Liquidez Inestable, cuando $TGO > 0$ y $RGO < 0$: es la situación en la cual la empresa consume recursos internos, pero genera tesorería con su actividad debido a la política de cobros y pagos aplicada, situación que, se produce a partir de la liquidación de elementos

circulantes y que debe de ser transitoria en cuanto la empresa fracasa en su explotación. La empresa deberá intentar generar recursos internos con su actividad a través de reducir costes e invertir en la misma para que estas inversiones le faciliten la generación de recursos internos pasando así a una situación de liquidez más estable.

Iliquidez Severa, cuando $TGO < 0$ y $RGO < 0$: es la situación en que ninguna empresa debería encontrarse siendo un fracaso de la actividad de explotación, así como de la política de cobros y pagos que aplica, es decir que la empresa no genera recursos internos, sino que los consume y enzima no genera excedente de financiación para financiar operaciones de inversión y financiación, presentando una evolución negativa de la tesorería. Concluyendo, la empresa deberá aplicar una política defensiva tratando de reducir costes, una política ofensiva tratando de aumentar el volumen de inversiones con el fin de que éstas ayuden a incrementar la cifra de recursos internos y cambiar la política financiera de cobros y pagos intentando retrasar pagos y anticipar cobros, generando así con la actividad de la empresa recursos internos.

Para nuestro estudio, a partir de esta información vamos a construir el parámetro PFCP que consiste en la razón TGO/RGO y mide la adecuada o inadecuada política financiera a corto plazo aplicada, indicando que cuanto más se acerque este valor a la unidad mayor será el equilibrio en la conversión de los RGO (actividad) en TGO (tesorería), contestando así a una aceptable política financiera a corto que ha convertido en tesorería toda la capacidad de hacer tesorería generada por la actividad, (González Pascual y Pessoa de Oliveira 2018, 143):

$$\text{PFCP} = \text{TGO} / \text{RGO} \quad (3)$$

El criterio de cuantificación establecido para esta ratio deberá oscilar entre 0,95 y 1,05 para determinar si la política financiera a corto plazo aplicada, es adecuada.

Cuando la ratio se sitúa por debajo de esta franja (menor que 0,95), la política financiera a corto plazo aplicada no es adecuada, quiere decir que hemos convertido en tesorería menos de la liquidez potencial generada con la actividad, sabiendo que no se perderá el potencial no aprovechado, sino que se almacenará en el capital circulante, para ser aprovechado en próximos años. Cuando la ratio se sitúa por encima de esta franja (mayor que 1,05), la política financiera a corto plazo aplicada es inadecuada, quiere decir que hemos convertido en tesorería tanto la capacidad generada con la actividad como la capacidad acumulada en el capital circulante de años anteriores.

2.2.4. Política financiera a largo plazo

La política financiera a largo plazo muestra la capacidad que tiene la empresa para atender el pago de sus deudas a largo plazo con los recursos que es capaz de generar. Mide el comportamiento financiero respecto a la idea de conseguir solo la financiación permanente necesaria para el desarrollo de su actividad, indicando si la empresa es solvente a largo plazo.

Completamos el análisis dinámico creando un cuarto parámetro PFLP, que conforma los elementos de las actividades de financiación (en adelante F), de inversión (en adelante I), de la TGO y otros pagos (en adelante Otros), representados por la suma de pagos (cobros) financieros y otros pagos (cobros), cuantificado a través del cociente entre la financiación permanente real (F) y la financiación permanente necesaria $[I - (TGO - Otros)]$:

$$PFLP = F / [I - (TGO - Otros)] \quad (4)$$

Así pues, el parámetro responde a la idea de equilibrio respecto a la financiación necesaria para hacer frente a las inversiones cuando los valores de esta ratio se encuentren en un rango entre 0,95 y 1,05 inclusive, es decir si el cociente toma un valor superior a 1,05 nos indica que la empresa tiene un exceso de financiación y si toma un valor inferior a 0,95 viceversa, indicando una política financiera a largo plazo inadecuada.

Según (Henderson y Maness 1989; Ruiz Lamas, Gómez Rodríguez, y Pérez Iglesia 2006) el estudio y análisis del EFE nos permite establecer una relación entre el ciclo de vida de la empresa y el signo y el importe de los flujos de efectivo de las diferentes actividades del EFE. De la relación TGO-I-F podemos observar en qué medida la empresa con el desarrollo de su actividad, es capaz de generar o no tesorería en su explotación que le permita financiar las distintas inversiones y , en su caso, cómo la empresa cubre las necesidades financieras o bien reembolsa las deudas y atiende sus obligaciones, permitiéndonos detectar el ciclo de vida en el que se encuentra la empresa, (Rojo Ramírez 2008; Stickney, Brown, y Wahlen 2007; Dickinson 2011):

Etapas	TGO	I	F
Introducción	-	-	+
Crecimiento	+	-	+
Madurez	+	-	-
Declive	+	+	-
Reestructuración	-	+	+
Liquidación	-	+	-

Fuente: Elaboración propia a partir de los autores indicados

Cuadro 2.2.4. Ciclos de vida de una empresa y EFE

Según estos autores, en el ciclo de vida de una empresa, se pueden establecer las siguientes etapas: introducción, crecimiento, madurez, declive y otras dos situaciones especiales, la reestructuración y la liquidación. (Arimany Serrat, Viladecans Riera, y Moya Gutiérrez 2015; Caraballo Esteban 2001).

Introducción, es la etapa de inicio de la empresa que comporta que la TGO (flujos de efectivo de la actividad de explotación) sea negativa (TGO -) porque los cobros por ventas no son suficientes para cubrir los pagos a realizar (es consecuencia de no haber logrado el umbral de rentabilidad o punto muerto) y las I (flujos de efectivo de la actividad de inversión) presentan valores negativos (I -) porque la empresa requiere realizar muchos pagos para adquirir el activo no corriente. Consecuencia de estas dos actividades con valores negativos es que la empresa se tiene que financiar con F (flujos de efectivo de la actividad de financiación), ya sean mediante aportaciones de los socios, subvenciones o endeudamiento (F +).

Crecimiento, es la etapa en la cual la actividad de la empresa comienza a ser rentable y genera excedente de tesorería (TGO +) pero no suficientes como para cubrir el valor negativo en la actividad de inversión (I -) y consecuente con esta situación, la empresa requiere de ciertas aportaciones de los socios y/o endeudamiento para cubrir la financiación de sus inversiones (F +).

Madurez, etapa en la que la actividad de la empresa genera tesorería suficiente (TGO +) que le permite financiar las inversiones, reembolsar deuda y pagar dividendos a los accionistas, explicando así el valor negativo de la actividad de financiación (F -) y consecuente con esta situación el valor negativo también de la actividad de inversión (I -), porque la empresa necesita inversiones de mantenimiento de la capacidad productiva que son sufragadas por la TGO y no por la F.

Declive, corresponde con la última etapa del ciclo de vida de la empresa, en la cual la actividad de la empresa sigue generando tesorería, pero en menor medida de forma significativa (TGO +), no tiene expectativas de nuevas inversiones (I +), e incluso, se puede producir la venta de algún elemento del activo no corriente (aplica una política de desinversión) y los flujos de la actividad de financiación presentan valor negativo, como en la etapa anterior.

Reestructuración, es una etapa en la cual la actividad de explotación presenta valor negativo (TGO -) debido que los cobros de los clientes son inferiores a los pagos propios

de esta actividad, la actividad de financiación presenta valor positivo (F +) puesto que financia la delicada situación que vive la empresa, mientras que la actividad de inversión presenta un valor positivo (I +) en principio, pero puede cambiar en valor negativo si la empresa pasa a ser viable y adquiere elementos del activo corriente.

Liquidación, es la etapa en la cual ninguna empresa quiere encontrarse, es el caso de que la empresa no es viable y no tiene otra salida que la liquidación; la empresa vende los elementos de activo no corriente (I +), aplica una política de desinversión, cesa la actividad de la empresa y se liquidan recursos haciendo frente a pagos (TGO -) y también tendrá que hacer frente al pago de la deuda y, en su caso, se devuelven las aportaciones a los socios.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

Para realizar el análisis empírico hemos utilizado la base de datos SABI, de la cual se extrajo la relación de empresas españolas con Código CNAE-2009 “1712: Fabricación de papel y cartón” en un horizonte temporal de diez años (2010-2019). Como el sector tiene menos de 1.000 empresas, en concreto, 523 empresas (de las cuales 212 empresas activas), hemos podido obtener en dicha base de datos los datos agregados del sector. De estas, seleccionamos aquellas con obligación de presentar el modelo normal de cuentas anuales conforme al PGC 2007, pues son las que están obligadas a presentar el Estado de Flujos de Efectivo.

La muestra está formada por 27 empresas del sector, de las cuales elegimos las 9 primeras, que cumplen los criterios de mayor a menor cifra de ingresos de explotación (mínimo 8.000 mil euros) para el año 2019, total activo como mínimo 4.000 mil euros, mínimo de 50 número de empleados y son: SOCIEDAD ANONIMA INDUSTRIAS CELULOSA ARAGONESA (en adelante SAICA), TORRASPAPEL S.A. (en adelante TORRASPAPEL), PAPELERA GUIPUZCOANA DE ZICUÑAGA S.A. (en adelante GUIPUZCOANA), INDUSTRIE CARTARIE TRONCHETTI IBERICA S.L. (en adelante TONCHETTI), AMCOR FLEXIBLES ESPAÑA S.L. (en adelante AMCOR), MIQUEL Y COSTAS&MIQUEL S.A. (en adelante MIQUEL Y COSTAS), ESSITY OPERATIONS ALLO S.L. (en adelante ESSITY), PAPRESA S.A. (en adelante PAPRESA), y RDM BARCELONA CARTONBOARD S.A.U. (en adelante CARTONBOARD).

Se debe señalar que la empresa GUIPUZCOANA para los años 2010 y 2011, presenta modelo abreviado de las cuentas anuales y por esto no tenemos datos del Estado de Flujos de Efectivo y la empresa CARTONBOARD para el año 2010 no dispone del conjunto de cuentas anuales.

Además, debemos de señalar que los datos de los Estados de Flujos de Efectivo, tanto del sector como de las empresas que se integran en el mismo, algunos son datos en euros y otros datos en miles de euros, pero a la hora de realizar los cálculos necesarios para el análisis empleamos datos en miles de euros para la mejor visualización de los resultados.

3.1. Análisis de los parámetros financieros

Como hemos presentado en el epígrafe 2 dedicado al análisis descriptivo sobre cómo se calculan los parámetros financieros necesarios para el análisis de la información del EFE, ahora vamos a analizar empíricamente a cada parámetro en parte.

3.1.1. Recursos generados por las operaciones

En el siguiente cuadro se observan los valores obtenidos de los RGO desde el año 2010 hasta el año 2019 inclusive, tanto del sector como de las empresas que conforman el mismo:

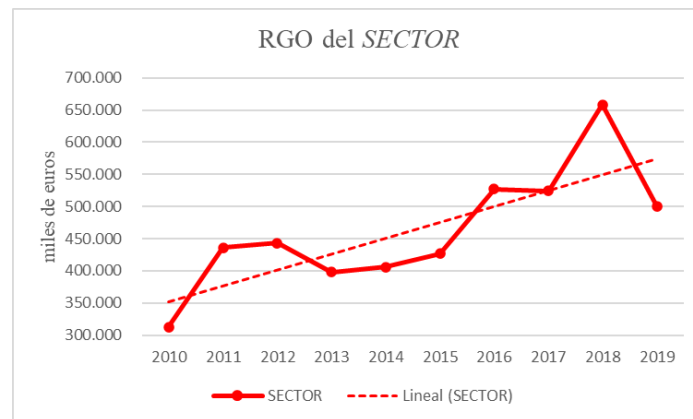
(Datos expresados en miles de euros)

RGO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	138.557	180.786	131.715	151.599	158.208	162.333	149.497	241.563	319.768	318.553
TORRASPAPEL	66.895	49.214	43.992	36.178	28.844	218	16.219	-8.450	30.492	-8.294
GUIPUZCOANA			30.249	22.187	19.457	25.446	28.844	36.456	40.064	32.649
TRONCHETTI	8.614	9.461	9.949	10.510	12.711	11.651	16.740	13.195	8.652	29.202
AMCOR	3.143	7.263	15.075	14.636	11.270	24.555	8.899	8.420	11.989	13.616
MIQUEL Y COSTAS	20.658	29.156	35.562	29.202	28.944	41.509	36.815	37.453	36.321	36.765
ESSITY	-3.857	-4.469	2.169	22.051	12.175	16.577	23.711	23.429	17.880	17.492
PAPRESA	7.304	20.490	14.848	-2.331	7.475	2.179	9.614	652	28.521	19.831
CARTONBOARD		6.204	-7.572	-5.579	-9.696	1.059	1.878	4.356	4.418	5.648
SECTOR	312.470	435.948	442.952	397.950	405.475	426.543	526.791	524.437	658.604	500.445

Fuente: Elaboración propia a través de la información base de datos

Cuadro 3.1.1. Recursos generados por las operaciones

Analizando primero los datos del sector, podemos observar en el cuadro 3.1.1. que su RGO todos los años es positivo (color negro), lo que quiere decir que genera recursos internos, que tiene capacidad de hacer tesorería a través de las operaciones de explotación, con los que puede realizar operaciones de inversión y financiación o dicho de otra manera que los ingresos monetarios son mayores que los gastos monetarios y su evolución es positiva según el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.1.

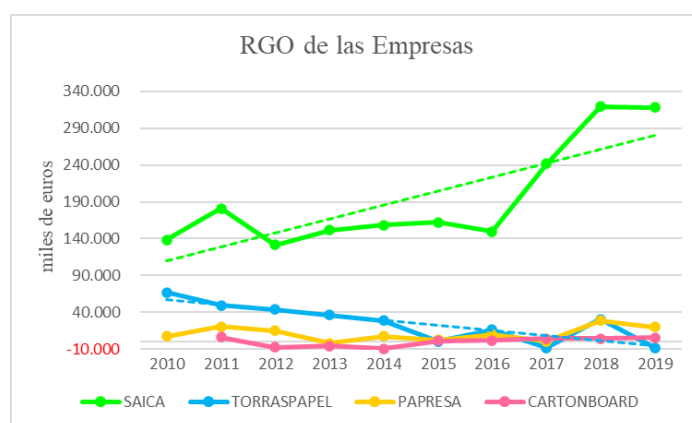
Gráfico 3.1.1.1. RGO del sector

El sector presenta una tendencia alcista para el periodo analizado en los RGO, teniendo un valor absoluto mínimo de 312.470 miles de euros en el año 2010, un valor máximo en el año 2018 de 658.604 miles de euros y en el año 2019 un valor de 500.445 mil euros, una caída con respecto al año 2018 de casi 24,01 por ciento, pero una subida de 60,16 por ciento con respecto al año de base 2010. Después de la crisis económica del año 2008: el sector remonta teniendo un aumento en el año 2012 con respecto al año 2010 de 41,76 por ciento y un solo 1,6 por ciento de aumento con respecto al año 2011, para después bajar en el año 2013 con respecto al año 2012 en un 10,16 por ciento pero aún aumenta con respecto al año 2010 un 27,36 por ciento; empieza la recuperación en el año 2014 culminando en el año 2018 con un 110,77 por ciento respecto al 2010 y un 62,43 por ciento más que el año 2014, encadenando así cinco años consecutivos de aumento de la capacidad de generar recursos internos y en el año 2019 disminuye con respecto al año anterior (un 24,01 por ciento) prediciendo así la actual crisis económica mundial debida al CORONAVIRUS.

Las empresas del sector presentan el siguiente orden de mayor a menor valor de RGO para el año 2019: SAICA, MIQUEL Y COSTAS, GUIPUZCOANA, TORRASPAPPEL (aunque se sitúe en el segundo lugar teniendo en cuenta los ingresos de explotación para el año 2019), TRONCHETTI, ESSITY, AMCOR, PAPRESA y CARTONBOARD. Mientras que el sector presenta valores positivos en el RGO, hay empresas que tienen valores negativos (color rojo en el cuadro 3.1.1.) debido a las pérdidas netas en algunos ejercicios; estas empresas son: TORRASPAPPEL (año 2017 y año 2019), ESSITY (año 2010 y año 2011), PAPRESA (año 2013) y CARTONBOARD (años 2012, 2013 y 2014) y como consecuencia no generan suficientes recursos internos, sino que los consume, que

los ingresos monetarios, para estos años, son inferiores a los gastos monetarios, representando una aplicación de fondos.

Según el gráfico 3.1.1.2. se observa que la empresa SAICA (tendencia alcista como el sector, en color verde) es la primera empresa que se sitúa por encima de las demás 8 empresas restantes, teniendo todos los valores de los RGO positivos, siendo la empresa que más recursos internos genera en comparación con las demás empresas de la muestra:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.1.

Gráfico 3.1.1.2. RGO de las empresas por debajo del sector

Observamos que los RGO de SAICA, si bien en el año 2010 representaban un 44,34 por ciento de los RGO del sector, en el año 2018 un 48,55 por ciento, llegan a representar en el año 2019 un 63,65 por ciento de los RGO del sector, demostrando así su importante fuerza y capacidad de generar recursos con su actividad, siendo la empresa cabecera del sector. También, cabe de resaltar que, aunque la empresa TORRASPAPPEL es la única empresa de las analizadas que presenta tendencia bajista (color azul claro en el gráfico) en comparación con el año 2010, pero para el periodo 2010-2014 se sitúa por encima de las demás, después de SAICA, y para el periodo 2015-2019 alterna anualmente su posición bajista con alcista en comparación con el sector, acabando el año 2019 en una posición bajista muy por debajo del sector y de las demás empresas teniendo un valor del RGO para este año negativo de 8.294 miles de euros (-8.450 miles de euros en el año 2017) lo que significa que para estos años genera menos recursos internos y menos tesorería. La empresa CARTONBOARD, aunque presenta una tendencia alcista en los valores es la que menores recursos internos y tesorería genera en comparación con el sector y las demás empresas, teniendo valores negativos para los años 2012, 2013 y 2014, no genera recursos internos para estos años, sino que los consume, es decir, que los ingresos son menores que los gastos, situación que contribuye a financiar el desfase generado por la actividad. A contrario, la empresa PAPRESA presenta solamente para el

año 2013 un RGO negativo, aunque su tendencia es como la del sector, pero mucho por debajo del mismo y por encima del RGO de la empresa CARTONBOARD.

3.1.2. Tesorería generada por las operaciones

Los valores obtenidos para la TGO se reflejan en el siguiente cuadro:

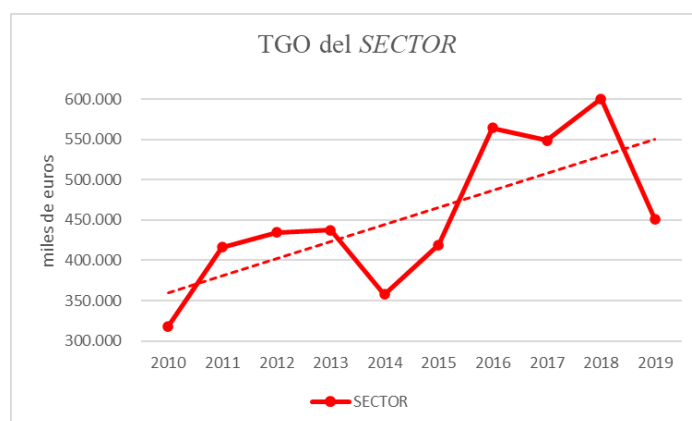
(Datos expresados en miles de euros)

TGO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	106.419	188.747	129.254	141.210	176.539	154.075	168.254	237.812	309.725	324.657
TORRASPAPEL	72.193	54.843	39.380	53.827	23.857	7.379	20.390	7.269	36.528	-41.010
GUIPUZCOANA			32.464	14.707	19.244	26.412	24.404	41.151	40.478	26.138
TRONCHETTI	14.561	9.977	5.771	12.512	11.511	9.784	14.562	18.219	-3.172	13.205
AMCOR	3.339	-11.187	24.657	5.566	593	16.159	13.912	15.049	8.854	13.150
MIQUEL Y COSTAS	25.051	26.776	42.319	24.417	26.018	35.186	30.085	38.207	28.546	32.451
ESSITY	-8.529	-18.780	-3.067	25.434	11.915	16.247	27.145	25.705	15.677	17.416
PAPRESA	21.343	8.863	18.496	10.506	-6.503	6.286	5.804	-2.119	30.547	9.981
CARTONBOARD		6.743	-96	-1.175	-13.885	5.000	1.019	2.766	6.785	11.022
SECTOR	318.163	416.065	434.564	437.249	357.902	418.948	564.496	548.522	600.246	451.177

Fuente: Elaboración propia a través de la información base de datos SABI

Cuadro 3.1.2. Tesorería generada por las operaciones

Según los datos del cuadro 3.1.2. el sector presenta todos los importes de TGO positivos para el periodo analizado lo que significa que es capaz de generar tesorería para conferir continuidad de la actividad del mismo y su evolución positiva se ve reflejada en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.2.

Gráfico 3.1.2.1. TGO del sector

El TGO del sector presenta una tendencia alcista para el conjunto temporal, teniendo en el año 2010 un valor mínimo de 318.163 miles de euros, un valor máximo en el año 2018 de 600.246 miles de euros, pero se observa que en el año 2019 su valor es de 451.177 miles de euros, un 24,83 por ciento menos que en el año 2018 y un 41,81 por ciento más que en el año 2010. Consecuencia de la crisis económica del año 2008: el sector empieza la recuperación teniendo un aumento en el año 2013 con respecto al año 2010 de 37,43

por ciento y solamente un 0,62 por ciento de aumento respecto al año 2012, para después bajar en el año 2014, con respecto al año 2013, en un 18,15 por ciento, pero aumentando con respecto al año 2010 en un 12,49 por ciento; empieza recuperarse en el año 2015, en el año 2016 aumenta un 34,74 por ciento respecto al año 2015 y un 77,42 por ciento respecto al año 2010, para que en el año 2017 baje otra vez un 2,83 por ciento respecto al año 2016, culminando con el aumento en el año 2018 de un 88,66 por ciento respecto al 2010 y un 9,43 por ciento solo respecto al año 2017, disminuyendo otra vez en el año 2019 un 24,83 por ciento respecto al año 2018, siendo el cauce de la crisis actual.

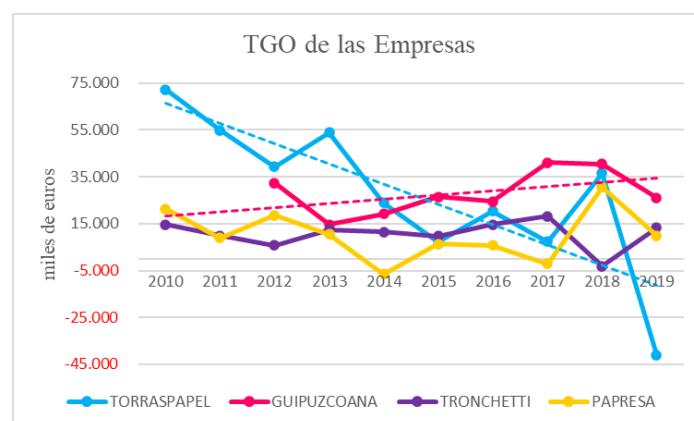
Las empresas que siguen la tendencia alcista del sector, SAICA, GUIPUZCOANA, AMCOR, MIQUEL Y COSTAS, ESSITY y CARTONBOARD, presentan las siguientes características: mientras que SAICA (que es la empresa con los mejores resultados en este parámetro, la primera por debajo del sector), GUIPUZCOANA y MIQUEL Y COSTAS, presentan todos los TGO positivos, las empresas AMCOR, ESSITY y CARTONBOARD presentan para algunos años valores negativos, lo que significa que consumen más liquidez de la que genera (pagos superiores a los cobros) y que no cubren las necesidades de tesorería que genera las actividades de explotación ni la inversión para los respectivos años. Si bien, en el epígrafe anterior vimos que los RGO con valor negativo, debido a las pérdidas del ejercicio, presentados por las empresas ESSITY (año 2010 y 2011) y CARTONBOARD (año 2012, 2013 y 2014) influirán aún más en las TGO negativas, debido al aumento del capital circulante (en caso de CARTONBOARD, se debe a la disminución del capital circulante para los años 2012 y 2013), para el año 2012 la empresa ESSITY y AMCOR (año 2011), aun con un RGO positivo, resulta de tener un TGO negativo, también debido al aumento del capital circulante.

Observamos que los TGO de SAICA, si bien en el año 2010 representaban un 33,45 por ciento de los TGO del sector, en el año 2018 un 51,60 por ciento, llegan a representar en el año 2019 un 71,96 por ciento de los TGO del sector, demostrando así su importante fuerza y capacidad de generar tesorería a partir de los recursos internos generados con su actividad.

En el siguiente grafico se observan las empresas que presentan una tendencia bajista (color azul claro), contraria a la tendencia del sector²², son: TORRASPAPEL,

²² La tendencia alcista del sector está representada en el grafico para una mejora visualización, con color rosa, mediante la empresa GUIPUZCOANA por tener la misma tendencia que el sector, pero con valores absolutos semejantes a las empresas con tendencia bajista.

TRONCHETTI y PAPRESA con la peculiaridad que, aunque las tres empresas, en el año 2010 presentan valores positivos, pero por debajo del sector y de SAICA, en el año 2019, mientras TRONCHETTI y PAPRESA tienen valores positivos, la empresa TORRASPAPEL presenta valor negativo, siendo el mayor valor negativo entre todas las empresas para el periodo analizado, debido a que, en este año, además del importe negativo en el RGO, se obtiene un aumento en la variación del capital circulante lo que hará aumentar aún más el importe negativo del parámetro TGO.



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.2.

Gráfico 3.1.2.2. TGO de las empresas con tendencia bajista contraria al sector

3.1.3. Política financiera a corto plazo

La política financiera a corto plazo lo vamos a cuantificar a través del cociente entre la tesorería generada por las operaciones (TGO) y los recursos generados por la actividad de explotación (RGO), ratio que está reflejado en el siguiente cuadro:

Política financ. c.p.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	0,77	1,04	0,98	0,93	1,12	0,95	1,13	0,98	0,97	1,02
TORRASPAPEL	1,08	1,11	0,90	1,49	0,83	33,88	1,26	-0,86	1,20	4,94
GUIPUZCOANA			1,07	0,66	0,99	1,04	0,85	1,13	1,01	0,80
TRONCHETTI	1,69	1,05	0,58	1,19	0,91	0,84	0,87	1,38	-0,37	0,45
AMCOR	1,06	-1,54	1,64	0,38	0,05	0,66	1,56	1,79	0,74	0,97
MIQUEL Y COSTAS	1,21	0,92	1,19	0,84	0,90	0,85	0,82	1,02	0,79	0,88
ESSITY	2,21	4,20	-1,41	1,15	0,98	0,98	1,14	1,10	0,88	1,00
PAPRESA	2,92	0,43	1,25	-4,51	-0,87	2,88	0,60	-3,25	1,07	0,50
CARTONBOARD		1,09	0,01	0,21	1,43	4,72	0,54	0,63	1,54	1,95
SECTOR	1,02	0,95	0,98	1,10	0,88	0,98	1,07	1,05	0,91	0,90

Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.1. y 3.1.2.

Cuadro 3.1.3. Política financiera a corto plazo

Claro está que la relación entre los RGO y TGO, tanto los signos como las cuantías, son fundamentales para entender el comportamiento económico y financiero del sector con sus empresas en el ejercicio, que no sólo deben de intentar generar beneficios, sino que, además, deben de intentar que éstos se conviertan en medios líquidos para poder así

satisfacer las deudas que genera la propia actividad, así como las operaciones de inversión y financiación. En el siguiente cuadro reflejamos las posiciones de liquidez de empresas y sector teniendo en cuenta solamente los signos, no las cuantías de los RGO y TGO:

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
TORRASPAPPEL	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LI	LS	IS
GUIPUZCOANA			LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
TRONCHETTI	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	IP	LS
AMCOR	LS	IP	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
MIQUEL Y COSTAS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
ESSITY	IS	IS	IP	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
PAPRESA	LS	LS	LS	LI	IP	LS	LS	IP	LS	LS
CARTONBOARD		LS	IS	IS	IS	LS	LS	LS	LS	LS
SECTOR	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS	LS
LS = Liquidez Suficiente; LI = Liquidez Inestable IP = Ilíquidez Preocupante; IS = Ilíquidez Severa										

Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.1. y 3.1.2.

Cuadro 3.1.3.1. Liquidez

El sector alcanza una posición de liquidez suficiente (LS) en el decurso de los diez años analizados, considerando los RGO y las TGO positivos, atendiendo a su capacidad de generar recursos internos con su actividad y convertirlos en liquidez mediante la aplicación de una política de cobros y pagos que se lo ha posibilitado. Ha generado la tesorería suficiente para financiar las salidas de tesorería por operaciones de inversión y financiación, además de incrementar el saldo de tesorería. Para intensificar esta posición debería incrementar el volumen de RGO y acercarlo al de las TGO. También, la misma situación de liquidez suficiente como el sector, la presentan las empresas SAICA, GUIPUZCOANA y MIQUEL Y COSTAS para todo el periodo de tiempo analizado.

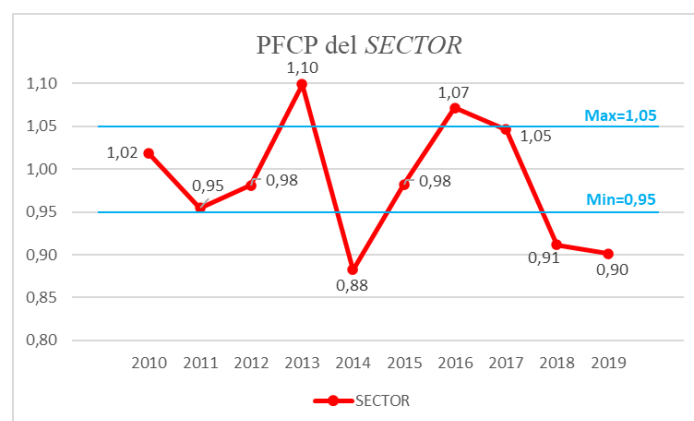
Las empresas que alcanzan una posición de liquidez inestable (LI), considerando los RGO negativos y las TGO positivos, atendiendo que las empresas con su actividad han consumido recursos internos si bien han aplicado una política de cobros y pagos que ha posibilitado generar liquidez, son las empresas TORRASPAPPEL (año 2017) y la PAPRESA (año 2013). Han generado tesorería liquidando elementos de circulante. Tesorería que han utilizado para financiar, parcialmente, las salidas de efectivo por operaciones de inversión y financiación. Esta situación debe ser transitoria, que no persiste en años seguidos. Una empresa no puede de forma permanente consumir recursos internos y *forzar* la liquidación del circulante. Para mejorar esta posición deberán ser capaces de generar recursos internos, en vez de consumirlos, con el desarrollo de su actividad.

Las empresas que alcanzan una posición de ilíquidez preocupante (IP), considerando los RGO positivos y las TGO negativas, atendiendo a su capacidad de generar recursos

internos con su actividad que no se han materializado en liquidez debido a la política de cobros y pagos aplicada, son las empresas TRONCHETTI (año 2018), AMCOR (año 2011), ESSITY (año 2012) y PAPRESA (años 2014 y 2017). Para mejorar esta posición deberían incidir en las políticas de cobros y pagos manteniendo su capacidad de generar recursos con su actividad.

Por último, la posición de iliquidez severa (**IS**), considerando los RGO negativos y las TGO negativas, atendiendo que las empresas con su actividad han consumido recursos internos y que no se han materializado en liquidez debido a la política de cobros y pagos aplicada, esta alcanzada por las empresas TORRASPAPEL (año 2019), ESSITY (años 2010 y 2011) y CARTONBOARD (años 2012, 2013 y 2014). Es la situación en que ninguna empresa debería encontrarse siendo un fracaso de la actividad de explotación, así como de la política de cobros y pagos que aplica, es decir que la empresa no genera recursos internos, sino que los consume y enzima no genera excedente de financiación para financiar operaciones de inversión y financiación, presentando una evolución negativa de la tesorería. Concluyendo, la empresa deberá aplicar una política defensiva tratando de reducir costes, una política ofensiva tratando de aumentar el volumen de inversiones con el fin de que éstas ayuden a incrementar la cifra de recursos internos y cambiar la política financiera de cobros y pagos intentando retrasar pagos y anticipar cobros, generando así con la actividad de la empresa recursos internos.

Los valores de la ratio PFCP que se encuentran en un rango de entre 0,95 y 1,05 (cuyos límites están marcados en el cuadro con color azul claro para una mejora interpretación) significa que hemos aprovechado toda la capacidad generada por la actividad para convertirla en tesorería en los respectivos años como demuestra a continuación el gráfico en el cual se refleja el comportamiento del sector:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.3.

Gráfico 3.1.3.1. Política financiera a corto plazo del sector

Podemos concluir que el sector, en el periodo de tiempo de diez años analizado, ha llevado a cabo una política financiera a corto plazo adecuada solamente para los años 2010, 2011, 2012, 2015 y 2017, y que para el resto de otros cinco años una política inadecuada.

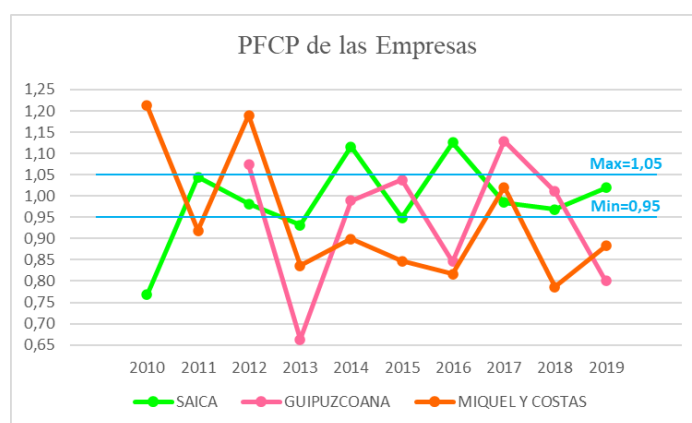
Hay un nivel de convertir la capacidad en tesorería adecuado cuando estemos dentro de la franja como hemos establecido antes y según el grafico 3.1.3.1. para el sector esto ocurre solamente en los cinco años nombrados anteriormente, lo que significa que la política financiera a corto plazo del sector ha sido adecuada: presenta una situación equilibrada (posición de liquidez suficiente), siendo la que se debe pretender alcanzar; genera recursos internos con su actividad y los convierte en liquidez aplicando una correcta política de cobros y pagos, que será mejor cuanto más se acerquen las TGO a los RGO.

Hablamos de una política financiera a corto plazo no adecuada cuando la ratio está por debajo de la franja, como en los años 2014, 2018 y 2019, el numerador es bastante menor que el denominador, es decir que hemos convertido en tesorería menos de la capacidad y esto no significa que la capacidad restante se pierde, se queda en el capital circulante, posiblemente lo aprovechemos el año siguiente. En esta situación se observa que no solo importa los signos de los parámetros implicados en el cálculo de la ratio, sino que también sus cuantías: como los RGO son mayores que los TGO (ambos positivos, lo que refleja una posición de liquidez suficiente), deberá incidir más en las políticas de cobros y pagos manteniendo su capacidad de generar recursos con su actividad para que se acerquen más los dos parámetros. También es política inadecuada cuando la ratio está por encima de la franja, como pasa en los años 2013 y 2016 cuando la ratio es mayor que la unidad debido a la capacidad acumulada en el capital circulante de años anteriores (TGO mucho mayores que RGO y valores positivos), situación que se deberá corregir, mejorando su política de cobros y pagos para que se acerquen las TGO a las RGO.

Las empresas que tienen un comportamiento diferente al sector en el sentido que no aplican una política financiera a corto plazo correcta en ningún año del periodo analizado son: TORRASPAPEL, PAPRESA y CARTONBOARD. En este caso podemos ver según los datos del cuadro 3.1.3. que para las empresas TORRASPAPEL y CARTONBOARD la ratio predomina más años por encima de la franja, siete años para la primera y seis años para la segunda empresa, mientras que los años restantes (tres años en la primera y cuatro años en la segunda empresa) se sitúa por debajo de la franja; para la empresa PAPRESA la ratio se sitúa más años por debajo (seis años) y el resto de cuatro años por encima.

Una política financiera a corto plazo adecuada presenta la empresa TRONCHETTI para el año 2011 solo, la empresa AMCOR para el año 2019 y la empresa ESSITY para tres años (2014, 2015 y 2019) y para los años restantes del periodo la política es inadecuada presentando oscilaciones por encima o por debajo de la franja.

En el siguiente grafico representamos el comportamiento de la política financiera a corto plazo de las siguientes empresas:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.3.

Gráfico 3.1.3.2. Política financiera a corto plazo de las empresas

Podemos afirmar que la empresa SAICA tiene un mejor comportamiento que el sector por presentar una política adecuada tiempo de seis años, de los cuales coincide con la del sector en los años 2011, 2012, 2015 y 2017 y para los cuatros años restantes no lleva una política adecuada, como se observa gráficamente la ratio esta dos años por encima de la franja y otros dos años por debajo de la misma; la empresa GUIPUZCOANA lleva una política adecuada en los tres años siguientes, año 2014, 2015 y 2018, para el resto de años, no y la empresa MIQUEL Y COSTAS presenta solamente para el año 2017 una política adecuada y para la mayoría de los años, siete, no aprovecha la capacidad generada por la actividad de hacer tesorería y como consecuencia el ratio se sitúa por debajo de la franja.

3.1.4. Política financiera a largo plazo

La política financiera a largo plazo mide el comportamiento financiero del sector o de las empresas respecto a la idea de conseguir solo la financiación permanente necesaria y la vamos a cuantificar a través del cociente entre la financiación permanente real y la financiación permanente necesaria, obteniendo así la ratio que se ve reflejada en el siguiente cuadro:

Política financ. l.p.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	1,07	1,07	1,15	1,10	0,93	1,11	0,86	1,75	0,90	0,40
TORRASPAPEL	0,70	0,06	0,91	0,48	1,96	0,40	1,00	-1,03	1,43	1,00
GUIPUZCOANA			0,64	2,60	0,53	1,27	-0,02	-1,37	0,23	-5,10
TRONCHETTI	1,06	0,96	1,32	0,79	1,01	1,05	0,88	1,06	0,99	1,25
AMCOR	-0,01	0,03	0,07	1,03	-0,26	1,29	1,96	0,50	-1,93	0,42
MIQUEL Y COSTAS	1,02	1,00	0,95	0,90	1,01	0,77	0,85	0,74	0,76	1,90
ESSITY	0,98	1,01	1,00	1,35	0,00	2,14	0,00	0,00	0,00	0,00
PAPRESA	1,33	2,21	0,88	0,95	0,80	0,46	0,56	0,39	0,95	1,06
CARTONBOARD		-3,95	0,00	1,08	0,88	3,44	0,82	1,09	0,74	0,47
SECTOR	1,08	1,04	0,83	0,80	1,13	0,99	1,07	3,63	1,36	-1,07

Fuente: Elaboración propia a través de la información base de datos SABI y Cuadro 3.1.2.

Cuadro 3.1.4. Política financiera a largo plazo

Como detallamos en el epígrafe descriptivo 2.2.4. el EFE permite establecer una relación entre el ciclo de vida de un negocio y el signo y el importe de los flujos de efectivo de las diferentes actividades del EFE y se puede determinar si la empresa disfruta de un equilibrio financiero o no. En el ciclo de vida de una empresa o sector, se pueden establecer las siguientes etapas: introducción, crecimiento, madurez, declive y dos situaciones especiales como son la reestructuración y la liquidación, reflejada en el siguiente cuadro:

Ciclo de vida	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SAICA	c	c	m	m	m	m	c	c	m	m
TORRASPAPEL	m	c	d	m	m	c	c	m	c	i
GUIPUZCOANA			m	m	m	m	c	c	m	m
TRONCHETTI	m	m	m	m	m	m	m	c	i	m
AMCOR	m	l	m	c	m	m	d	m	m	m
MIQUEL Y COSTAS	c	c	m	c	d	m	m	m	d	m
ESSITY	i	i	i	m	nada	c	nada	nada	nada	nada
PAPRESA	m	m	m	m	i	m	m	i	m	m
CARTONBOARD		m	nada	i	i	c	c	m	m	m
SECTOR	c	c	m	m	m	m	m	c	c	c

i = Introducción; c = Crecimiento; m = Madurez

d = Declive; r = Reestructuración; l = Liquidación

nada = no tiene datos en actividad de financiación o son nulas

Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.2. y de la información base de datos SABI

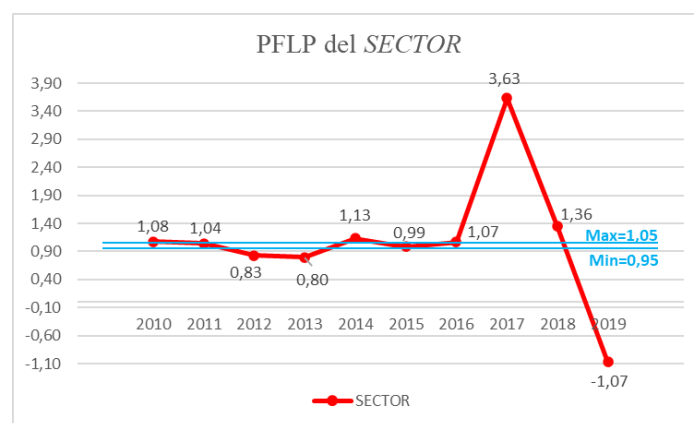
Cuadro 3.1.4.1. Ciclo de vida

Según el cuadro 3.1.4.1., el sector se encuentra en etapa de crecimiento, se endeuda para aumentar sus inversiones, en los años 2010 y 2011, pasa a una etapa de madurez, quiere decir que utiliza el efectivo para invertir y/o pagar deudas o remunerar a accionistas, en los cinco años siguientes, desde 2012 hasta 2016, para volver en 2017 hasta 2019 a la etapa de crecimiento. Cuando el sector se encuentra en etapa de crecimiento quiere decir que empieza a presentar un valor positivo en la actividad de explotación debido al aumento experimentado en las ventas, un valor negativo en la actividad de inversión y un valor positivo en la actividad de financiación, porque la actividad de explotación no cubre los flujos negativos en actividad de inversión. El sector pasara después a una etapa de madurez, lo que significa que continua presentar un valor positivo en la actividad de

explotación que le permite financiar las inversiones de mantenimiento de la actividad de inversión. Es en esta etapa en que la actividad de financiación tiene signo negativo, puesto que se aprovechan los flujos positivos de la actividad de explotación para pagar dividendos y reembolsar los recursos ajenos obtenidos.

Las empresas del sector en algunos años se encuentran en la misma etapa del ciclo de vida pero también para otros años en otra etapa distinta, como es el caso de: TORRASPAPEL, que en el año 2019, se encuentra en etapa de introducción, que está en un proceso de expansión cubriendo déficits a través del endeudamiento, igual que TRONCHETTI (año 2018), ESSITY (años 2010, 2011 y 2012), PAPRESA (años 2014 y 2017) o CARTONBOARD (años 2013 y 2014); TORRASPAPEL, que en el año 2012, se encuentra en etapa de declive, que está desinvirtiendo para hacer frente a las deudas contraídas, en la misma situación está AMCOR (año 2016) y MIQUEL Y COSTAS (años 2014 y 2018) y en etapa de liquidación, como es el caso de AMCOR, en el año 2011, que está vendiendo activos para hacer frente a los problemas de efectivo.

También vamos a considerar, como antes, que los valores de esta ratio que se encuentran en un rango de entre 0,95 y 1,05 (cuyos límites están marcados en el cuadro con color azul claro para una mejora interpretación) significa que estamos utilizando la financiación que necesitamos en los respectivos años como demuestra a continuación el grafico en el cual se refleja el comportamiento del sector:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.4.

Gráfico 3.1.4.1. Política financiera a largo plazo del sector

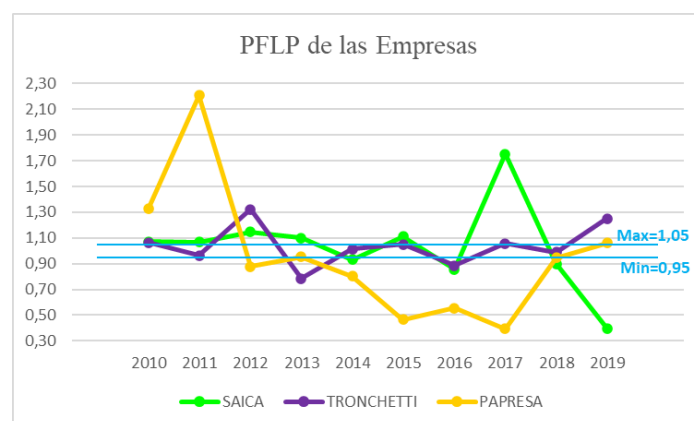
Afirmamos que el sector, en el periodo de tiempo de diez años analizado, ha llevado a cabo una política financiera a largo plazo adecuada solamente en los años 2011(etapa de crecimiento) y 2015 (etapa de madurez), y para el resto de ocho años una política inadecuada, donde alternan las etapas de crecimiento (se endeuda para aumentar sus

inversiones) y de madurez (utiliza el efectivo para invertir y/o pagar deudas o remunerar a accionistas).

Decimos que estamos utilizando la financiación que necesitamos y como consecuencia el sector practica una política financiera a largo plazo correcta cuando estemos dentro de la franja, como hemos establecido antes, y esto ocurre solamente en los dos años nombrados antes. Para el resto de los ocho años el sector aplica una política financiera inadecuada: cuando la ratio se encuentra por encima de la franja, el numerador es mayor que el denominador, es decir que se utiliza más financiación permanente de la que se necesita como se observa para los años 2010, 2014, 2016 y 2017 y cuando el ratio se sitúa por debajo de la franja, el numerador es bastante menor que el denominador, es decir que utilizamos menos financiación permanente de la que se necesita como pasa en los años 2012, 2013 y 2019.

Resalta la ratio de 3,63 del año 2017 que significa que el sector se ha excedido, que está utilizando financiación permanente 3,63 veces más de la que necesita y la ratio negativa de 1,07 del año 2019 se debe a que el numerador es positivo, mientras que el denominador es negativo, lo que quiere decir que invierte menos de lo que realmente puede pagar y que no necesita financiación permanente, ambos casos reflejan una política financiera a largo plazo inadecuada.

En el siguiente grafico vamos a representar el comportamiento financiero diferente que pueden presentar las empresas:



Fuente: Elaboración propia a través de los datos Cuadro 3.1.4.

Gráfico 3.1.4.2. Política financiera a largo plazo de las empresas

Como podemos observar la empresa SAICA no se encuentra en ningún año dentro de la franja: por encima de la misma se sitúa en los años 2010, 2011, 2012, 2013, 2015 y 2017 lo que significa que está utilizando financiación permanente más de la que necesita y por

debajo de la franja se sitúa en los años 2014, 2016, 2018 y 2019 cuando utiliza menos financiación permanente de la necesaria. Según estos comportamientos podemos afirmar que la empresa no utiliza una política financiera a largo plazo adecuada, situación que presenta también las empresas GUIPUZCOANA y CARTONBOARD (según los valores del cuadro 3.1.4.) pero con las matices siguientes: en el caso de la empresa GUIPUZCOANA, se sitúa por encima de la franja dos años (2013 y 2015) utilizando financiación 2,6 veces más de la necesaria en el año 2013 (1,27 más en el año 2015) y el resto de seis años se sitúa por debajo, de los cuales tres años presenta valores negativos. Si bien los valores negativos de los años 2016 (-0,02) y 2017 (-1,37) se deben al que el numerador es positivo y denominador negativo, lo que quiere decir que invierte menos de la tesorería generada y que no necesita financiación permanente, mientras que el valor negativo del año 2019 (-5,10) se debe a que el numerador es negativo y el denominador positivo, significando que además de necesitar financiación permanente devuelve financiación.

En el caso de la empresa CARTONBOARD, se sitúa por encima de la franja tres años (años 2013, 2015 y 2017) en los cuales también se excede de la que necesita, por debajo de la franja cinco años y con la peculiaridad que en el año 2012 la ratio tiene valor nulo por no tener ningún flujo de efectivo de las actividades de financiación, aunque necesita financiación permanente.

Según el gráfico 3.1.4.2. la empresa TRONCHETTI es la única empresa que practica una política financiera a largo plazo adecuada, mejor que el sector, por presentar tiempo de cuatro años (años 2011, 2014, 2015 y 2018) la ratio dentro de la franja y para el resto de seis años no aplica una política adecuada. La misma situación, pero en diferentes años (según los datos del cuadro 3.1.4. en los años 2010, 2011, 2012 y 2014) presenta la empresa MIQUEL Y COSTAS y la empresa ESSITY en los tres años (2010, 2011 y 2012, pero la misma empresa para los últimos cuatro años desde 2016 hasta 2019 inclusive, el valor de la ratio es nulo por no tener financiación real y aunque necesita de financiación permanente). También se observa que la empresa PAPRESA tiene una política correcta en los años 2013 y 2018 y para el resto de ocho años su política financiera a largo plazo no es la correcta.

La empresa TORRASPAPEL para los nueve años de los diez analizados no practica una política financiera a largo plazo adecuada y solamente en el año 2019 es en lo cual es adecuada.

3.2 Análisis financiero

Vamos a realizar el análisis financiero del sector y empresas del mismo, para el periodo de diez años, sobre la base de los valores medios alcanzados por los parámetros analizados: el corto plazo vendría añadido por los recursos generados por las operaciones (RGO), por la tesorería generada (TGO) y por la política financiera a corto plazo (PFCP) y el largo plazo vendría medido por la política financiera a largo plazo (PFLP) y después por el otro lado, se trata también de ver si hemos mejorado variable por variable y conjunto utilizando el valor inicial del periodo el año 2010 (Vi) y el valor final del periodo el año 2019 (Vf).

En primer lugar, conforme con el objetivo estipulado antes, vamos a realizar unos cuadros tanto para el sector como para las empresas elegidas en la muestra, con las medias de los parámetros financieros analizados en el epígrafe 3.1., como con los valores iniciales y finales de cada parámetro en parte, que nos permita una interpretación y valoración individual, empezando con el sector y después con cada empresa. En los cuadros el sector y las empresas tienen asignada una etiqueta del mismo color que en las representaciones graficas presentadas anteriormente.

En el último lugar, realizamos un cuadro resumen del sector y empresas con las medias de los parámetros financieros, los valores iniciales y finales de los mismos de la siguiente manera: a las medias, los valores iniciales y finales, en función del comportamiento individual del parámetro, le vamos asignar signo positivo cuando su comportamiento es adecuado o signo negativo, en caso opuesto.

- Análisis financiero del sector

El sector de fabricación de papel y cartón presenta las siguientes medias de los parámetros financieros para el periodo temporal de diez años analizado, como los valores iniciales del año 2010 (Vi) y finales del año 2019(Vf) de los mismos parámetros:

SECTOR	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	463.162	312.470	500.445
TGO (miles €)	454.733	318.163	451.177
PFCP (TGO/RGO)	0,98	1,02	0,90
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,08	1,08	-1,07

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.1. Análisis financiero *SECTOR*

Según las medias del cuadro 3.2.1. podemos afirmar que, durante el periodo de 10 años analizados, a corto plazo el sector genera RGO, genera TGO (aprovechando un 98,18 % de los RGO), alcanza una posición de liquidez suficiente y aplica una política financiera

correcta, lo que indica que el sector es eficiente en aprovechar la capacidad de generar tesorería que proporciona el RGO obtenido, que será mejor cuanto más se acerque las TGO a los RGO. En corto plazo presenta una situación equilibrada, es la que se debe pretender alcanzar, implica un éxito en la explotación como en la política financiera de cobros y pagos.

A largo plazo, el sector aplica una política financiera incorrecta por utilizar menos la financiación permanente de la necesaria. También, según las medias de los parámetros financieros analizados para el periodo temporal de diez años, podemos afirmar que el sector alcanza una posición de madurez, esto quiere decir que: la actividad del sector genera tesorería suficiente para sufragar todas sus necesidades de inversión y reembolsar deuda y pagar dividendos a los accionistas (media TGO+), requiere inversiones de mantenimiento de la capacidad productiva que son sufragadas por las TGO y no por las F (media I-) y que con las TGO obtenidas, reembolsa deuda y paga dividendos (m. F-).

Estas afirmaciones las vamos a respaldar con la información que nos dan los valores iniciales y finales de las medias de los mismos parámetros para el periodo temporal establecido: podemos decir para corto plazo, que tanto el RGO como el TGO han mejorado, por ser el valor final del periodo, año 2019, mayor que el valor inicial del periodo, año 2010 (un aumento en los RGO de un 60,16 % y en las TGO un 41,81 %), que la política financiera a corto plazo, es normal que presente oscilaciones, en este caso mientras al inicio del periodo aplica una política adecuada, por estar el valor dentro de la franja que mide el nivel de convertir la capacidad generada por la actividad en tesorería (las TGO mayores en un 1,82 % que los RGO), al final del mismo no aprovecha toda la capacidad generada por la actividad de hacer tesorería (aprovechando un 90,16 % de los RGO), capacidad que se quedara en el capital circulante y se aprovechara posteriormente o se quedara acumulada y en el conjunto del periodo analizado.

Concluimos que la política financiera a corto, en la media del periodo, es correcta, teniendo un valor medio del parámetro de 0,98 que se sitúa dentro de la franja; para el largo plazo, mientras que el valor inicial de la política financiera a largo plazo se sitúa por encima de la franja, está utilizando más financiación permanente de la necesaria, el valor final se sitúa por debajo de la misma y encima negativo, significa que invierte menos de lo que puede pagar con su TGO, no siendo necesaria la financiación permanente. Concluimos que, en media, no aplica una política a largo plazo adecuada por no

corresponderse la financiación permanente utilizada con la necesaria, teniendo un valor de 0,08.

- Análisis financiero de la empresa SAICA

La empresa SAICA presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

SAICA	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	195.258	138.557	318.553
TGO (miles €)	193.669	106.419	324.657
PFCP (TGO/RGO)	0,99	0,77	1,02
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	-0,52	1,07	0,40

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.2. Análisis financiero SAICA

Como se puede observar, según los valores obtenidos en el cuadro 3.2.2., podemos decir que la empresa SAICA lo está haciendo bien a corto plazo pero no a largo: a corto plazo la empresa genera RGO, genera casi lo mismo de TGO (aprovechando un 99,19 % de los RGO), posición de liquidez suficiente y aplica una política financiera adecuada, faltándole muy poquito de ser una relación perfecta, cerca del valor unitario y a largo plazo, la política financiera es inadecuada por invertir menos de lo que puede pagar con su TGO, no siendo necesaria la financiación permanente; en media, se encuentra en etapa de crecimiento, endeudándose por para aumentar sus inversiones, lo que nos dice que la actividad de la empresa comienza a ser rentable en el periodo de diez años analizado y genera excedente de tesorería pero no de forma suficiente como para cubrir las necesidades de pagos por inversiones que sigue necesitando la empresa (media TGO+), requiere mayor capacidad productiva (media I-) y requiere ciertas aportaciones de los socios y/o del endeudamiento para cubrir la financiación de sus inversiones (media F+).

Claramente los valores finales del RGO y TGO han aumentado, más del doble del valor inicial, en las TGO con un 205,07 % y en un 129,91% en los RGO, aunque el valor inicial del TGO es menor que el valor inicial del RGO, relación que determina una política financiera a corto plazo al inicio del periodo no adecuada por estar el ratio por debajo de la franja, aprovechando solamente un 76,81 % de los RGO, al final del periodo cambia a mejor, por ser el TGO mayor que el RGO, en un 1,92 %, determinando así una política financiera a corto plazo al final del periodo correcta por estar el ratio dentro de la franja, y en conjunto, como la media de la política financiera a corto tiene un valor contenido en el intervalo preestablecido, concluimos que la empresa aplica una política adecuada. Mientras que a largo plazo, la política financiera al inicio del periodo no es la correcta

por utilizar más financiación de la necesaria, al final del periodo tampoco es la correcta por utilizar menos financiación permanente de la necesaria, pero en conjunto el valor del parámetro empeora situándose por debajo de la franja y con valor negativo, concluyendo así una incorrecta política financiera a largo plazo lo que quiere decir que las inversiones realizadas son pagadas con parte del TGO sin acudir a financiación permanente.

- **Análisis financiero de la empresa TORRASPAPPEL**

La empresa TORRASPAPPEL presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

TORRASPAPPEL	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	25.531	66.895	-8.294
TGO (miles €)	27.466	72.193	-41.010
PFCP (TGO/RGO)	1,08	1,08	4,94
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,08	0,70	1,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.3. Análisis financiero TORRASPAPPEL

Según los datos de las medias de los parámetros financieros la empresa TORRASPAPPEL no lo está haciendo bien a corto plazo y tampoco a largo: a corto plazo aun que genera RGO, genera mucho más TGO (un 7,58 % más que los RGO) y como consecuencia la política financiera a corto plazo es inadecuada por tener más tesorería real que la capacidad generada por la actividad y a largo plazo la política financiera es también inadecuada por utilizar menos financiación permanente de la necesaria, presentando una posición de liquidez suficiente y encontrándose en una etapa de crecimiento.

Como podemos observar a corto plazo, los valores finales tanto del RGO como del TGO han disminuido, en un menos 112,40 % los RGO y las TGO en menos de 156,81 %, siendo valores negativos, lo que hará que el valor final de la política financiera sea un valor positivo y se situé mucho más por encima de la franja (4,94 una política incorrecta), aunque el valor inicial del TGO es un valor positivo y mayor que el valor inicial del RGO, lo que determina inicialmente una política financiera a corto plazo incorrecta, situándose el valor del ratio por encima de la franja, concluyendo que en conjunto la política financiera a corto plazo es incorrecta.

Si bien a largo plazo el valor final de la política financiera nos demuestra su correcta y perfecta aplicación, no así pasa con el valor inicial de la política financiera a largo plazo que nos demuestra su incorrecta aplicación situándose su valor por debajo de la franja, y como conclusión en conjunto la media del parámetro nos informa que la política

financiera a largo plazo es inadecuada por utilizar menos financiación permanente de la necesaria.

- Análisis financiero de la empresa GUIPUZCOANA

La empresa GUIPUZCOANA presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado (ochos años), pero acordarnos que el valor inicial en este caso será el año 2012 (Vi) siendo el año desde cuando presenta cuentas anuales en formato normal:

GUIPUZCOANA	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	29.419	30.249	32.649
TGO (miles €)	28.125	32.464	26.138
PFCP (TGO/RGO)	0,96	1,07	0,80
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,32	0,64	-5,10

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.4. Análisis financiero GUIPUZCOANA

Según los valores medios a corto y largo plazo reflejados en el cuadro 3.2.4. afirmamos que la empresa GUIPUZCOANA aplica una correcta política financiera en corto plazo, posición de liquidez suficiente, pero no así en largo: en corto plazo genera RGO un poco más que el TGO (aprovechando un 95,60 % de los RGO) lo que hará que la política financiera sea adecuada por convertir en tesorería casi toda la capacidad generada por la actividad y a largo plazo la política financiera es inadecuada por no utilizar la financiación permanente necesaria, encontrándose en una etapa de madurez.

Observamos a corto plazo que el valor final del RGO aumenta con respecto al valor inicial en un 7,93 %, mientras que el valor final del TGO disminuye en un 19,49 %, lo que hará que la política financiera a corto plazo al final del periodo sea inadecuada situándose el ratio por debajo de la franja (aprovechando solamente un 80,06 % los RGO), que también lo será la política financiera al inicio del periodo pero en este caso el ratio se sitúa por encima, por ser el valor inicial del TGO mayor que el RGO en un 7,32 % y en conjunto la política financiera a corto es adecuada, el valor del ratio se sitúa dentro de la franja lo que nos dice que hemos aprovechado casi toda la capacidad generada por la actividad de hacer tesorería, que no se perderá, se quedara en el capital circulante.

A largo plazo tanto para el inicio del periodo como para el final la política financiera no es la correcta pero con la especificación que al inicio el valor del ratio se sitúa por debajo de la franja, lo que quiere decir que utiliza menos financiación permanente de la necesaria, mientras al final del periodo se sitúa también por debajo de la franja pero enzima su valor es negativo lo que quiere decir que devuelve financiación además de que necesita

financiación permanente y consecuencia de todo esto en conjunto afirmamos que la política financiera a largo plazo es inadecuada por tener el valor por debajo de la franja pero mayor que cero, lo que significa que la empresa no utiliza la financiación permanente necesaria.

- Análisis financiero de la empresa TRONCHETTI

La empresa TRONCHETTI presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

TRONCHETTI	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	13.068	8.614	29.202
TGO (miles €)	10.693	14.561	13.205
PFCP (TGO/RGO)	0,82	1,69	0,45
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	1,01	1,06	1,25

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.5. Análisis financiero TRONCHETTI

Podemos afirmar, según los valores medios del cuadro 3.2.5., que la empresa TRONCHETTI a corto plazo no lo está haciendo bien, pero si a largo: en corto plazo, situación de liquidez suficiente, genera RGO más que TGO (aprovechando un 81,83 % de los RGO) lo que hará que la política financiera sea inadecuada por no convertir en tesorería toda la capacidad generada por la actividad y en largo plazo la política financiera es la adecuada por utilizar la financiación permanente necesaria situándose el valor de la ratio dentro de la franja, situándose en una etapa de crecimiento.

También, resaltamos que en corto plazo, mientras que el valor final del RGO aumenta con respecto al valor inicial en un 239,01 %, el valor final del TGO disminuye en un 9,31 %, lo que determina una política financiera al final del periodo incorrecta por no aprovechar toda la capacidad generada para convertirla en tesorería (aprovecha solo un 45,22 % de los RGO), la ratio encontrándose por debajo de la franja, mientras la política financiera inicial se sitúa por encima de la franja, también una política incorrecta por tener más tesorería real que la capacidad de hacerla (las TGO mayores que los RGO en un 69,04 %) y como consecuencia el conjunto, como la media del ratio se sitúa por debajo de la franja, decimos que aplica una política financiera a corto plazo inadecuada por convertir en tesorería menos de la capacidad generada por la actividad.

A largo plazo tanto la política financiera al inicio del periodo como la del final vamos a decir que es inadecuada por utilizar más financiación de la necesaria, siendo verdad que al final del periodo utiliza más financiación que al inicio del periodo, y concluimos que

en conjunto la política financiera a largo plazo es la adecuada, que está utilizando la financiación necesaria, situándose el valor de la ratio dentro de la franja.

- Análisis financiero de la empresa AMCOR

La empresa AMCOR presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

AMCOR	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	11.887	3.143	13.616
TGO (miles €)	9.009	3.339	13.150
PFCP (TGO/RGO)	0,76	1,06	0,97
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,83	-0,01	0,42

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.6. Análisis financiero AMCOR

Según los valores medios que se refleja en el cuadro 3.2.6. podemos decir que la empresa AMCOR no aplica una correcta política financiera a corto plazo y tampoco a largo: a corto plazo aun que genera RGO mucho más que TGO (aprovechando un 75,79 % de los RGO), posición de liquidez suficiente, su política será inadecuada por no convertir en tesorería toda la capacidad generada con su actividad, mientras que, a largo plazo, su política financiera será también inadecuada por tener el valor de la ratio por debajo de la franja lo que nos dice que utiliza menos financiación permanente de la necesaria. En media podemos afirmar que AMCOR se encuentra en etapa de declive, que está desinvirtiendo para hacer frente a las deudas contraídas, aunque la actividad de la empresa sigue generando tesorería (media TGO+) pero en menor medida de forma significativa, no tiene expectativas de nuevas inversiones y, en todo caso, aplica una política de desinversiones (media I+) y aplica, las TGO y las I, al pago de dividendos y/o al reembolso de deuda.

Observando los valores iniciales y finales, se ve claramente que los valores finales de los RGO y las TGO han aumentado, los RGO en un 333,22 % y las TGO en un 293,83 %, lo que determinaran una política financiera al final del periodo correcta (aprovechando un 96,58 % de los RGO), pero incorrecta al inicio del periodo, situándose por encima de la franja, lo que nos dice que tiene más tesorería real que la que genera con su capacidad, que el TGO al inicio del periodo es mayor que su RGO (mayor en un 6,24 %) y en conjunto como el valor de la media del parámetro se sitúa por debajo de la franja, aplica una política financiera a corto plazo incorrecta por no convertir toda la capacidad en tesorería.

A largo plazo, tanto la política financiera al inicio del periodo como la del final es inadecuada por estar el valor de la ratio por debajo de la franja, por no utilizar la financiación permanente necesaria y además al inicio del periodo el valor de la ratio es negativo lo que quiere decir que encima de necesitar financiación permanente devuelve parte de la misma, y en conjunto afirmamos que la política financiera a largo plazo ha sido inadecuada por no utilizar la financiación permanente necesaria, situándose la ratio por debajo de la franja pero mayor que cero.

- Análisis financiero de la empresa MIQUEL Y COSTAS

La empresa MIQUEL Y COSTAS presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

MIQUEL Y COSTAS	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	33.239	20.658	36.765
TGO (miles €)	30.906	25.051	32.451
PFCP (TGO/RGO)	0,93	1,21	0,88
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,94	1,02	1,90

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.7. Análisis financiero MIQUEL Y COSTAS

En caso de la empresa MIQUEL Y COSTAS, según las medias a corto y largo plazo del cuadro 3.2.7., podemos afirmar que no lo está haciendo bien ni en corto ni en largo plazo: a corto plazo aun que genera más RGO que TGO (aprovechando un 92,98 % de los RGO), posición de liquidez suficiente, su política financiera no es la correcta por no convertir en tesorería toda la capacidad generada con la actividad y a largo plazo su política financiera es la incorrecta no por utilizar la financiación permanente necesaria, situándose en una etapa de madurez.

A corto plazo, según los valores iniciales y finales, se observa que tanto los valores finales del RGO como del TGO aumentan comparados con los valores iniciales, pero al aumentar más el valor final del RGO (aumentan en un 77,97 %) que el valor final del TGO (aumentan en un 29,54 %) hará que la política financiera al final del periodo no sea adecuada por no convertir en tesorería toda la capacidad generada (aprovecha solo un 88,27 % de los RGO), situándose el valor de la ratio por debajo de la franja, mientras que el valor de la ratio al inicio del periodo se sitúa por encima de la franja, tampoco será una política correcta por tener una tesorería real superior a su capacidad de generarla (TGO mayor que RGO en un 21,27 %), y en conjunto, la política financiera a corto plazo no es la adecuada por convertir en tesorería menos de la capacidad generada, situándose su valor por debajo de la franja pero mayor que cero.

En cambio, a largo plazo si bien al inicio del periodo aplicaba una correcta política financiera al final del mismo no, por utilizar más financiación permanente de la necesaria y en conjunto concluimos que la política financiera a largo plazo será incorrecta por no utilizar la financiación permanente necesaria, situándose el valor de la ratio por debajo de la franja.

- Análisis financiero de la empresa ESSITY

La empresa ESSITY presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

ESSITY	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	12.716	-3.857	17.492
TGO (miles €)	10.916	-8.529	17.416
PFCP (TGO/RGO)	0,86	2,21	1,00
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,98	0,98	0,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.8. Análisis financiero ESSITY

En referencia a las medias del cuadro 3.2.8. a corto y largo plazo podemos decir que la empresa ESSITY no lo está haciendo bien a corto plazo, pero sí a largo: a corto plazo, el RGO que genera es mayor que el TGO generado (aprovechando un 85,84 % de los RGO), posición de liquidez suficiente, lo que hará que la política financiera sea inadecuada por no convertir toda la capacidad generada en tesorería, situándose el valor de la ratio por debajo de la franja siendo un valor positivo; mientras que a largo plazo la política sí que es adecuada, que el valor se sitúa dentro de la franja, lo que quiere decir que está utilizando la financiación permanente necesaria, presenta una etapa de crecimiento.

Observando los valores iniciales y finales a corto plazo podemos afirmar que los valores finales, tanto del RGO como del TGO, han mejorado, aun que al inicio del periodo los dos tenían valores negativos (los RGO aumentan en un 553,51 % y las TGO en un 304,20 %), por tener perdidas del ejercicio anterior y también por aumentar la variación del capital circulante, y aun así, la política financiera en el año 2010 (periodo inicial) no es la adecuada, situándose el valor de la ratio por encima de la franja, al ser la tesorería real mayor que su capacidad de hacerla (TGO mayor que RGO en un 121,13 %), pero al final del periodo la situación mejora, en el sentido que la política financiera es la adecuada, lo que quiere decir que se ha convertido en tesorería toda la capacidad generada por la actividad (aprovecha un 99,57 % de los RGO), y en conjunto, la política financiera no es la adecuada.

A largo plazo la política financiera del periodo inicial es la adecuada, lo que quiere decir que utiliza la financiación ajena necesaria mientras al final del periodo no aplica ningún tipo de política por no tener financiación alguna y en conjunto vamos a decir que según la media del parámetro situada dentro de la franja su política financiera a largo plazo es la adecuada.

- **Análisis financiero de la empresa PAPRESA**

La empresa PAPRESA presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales y finales de los parámetros financieros del periodo analizado:

PAPRESA	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	10.858	7.304	19.831
TGO (miles €)	10.320	21.343	9.981
PFCP (TGO/RGO)	0,95	2,92	0,50
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	1,10	1,33	1,06

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.9. Análisis financiero PAPRESA

La empresa PAPRESA, según los datos de las medias de los parámetros financieros del cuadro 3.2.9., lo está haciendo bien en corto plazo pero no así en largo: a corto plazo, genera RGO un poco más que TGO (aprovechando un 95,05 % de los RGO), posición de liquidez suficiente, lo que determinara una política financiera adecuada, situándose el ratio de la media dentro de la franja, lo que nos indica que hay un nivel de convertir la capacidad en tesorería adecuado; en largo plazo el ratio se sitúa por encima de la franja, no aplica una política financiera adecuada por utilizar más financiación permanente de la necesaria, encontrándose en una etapa de madurez.

Observando los valores iniciales y finales del periodo analizado, podemos afirmar que el valor final del RGO ha aumentado con respecto al valor inicial en un 171,51 %, mientras que el valor final del TGO, ha disminuido en un 53,24 % con respecto al valor inicial, y es menor que el RGO final, lo que determinara un valor final del ratio de la política financiera que se situara por debajo de la franja, cuyo significado es que no aplica una política financiera adecuada por no aprovechar la capacidad generada por la actividad de hacer tesorería (aprovecha un 50,33 % de los RGO), mientras al inicio del periodo el TGO es mucho mayor que el RGO, determinando así una política financiera también inadecuada, pero esta vez el ratio se sitúa por encima de la franja, lo que nos indica que la tesorería real es mayor que la capacidad de hacer tesorería (TGO mayor que RGO en un 192,91 %) y en conjunto podemos afirmar que la política financiera a corto plazo es

la adecuada porque el ratio de la media se encuentra dentro de la franja, lo que significa que la empresa está aprovechando la capacidad de hacer tesorería.

A largo plazo, tanto la política financiera del inicio del periodo como la del final del mismo es una política inadecuada por tener el valor de la ratio situado por encima de la franja lo que quiere decir que está utilizando más financiación permanente de la necesaria y en conjunto la política financiera a largo plazo también será la inadecuada por la misma razón.

- **Análisis financiero de la empresa CARTONBOARD**

La empresa CARTONBOARD presenta las siguientes medias a corto y largo plazo y los valores iniciales (año 2011, por no tener datos disponibles) y finales de los parámetros financieros del periodo analizado (nueve años):

CARTONBOARD	Media	Vi	Vf
RGO (miles €)	80	6.204	5.648
TGO (miles €)	2.020	6.743	11.022
PFCP (TGO/RGO)	25,39	1,09	1,95
PFLP (F/[I-(TGO-Otros)])	0,58	-3,95	0,47

Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros anteriores

Cuadro 3.2.10. Análisis financiero CARTONBOARD

Observando los datos del cuadro 3.2.10. de las medias de los parámetros financieros podemos afirmar que la empresa CARONBOARD no lo está haciendo bien a corto plazo y tampoco a largo: a corto plazo, genera RGO mucho menos que los TGO, posición de liquidez suficiente, lo que determinara una política financiera inadecuada, la ratio se sitúa mucho más por encima de la franja, lo que significa que la empresa ha convertido en tesorería mucho más de la capacidad generada por la actividad (TGO mayor que RGO en un 242,5 %), y que en largo plazo la política financiera también es la inadecuada, esta vez la ratio se sitúa por debajo de la franja, diciéndonos que la empresa utiliza menos financiación permanente de la necesaria, y su etapa del ciclo de vida es de crecimiento.

Con respecto a los valores iniciales y finales de los parámetros financieros podemos ver que a corto plazo mientras el valor final del RGO disminuye con respecto al valor inicial en un 8,96 %, el valor final del TGO aumenta en un 63,46 %, lo que hará que la política financiera al final del periodo sea inadecuada, por tener más tesorería real que la capacidad de hacerla en un 95,15 %, la ratio se sitúa por encima de franja, la misma situación que al inicio del periodo (en este caso en un 8,69 % mayor que los RGO), y en conjunto, la política financiera a corto plazo es inadecuada, la media del ratio se sitúa mucho más por encima.

A largo plazo, tanto la política financiera del inicio del periodo como la del final es inadecuada, pero con la peculiaridad de que al inicio del periodo el ratio es negativo situándose por debajo de la franja, lo que nos dice que además de que la empresa utiliza menos financiación permanente de la necesaria enzima devuelve financiación, mientras al final del periodo el ratio se sitúa también por debajo pero valor positivo, que la política no es la correcta por utilizar menos financiación permanente de la necesaria y en conjunto, conforme con la media del ratio concluimos que la política no es la adecuada por lo mismo.

- Análisis financiero global del sector y empresas

En el siguiente cuadro resumen hemos reflejado los comportamientos de las medias de los parámetros financieros, de sus valores iniciales y finales, tanto del sector como de las empresas perteneciente, asignándolos signo positivo para un adecuado comportamiento y signo negativo, al contrario. También hemos referenciado las posiciones de liquidez y ciclos de vida realizados en función de los signos de las medias de los parámetros (RGO, TGO) y de las actividades de financiación e inversión, con su correspondiente valor inicial y final:

	RGO (miles €)			TGO (miles €)			Liquidez (miles €)			PFCP			Ciclo de vida (miles €)			PFLP		
	Media	Vi	Vf	Media	Vi	Vf	Media	Vi	Vf	Media	Vi	Vf	Media	Vi	Vf	Media	Vi	Vf
SECTOR	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	+	+	-	m	c	c	-	-	-
SAICA	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	+	-	+	c	c	m	-	-	-
TORRAPAPEL	+	+	-	+	+	-	LS	LS	IS	-	-	-	c	m	i	-	-	+
GUIPUZCOANA	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	+	-	-	m	m	m	-	-	-
TRONCHETTI	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	-	-	-	c	m	m	+	-	-
AMCOR	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	-	-	+	d	m	m	-	-	-
MIQUEL Y COSTAS	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	-	-	-	m	c	m	-	+	-
ESSITY	+	-	+	+	-	+	LS	IS	LS	-	-	+	c	i	nada	+	+	-
PAPRESA	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	+	-	-	m	m	m	-	-	-
CARTONBOARD	+	+	+	+	+	+	LS	LS	LS	-	-	-	c	m	m	-	-	-

LS = Liquidez Suficiente; IS = Iliquidez Severa
i = Introducción; c = Crecimiento; m = Madurez; d = Declive; nada = no tiene datos en actividad de financiación o son nulas
Fuente: Elaboración propia a través de los datos cuadros de análisis financiero

Cuadro 3.2.11. Análisis financiero global del sector y empresas

El sector, en el periodo de 10 años analizado, ha funcionado correctamente en todos los parámetros financieros salvo en la política financiera a largo plazo cuyo comportamiento es inadecuado, signo negativo.

Con su actividad ha generado recursos internos netos positivos y por la política de cobros y pagos aplicada, ha logrado una tesorería también positiva. Considerando las medias de los RGO + y las TGO + del periodo, el sector alcanza una posición de liquidez suficiente, atendiendo a su capacidad de generar recursos internos con su actividad y convertirlos en liquidez mediante la aplicación de una política financiera a corto plazo adecuada lo que

determina una situación equilibrada a corto plazo e implica un éxito en la explotación, siendo la que se debe pretender alcanzar y que será mejor cuanto más se acerquen las TGO a los RGO. Si bien la política financiera a largo plazo del sector no es la adecuada por utilizar menos financiación permanente de la que necesita, implica una posición incipiente de madurez en cuanto que con su actividad de explotación genera el disponible suficiente para cubrir sus necesidades de tesorería por operaciones de inversión y/o financiación y pagar deudas o remunerar a accionistas, además de incrementar el saldo de tesorería.

Respaldamos estas afirmaciones observando los valores iniciales (año 2010) y finales (año 2019) de los parámetros: si bien tanto los valores iniciales como finales tienen un comportamiento adecuado (positivo) para los RGO, TGO y liquidez, la PFCP empeora, por pasar de un comportamiento positivo al inicio del periodo a uno negativo al final del mismo, pero no tanto para que en media altere la evolución del parámetro, concluyendo en media con un comportamiento adecuado de la PFCP; tanto en el inicio como en el final del periodo el sector se encuentra en una etapa de crecimiento que dará paso a una etapa de madurez incipiente y por lo último destacamos el comportamiento inadecuado de la PFLP, presentando la misma actitud al inicio como al final del periodo.

Las empresas que tienen el mismo comportamiento de las medias de todos los parámetros que el sector son SAICA, GUIPUZCOANA y PAPRESA, presentando alguna diferencia en la evolución de los valores iniciales y/o finales de los mismos. Mientras que la empresa SAICA presenta valoración negativa para la PFCP al inicio del periodo (valor inicial del año 2010) al no aplicar una adecuada política financiera a corto plazo por no aprovechar la capacidad generada con la actividad de hacer tesorería, al final del periodo mejora su comportamiento (signo positivo en el valor final), aprovechando la capacidad acumulada en el capital circulante; las empresas GUIPUZCOANA y PAPRESA aunque su valoración del comportamiento de la PFCP tanta al inicio como al final es negativa, podemos decir que mejora porque intenta de acercar los TGO a los RGO y también se encuentran en la misma etapa del ciclo de vida al inicio como al final del periodo, en la madurez, a diferencia de SAICA que empieza con una etapa de crecimiento alcanzando al final del periodo la madurez, situación que determinara en media una posición en etapa de crecimiento.

Las empresas TORRASPAPEL, TRONCHETTI, AMCOR, MIQUEL Y COSTAS, ESSITY y CARTONBOARD presenta un comportamiento diferente al del sector en

algunas medias de los parámetros y de los valores iniciales y finales: si bien presentan un comportamiento adecuado en los RGO, TGO y liquidez, la PFCP es inadecuada para todas ellas, como la PFLP para algunas, siendo las empresas TRONCHETTI y ESSITY las únicas que aplica una política adecuada a largo plazo.

Podemos afirmar que tanto el sector como las empresas pertenecientes generan recursos internos con su actividad, los convierte en tesorería presentando una liquidez suficiente, y mientras que algunas aplican una adecuada política financiera a corto plazo, las demás tendrán que mejorar, acercando las TGO a los RGO, y con respecto a la política financiera a largo plazo, casi todas tendrán que mejorar la idea de conseguir solo la financiación permanente necesaria.

4. CONCLUSIÓN

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en demostrar la relevancia del estudio del Estado de Flujos de Efectivo en el análisis financiero mediante los parámetros dinámicos, demostrar la importancia y la valiosa información que aporta de forma individual las diferentes actividades que desarrolla la empresa, reflejadas en este estado contable, y sobre todo el grado de interrelación existente entre ellas.

A través del estudio empírico realizado a partir de la muestra formada por las primeras 9 empresas del sector fabricación de papel y cartón que están obligadas a presentar el EFE, hemos podido demostrar la relevancia de la información que este estado contable aporta sobre cada una de ellas e implícitamente sobre el sector, haciendo posible evaluar la capacidad de generar tesorería a partir de los recursos generados por la actividad, enjuiciar la aplicación adecuada de políticas financiera a corto y largo plazo, y también, a partir de los signos de los diferentes flujos de efectivo, la posición de liquidez y la etapa de ciclo de vida en la que se encuentra cada empresa (sector) en cada ejercicio.

La solvencia está asociada fundamentalmente a la capacidad de la empresa para generar flujos de tesorería a partir del desarrollo de sus propias actividades y será identificada mediante la información de los parámetros financieros contruidos aportándonos respuestas sobre la salud financiera de la empresa. Los parámetros financieros contruidos y descritos en el epígrafe 2.2. nos dan pie a establecer momentos de evaluación y de evolución de una empresa que demuestran una vez más que la información de este estado contable es única basándose en el principio de caja y no en el de devengo.

El parámetro financiero **RGO**, representa el momento clave para cualquier empresa, siendo el punto de partida en los resultados del desarrollo de la actividad, demostrando si es capaz de generar recursos internos que constituirán la base de su capacidad de autofinanciación. Destacamos la importancia que la capacidad de autofinanciación tiene como base sobre la que pivota la salud financiera de la empresa. Este elemento se emplea como instrumento de análisis de la potencialidad que la empresa posee “para generar unos recursos financieros que sirvan al mantenimiento y expansión de su circulación económica”.(Cañibano Calvo y Bueno Campos 1983).

Para convertir los RGO en flujos de efectivo, necesitamos construir el siguiente parámetro financiero denominado **TGO**, demostrando ser dependientes entre sí, y que representa el resultado de agregar a los RGO las variaciones del capital circulante, reflejando los importes que incorporan los ingresos cobrados y gastos pagados de la actividad de explotación y constituyen la principal fuente de flujos líquidos de la empresa, que además se van a obtener de forma recurrente, siendo un indicador que anticipa posibles problemas de liquidez.

Los signos de los RGO y las TGO nos permiten evaluar la capacidad de la empresa para convertir el beneficio y los recursos generados en liquidez, conversión que se realizara mediante una aplicación adecuada de políticas financieras de cobros y pagos a corto plazo cuantificadas a través de la ratio **PFCP**, momento correspondiente a la política financiera a corto plazo aplicada por la empresa; concluimos que las tres variables comparten un mismo tipo de información, ya que la ratio está constituida con valores de las TGO y los RGO, suponiendo una continuidad del momento inicial identificado con la capacidad de generar tesorería y la lógica de admitir la dependencia financiera entre ellos.

El momento correspondiente a la aplicación de efectivo y equivalentes en el proceso de expansión de la empresa apoyado por la financiación permanente, reflejado por la política financiera a largo plazo aplicada por la empresa, está cuantificado mediante la construcción de la ratio **PFLP**, que refleja la relación entre las TGO, I y F, pudiendo observar en qué medida la empresa, con el desarrollo de su actividad, es capaz o no de generar tesorería en su explotación que le permita financiar las distintas inversiones y, en su caso, cómo la empresa cubre las necesidades financieras o bien reembolsa las deudas y atiende sus obligaciones. El análisis de los tres componentes permite detectar el ciclo de vida en el que se encuentra la empresa.

Concluimos, que el análisis financiero basado en el modelo dinámico es un modelo financiero concatenado que subyace en la identificación de los cuatro parámetros financieros más importantes, y contiene tres etapas sucesivas: la generación de excedente económico, la aplicación de una adecuada política financiera a corto plazo y una adecuada gestión de los recursos financieros a largo plazo.

Es importante resaltar que una de las limitaciones de nuestro trabajo está en no haber abarcado la totalidad de empresas que cumplen los requisitos para la presentación obligatoria del EFE registradas en la base de datos SABI y, sin embargo, utilizando el 33,33 por ciento (9 empresas de las 27) del universo estudiado, logramos llegar a las conclusiones mencionadas anteriormente. Conviene también admitir que durante el desarrollo de este trabajo hemos encontrado muy pocos trabajos similares o parecidos, teniendo en cuenta que prácticamente todos los estudios analizados, tanto nacionales como extranjeros, se circunscribían a estudios de predicción de insolvencia.

Nuestra investigación tratará de arrojar un poco más de luz respecto a los cuatro cuestiones plantadas sobre el análisis dinámico: RGO, TGO, PFCP y PFLP, parámetros contruidos en base a la información que nos arroja el Estado de Flujos de Efectivo.

Después de haber analizado el sector y las empresas de manera individual, de forma conjunta y haciendo un resumen, podemos llegar a varias conclusiones del sector de fabricación de papel y cartón en el periodo postcrisis:

En general, y teniendo en cuenta los valores de toda la serie temporal de los 10 años analizados, podemos decir que el sector y las empresas analizadas generan bastantes recursos y tesorería, y con el paso de los años esos importes han aumentando con respecto a los obtenidos al principio del año 2010, después de la crisis del año 2008. Además, son más proclives a realizar buenas políticas financieras a corto plazo que a largo plazo.

Tanto el sector como las empresas SAICA, GUIPUZCOANA, TRONCHETTI, AMCOR y MIQUEL y COSTAS presentan siempre un **RGO** positivo, es decir, son capaces de generar los recursos suficientes para autofinanciarse. Aunque las demás empresas presentan para algunos años un RGO negativo que se debe a las perdidas netas tenidas en el ejercicio, destacar que la evolución en este parámetro es positiva, siguiendo la tendencia alcista del sector, siendo la empresa TORRASPAPPEL la única empresa que presenta una tendencia bajista.

Igual que el sector, las empresas SAICA, GUIPUZCOANA y MIQUEL y COSTAS también son capaces de generar tesorería, ya que todos los años presentan un **TGO** positivo, con tendencia alcista. En cambio, TORRASPAPPEL (año 2019), TRONCHETTI (año 2018), AMCOR (año 2011), ESSITY (años 2010, 2011 y 2012), PAPRESA (años 2014 y 2017) y CARTONBOARD (años 2012, 2013 y 2014) tienen un TGO muy negativo, lo que nos indica que hay una política financiera a corto plazo inadecuada. Si bien presentan un TGO negativo para algunos años, las empresas TORRASPAPPEL, TRONCHETTI y PAPRESA, presentan una tendencia bajista en la evolución de este parámetro, contraria al sector, lo que significa que consumen más liquidez de la que genera y que no cubren las necesidades de tesorería generada por las actividades de explotación, ni las inversiones para los respectivos años.

Algunas empresas realizan inadecuadas políticas financieras a corto plazo, **PFCP**, para todo el periodo analizado, como es el caso de TORRASPAPPEL y PAPRESA, y a largo plazo, **PFLP**, serán las empresas SAICA y GUIPUZCOANA que presentan un comportamiento inadecuado en todo el periodo analizado. La empresa CARTONBOARD es la única empresa que no aplica una buena política financiera ni en corto ni largo plazo.

Si nos atenemos a los valores medios de los parámetros financieros podemos resumir que tanto el sector, como todas las empresas, han sido capaces de generar con su actividad recursos y tesorería, presentando una posición de liquidez suficiente.

Según los valores medios: el sector, SAICA, GUIPUZCOANA y PAPRESA son las únicas que practican unas políticas financieras a corto plazo adecuadas, mientras que, las empresas TRONCHETTI y ESSITY realizan unas políticas financieras a largo plazo adecuadas; si bien el sector se encuentra en una etapa de madurez del ciclo de vida, igual que GUIPUZCOANA, MIQUEL y COSTAS y PAPRESA, las empresas SAICA, TORRASPAPPEL, TRONCHETTI, ESSITY y CARTONBOARD se encuentran en etapa de crecimiento y por último, la única empresa que se encuentra en etapa de declive es AMCOR.

5. BIBLIOGRAFÍA REFERENCIADA:

- Altman, Edward I., y Edith Hotchkiss. 2006. *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. 3rd ed. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Amat Salas, Oriol. 2011. *Análisis de estados financieros: fundamentos y aplicaciones*. 8ª ed. Barcelona: Gestión 2000.
- Amat Salas, Oriol, John Blake, y Jack Dowds. 1996. «El estado de flujos de tesorería: experiencias internacionales». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 88: 609-31.
- Apellániz Gómez, María Paloma. 1999. *La información de flujos de tesorería: normalización contable e investigación empírica*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC).
- Aragón Rodríguez, María Jesús, Manuel Angel Fernández Gómez, y García Martínez. 1991. «Recursos generados versus recursos procedentes de operaciones». En *Comunicaciones II*, 2:1303-23. Santander: Universidad de Cantabria.
- Archel Domench, Pablo, Fermín Lizarraga Dallo, Santiago Sánchez Alegría, y Manuel Cano Rodríguez. 2018. *Estados contables: elaboración, análisis e interpretación*. 6ª ed. Madrid: Pirámide.
- Arimany Serrat, Núria, Carme Viladecans Riera, y Soledad Moya Gutiérrez. 2015. «Utilidad del Estado de Flujos de Efectivo para el análisis empresarial». *Revista de Contabilidad y Dirección* 20: 195-217.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA). 2014. *El estado de flujos de efectivo (Revisado en diciembre de 2013)*. 1ª edición. Principios y Normas de Contabilidad, Documento nº 20. Madrid: AECA.
- Cañibano Calvo, Leandro, y Eduardo Bueno Campos. 1978. *Cash flow: autofinanciación y tesorería*. Ciencias empresariales. Madrid: Pirámide.
- . 1983. *Autofinanciación y tesorería en la empresa: el cash flow*. 2ª ed. corr. y Ampliada. Economía y administración de empresas. Madrid: Pirámide.
- Caraballo Esteban, Teodoro Antonio. 2001. «Diagnóstico y evaluación del equilibrio financiero: análisis de los flujos empresariales (Parte II)». *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, n.º 39: 46-53.
- Casanovas Parella, Ignacio. 1976. *Representación contable de flujos económicos y financieros*. Biblioteca de dirección, organización y administración de empresas: Técnicas administrativas. Barcelona: Editorial Hispano Europea.
- Dickinson, Victoria. 2011. «Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle». *The Accounting Review* 86 (6): 1969-94. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>.
- España y Ministerio de Economía y Hacienda. 2020. *Plan General de Contabilidad y de PYMES: Reales Decretos 1514/2007 y 1515/2007, de 16 de noviembre, y adaptación al Real Decreto 1159/2010 y al Real Decreto 602/2016*. 14ª ed. Economía y empresa. Madrid: Pirámide.
- Esteo Sánchez, Francisco, Cristina Guerrero Piqueras, Elena Manzano Albro, y Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 2002. *Elaboración de estados de fondos: el cuadro de financiación y estado de flujos de tesorería*. Madrid: AECA.
- Flores Caballero, Manuel. 1990. «La tesorería generada en el ejercicio económico». *Técnica Contable* 42 (495): 113-20.
- . 1996a. «El cruce de la información de los flujos de la tesorería generada». *Revista Técnica*, n.º 8: 42-57.

- . 1996b. «Estudio de la capacidad de autofinanciación de la empresa». *Técnica Contable* 48 (574): 669-88.
- . 1997. «La tesorería generada: una potente herramienta de análisis». *Partida Doble*, n.º 77: 37-47.
- Garrido Miralles, Pascual, y Raúl Íñiguez Sánchez. 2017. *Análisis de estados contables: elaboración e interpretación de la información financiera: adaptado al Real Decreto 602/2016*. Madrid: Pirámide.
- Gómez Valls, Francesc. 2012. *Aplicación en Excel para la elaboración de estados de flujos de efectivo*. Barcelona: Profit Editorial.
- González Pascual, Julián. 1994. «Flujos de caja versus recursos generados». *Partida Doble*, n.º 44: 55-64.
- . 2016. *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones*. 5ª ed. Madrid: Pirámide.
- González Pascual, Julián, y Ana Katarina Pessoa de Oliveira. 2018. «Análisis de solvencia en empresas no financieras: modelo estático versus modelo dinámico». *ICE, Tribuna de Economía*, n.º 905 (diciembre): 137-52. <https://doi.org/10.32796/ice.2018.905.6731>.
- Gonzalo Angulo, José Antonio. 2003. «El Estado de flujo de efectivo y el estado de cambios en el patrimonio neto: origen, contenido y utilidad». *Boletín de Estudios Económicos* LVIII (178): 41-73.
- Gonzalo Angulo, José Antonio, y Juan Antonio Jiménez Herreros. 2008. «El estado de flujos de efectivo». *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, n.º 81: 79-87.
- Gonzalo Angulo, José Antonio, y Javier Pérez García. 2017. «Reflexiones en torno al concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación». *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, n.º 117: 3-8.
- Henderson, James W., y Terry S. Maness. 1989. *The financial analyst's deskbook: a cash flow approach to liquidity*. New York: Van Nostrand Reinhold.
- Hillebrandt, Per, Kim Evjenth, y Jens Houe Thomsen, eds. 2004. *Recommendations and financial ratios 2005*. Copenhagen: The Norwegian society of financial analysis: The Danish society of financial analysis.
- Iturralde Jainaga, Txomin, y Amaia Maseda García. 2001. «Una aproximación a la gestión de la liquidez a través del análisis del estado de flujos de tesorería». *Actualidad Financiera* 6 (7): 33-46.
- Jiménez Cardoso, Sergio Manuel. 1996. «Una Evaluación Crítica de la Investigación Empírica Desarrollada en Torno a la Solvencia Empresarial». *Revista Española de Financiación y Contabilidad* XXV (87): 459-79.
- Labatut Serer, Gregorio. 2015. *Estado de flujos de efectivo*. Madrid: Francis Lefebvre.
- Larrán Jorge, Manuel. 1995. «Una aproximación al análisis de la solvencia a través de los estados de flujos de tesorería». *Análisis Financiero*, n.º 67 (TERCER TRIMESTRE): 44-64.
- . 1997. «Un análisis crítico de la literatura empírica relativa a la contribución de la tesorería generada por las operaciones a la evaluación de la calidad del resultado». *Revista Española de Financiación y Contabilidad* XXVI (91): 385-425.
- . 1999. «Relación entre resultado ordinario y tesorería generada por las operaciones: una Propuesta de análisis». *Técnica Contable* 51 (608): 577-92.
- Lee, Thomas A., Robert W. Ingram, y Thomas P. Howard. 1999. «The Difference between Earnings and Operating Cash Flow as an Indicator of Financial

- Reporting Fraud». *Contemporary Accounting Research* 16 (4): 749-86.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00603.x>.
- Lizarraga Dallo, Fermín, y María Idoia Glaría Aznárez. 2000. «El analista externo ante el cálculo de la tesorería generada en la actividad ordinaria». *Actualidad Financiera* 5 (6): 25-44.
- Maseda García, Amaia. 1995. «Evaluación de la solvencia empresarial a través del estado de flujos de tesorería». En *La información económico-financiera como instrumento básico de una gestión internacional de la empresa*, 1:701-18. Sevilla: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA.
- Medina Giacomozzi, Alex, y Julián González Pascual. 2005. «Propuesta Metodológica para Análisis de la Solvencia de la Empresa por Medio del Estado de Flujo Efectivo». *Panorama Socioeconómico*, n.º 31: 82-91.
- Molina Sánchez, Horacio, Jesús N. Ramírez Sobrino, y Rafael Bautista Mesa. 2015. *Análisis de estados financieros para la toma de decisiones: descubrir lo que los números esconden*. Madrid: Delta Publicaciones Universitarias.
- Ortega Martínez, José Antonio. 2011. *Diagnóstico empresarial mediante el análisis económico-financiero*. Bilbao: Editorial Desclee de Brouwer.
- Reglamento 1126/2008/CE de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento 1606/2002/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Texto pertinente a efectos del EEE). 2008. *OJ L*. Vol. 320.
<http://data.europa.eu/eli/reg/2008/1126/oj/spa>.
- Riebold, Gilbert. 1974. *El cash flow*. Traducido por Francisco Hortelano. Madrid: Ediciones ICE.
- Rodríguez Ariza, Lázaro, María Victoria López Pérez, María Isabel Román Martínez, y María Elena Gómez Miranda. 2016. *Diagnóstico contable de la solvencia y rentabilidad de la empresa*. 2º ed. Granada: Editorial Técnica Avicam-Fleming.
- Rojó Ramírez, Alfonso A. 1997. «Estado de Flujos de Tesorería: ¿Hacia una armonización europea? (Un estudio comparativo de diferentes normas europeas)». *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 26 (93): 993-1044.
- . 2000. *Estados de flujos de fondos financieros y análisis de la empresa*. Madrid: Tébar.
- . 2008. «Estado de Flujos de Efectivo y análisis de la empresa». *Partida Doble*, n.º 204: 48-65.
- . 2012. *Las cuentas anuales de la empresa*. Madrid: Garceta.
- . 2019. *Análisis económico-financiero de la empresa: un análisis desde los datos contables*. Madrid: Garceta.
- Ruiz Lamas, Fernando, María Luz Gómez Rodríguez, y Miguel Pérez Iglesia. 2006. «El ciclo de vida de un negocio como método de análisis del estado de flujos de efectivo». *Técnica Contable* 58 (685): 15-24.
- Sancho Pérez, Amparo, y Begoña Giner Inchausti. 1996. «Análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 86: 9-34.
- Somoza López, Antonio David. 1996. «La utilización de variables de cash flow en la predicción de la insolvencia empresarial: un análisis retrospectivo». En *Ponencia y comunicaciones sobre contabilidad de costes*, 433-46. Centro de Estudios Financieros.

- Stickney, Clyde P., Paul R. Brown, y James M. Wahlen. 2007. *Financial reporting, financial statement analysis, and valuation: a strategic perspective*. 6th ed. Mason, OH: Thomson/South-Western.
- Tascón Fernández, María Teresa, y Borja Amor Tapia. 2007. «El nuevo estado de flujos de efectivo: ¿más información implica mayor utilidad para el usuario?» *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, n.º 79: 14-20.
- Vila Biglieri, Jorge Eduardo. 2008. «El EFE y su utilidad en la predicción del fracaso empresarial: un estudio empírico». *Partida Doble*, n.º 199: 80-92.

6. ANEXOS

6.1. Estrategia selección empresas del sector

Nombre del producto	Sabi		
Actualización:	256		
Versión software	106.00		
Actualización datos	10/12/2020 (n° 2561)		
Usuario	ZARST-668383@unizar.es		
Export date	10/12/2020		
Cut off date	31/03		
		Resultado etapa	Resultado búsqueda
1. Estados España: Activa		898.969	898.969
2. Región/País: España		1.764.613	898.969
3. CNAE 2009(Sólo códigos primarios): 1712 - Fabricación de papel y cartón		523	212
4. Ingresos de explotación (mil EUR): 2019, min=8.000, max=1.500.000		14.993	35
5. Total Activo (mil EUR): 2019, min=4.000, max=3.000.000		45.927	35
6. Número empleados: 2019, min=50, max=2.000		12.178	27
Búsqueda booleana : 1 Y 2 Y 3 Y 4 Y 5 Y 6		TOTAL	27

6.2. Empresas del sector que presentan el EFE

	Nombre	Código NIF	Localidad	Ultimo año disponible	Ingresos de explotación mil EUR Últ. año disp.	Total activo mil EUR Últ. año disp.	Número empleados Últ. año disp.
1.	SOCIEDAD ANONIMA INDUSTRIAS CELULOSA ARAGONESA	A50002567	ZARAGOZA	31/12/2019	1.012.624	2.956.440	692
2.	TORRASPAPEL SA	A58781402	GETAFE	31/12/2019	736.681	979.600	1.712
3.	PAPELERA GUIPUZCOANA DE ZICUÑAGA SA	A20003216	HERNANI	31/12/2019	211.087	267.305	236
4.	INDUSTRIE CARTARIE TRONCHETTI IBERICA SL	B82337171	EL BURGO DE EBRO	31/12/2019	202.516	231.849	263
5.	AMCOR FLEXIBLES ESPAÑA SL	B08081846	ALZIRA	30/06/2019	188.494	128.892	465
6.	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL SA	A08020729	BARCELONA	31/12/2019	173.874	303.572	528
7.	ESSITY OPERATIONS ALLO SL.	B31235260	ALLO	31/12/2019	150.847	198.778	399
8.	PAPEESA SA	A48565469	ERRETERIA	31/12/2019	142.548	101.100	229
9.	RDM BARCELONA CARTONBOARD S.A.U	A08183162	CASTELLBISBAL	31/12/2019	134.160	58.124	225
10.	INTERNATIONAL PAPER MADRID MILL SL.	B87466595	FUENLABRADA	31/12/2019	129.643	334.215	228
11.	DS SMITH SPAIN SA.	A34158824	DUEÑAS	30/04/2019	99.040	1.478.211	594
12.	INDUSTRIAS DE TRANSFORMACION DE ANDOAIN SA	A20040648	ANDOAIN	31/12/2019	94.697	54.954	162
13.	GOMA CAMPS SOCIEDAD ANONIMA	A43000645	LA RIBA	31/12/2019	85.289	82.116	316
14.	AHLSTROM-MUNKSJO PAPER SA.	A20012563	BERASTEGI	31/12/2019	69.570	36.796	160
15.	PAPELERA DEL PRINCIPADO SA	A08520629	MOLLERUSSA	31/12/2019	60.677	55.134	84
16.	PAPELERA DEL ORIA, SA	A20003224	ZIZURKIL	31/12/2019	52.645	36.994	76
17.	J VILASECA SA	A08027013	CAPELLADES	31/12/2019	47.466	34.777	228
18.	PAPELERA DE LA ALQUERIA SL	B53011060	L'ALQUERIA D'ASNAR	31/12/2019	47.278	79.013	56
19.	DS SMITH ANDORRA SAU	A82521188	TORREJON DE ARDOZ	30/04/2019	42.403	41.903	166
20.	LC PAPER 1881, SA	A17014119	BESALU	31/12/2019	36.019	32.320	88
21.	PAPELERA DE BRANDIA SA	A15007727	SANTIAGO DE	31/12/2019	35.851	22.564	72
22.	TERRANOVA PAPERS SA	A65387375	BARCELONA	31/12/2019	33.493	56.398	54
23.	MB PAPELES ESPECIALES SA	A59522466	BARCELONA	31/12/2019	29.100	36.649	87
24.	IBERBOARD MILL SOCIEDAD LIMITADA.	B55711527	ALCOVER	31/12/2019	28.046	13.048	138
25.	MANDRILADORA ALPESA SL	B96011283	TAVERNES DE LA	31/12/2019	26.843	21.678	165
26.	SARIO PAPELERA DE ALMAZAN SL.	B63001648	SANT CUGAT DEL VALLES	31/12/2019	21.634	13.479	103
27.	CLARIANA SA	A46034591	VILA-REAL	31/12/2019	19.889	18.213	76

6.3. SECTOR - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
Número de empresas										
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	397.002	525.910	483.842	470.345	290.563	310.311	240.293	132.567	238.760	63.134
2. Ajustes del resultado	197.768	282.034	181.163	176.922	236.887	170.821	233.718	369.946	262.329	308.661
a) Amortización del inmovilizado (+)	196.263	202.025	186.496	184.821	196.268	185.445	192.942	190.672	198.192	201.883
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-237	35.757	4.413	1.090	71.343	8.568	52.517	109.977	75.584	118.274
c) Variación de provisiones (+/-)	11.126	10.415	-13.066	-359	2.829	11.774	15.998	32.060	5.737	-1.056
d) Imputación de subvenciones (-)	-24.244	-12.672	-12.228	-15.621	-13.923	-12.463	-14.957	-17.965	-25.940	-21.942
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-586	-61	-5.145	457	-11.431	-2.366	389	-9.680	603	-1.005
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	307	-2.097	-1.658	-340	-538	-460	-2.286	59.500	-765	-6.853
g) Ingresos financieros (-)	-70.831	-52.331	-28.014	-47.589	-58.981	-60.325	-62.423	-73.649	-67.683	-36.693
h) Gastos financieros (+)	76.370	77.033	71.030	99.890	78.738	56.566	58.294	68.257	69.776	58.404
i) Diferencias de cambio (+/-)	-701	483	3.259	-1.875	-3.286	-2.573	2.239	1.827	-3.142	-2.531
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-12.054	13.948	-1.160	-4.843	-659	347	-1.235	2.451	4.643	236
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	22.355	9.534	-22.764	-38.709	-23.473	-13.692	-7.760	6.496	5.324	-56
3. Cambios en el capital corriente	-49.268	-58.358	24.085	37.705	-7.595	-47.573	39.299	-8.388	-19.883	5.693
a) Existencias (+/-)	-27.442	-100.339	-3.177	-18.594	-5.427	-13.251	12.780	-2.277	723	-50.518
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	68.942	-19.642	-25.863	17.884	-12.386	-40.205	73.965	723	8.433	-86.401
c) Otros activos corrientes (+/-)	-1.190	28.003	7.588	-6.926	10.230	20.218	2.708	-23.053	-3.160	-999
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-94.235	34.257	48.750	846	730	-16.631	-44.568	15.983	-18.027	133.807
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	4.581	-127	-14.976	22.263	2.293	1.906	-2.742	951	-9.013	12.133
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	76	-510	11.763	22.232	-3.035	390	-2.844	-715	1.161	-2.329
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-68.632	-132.484	-113.984	-83.478	-65.865	-85.853	-67.362	-74.661	-58.613	-63.028
a) Pagos de intereses (-)	-75.276	-75.044	-76.258	-106.916	-82.563	-72.528	-65.970	-98.618	-82.560	-71.154
b) Cobros de dividendos (+)	84.153	56.791	38.734	48.450	70.102	7.302	33.042	53.573	47.101	21.011
c) Cobros de intereses (+)	15.128	15.648	20.392	45.902	33.615	67.902	44.942	40.808	44.174	26.945
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-89.487	-124.155	-94.293	-70.050	-84.436	-81.989	-77.951	-63.126	-66.190	-40.145
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	-3.150	-5.724	-2.559	-864	-2.583	-6.540	-1.425	-7.298	-1.138	315
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	476.870	617.102	575.106	601.494	453.990	347.706	445.948	419.464	422.593	314.460
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-1.022.224	-1.129.828	-902.335	-714.257	-962.747	-508.192	-361.098	-718.083	-923.370	-789.436
a) Empresas del grupo y asociadas	-180.818	-413.555	-286.319	-317.617	-164.139	-62.066	-82.211	-218.199	-370.525	-238.052
b) Inmovilizado intangible	-14.942	-26.424	-31.344	-34.603	-11.082	-25.038	-7.574	-52.602	-13.306	-5.935
c) Inmovilizado material	-204.136	-499.019	-338.322	-231.497	-172.950	-177.784	-100.850	-128.253	-187.792	-161.391
d) Inversiones inmobiliarias	0	-45	0	0	0	0	-18.119	-3.674	-1.653	0
e) Otros activos financieros	-622.325	-190.577	-243.016	-107.115	-553.969	-241.740	-150.452	-303.733	-349.349	-383.270
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	-3.055	-6	-291	0	-1.716	0	-455	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	-1.004	0	0	-10.355	0	0
h) Otros activos	-3	-208	-279	-23.419	-59.312	-1.564	-176	-1.267	-290	-788
7. Cobros por desinversiones (+)	602.555	332.610	292.926	319.558	613.508	305.892	186.150	515.699	443.379	143.519
a) Empresas del grupo y asociadas	208.667	99.912	82.427	86.014	105.136	127.263	86.659	24.442	8.338	49.138
b) Inmovilizado intangible	41	113	140	1.085	2.860	5.186	3.416	21.099	7.428	3.462
c) Inmovilizado material	4.234	10.890	124.693	7.627	5.991	4.841	4.539	2.039	13.150	5.394
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	692	25	11.669	64	150	0	0	0
e) Otros activos financieros	389.273	220.349	84.273	170.897	487.380	168.158	91.383	455.914	321.064	82.715
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	113	0	500	52.823	231	29	0	12.020	91.393	1.500
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	116	130	0	0	0	0
h) Otros activos	227	1.346	201	1.087	125	221	3	185	2.006	1.310
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-419.669	-797.218	-609.409	-394.699	-349.239	-202.300	-174.948	-202.384	-479.991	-645.917
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	66.571	-6.248	-37.098	47.173	47.116	-3.179	714	138.647	98.371	12.290
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	115.947	10.555	2.433	53.369	52.696	1.737	1.044	132.601	98.280	10.540
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	-44.122	0	-2.365	-1.012	-12.538	-22	-1.397	-1.727	0	-1.402
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	-11.933	-21.089	-40.579	-7.538	-4.026	-10.166	-14	-2.417	-3.691	-2.000
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	20	0	495	1.016	6.582	685	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	6.659	4.286	2.918	1.338	4.402	4.587	1.081	10.190	3.782	5.152
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	117.241	380.050	304.049	100.783	-65.794	-77.873	-150.150	-232.972	32.895	378.835
a) Emisión	304.594	699.598	646.916	397.560	397.214	272.937	117.033	233.942	360.524	521.542
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	94.900	92.261	31.194	448	25.561	146.753	8.441	0	5.398	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	48.271	260.670	388.103	245.429	205.465	70.905	60.574	42.790	280.792	422.733
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	102.468	326.526	130.555	94.621	118.830	40.148	29.120	92.230	70.766	93.636
4. Deudas con características especiales (+)	0	93	141	0	0	0	0	0	0	2
5. Otras deudas (+)	58.955	20.048	96.923	57.062	47.358	15.131	18.898	98.922	3.568	5.171
b) Devolución y amortización de	-187.353	-319.548	-342.867	-296.777	-463.008	-350.810	-267.183	-466.914	-327.629	-142.707
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	-403	0	0	0	-12.103	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-166.236	-276.177	-160.922	-179.973	-246.870	-157.480	-140.800	-157.581	-118.599	-73.505
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	-6.764	-23.867	-10.855	-41.074	-136.984	-69.837	-110.314	-221.216	-152.194	-44.611
4. Deudas con características especiales (-)	-277	0	-691	0	-943	-35	-160	0	-3.195	-4.534
5. Otras deudas (-)	-14.076	-19.504	-170.399	-75.327	-78.211	-123.458	-15.909	-76.014	-53.641	-20.057
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-122.143	-129.450	-135.843	-370.085	-83.997	-84.218	-64.743	-84.765	-74.233	-35.882
a) Dividendos (-)	-122.143	-129.450	-135.843	-370.085	-80.513	-81.166	-64.743	-84.765	-74.233	-35.882
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	-3.484	-3.052	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	61.669	244.352	131.108	-222.129	-102.675	-165.270	-214.179	-179.090	57.033	355.243
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	509	168	-1.818	1.239	-722	702	-1.997	-1.399	2.695	1.359
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	119.379	64.404	94.987	-14.095	1.354	-19.162	54.824	36.591	2.330	25.145
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	304.410	273.620	181.056	203.335	201.507	197.638	216.397	191.771	174.398	131.774
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	423.878	334.332	275.388	176.340	202.977	197.055	207.592	228.333	179.876	150.358

6.4. SAICA - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	348.851	333.364	277.426	172.700	195.140	177.863	163.511	141.194	174.371	136.767
2. Ajustes del resultado	-3.727	73.349	30.754	21.655	23.797	19.405	34.873	35.570	31.742	23.457
a) Amortización del inmovilizado (+)	34.491	32.465	27.645	27.687	29.916	31.574	32.147	33.780	30.488	31.816
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-774	21.414	16	765	222	250	823	1.303	518	0
c) Variación de provisiones (+/-)	492	15	-7	12	0	-1.796	6.292	103	189	332
d) Imputación de subvenciones (-)	-10.046	-3.203	-2.568	-3.445	-3.049	-2.114	-4.083	-5.818	-13.184	-12.046
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-327	-42	0	-300	-1.965	27	962	-325	1.755	-399
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	256	-2.433	-1.764	-358	0	9	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-43.036	-5.517	-4.722	-4.167	-13.089	-24.144	-18.510	-21.528	-31.168	-17.401
h) Gastos financieros (+)	6.393	6.580	6.025	5.419	10.831	12.511	11.548	16.505	19.803	10.610
i) Diferencias de cambio (+/-)	-700	534	2.120	-1.779	-1.891	-1.341	1.989	2.589	-2.555	-1.176
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-13.370	12.811	-2.756	-5.111	-268	385	-1.618	2.579	4.263	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	22.895	10.726	6.765	2.932	3.089	4.045	5.324	6.383	21.633	11.722
3. Cambios en el capital corriente	6.105	-10.044	-3.751	18.757	-8.258	18.331	-10.389	-2.461	7.961	-32.138
a) Existencias (+/-)	-15.133	-12.328	3.662	-6.538	-6.826	6.900	-4.109	1.610	-9.076	-8.951
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	30.532	20.080	-1.745	5.939	-1.302	7.949	-5.505	-3.501	5.229	-43.955
c) Otros activos corrientes (+/-)	-75	261	-262	-116	96	-108	304	49	-138	-66
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-9.220	-18.056	626	16.364	-3.606	527	-1.079	-619	11.945	20.835
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	-6.031	3.108	3.380	3.062	0	0	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-27.685	-87.254	-65.041	-46.864	-59.903	-32.630	-47.728	-46.059	-27.318	-24.169
a) Pagos de intereses (-)	-6.254	-6.003	-5.576	-5.224	-10.772	-12.696	-11.850	-17.217	-16.753	-9.541
b) Cobros de dividendos (+)	39.141	1.636	1.319	1.145	963	938	931	813	723	290
c) Cobros de intereses (+)	3.357	2.505	2.426	2.620	12.347	31.269	14.755	17.849	28.188	14.716
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-63.915	-85.348	-63.194	-45.385	-60.753	-52.035	-51.759	-47.482	-39.246	-29.635
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	-15	-44	-17	-20	-1.688	-106	195	-20	-230	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	323.544	309.416	239.388	166.247	150.775	182.970	140.267	128.244	186.756	103.918
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-566.329	-487.954	-348.250	-333.817	-519.687	-184.364	-88.772	-143.143	-459.825	-422.914
a) Empresas del grupo y asociadas	-139.067	-269.096	-82.456	-253.961	-37.076	-17.813	-7.516	-49.100	-273.466	-137.039
b) Inmovilizado intangible	-983	-383	-756	-422	-5.243	-2.535	-3.043	-31.661	-1.864	-2.888
c) Inmovilizado material	-43.823	-69.360	-92.050	-44.189	-18.030	-18.512	-15.974	-35.261	-84.152	-59.896
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	-23	0	0	0
e) Otros activos financieros	-382.455	-149.115	-172.988	-35.244	-459.338	-145.504	-62.215	-27.122	-100.343	-223.092
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	521.362	212.666	48.877	108.419	473.962	120.415	32.014	71.852	146.434	31.547
a) Empresas del grupo y asociadas	197.412	66.381	27.801	17.343	57.974	14.041	20.723	16.621	0	28.661
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	5.232	1.738	2.867
c) Inmovilizado material	327	923	0	2.300	2	0	0	0	5.319	10
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	323.624	145.362	21.076	88.776	415.987	106.374	11.292	49.999	139.377	8
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-44.966	-275.288	-299.374	-225.398	-45.724	-63.949	-56.758	-71.292	-313.391	-391.367
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	43	74	215
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	0	0	0	43	74	215
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-54.519	7.042	137.934	78.422	-89.699	-87.630	-67.658	-41.700	152.402	314.842
a) Emisión	47.193	80.286	236.731	207.959	145.135	15.011	19.466	48.883	238.654	345.243
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	80.000	235.686	206.791	143.319	13.046	3.930	1.381	237.398	339.954
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	45.699	0	0	0	0	0	13.755	46.378	0	3.000
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	1.494	286	1.045	1.168	1.816	1.965	1.781	1.123	1.256	2.289
b) Devolución y amortización de	-101.711	-73.244	-98.797	-129.536	-234.833	-102.641	-87.124	-90.583	-86.253	-30.401
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-100.207	-71.957	-95.113	-127.552	-146.193	-91.345	-84.960	-78.161	-53.718	-13.658
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	-86.525	-8.892	0	-9.611	-29.175	-10.984
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	-1.504	-1.287	-3.683	-1.984	-2.115	-2.404	-2.163	-2.811	-3.359	-5.759
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-56.500	-38.000	-30.000	-29.000	-26.000	-23.500	-22.000	-22.000	-20.000	-8.100
a) Dividendos (-)	-56.500	-38.000	-30.000	-29.000	-26.000	-23.500	-22.000	-22.000	-20.000	-8.100
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-111.019	-30.958	107.934	49.422	-115.699	-111.130	-89.658	-63.657	132.475	306.957
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	904	256	-1.655	1.441	-937	511	-1.989	-1.415	2.555	1.176
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	168.463	3.426	46.293	-8.287	-11.585	8.401	-8.137	-8.120	8.395	20.683
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	57.098	53.672	7.379	15.666	27.251	18.850	26.987	35.107	26.712	6.029
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	225.561	57.098	53.672	7.379	15.666	27.251	18.850	26.987	35.107	26.712

6.5. TORRASPAPEL - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	-37.572	4.236	-20.313	-4.798	-11.311	-10.472	-11.372	-88.238	25.979	37.145
2. Ajustes del resultado	61.804	45.382	51.799	78.846	42.677	34.610	39.748	136.431	40.364	38.910
a) Amortización del inmovilizado (+)	32.373	28.449	26.757	28.512	28.780	28.853	26.158	26.770	27.645	30.022
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	-1.123	-30	-964	-1.318	-6.678	3.801	27.396	59.220	10.078	-231
c) Variación de provisiones (+/-)	3.416	230	-6.290	-112	1.374	12.874	774	-828	338	869
d) Imputación de subvenciones (-)	-6.720	-3.285	-3.122	-4.162	-3.463	-4.051	-2.299	-771	-691	-921
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0	0	-5.173	-603	-8.234	-1.588	-313	-9.768	-37	35
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	7	0	0	0	48	239	-2.121	60.440	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-17.181	-29.701	-9.728	-16.891	-15.239	-24.034	-28.334	-21.896	-13.191	-5.636
h) Gastos financieros (+)	51.031	49.718	48.957	74.848	47.104	19.268	18.805	24.091	17.492	16.063
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	1.279	-370	-1.002	-752	0	-899	-1.336	-1.266
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	107	-101	-13	0	0	72	66	-25
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	-25	-957	0	0	-318	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	-32.716	6.036	15.719	4.172	7.161	-4.987	17.649	-4.612	5.629	5.298
a) Existencias (+/-)	10.286	-12.152	-5.230	-3.289	3.932	-42	-917	-6.623	6.285	-11.168
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	1.333	19.449	-4.373	14.717	-4.349	19.950	22.746	-7.845	2.406	-26.464
c) Otros activos corrientes (+/-)	40	8	-10	66	45	97	0	231	0	503
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-44.374	-1.269	25.332	-7.281	7.611	-25.005	-4.180	9.625	-2.987	42.427
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	0	-41	-78	13	0	0	-75	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-32.631	-19.125	-38.657	-58.177	-26.348	2.991	7.221	-17.858	-18.288	-7.657
a) Pagos de intereses (-)	-51.031	-49.718	-48.957	-74.826	-35.964	-17.960	-17.451	-31.328	-16.755	-14.687
b) Cobros de dividendos (+)	9.167	21.528	0	0	5.880	9.553	5.415	8.023	3.140	3.140
c) Cobros de intereses (+)	8.015	8.173	9.728	16.891	9.900	22.841	17.847	11.831	4.609	4.999
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	1.324	892	572	-242	-284	-812	-1.727	-2.905	-14.165	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	-105	0	0	0	0	-6.959	-1.001	-871	0	-1.110
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	-41.115	36.528	8.548	20.042	12.179	22.142	53.246	25.723	53.684	73.695
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-38.590	-61.370	-29.436	-28.158	-36.703	-50.417	-29.412	-110.082	-101.414	-69.117
a) Empresas del grupo y asociadas	0	-11.540	0	-4.073	-2.105	-1.800	0	-85.076	-22.333	-4.039
b) Inmovilizado intangible	-10.326	-9.244	-6.891	-2.211	0	0	-9	-108	0	-182
c) Inmovilizado material	-28.264	-40.586	-22.393	-21.384	-34.598	-48.615	-29.363	-24.883	-18.890	-11.651
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	-153	-348	0	-2	-40	-14	-60.191	-53.227
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	-141	0	0	0	0	0	-18
7. Cobros por desinversiones (+)	9.423	1.408	8.401	2.485	17.217	39.845	7.247	146.387	202	992
a) Empresas del grupo y asociadas	7.485	0	7.667	1.050	5.509	37.018	6.468	178	0	673
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	963	779	471	0	0
c) Inmovilizado material	1.937	984	0	1.408	0	1.689	0	0	0	50
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	692	25	11.667	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	424	42	2	41	46	0	133.718	195	228
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	12.020	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	130	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	7	41
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-29.167	-59.962	-21.036	-25.673	-19.486	-10.572	-22.165	36.305	-101.212	-68.125
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	5.751	2.220	0	-99	2.505	3.578	282	8.006	504	1.570
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	-99	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	5.751	2.220	0	0	2.505	3.578	282	8.006	504	1.570
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	64.878	31.363	-12.870	5.748	403	-79	7.205	-43.996	2.272	-5.493
a) Emisión	66.128	32.128	0	6.151	403	0	7.349	28.286	17.622	12.861
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	7	0	0	6.151	403	0	0	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	11.852	30.109	0	0	0	0	7.349	25.000	15.762	12.861
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	54.270	2.018	0	0	0	0	0	3.286	1.860	0
b) Devolución y amortización de	-1.251	-765	-12.870	-403	0	-79	-144	-72.282	-15.350	-18.353
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	-403	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-58	-269	-531	0	0	-79	0	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	-6.010	0	0	0	-144	-72.218	-15.350	-16.750
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	-1.192	-495	-6.329	0	0	0	0	-64	0	-1.603
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	-26.200	-22.472	-20.583	0	0
a) Dividendos (-)	0	0	0	0	0	-26.200	-22.472	-20.583	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	70.629	33.583	-12.870	5.649	2.908	-22.701	-14.985	-56.572	2.776	-3.923
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	347	10.149	-25.358	18	-4.399	-11.131	16.097	5.456	-44.752	1.648
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	20.884	10.735	36.093	36.075	40.474	51.604	35.507	30.052	74.804	73.156
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	21.232	20.884	10.735	36.093	36.075	40.474	51.604	35.507	30.052	74.804

6.6. GUIPUZCOANA - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	24.410	26.528	25.643	21.522	16.346	9.622	7.308	18.422	0	0
2. Ajustes del resultado	11.804	19.092	14.239	9.753	10.408	11.254	17.379	11.827	0	0
a) Amortización del inmovilizado (+)	10.695	10.457	10.638	10.406	9.676	14.124	12.823	0	0	0
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	3	-213	-49	0	7	10	0	0	0	0
c) Variación de provisiones (+/-)	3.978	9.213	4.254	799	1.680	-1.610	5.601	0	0	0
d) Imputación de subvenciones (-)	-3.253	-705	-737	-1.282	-726	-786	-1.090	0	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-135	-178	-116	-142	-239	-92	-265	0	0	0
h) Gastos financieros (+)	489	496	217	0	10	183	310	0	0	0
i) Diferencias de cambio (+/-)	27	22	32	-28	45	41	0	0	0	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0	0	-45	-622	0	11.827	0	0
3. Cambios en el capital corriente	-6.511	414	4.695	-4.440	966	-213	-7.480	2.215	0	0
a) Existencias (+/-)	-10.129	-4.989	6.608	-4.432	11.793	-4.514	-1.186	0	0	0
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	4.869	1.066	-2.880	-133	-3.715	6.230	-2.456	0	0	0
c) Otros activos corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-1.641	3.955	1.331	2.775	-6.587	-257	-3.838	0	0	0
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	390	382	-364	-2.650	-525	-1.672	0	0	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	2.215	0	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-7.057	-11.216	-6.082	12.369	-1.263	-1.378	-2.500	-4.143	0	0
a) Pagos de intereses (-)	-489	-496	-217	0	-10	-183	-310	0	0	0
b) Cobros de dividendos (+)	35	0	0	14.800	0	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	135	61	116	170	239	92	265	0	0	0
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-3.184	-5.216	-3.293	-2.601	-1.492	-1.287	-2.455	0	0	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	-3.554	-5.565	-2.688	0	0	0	0	-4.143	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	22.646	34.818	38.495	39.204	26.457	19.285	14.707	28.321	0	0
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-27.216	-12.905	-2.570	-7.839	-4.795	-2.794	-6.739	-10.355	0	0
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-49	-13	-30	-40	-1.621	-20	-251	0	0	0
c) Inmovilizado material	-27.167	-12.892	-2.540	-7.799	-3.174	-2.774	-6.488	0	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	-10.355	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Inmovilizado material	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-27.216	-12.905	-2.570	-7.839	-4.795	-2.794	-6.739	-10.355	0	0
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	678	0	0	0	0	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	678	0	0	0	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-4.324	45	69.457	-110	-2.660	-2.609	-11.438	0	0	0
a) Emisión	41	45	69.457	0	122	0	130	0	0	0
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	41	45	69.457	0	0	0	130	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0	0	122	0	0	0	0	0
b) Devolución y amortización de	-4.365	0	0	-110	-2.782	-2.609	-11.568	0	0	0
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-4.365	0	0	0	-684	-304	0	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	-2.098	-1.920	-11.281	0	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	0	0	-110	0	-385	-287	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-19.000	-5.000	-20.400	0	-24.900	-6.061	-9.251	-11.544	0	0
a) Dividendos (-)	-19.000	-5.000	-20.400	0	-24.900	-6.061	-9.251	-11.544	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-23.324	-4.955	49.057	568	-27.560	-8.670	-20.689	-11.544	0	0
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-27.894	16.958	84.982	31.933	-5.898	7.821	-12.721	6.422	0	0
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	141.682	124.724	39.742	7.809	13.707	5.886	18.607	12.185	0	0
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	113.788	141.682	124.724	39.742	7.809	13.707	5.886	18.607	0	0

6.7. TRONCHETTI - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	21.214	3.008	10.886	15.015	8.312	11.209	8.310	6.870	5.789	3.624
2. Ajustes del resultado	13.028	6.476	5.093	5.407	5.582	5.781	6.248	6.665	7.049	7.258
a) Amortización del inmovilizado (+)	11.971	6.830	5.430	5.584	5.659	5.607	5.503	5.596	5.588	5.446
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	3	0	31	3	-5	31	16	21	1	84
c) Variación de provisiones (+/-)	431	7	6	7	13	-2	-45	101	279	441
d) Imputación de subvenciones (-)	-319	-319	-319	-319	-319	-319	-318	-596	-589	-551
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-4	-5	0	52	8	4	49	82	2	-1
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-29	-276	-92	-1	-4	0	0	-6	-14	-7
h) Gastos financieros (+)	974	238	38	82	231	419	1.043	1.468	1.782	1.902
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-56
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0	0	0	42	0	0	0	0
3. Cambios en el capital corriente	-15.997	-11.824	5.024	-2.178	-1.867	-1.200	2.002	-4.178	516	5.947
a) Existencias (+/-)	3.032	-14.799	-606	935	588	-1.944	-1.530	-1.019	1.306	-2.657
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-5.445	-11.228	-3.108	326	-1.245	-1.977	3.653	-1.460	-2.701	-333
c) Otros activos corrientes (+/-)	2	-10	-75	-3	24	-1	5	113	-126	33
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-13.586	14.214	8.812	-3.436	-1.234	2.722	-126	-1.811	2.037	8.903
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-5.026	-820	-2.790	-3.705	-2.227	-4.357	-3.955	-3.471	-3.369	-2.259
a) Pagos de intereses (-)	-960	-226	-44	-105	-213	-496	-951	-1.352	-1.774	-1.893
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	29	276	92	1	4	0	0	6	14	7
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-4.095	-870	-2.838	-3.601	-2.017	-3.861	-3.004	-2.125	-1.609	-429
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	56
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	13.219	-3.160	18.213	14.539	9.801	11.434	12.604	5.887	9.984	14.569
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-10.427	-93.095	-28.187	-1.348	-1.809	-1.865	-2.683	-1.832	-1.592	-3.048
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-2.475	-278	-833	-413	-378	-1.243	-895	-860	-842	-318
c) Inmovilizado material	-7.948	-92.772	-27.354	-935	-1.431	-622	-1.786	-972	-749	-2.730
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	-5	-45	0	0	0	0	-3	0	-1	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	16	6	0	1	0	1	52	51	2	40
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	38	0	0	0
c) Inmovilizado material	16	6	0	0	0	0	14	51	0	40
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	0	1	0	1	0	0	2	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-10.411	-93.088	-28.187	-1.347	-1.809	-1.865	-2.631	-1.782	-1.590	-3.008
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	39	457	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	0	0	0	39	457	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-2.393	99.290	16.184	-8.663	-4.466	-6.805	-7.839	-5.467	-8.546	-12.305
a) Emisión	1.815	103.800	16.700	0	3.500	7.000	2.900	7.000	0	0
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	815	79.800	16.700	0	3.500	7.000	2.900	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	1.000	24.000	0	0	0	0	0	7.000	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Devolución y amortización de	-4.208	-4.510	-516	-8.663	-7.966	-13.805	-10.739	-12.467	-8.546	-12.305
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-4.208	-4.510	-516	-8.663	-7.966	-8.507	-8.141	-12.019	-8.098	-8.110
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	0	-4.850	-2.150	0	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	0	0	0	0	-448	-448	-448	-448	-4.195
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-1.121	-4.077	-5.626	-2.987	-3.915	-2.880	0	0	0	0
a) Dividendos (-)	-1.121	-4.077	-5.626	-2.987	-3.915	-2.880	0	0	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-3.514	95.213	10.559	-11.649	-8.381	-9.685	-7.839	-5.428	-8.089	-12.305
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-706	-1.035	585	1.543	-389	-116	2.134	-1.322	305	-744
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	3.239	4.274	3.689	2.146	2.536	2.652	517	1.840	1.534	2.278
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	2.533	3.239	4.274	3.689	2.146	2.536	2.652	517	1.840	1.534

6.8. AMCOR - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	10.210	7.968	3.122	3.941	19.821	6.679	11.377	8.046	4.587	785
2. Ajustes del resultado	4.322	3.779	3.928	5.103	-9.944	5.515	5.100	8.298	3.836	2.456
a) Amortización del inmovilizado (+)	5.171	4.957	4.906	5.536	5.654	6.148	5.551	6.407	7.687	2.280
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	45	-45	294	10	112	-159	-191	218	-213	-42
c) Variación de provisiones (+/-)	-87	-344	445	-151	-21	-189	-132	641	-445	134
d) Imputación de subvenciones (-)	-13	-14	-16	-18	-33	-43	-43	-37	-70	-26
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-21	-13	0	-29	100	-51	0	5	-38	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-1.005	-1.000	-2.000	-552	-16.245	-1.021	-953	-226	-150	-32
h) Gastos financieros (+)	232	274	279	268	527	740	958	1.317	1.229	154
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	-36	20	37	-38	50	-42	-71	129	-24
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	40	-48	44	-63	50
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	-4.230	-38
3. Cambios en el capital corriente	-466	-3.135	6.629	5.013	-8.396	-10.677	-9.070	9.582	-18.450	196
a) Existencias (+/-)	719	-3.139	-666	-143	-1.141	522	-279	1.948	-104	-1.295
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	1.418	-8.212	1.911	4.096	-10.158	-8.976	-7.295	10.538	7.709	-1.711
c) Otros activos corrientes (+/-)	21	184	-143	-23	125	-41	-65	337	-19.325	-79
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-2.615	8.105	5.484	1.117	2.801	-2.148	-1.325	-3.159	-600	3.281
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	-28	28	0	0	0	0	0	-6.063	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	-9	-45	15	-34	-23	-34	-106	-82	-67	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-773	159	1.453	-262	14.640	-874	-1.883	-1.340	-1.053	-35
a) Pagos de intereses (-)	-232	-274	-279	-268	-527	-740	-958	-1.317	-1.229	-67
b) Cobros de dividendos (+)	1.000	1.000	2.000	0	14.999	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	5	0	0	552	1.246	1.021	953	226	150	32
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-1.689	-520	-331	-392	-1.078	-1.155	-1.878	-249	48	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	143	-47	63	-154	0	0	0	0	-22	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	13.293	8.771	15.132	13.795	16.121	643	5.524	24.586	-11.080	3.402
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-3.088	-10.285	-3.581	-4.914	-9.602	-30.089	-39.329	-13.251	-7.567	-5.725
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	-1.551	-6.505	-23.429	-37.272	-11.567	-5.267	-5.334
b) Inmovilizado intangible	-17	-79	-131	-21	-16	0	0	0	-11	0
c) Inmovilizado material	-3.041	-10.181	-3.448	-3.341	-3.076	-6.660	-2.057	-1.674	-1.830	-391
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	-30	-25	-2	-1	-5	0	0	-10	-4	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	-455	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	187	151	32	38.169	5.991	17.200	29.526	11	92.724	825
a) Empresas del grupo y asociadas	0	3	1	38.130	5.964	17.144	29.517	0	1.181	825
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Inmovilizado material	183	124	26	30	6	55	0	0	50	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	4	24	5	9	21	1	9	11	100	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	91.393	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-2.901	-10.134	-3.549	33.255	-3.611	-12.889	-9.803	-13.240	85.157	-4.900
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	20	9	0	54	33.448	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	33.416	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	20	9	0	54	32	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-414	440	-40	-427	-16.206	-3.251	4.365	-879	-35.885	-17
a) Emisión	0	594	110	0	52	1.022	4.610	245	145	90
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	0	0	0	0	0	3.712	0	0	88
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0	0	52	0	630	245	145	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	594	110	0	0	1.022	268	0	0	2
b) Devolución y amortización de	-414	-154	-150	-427	-16.258	-4.273	-245	-1.124	-36.030	-107
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-62	-154	-150	-198	-15.273	-3.643	0	-863	-16.456	-107
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	0	-630	-245	-145	-19.526	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	-48	0
5. Otras deudas (-)	-352	0	0	-229	-985	0	0	-116	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-4.000	-3.000	-5.726	-91.575	0	0	0	0	0	0
a) Dividendos (-)	-4.000	-3.000	-5.726	-91.575	0	0	0	0	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-4.414	-2.560	-5.766	-92.002	-16.186	-3.242	4.365	-825	-2.437	-17
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	36	-20	-37	38	-50	42	71	-7	24
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	5.978	-3.887	5.797	-44.989	-3.638	-15.538	128	10.592	71.633	-1.491
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	20.164	24.051	18.254	63.243	66.881	82.419	82.291	71.699	66	1.557
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	26.142	20.164	24.051	18.254	63.243	66.881	82.419	82.291	71.699	66

6.9. MIQUEL Y COSTAS - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	38.612	39.417	39.610	36.298	39.969	28.807	29.678	31.708	25.206	19.555
2. Ajustes del resultado	1.723	1.750	200	3.489	-2.501	2.227	2.302	2.758	3.659	3.997
a) Amortización del inmovilizado (+)	8.683	7.914	7.720	8.088	9.028	10.163	11.769	8.978	8.453	8.852
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	209	308	47	318	181	114	-221	463	1.141	0
c) Variación de provisiones (+/-)	-650	210	608	597	-163	407	-1.011	1.498	226	397
d) Imputación de subvenciones (-)	-45	-57	-49	-38	-32	-182	-149	-246	-387	-429
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0	0	-4	5	-1	0	7	-8	38	-100
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-7.110	-6.996	-7.962	-5.541	-10.597	-7.585	-8.493	-8.178	-6.847	-4.952
h) Gastos financieros (+)	543	1.012	767	690	861	1.181	876	905	821	302
i) Diferencias de cambio (+/-)	-231	53	-331	38	-183	-171	81	-35	157	-42
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	-2	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	324	-694	-596	-668	-1.595	-1.700	-557	-619	59	-31
3. Cambios en el capital corriente	-4.314	-7.775	754	-6.730	-6.323	-2.926	-4.785	6.757	-2.380	4.393
a) Existencias (+/-)	-4.273	-8.127	1.014	-18	2.013	-3.289	-1.105	1.451	-4.098	76
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	3.302	-3.240	-1.781	533	-230	-1	219	1.705	-1.563	-1.180
c) Otros activos corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	82
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-3.751	3.516	1.764	-3.985	-9.147	685	-2.624	492	688	5.415
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	404	8	-246	-3.260	1.041	-321	-156	1.274	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	4	68	3	0	0	0	-1.119	1.835	2.593	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-3.118	-8.626	-7.192	-4.999	-2.381	-4.986	-7.931	-4.862	-4.736	-7.212
a) Pagos de intereses (-)	-510	-1.016	-773	-679	-831	-1.276	-810	-887	-801	-302
b) Cobros de dividendos (+)	4.709	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	3.051	3.167	3.464	3.465	4.328	4.955	3.193	2.237	1.643	676
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-10.368	-10.777	-9.883	-7.785	-5.878	-8.665	-10.314	-6.212	-5.578	-7.586
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	32.903	24.766	33.372	28.058	28.764	23.122	19.264	36.361	21.749	20.733
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-82.801	-57.902	-73.867	-47.851	-72.753	-55.177	-92.318	-280.642	-194.367	-102.516
a) Empresas del grupo y asociadas	-4.213	-7.623	0	-5.349	-1.950	-193	-2.470	-1.500	0	0
b) Inmovilizado intangible	-272	-280	-219	-369	-199	-193	-264	-209	-341	-176
c) Inmovilizado material	-16.594	-9.589	-10.110	-8.154	-8.933	-7.348	-6.316	-10.445	-8.829	-5.864
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	-61.722	-40.410	-63.538	-33.979	-61.671	-47.443	-83.268	-268.488	-185.197	-96.476
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	61.750	62.277	62.926	40.663	46.851	56.418	62.837	259.193	168.331	71.164
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	9.175	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	55	55	100
c) Inmovilizado material	68	354	4	85	0	0	0	23	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	61.682	61.923	53.747	40.578	46.849	56.418	62.837	259.115	168.276	71.005
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	59
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-21.051	4.375	-10.941	-7.188	-25.902	1.241	-29.481	-21.449	-26.036	-31.352
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-11.047	-12.408	-28.331	-6.400	-2.932	-9.481	49	-2.229	-3.645	-1.392
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1.402
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	-11.144	-12.466	-28.777	-7.509	-4.026	-10.166	0	-2.417	-3.691	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	446	1.016	1.082	685	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	97	58	0	93	12	0	49	188	46	10
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	1.858	1.596	21.837	-2.956	8.086	-8.841	15.135	-6.001	13.589	17.718
a) Emisión	30.555	11.261	31.194	448	21.464	13.056	17.746	1.146	16.244	26.524
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	11.261	31.194	448	21.464	13.056	8.441	0	5.398	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	28.417	0	0	0	0	0	9.305	1.146	10.846	13.332
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	2.138	0	0	0	0	0	0	0	0	13.192
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Devolución y amortización de	-28.697	-9.665	-9.357	-3.404	-13.378	-21.897	-2.611	-7.147	-2.655	-8.806
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-28.217	-9.665	-9.357	-3.404	-13.378	-17.962	-2.611	-5.849	-2.655	-8.806
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	0	-3.935	0	-1.298	0	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	-480	0	0	0	0	0	0	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-13.350	-11.257	-10.180	-8.468	-7.347	-6.221	-5.944	-5.951	-5.642	-5.543
a) Dividendos (-)	-13.350	-11.257	-10.180	-8.468	-7.347	-6.221	-5.944	-5.951	-5.642	-5.543
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-22.539	-22.069	-16.674	-17.824	-2.193	-24.543	9.240	-14.181	4.302	10.783
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-10.687	7.072	5.757	3.046	669	-180	-977	731	15	164
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	16.727	9.655	3.898	852	183	363	1.340	609	594	430
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	6.040	16.727	9.655	3.898	852	183	363	1.340	609	594

6.10. ESSITY - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	11.151	10.462	11.696	12.367	9.901	9.803	8.956	-34.390	-42.101	-49.990
2. Ajustes del resultado	8.829	10.392	14.081	10.921	9.201	5.200	13.101	39.020	45.026	53.814
a) Amortización del inmovilizado (+)	9.325	9.749	10.860	11.771	11.039	7.808	10.040	9.893	9.453	8.947
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	14	1.168	3.870	-29	50	-296	241	28.192	29.413	37.731
c) Variación de provisiones (+/-)	378	6	-133	-136	-79	-1.613	3.552	-841	-66	-76
d) Imputación de subvenciones (-)	-1.111	-739	-766	-844	-1.079	-665	-1.108	-686	-1.261	-798
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	-59	16	0	105	-741	3	371	1	92	352
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	108	0	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	0	0	0	0	-4	-38	-39	-48	0	0
h) Gastos financieros (+)	282	192	142	54	15	1	45	2.508	6.766	7.208
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	628	473
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-24
3. Cambios en el capital corriente	-76	-2.203	2.276	3.434	-330	-260	3.383	-5.236	-14.310	-4.672
a) Existencias (+/-)	-588	-212	-1.706	2.581	269	-8.422	9.667	3.548	583	-2.087
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	6.169	2.941	-548	-530	-1.198	-3.049	4.312	-277	-12.662	2.161
c) Otros activos corrientes (+/-)	16	48	163	-323	-9	-221	81	4	-88	-48
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-6.807	-5.048	3.680	1.900	219	10.847	-10.705	-8.431	-2.278	-4.698
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	661	115	743	-179	550	18	-9	527	0	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	473	-47	-56	-15	-161	567	37	-607	135	0
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-2.488	-2.974	-2.348	423	-2.525	-2.828	-5	-1.647	-6.329	-7.208
a) Pagos de intereses (-)	-282	-192	-142	-54	-15	-1	-45	-1.647	-6.113	-7.208
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	0	0	0	0	4	38	39	0	0	0
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-2.206	-2.782	-2.206	477	-2.514	-2.865	0	0	0	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	-216	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	17.416	15.677	25.705	27.145	16.247	11.915	25.434	-2.254	-17.715	-8.056
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-17.526	-15.781	-25.741	-27.815	-43.236	-26.521	-19.494	-12.245	-39.842	-20.798
a) Empresas del grupo y asociadas	-15.509	-13.496	-22.949	-23.518	-22.440	0	-16.058	-8.000	-29.000	-14.962
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	-1	-2	-8	-12	-458	-83	0
c) Inmovilizado material	-2.017	-2.285	-2.785	-4.296	-20.794	-26.513	-3.424	-3.787	-10.745	-5.812
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	-7	0	0	0	0	0	-14	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-25
7. Cobros por desinversiones (+)	72	107	55	21	26.414	14.495	130	106	170	4.192
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	23.254	14.468	0	0	0	4.176
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Inmovilizado material	59	72	25	2	2.943	0	130	0	170	17
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	13	35	30	19	217	27	0	106	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-17.454	-15.674	-25.686	-27.794	-16.822	-12.026	-19.363	-12.138	-39.672	-16.606
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	1.231	0	0	130.247	60.000	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	130.247	60.000	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	1.231	0	0	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	0	0	0	0	0	0	-8.222	-115.865	-2.110	24.260
a) Emisión	0	0	0	0	0	0	0	2.418	31.000	24.260
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0	0	0	0	0	2.418	31.000	24.260
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Devolución y amortización de	0	0	0	0	0	0	-8.222	-118.283	-33.110	0
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	0	0	-8.222	-118.283	-33.110	0
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
a) Dividendos (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	0	0	0	0	1.231	0	-8.222	14.382	57.890	24.260
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-38	3	19	-649	656	-111	-2.150	-10	502	-402
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	42	39	20	669	13	124	2.274	2.284	1.782	2.184
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	4	42	39	20	669	13	124	2.274	2.284	1.782

6.11. PAPRESA – Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresado en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	16.484	24.695	-1.396	6.339	-1.532	5.598	-5.815	6.699	9.450	-4.736
2. Ajustes del resultado	4.267	5.128	3.762	5.628	5.673	3.426	8.298	11.067	10.718	11.426
a) Amortización del inmovilizado (+)	3.599	3.383	2.996	3.052	3.744	3.661	3.827	7.006	10.647	12.040
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Variación de provisiones (+/-)	-252	442	0	549	409	210	0	-830	394	0
d) Imputación de subvenciones (-)	0	0	0	-407	-499	0	-77	-94	0	0
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0	0	7	-30	-13	-280	-18	0	0	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Ingresos financieros (-)	-47	-54	-117	-35	-648	-1.223	-1.239	-1.355	-1.187	-915
h) Gastos financieros (+)	967	1.356	1.831	2.387	2.609	2.772	6.052	4.274	864	301
i) Diferencias de cambio (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0	0	63	112	71	0	754	0	0	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	-1.018	0	0	-1.714	-1.003	2.066	0	0
3. Cambios en el capital corriente	-9.851	2.026	-2.771	-3.810	4.107	-13.978	12.836	3.648	-11.627	14.039
a) Existencias (+/-)	-1.728	-1.847	744	-162	384	-819	-10	447	-17	-9
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	752	-603	-3.187	-3.283	-2.114	-9.521	11.788	3.323	-5.397	9.543
c) Otros activos corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	360	-160	405	-1.120	0
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	-8.875	4.476	-327	-364	5.837	-5.867	2.302	-559	-4.350	4.576
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	1.530	-764	-23	-17	0
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	339	-319	55	-726	-71
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-504	-969	-1.318	-1.894	-2.237	-637	-3.742	-5.630	-740	-24
a) Pagos de intereses (-)	-551	-1.023	-1.434	-1.928	-2.306	-1.859	-3.968	-5.630	-864	-301
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Cobros de intereses (+)	47	54	117	35	56	1.223	226	0	125	277
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0	0	13	0	0	0	0	0
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	10.396	30.880	-1.722	6.264	6.010	-5.591	11.576	15.785	7.801	20.705
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-3.300	-2.649	-2.657	-1.909	-3.007	-2.280	-1.882	-1.923	-3.564	-2.554
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	-36	-247	-73	-15	-89	-64	0	0	0	-3
c) Inmovilizado material	-3.263	-2.366	-2.584	-1.894	-2.918	-2.216	-1.882	-1.923	-3.564	-2.551
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	0	-36	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Cobros por desinversiones (+)	56	112	234	65	238	824	162	1.120	0	0
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Inmovilizado intangible	0	112	34	65	38	824	132	0	0	0
c) Inmovilizado material	0	0	0	0	0	0	30	0	0	0
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	0	0	0	200	0	0	1.120	0	0
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h) Otros activos	56	0	200	0	0	0	0	0	0	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-3.244	-2.537	-2.423	-1.844	-2.768	-1.455	-1.720	-803	-3.564	-2.554
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-2.187	-26.850	1.634	-2.459	-1.473	5.658	-9.396	-13.131	-9.360	-9.083
a) Emisión	6.755	0	8.780	3.414	2.082	5.822	0	0	1.029	1.009
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (+)	6.755	0	8.780	0	0	5.822	0	0	1.029	572
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (+)	0	0	0	3.414	2.082	0	0	0	0	437
b) Devolución y amortización de	-8.941	-26.850	-7.146	-5.874	-3.556	-164	-9.396	-13.131	-10.390	-10.091
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-5.000	-22.965	-3.309	-2.763	0	0	-2.189	-9.687	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	0	0	0	0	-164	-7.207	-3.444	-10.390	-10.091
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras deudas (-)	-3.941	-3.884	-3.837	-3.110	-3.556	0	0	0	0	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-5.260	0	0	0	-31	0	0	0	0	-15.000
a) Dividendos (-)	-5.260	0	0	0	-31	0	0	0	0	-15.000
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-7.447	-26.850	1.634	-2.459	-1.505	5.661	-9.396	-13.131	-9.360	-24.083
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-126	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	-419	1.494	-2.511	1.960	1.737	-1.385	460	1.851	-5.123	-5.932
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	3.635	2.141	4.652	2.692	955	2.340	1.879	28	5.151	11.083
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	3.215	3.635	2.141	4.652	2.692	955	2.340	1.879	28	5.151

6.12. CARTONBOARD - Estado de Flujos de Efectivo

Flujos de efectivo (Datos expresados en miles de euros)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación										
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	546	205	1.429	256	328	-10.053	-25.806	-40.256	171	
2. Ajustes del resultado	6.535	5.007	3.869	2.039	1.545	2.041	19.868	32.915	6.950	
a) Amortización del inmovilizado (+)	3.932	3.110	2.772	1.768	370	0	1.163	3.566	6.250	
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	131	708	202	64	-41	-4	18.386	0	0	
c) Variación de provisiones (+/-)	387	0	17	-146	403	361	245	31.181	2.904	
d) Imputación de subvenciones (-)	-64	-64	-64	-64	-1	0	-262	-2.063	-2.701	
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0	0	0	0	0	0	144	0	119	
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
g) Ingresos financieros (-)	0	0	0	0	-12	-18	-37	-60	-96	
h) Gastos financieros (+)	687	784	872	373	891	1.789	157	267	453	
i) Diferencias de cambio (+/-)	-43	10	70	44	-65	-87	72	24	21	
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	1.505	459	0	0	0	0	0	0	0	
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3. Cambios en el capital corriente	5.374	2.367	-1.590	-859	3.941	-4.189	4.404	7.476	539	
a) Existencias (+/-)	-587	330	-4.203	-3.188	-2.280	-203	1.878	1.127	190	
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	-240	-194	892	877	10.509	-5.129	4.328	1.896	1.506	
c) Otros activos corrientes (+/-)	-57	77	-151	1.031	-1.043	159	-163	6.644	44	
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	6.258	2.154	1.872	421	-2.704	1.915	-1.065	-1.319	-2.109	
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0	0	0	0	-541	-931	-574	-872	-603	
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	1.511	
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-1.452	-760	-872	-355	-879	-93	431	-207	-896	
a) Pagos de intereses (-)	-663	-760	-872	-355	-891	-111	-157	-267	-452	
b) Cobros de dividendos (+)	0	0	0	0	0	0	37	0	0	
c) Cobros de intereses (+)	0	0	0	0	12	18	0	60	95	
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-789	0	0	0	0	0	551	0	-539	
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	11.003	6.819	2.836	1.081	4.935	-12.294	-1.103	-72	6.764	
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión										
6. Pagos por inversiones (-)	-6.992	-2.437	-2.595	-9.885	-6.090	-4.747	-1.994	-3.396	-9.158	
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	-6.706	
b) Inmovilizado intangible	-111	-197	0	0	0	0	0	-1.374	0	
c) Inmovilizado material	-6.818	-2.195	-2.595	-9.885	-6.051	-4.747	-1.989	-2.022	-2.452	
d) Inversiones inmobiliarias	0	-45	0	0	0	0	0	0	0	
e) Otros activos financieros	-63	0	0	0	-39	0	-5	0	0	
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
7. Cobros por desinversiones (+)	0	114	0	1	0	0	1.150	2.871	0	
a) Empresas del grupo y asociadas	0	0	0	0	0	0	1.000	0	0	
b) Inmovilizado intangible	0	0	0	0	0	0	0	2.871	0	
c) Inmovilizado material	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
d) Inversiones inmobiliarias	0	0	0	0	0	0	150	0	0	
e) Otros activos financieros	0	114	0	1	0	0	0	0	0	
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
g) Unidad de negocio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
h) Otros activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-6.992	-2.323	-2.595	-9.884	-6.090	-4.747	-844	-525	-9.158	
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación										
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	-3.026	0	33.733	0	0	0	0	
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0	0	0	0	46.250	0	0	0	0	
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	-12.517	0	0	0	0	
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0	0	-3.026	0	0	0	0	0	0	
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-1.896	-3.309	2.839	7.289	-29.986	14.994	2.185	0	15.533	
a) Emisión	1.500	878	7.169	10.689	3.989	21.000	2.185	0	15.580	
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	1.500	0	3.103	0	3.989	21.000	2.185	0	15.429	
4. Deudas con características especiales (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5. Otras deudas (+)	0	878	4.066	10.689	0	0	0	0	151	
b) Devolución y amortización de	-3.396	-4.187	-4.330	-3.400	-33.975	-6.006	0	0	-47	
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	-47	
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0	-1.526	-1.500	0	-33.975	-6.006	0	0	0	
4. Deudas con características especiales (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5. Otras deudas (-)	-3.396	-2.661	-2.830	-3.400	0	0	0	0	0	
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0	-25.000	
a) Dividendos (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	-25.000	
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-1.896	-3.309	-187	7.289	3.747	14.994	2.185	0	-9.467	
D) Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	43	-10	-70	-44	65	87	-71	-24	0	
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)	2.158	1.177	-16	-1.558	2.657	-1.960	167	-621	-11.861	
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	2.508	1.331	1.347	2.905	239	2.199	2.032	2.653	14.514	
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	4.666	2.508	1.331	1.347	2.896	239	2.199	2.032	2.653	