

## MODELO DE PROYECCIONES FINANCIERAS

### BASADO EN DATOS DE LA CENTRAL DE BALANCES

### DEL BANCO DE ESPAÑA

<b>0.-</b>	<b>DEFINICIONES, OBJETIVOS E INFORMACIÓN UTILIZADA.....</b>	<b>3</b>
0.1.-	Definición y características de la Información Financiera.....	3
0.2.-	Información financiera prospectiva .....	4
0.3.-	Objetivo y alcance .....	5
0.4.-	Información utilizada.....	6
0.5.-	Limitaciones al alcance de este trabajo.....	6
0.6.-	Metodología de trabajo y utilidad.....	7
<b>1.-</b>	<b>DATOS BÁSICOS .....</b>	<b>8</b>
1.1.-	Datos de la Central de Balances .....	8
1.1.1.-	<i>Datos históricos de la Central de Balances</i> .....	8
1.1.2.-	<i>Datos utilizados para el estudio (Ejercicio 2018 – 2017)</i> .....	9
1.1.3.-	<i>Datos analizados vs. Datos Observatorio PYMEs (Mincotur)</i> .....	10
1.2.-	Datos económicos – financieros históricos. Base de la proyección.....	10
1.2.1.-	<i>BALANCES DE SITUACIÓN (acumulado)</i> .....	11
1.2.2.-	<i>BALANCES DE SITUACIÓN (medio, datos por empresa)</i> .....	12
1.2.3.-	<i>CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</i> .....	13
1.2.4.-	<i>CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (medios, datos por empresa)</i> .....	13
1.2.5.-	<i>ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO</i> .....	14
1.2.6.-	<i>ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (medios, datos por empresa)</i> .....	15
<b>2.-</b>	<b>MODELO DE PROYECCIÓN ECONÓMICO – FINANCIERA.....</b>	<b>16</b>
2.1.-	Información histórica.....	16
2.2.-	Segmentación por tamaño.....	16
2.3.-	Hipótesis económicas y financieras.....	17
2.3.1.-	<i>Variación de los ingresos</i> .....	17
2.3.2.-	<i>Estructura de costes</i> .....	18
2.3.3.-	<i>Ingresos y gastos financieros, otros resultados y tipo impositivo efectivo</i> .....	21
2.3.4.-	<i>Otros factores de proyección de resultados</i> .....	22
2.3.5.-	<i>CAPEX y evolución de inmovilizado</i> .....	23
2.3.6.-	<i>Evolución de activos financieros</i> .....	25
2.3.7.-	<i>Incrementos de capital y política de dividendos</i> .....	26
2.3.8.-	<i>Previsiones sobre el capital circulante</i> .....	27
2.3.8.1	Periodos medios históricos.....	27
2.3.8.2	Fondo de Maniobra no Financiero histórico (datos medios por empresa).....	29
2.3.8.3	Estimaciones de periodos medios.....	30
2.3.8.4	FMnoF, impacto de las estimaciones sobre periodos medios y resultados.....	34
<b>3.-</b>	<b>RESULTADOS DE LAS PROYECCIONES.....</b>	<b>37</b>
3.1.-	Estimaciones de la evolución del empleo .....	38
3.2.-	Indicadores económicos.....	40
3.3.-	Indicadores financieros .....	47

<b>4.-</b>	<b>ALGUNAS CONCLUSIONES.....</b>	<b>52</b>
4.1.-	Comentarios a las fuentes de financiación ICO.....	52
4.2.-	Escenarios de proyección.....	53
4.3.-	Diferencias sectoriales.....	55
4.4.-	Diferencias por tamaño de sociedad.....	59
4.5.-	Evaluación global de la crisis de la COVID-19.....	60
<b>5.-</b>	<b>UTILIZACIÓN DEL MODELO EN Excel®.....</b>	<b>62</b>
5.1.-	Contenido de la Hoja de Cálculo. Datos de partida y generales.....	62
5.2.-	Parametrización.....	65
5.3.-	Proyecciones.....	66
5.4.-	Generación de análisis por tipologías.....	67
5.5.-	Generación de análisis por escenarios.....	69
<b>6.-</b>	<b>REFERENCIAS DEL AUTOR.....</b>	<b>70</b>

## **0.- DEFINICIONES, OBJETIVOS E INFORMACIÓN UTILIZADA**

### **0.1.- Definición y características de la Información Financiera**

La proyección de **Información Financiera** es el resultado tanto de la presupuestación (*corto plazo*) como de la planificación (*medio y largo plazo*).

De acuerdo con la definición contenida en el párrafo 9<sup>1</sup> de la NIC-1: “Los estados financieros constituyen una representación estructurada de la situación financiera y del rendimiento financiero de una entidad. El objetivo de los estados financieros es suministrar información acerca de la situación financiera, el rendimiento financiero y de los flujos de efectivo de una entidad, que sea útil a una amplia variedad de usuarios a la hora de tomar sus decisiones económicas. Los estados financieros también muestran los resultados de la gestión realizada por los administradores con los recursos que les han sido confiados”.

Por otro lado, el FASB<sup>2</sup> en su Statement of Financial Accounting Concepts No. 8, en su párrafo OB13 establece que: “General purpose financial reports provide information about the financial position of a reporting entity, which is information about the entity’s economic resources and the claims against the reporting entity. Financial reports also provide information about the effects of transactions and other events that change a reporting entity’s economic resources and claims. Both types of information provide useful input for decisions about providing resources to an entity.”<sup>3</sup>

AECA en su documento núm. 1 sobre *Principios y Normas de Contabilidad*, establece que: “La información financiera se plasma en diferentes estados financieros que reflejan la situación económico-financiera y los resultados de la entidad económica. Aunque la actividad de los sujetos económicos es continua, la necesidad de conocer su situación y los resultados de sus operaciones obliga a dividir su vida en períodos convencionales.”

De forma general se establece que la Información Financiera ha de cumplir tres condiciones fundamentales, entre las que se relacionan en la literatura contable y financiera, para ser útil:

- **Clara.** Esto es, se debe elaborar de forma que sea útil e incluya la información necesaria para su interpretación y lectura.
- **Verificable.** Debe ser posible contrastar que la información es correcta, se ha obtenido de los registros de la entidad y cuenta con la revisión y verificación, interna o externa, necesaria para garantizarla.
- **Oportuna.** El aspecto *temporal* de la Información Financiera es fundamental para su utilidad, esto es, suministrar la información en un horizonte temporal aceptable es un aspecto fundamental de su utilidad.

<sup>1</sup> Finalidad de los Estados Financiero. De la NIC-1 aprobada por REGLAMENTO (CE) No 1274/2008 DE LA COMISIÓN de 17 de diciembre de 2008 que modifica el Reglamento (CE) no 1126/2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) no 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 1.

<sup>2</sup> FASB: Financial Accounting Standards Board.

<sup>3</sup> Traducción propia: “La información financiera de propósito general proporciona información sobre la situación financiera de una entidad, sobre los recursos económicos de la entidad y las reclamaciones contra la entidad. Los informes financieros también proporcionan información sobre los efectos de las transacciones y otros eventos que cambian los recursos económicos y las reclamaciones de la entidad. Ambos tipos de información proporcionan información útil para las decisiones sobre el suministro de recursos a una entidad.”

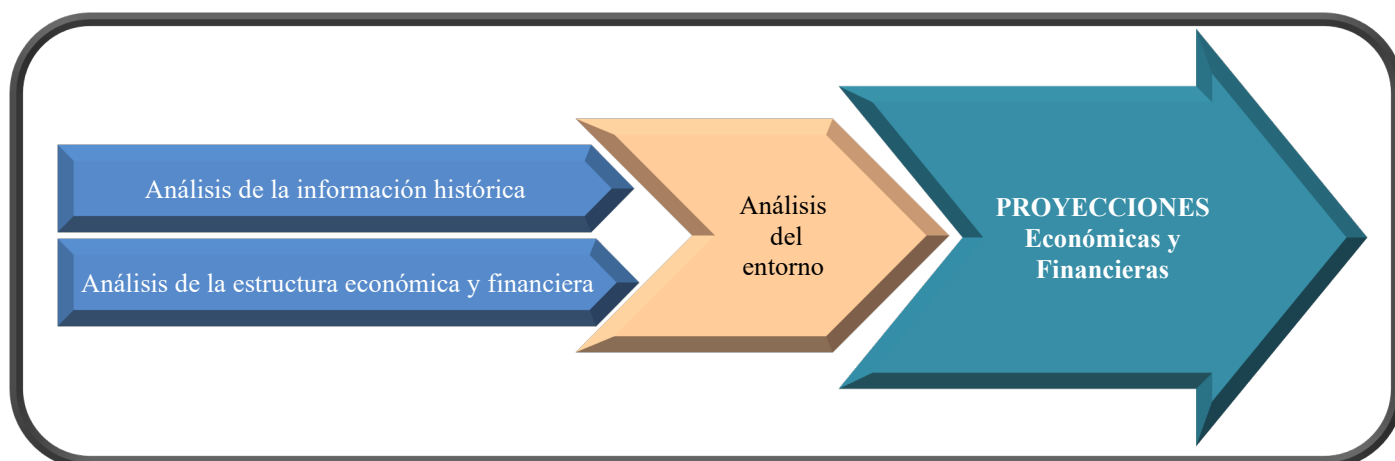
## 0.2.- Información financiera prospectiva

En el caso que nos ocupa se trata de elaborar ***información financiera prospectiva***, esto es, elaborar estados financieros futuros con base en el análisis de la información histórica y las mejores previsiones y estimaciones disponibles. Al igual que existe una amplia y profusa regulación para la elaboración de la *información financiera histórica*, en el caso de la información prospectiva no existe tal regulación.

En cuanto a la regulación de este tipo de información nos remitimos al artículo de Ibáñez-Jiménez<sup>4</sup>. En cuanto a la elaboración de este tipo de información si es cierto que existe una profusa literatura científica a los efectos de su elaboración, valoración y principios básicos para su confección.

Desde nuestro punto de vista la realización de información financiera prospectiva se basa en:

- El análisis de la información histórica.
- Análisis de la estructura económica.
  - Identificación de los márgenes.
  - Factores clave de la estructura de ingresos y gastos.
- Análisis de la estructura financiera. Determinación de la evolución prevista de:
  - Capital circulante.
  - CAPEX<sup>5</sup>.
  - Fuentes de financiación y su coste.
- Análisis del entorno:
  - Evaluación del entorno económico general.
  - Evaluación del sector de actividad.
  - Estudio de los clientes, proveedores y competidores.
- Elaboración de proyecciones económico – financiera:
  - Supuestos básicos de proyección.
  - Estimaciones económicas.
  - Estimaciones financieras.



<sup>4</sup> Ibáñez-Jiménez, Eva María & Muñoz-Merchante, Ángel (2014). Información financiera prospectiva: análisis comparado de su normalización y evidencia empírica. Cuadernos de Contabilidad, 15 (38), 459-500

<sup>5</sup> *Capital Expenditures* (Inversiones en activos fijos).

### 0.3.- Objetivo y alcance

El objetivo de este trabajo es triple:

- Presentar un modelo de elaboración de *estados financieros prospectivos*.
- Encuadrar el análisis en la actual situación económica provocada por la COVID-19.
- Sacar consecuencias *microeconómicas* del análisis realizado.

Tal y como se ha descrito anteriormente la elaboración de proyecciones financieras se basa en:

- Análisis de la información histórica.
- Evaluación del entorno y de la competencia.
- Estimaciones de las perspectivas de futuro.

Parece claro que realizar un análisis en la actuación situación económico – financiera provocada por la crisis de la COVID-19 es muy difícil, pero tomando datos globales quizás podamos extraer algún tipo de conclusiones y, lo más importante, mostrar un modelo de proyección y de análisis empresarial.

Nos planteamos realizar un ejercicio de proyección de información financiera empresarial bajo dos dimensiones interrelacionadas:

- **Tamaño**: vamos a analizar cuatro tamaños de empresas:
  - Grandes empresas.
  - Medianas empresas.
  - Pequeñas empresas.
  - Microempresas.
- **Sectores**: Hemos seleccionado tres sectores que entendemos pueden ser representativos del tejido empresarial español y con diferentes impactos en esta crisis:
  - Industria manufacturera.
  - Comercio a mayor y a menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas.
  - Hostelería.
  - General, que engloba todas las empresas no financieras que han reportado información a la Central de Balances

El modelo que proponemos, que se adjunta a este trabajo<sup>6</sup>, desarrollará los estados financieros proyectados bajo cuatro hipótesis:

- Una estimación para un escenario sin la actual pandemia de la COVID-19.
- Tres escenarios para la situación actual:
  - *Optimista*, esto es con un moderado impacto global en el presente año 2020.
  - *Moderado*, tomando los datos actuales de impacto global en el tejido empresarial.
  - *Pesimista*, tomado un impacto más agresivo en línea con las previsiones más negativas de los analistas.

El modelo financiero antes citado nos permitirá obtener resultados combinando los tres factores antes reseñados (*tamaño, sector y escenario*). Es decir, podremos generar hasta 80 resultados distintos, producto de las combinaciones posibles de las tres dimensiones señaladas.

<sup>6</sup> Se ha elaborado un modelo de evaluación y proyección de estados financieros siguiendo los parámetros de este trabajo en Excel.

#### 0.4.- Información utilizada

Para la realización de este trabajo hemos utilizado las siguientes fuentes de información fundamentales:

- El INE (Instituto Nacional de Estadística).
- Datos de la *Central de Balances* del Banco de España.
- Información general de la Administración General del Estado y otras fuentes generales.
- Información general de medios de comunicación y de entidades de prestigio y solvencia reconocida para las estimaciones de cierre del ejercicio 2020 y siguientes.
- Informes del ICO sobre el nivel de utilización de las líneas de financiación para hacer frente a la crisis de la COVID-19.

#### 0.5.- Limitaciones al alcance de este trabajo

Como se ha indicado en este epígrafe introductorio NO ES OBJETO DE ESTE TRABAJO:

- Realizar una estimación el impacto de la COVID-19 en el tejido empresarial.
- Presentar un modelo macroeconómico sectorial o general del impacto de la COVID-19 en la economía española.
- Establecer previsiones concluyentes sobre el impacto en factores tan importantes como:
  - El empleo.
  - La financiación de las empresas.
  - La viabilidad de las empresas.
  - La proyección concreta de un sector o de una empresa en concreto.

Las fuentes de información utilizadas son de carácter general y por tanto no pueden servir para sacar conclusiones particulares de cada empresa y negocio. Es de sobra conocido, por la prensa y por la propia realidad de esta importante crisis sanitaria, económica y financiera que el impacto de ésta es muy diverso y que, frente a la generalidad de la economía, los casos particulares de crisis grave (incluso de quiebra o desaparición) se entremezclan con otros casos de éxito y mejora de ventas y resultados. De cualquier forma, no cabe la menor duda que la situación actual ha afectado de forma significativa a la economía global y al tejido empresarial.

Este trabajo simplemente quiere mostrar:

- Un *modelo económico y financiero* de proyección de estados financieros.
- Utilizar *datos de la economía real* de nuestro país como base de cálculo.
- Analizar los resultados y tratar de *extraer algunas conclusiones* y efectos de una situación adversa, como las que nos está tocando vivir en los modelos de proyección financiera.

En ningún caso este trabajo puede tomarse como una opinión sobre el impacto de la actual crisis económico – financiera ni como una estimación de sus efectos sobre el tejido empresarial.

## **0.6.- Metodología de trabajo y utilidad**

Como hemos señalado en el esquema presentado en el epígrafe 0.2.- *Información financiera prospectiva* anterior, una proyección de estados financieros se basa en tres fases básicas:

- Análisis de la información histórica.
- Identificación de las claves de proyección.
- Elaboración de las proyecciones económico – financieras.

En todo proceso de evaluación económico – financiera de una empresa o negocio la elaboración de información prospectiva, tanto sea a corto plazo como a medio o largo plazo (como es este caso), ha de ir acompañada de:

- Un análisis de conclusiones.
- Establecimiento de medidas de control y seguimiento.
- Determinación de medidas correctoras y de adaptación a las variaciones.
- Establecimiento de métodos de actualización y ajuste.

La actividad de *presupuestación y planificación* empresarial se basa en el principio de *prueba y error*. Esto es, un primer presupuesto o proyección de negocio a medio plazo estará siempre salpicado de numerosas incertidumbres e incógnitas. Pero la reiteración del proceso y el control periódico de los resultados, unido a la adopción de medidas correctoras, tanto de la actividad como de las asunciones de la presupuestación o planificación, permitirá que en el futuro los estados financieros proyectados (o presupuestos) sean más fiables e indicadores de la evolución esperada y previsible de los negocios.

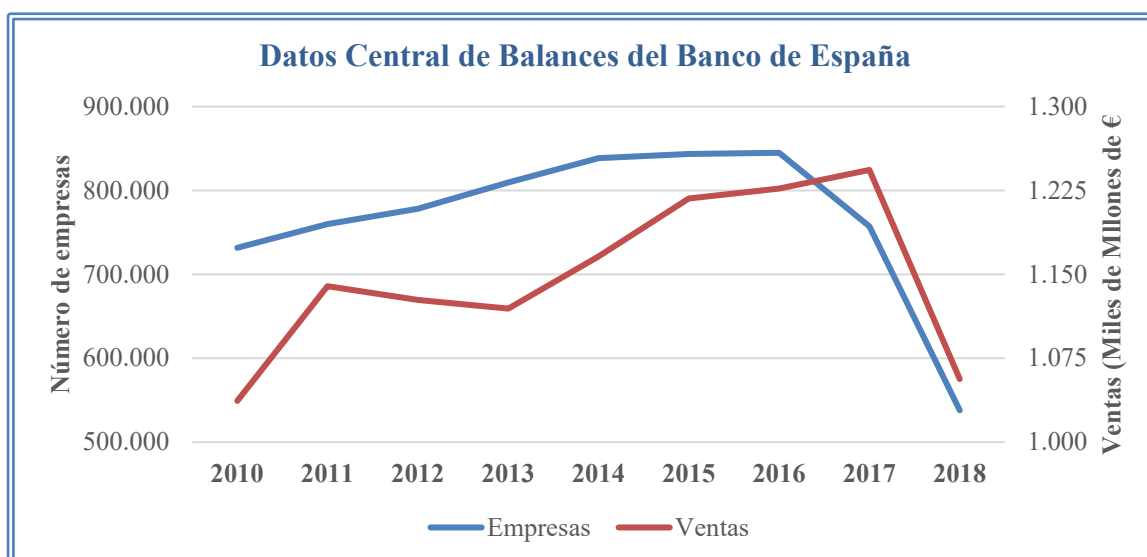
## 1.- DATOS BÁSICOS

Como se ha comentado en el epígrafe introductorio anterior, el principal objetivo de este trabajo es mostrar un modelo de proyección de estados financieros de empresas. Para ello hemos elegido los datos de la Central de Balances del Banco de España como fuente y base de la información económico – financiera histórica a proyectar. Consideramos que de esta forma nuestro ejercicio tendrá una base más realista que partir de estados financieros ajustados a un objetivo o presentación previamente *diseñada al efecto*.

### 1.1.- Datos de la Central de Balances

#### 1.1.1.- Datos históricos de la Central de Balances

La Central de Balances del Banco de España recoge cada año información económico – financiera del tejido empresarial español. Los datos globales (todas las empresas) se muestra en el cuadro siguiente.



La comparativa de datos de cada año se realiza sobre datos homogéneos, esto es con el mismo número de empresas que reportan datos. De esta forma los datos *históricos básicos* del modelo que se pretende desarrollar se han basado en los últimos disponibles y que se refieren al ejercicio 2018. Por tanto, todo el desarrollo práctico y teórico que vamos a desarrollar esta basado en los datos comparables de estos años: 2017 y 2018.

**1.1.2.- Datos utilizados para el estudio (Ejercicio 2018 – 2017)<sup>7,8</sup>**

Volviendo al alcance de este trabajo el número de empresas analizadas, para los ejercicios 2018 y 2017 en términos comparativos, ha sido:

NÚMERO DE EMPRESAS	Industria manufacturera	% s/ TOTAL	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	% s/ TOTAL	Hostelería	% s/ TOTAL	TODAS LAS EMPRESAS	% s/ TOTAL
Medianas (50 a 250 empleados)	1.427	2,9%	1.442	1,2%	354	1,0%	6.661	1,2%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	10.286	20,7%	12.492	10,7%	5.441	16,1%	49.865	9,3%
Microempresas (menos de 10 empleados)	36.187	72,7%	100.434	86,1%	27.555	81,4%	463.148	86,1%
GRANDES EMPRESAS	1.854	3,7%	2.217	1,9%	508	1,5%	18.249	3,4%
<b>TOTAL</b>	<b>49.754</b>		<b>116.585</b>		<b>33.858</b>		<b>537.923</b>	
<b>% s/ TOTAL</b>	<b>9%</b>		<b>22%</b>		<b>6%</b>			

En cuanto al empleo de las empresas analizadas los datos, para el ejercicio 2018, son:

EMPLEO MEDIO EN 2018	Industria manufacturera	% s/ TOTAL	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	% s/ TOTAL	Hostelería	% s/ TOTAL	TODAS LAS EMPRESAS	% s/ TOTAL
Medianas (50 a 250 empleados)	96.151	11,2%	80.309	7,1%	26.225	7,9%	390.991	8,0%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	209.205	24,3%	211.270	18,7%	103.442	31,1%	935.336	19,2%
Microempresas (menos de 10 empleados)	117.263	13,6%	241.754	21,4%	89.957	27,0%	935.011	19,1%
GRANDES EMPRESAS	439.592	51,0%	596.296	52,8%	113.172	34,0%	2.622.214	53,7%
<b>TOTAL</b>	<b>862.212</b>		<b>1.129.630</b>		<b>332.796</b>		<b>4.883.552</b>	
<b>% s/ TOTAL</b>	<b>18%</b>		<b>23%</b>		<b>7%</b>			

El volumen de operaciones (cifra de negocio) de las empresas señaladas es:

VOLUMEN DE VENTAS EN 2018 (Millones de €)	Industria manufacturera	% s/ TOTAL	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	% s/ TOTAL	Hostelería	% s/ TOTAL	TODAS LAS EMPRESAS	% s/ TOTAL
Medianas (50 a 250 empleados)	20.075,87	6,9%	24.032,08	6,6%	1.992,75	8,5%	61.642,75	5,8%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	26.562,42	9,2%	48.036,89	13,1%	7.216,65	30,6%	119.430,78	11,3%
Microempresas (menos de 10 empleados)	12.363,74	4,3%	45.357,02	12,4%	5.958,37	25,3%	111.632,98	10,6%
GRANDES EMPRESAS	230.159,73	79,6%	248.108,79	67,9%	8.406,82	35,7%	763.815,47	72,3%
<b>TOTAL</b>	<b>289.161,75</b>		<b>365.534,78</b>		<b>23.574,58</b>		<b>1.056.521,98</b>	
<b>% s/ TOTAL</b>	<b>27%</b>		<b>35%</b>		<b>2%</b>			

<sup>7</sup> En el siguiente enlace de la WEB del Banco de España: [Central de Balances, 2019. Resultados anuales de las empresas no financieras. Nota Metodológica. \(bde.es\)](http://www.bde.es); puede encontrar la metodología utilizada para la obtención y presentación de los datos utilizados en este trabajo.

<sup>8</sup> **NOTA:** Durante la elaboración de este trabajo y desde la captura de datos que se muestran en este estudio el Banco de España ha publicado datos al cierre de 2019. En número de empresas que han reportado asciende a 381.916.

Los datos medios del conjunto de empresas estudiadas son:

DATOS POR EMPRESA	Industria manufacturera		Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas		Hostelería		TODAS LAS EMPRESAS	
	Ventas (€)	Empleados	Ventas	Empleados	Ventas	Empleados	Ventas	Empleados
<b>Medianas (50 a 250 empleados)</b>	14.068.583	67	16.665.797	56	5.629.229	74	9.254.279	59
<b>Pequeñas (de 10 a 50 empleados)</b>	2.582.385	20	3.845.412	17	1.326.347	19	2.395.082	19
<b>Microempresas (menos de 10 empleados)</b>	341.662	3	451.610	2	216.235	3	241.031	2
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	124.142.249	237	111.911.949	269	16.548.850	223	41.855.196	144
<b>TOTAL</b>	<b>5.811.829</b>	<b>17</b>	<b>3.135.350</b>	<b>10</b>	<b>696.278</b>	<b>10</b>	<b>1.964.077</b>	<b>9</b>

### 1.1.3.- Datos analizados vs. Datos Observatorio PYMEs (Mincotur)

Los datos obtenidos de la Central de Balances suponen más de una tercera parte del *universo* de las empresas españolas, de acuerdo con los datos oficiales a finales de 2018<sup>9</sup>:

Empresas por tamaño <sup>10</sup>	Número de Empresas			Empleo Total		
	Datos Oficiales	Estudio	%	Datos Oficiales	Estudio	%
<b>PYME con asalariados (1-249 asalariados)</b>	<b>1.322.261</b>	<b>519.674</b>	<b>39,3%</b>	<b>8.416.423</b>	<b>2.261.338</b>	<b>26,9%</b>
Microempresas (1-9 asalariados)	1.143.015	463.148	40,5%	3.018.571	935.011	31,0%
Pequeñas (10-49 asalariados)	154.738	49.865	32,2%	2.997.721	935.336	31,2%
Medianas (50-249 asalariados)	24.508	6.661	27,2%	2.400.131	390.991	16,3%
<b>Grandes (250 o más asalariados)</b>	<b>4.700</b>	<b>18.249</b>	<b>n/a</b>	<b>5.352.361</b>	<b>2.622.214</b>	<b>n/a</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.326.961</b>	<b>537.923</b>	<b>40,5%</b>	<b>13.768.784</b>	<b>4.883.552</b>	<b>35,5%</b>

De esta forma podemos concluir que la muestra que nos ofrece la Central de Balances del Banco de España es representativa del tejido empresarial:

- Gran atomización del tejido empresarial. El 99,6% de las empresas españolas son PYMEs y más del 86% tienen menos de 10 empleados.
- Las PYMEs españolas, que representan poco más del 20% de las ventas dan empleo, aproximadamente, al 50% de los trabajadores, índices que se ven amplificadas en el caso de las microempresas con menos de 10 empleados.

### 1.2.- Datos económicos – financieros históricos. Base de la proyección

Para la realización de este trabajo se ha partido, como se ha indicado en el epígrafe anterior, de los datos de la Central de Balances de 2018.

Para la estimación del cierre del ejercicio económico 2019 se han realizado una serie de asunciones macroeconómicas generales como:

<sup>9</sup> Datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo: <http://www.ipyme.org/es-ES/ApiWeb/EstadisticasPYME/Documents/CifrasPYME-enero2019.pdf>

<sup>10</sup> La discrepancia en la distribución del número de empresas está motivada por una diferente clasificación. Los datos globales del observatorio PYMEs del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (<http://www.ipyme.org/es-ES/AreaEstadisticas/paginas/informespyme.aspx>) están basados sólo en el número de trabajadores, mientras que la clasificación de la Central de Balances del Banco de España obedece a la establecida por la normativa de la UE (Recomendación 2003/361/CE, que puede obtenerse en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=ES>).

- Un crecimiento de ventas del 1,95%, en línea con el crecimiento del PIB del país. No obstante, este crecimiento se ha diferenciado en los tres subsectores seleccionados, de forma que los valores han sido:

VARIACIÓN INTERANUAL	2015	2016	2017	2018	2019
Producto interior bruto a precios de mercado	3,84%	3,03%	2,97%	2,43%	1,95%
Industria. Industria manufacturera	4,61%	2,33%	5,67%	0,03%	1,23%
Servicios	3,12%	2,37%	3,26%	2,57%	2,24%
Servicios. Comercio, transporte y hostelería	5,73%	2,95%	3,53%	1,74%	2,77%

- Estimaciones de variación de activos y pasivos en línea con los años anteriores para cada subsector de actividad<sup>11</sup>, véase el epígrafe 5.2.- *Parametrización* en el desarrollo del modelo en Excel®.

Los datos acumulados de las 537.923 empresas españolas que han reportado al Banco de España, en los ejercicios 2018 y 2017 y nuestra estimación para el cierre del ejercicio 2019 son los siguientes<sup>12</sup>:

### 1.2.1.- BALANCES DE SITUACIÓN (acumulado)

Datos en Millones de Euros

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>I. ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.355.277.603</b>	<b>1.412.375.423</b>	<b>1.443.386.383</b>
1. Inmovilizado intangible	55.112.182	54.299.126	54.775.925
2. Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias	478.619.388	484.119.126	488.370.164
3. Inversiones financieras a largo plazo	821.546.034	873.957.171	900.240.294
<b>II. ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>639.131.658</b>	<b>658.906.709</b>	<b>679.455.653</b>
1. Activos no corrientes, mantenidos para la venta	2.296.654	3.712.938	4.285.355
2. Existencias	132.406.844	136.141.426	141.100.607
3. Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	244.593.778	248.642.944	255.727.595
4. Inversiones financieras a corto plazo	152.082.038	158.232.093	162.990.717
5. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	104.768.281	109.035.102	112.147.896
6. Ajustes por periodificación	2.984.063	3.142.206	3.203.483
<b>ACTIVO (I+II) = PASIVO (III a VI)</b>	<b>1.994.409.261</b>	<b>2.071.282.132</b>	<b>2.122.842.035</b>
<b>III. PATRIMONIO NETO</b>	<b>955.688.760</b>	<b>1.024.399.285</b>	<b>1.058.491.790</b>
1. Fondos propios	922.381.074	991.552.561	1.025.406.202
2. Ajustes por cambios de valor	3.902.829	3.204.911	3.204.911
3. Subvenciones, donaciones y legados recibidos	29.404.857	29.641.812	29.880.676
<b>IV. PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>477.358.398</b>	<b>475.110.475</b>	<b>475.208.352</b>
1. Deuda con características especiales	11.617.931	9.691.441	9.880.437
2. Recursos ajenos a largo plazo	465.740.468	465.419.034	465.327.916
a. Entidades de crédito y arren. financiero a l/p	159.197.320	158.238.838	161.324.708
b. Resto de financiación ajena a l/p	306.543.148	307.180.196	304.003.207
<b>V. PASIVO CORRIENTE</b>	<b>524.912.180</b>	<b>534.040.664</b>	<b>550.674.365</b>
1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mant. para venta	105.211	218.805	252.537
2. Financiación a corto plazo con coste	213.239.372	215.564.562	220.525.204
a. Entidades de crédito y arren. financiero a c/p	78.900.960	70.891.475	72.273.955
b. Resto de financiación ajena a c/p con coste	134.338.412	144.673.087	148.251.250
3. Financiación a corto plazo sin coste	311.567.598	318.257.297	329.896.624
a. Proveedores	132.284.648	133.264.024	138.173.778
b. Otros acreedores sin coste	175.231.886	180.380.873	187.026.519
c. Ajustes por periodificación	4.051.064	4.612.400	4.696.327
<b>VI. PROVISIONES</b>	<b>36.449.922</b>	<b>37.731.709</b>	<b>38.467.528</b>
<b>PASIVO (III a VI) = ACTIVO (I+II)</b>	<b>1.994.409.261</b>	<b>2.071.282.132</b>	<b>2.122.842.035</b>

<sup>11</sup> En el fichero Excel adjunto a este trabajo se pueden verificar todos los parámetros de estimación para el año 2019.

<sup>12</sup> En la hoja Excel adjunta a este trabajo se incluye la información financiera completa.

**1.2.2.- BALANCES DE SITUACIÓN (medio, datos por empresa)**

<i>Datos en Euros</i>	<b>Año 2017</b>	<b>Año 2018</b>	<b>Año 2019</b>
<b>I. ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.519.464</b>	<b>2.625.609</b>	<b>2.683.258</b>
1. Inmovilizado intangible	102.454	100.942	101.829
2. Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias	889.754	899.978	907.881
3. Inversiones financieras a largo plazo	1.527.256	1.624.688	1.673.549
<b>II. ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>1.188.147</b>	<b>1.224.909</b>	<b>1.263.464</b>
1. Activos no corrientes, mantenidos para la venta	4.269	6.902	8.321
2. Existencias	246.145	253.087	262.306
3. Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	454.700	462.228	475.398
4. Inversiones financieras a corto plazo	282.721	294.154	303.000
5. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	194.764	202.696	208.483
6. Ajustes por periodificación	5.547	5.841	5.955
<b>ACTIVO (I+II) = PASIVO (III a VI)</b>	<b>3.707.611</b>	<b>3.850.518</b>	<b>3.946.723</b>
<b>III. PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.776.627</b>	<b>1.904.360</b>	<b>1.967.738</b>
1. Fondos propios	1.714.708	1.843.298	1.906.232
2. Ajustes por cambios de valor	7.255	5.958	5.958
3. Subvenciones, donaciones y legados recibidos	54.664	55.104	55.548
<b>IV. PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>887.410</b>	<b>883.231</b>	<b>883.625</b>
1. Deuda con características especiales	21.598	18.016	18.368
2. Recursos ajenos a largo plazo	865.813	865.215	865.257
a. Entidades de crédito y arren. financiero a l/p	295.948	294.166	299.903
b. Resto de financiación ajena a l/p	569.864	571.049	565.354
<b>V. PASIVO CORRIENTE</b>	<b>975.813</b>	<b>992.783</b>	<b>1.023.848</b>
1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mant. para venta	196	407	490
2. Financiación a corto plazo con coste	396.412	400.735	410.079
a. Entidades de crédito y arren. financiero a c/p	146.677	131.787	134.357
b. Resto de financiación ajena a c/p con coste	249.735	268.948	275.721
3. Financiación a corto plazo sin coste	579.205	591.641	613.279
a. Proveedores	245.917	247.738	256.865
b. Otros acreedores sin coste	325.756	335.328	347.683
c. Ajustes por periodificación	7.531	8.574	8.730
<b>VI. PROVISIONES</b>	<b>67.760</b>	<b>70.143</b>	<b>71.511</b>
<b>PASIVO (III a VI) = ACTIVO (I+II)</b>	<b>3.707.611</b>	<b>3.850.518</b>	<b>3.946.723</b>

### 1.2.3.- CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

<i>Datos en Millones de Euros</i>			
	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>990.408.851</b>	<b>1.056.521.983</b>	<b>1.077.125.582</b>
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso	2.072.458	2.330.062	2.316.672
3. Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado	3.712.370	3.692.322	3.896.460
4. Aprovisionamiento	<b>(624.848.792)</b>	<b>(673.550.051)</b>	<b>(684.807.098)</b>
4.a. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas	<i>(626.932.088)</i>	<i>(667.698.505)</i>	<i>(679.847.917)</i>
4.b. Consumo de materias primas y otras materias consumibles	2.083.296	<i>(5.851.546)</i>	<i>(4.959.181)</i>
5. Otros ingresos de explotación	29.846.091	31.672.665	32.290.325
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>401.190.978</b>	<b>420.666.981</b>	<b>430.821.940</b>
	<b>40,51%</b>	<b>39,82%</b>	<b>40,00%</b>
6. Gastos de personal	<i>(154.342.034)</i>	<i>(163.160.639)</i>	<i>(165.629.378)</i>
7. Otros gastos de explotación	<i>(154.580.883)</i>	<i>(163.887.679)</i>	<i>(166.869.772)</i>
<b>EBITDA</b>	<b>92.268.060</b>	<b>93.618.663</b>	<b>98.322.791</b>
	<b>9,32%</b>	<b>8,86%</b>	<b>9,13%</b>
8. Amortizaciones netas	<i>(38.192.675)</i>	<i>(38.891.001)</i>	<i>(39.050.230)</i>
11. Deterioro y resultado por enajenaciones	<i>(7.238.164)</i>	11.599.609	2.167.813
<b>EBIT (RESULTADO DE EXPLOTACIÓN)</b>	<b>46.837.221</b>	<b>66.327.270</b>	<b>61.440.374</b>
	<b>4,73%</b>	<b>6,28%</b>	<b>5,70%</b>
12. Ingresos financieros	26.835.095	29.038.804	29.606.477
13. Gastos financieros	<i>(15.960.467)</i>	<i>(15.293.452)</i>	<i>(15.523.504)</i>
14. Variación de valor razonable	<i>(2.692.617)</i>	<i>(5.151.475)</i>	4.123.408
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>8.182.012</b>	<b>8.593.877</b>	<b>18.206.381</b>
	<b>0,83%</b>	<b>0,81%</b>	<b>1,69%</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>55.019.233</b>	<b>74.921.147</b>	<b>79.646.755</b>
	<b>5,56%</b>	<b>7,09%</b>	<b>7,39%</b>
17. Impuestos sobre beneficios	<i>(10.232.173)</i>	<i>(10.528.341)</i>	<i>(13.002.336)</i>
<b>S.4. RESULTADO DEL EJERCICIO (S.3 + 6 + 7 - 8)</b>	<b>44.787.060</b>	<b>64.392.806</b>	<b>66.644.418</b>
	<b>4,52%</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,19%</b>

### 1.2.4.- CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (medios, datos por empresa)

<i>Datos en Euros</i>			
	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>658.996</b>	<b>696.278</b>	<b>715.535</b>
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso	513	252	404
3. Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado	889	599	786
4. Aprovisionamiento	<b>(196.427)</b>	<b>(206.431)</b>	<b>(212.346)</b>
4.a. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas	<i>(196.476)</i>	<i>(206.540)</i>	<i>(211.625)</i>
4.b. Consumo de materias primas y otras materias consumibles	50	109	<i>(722)</i>
5. Otros ingresos de explotación	21.648	18.459	18.970
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>485.620</b>	<b>509.158</b>	<b>523.348</b>
	<b>73,69%</b>	<b>73,13%</b>	<b>73,14%</b>
6. Gastos de personal	<i>(231.388)</i>	<i>(247.372)</i>	<i>(252.728)</i>
7. Otros gastos de explotación	<i>(172.015)</i>	<i>(182.199)</i>	<i>(186.454)</i>
<b>EBITDA</b>	<b>82.217</b>	<b>79.587</b>	<b>84.166</b>
	<b>12,48%</b>	<b>11,43%</b>	<b>11,76%</b>
8. Amortizaciones netas	<i>(29.039)</i>	<i>(30.821)</i>	<i>(31.809)</i>
11. Deterioro y resultado por enajenaciones	7.817	2.852	5.726
<b>EBIT (RESULTADO DE EXPLOTACIÓN)</b>	<b>60.995</b>	<b>51.618</b>	<b>58.083</b>
	<b>9,26%</b>	<b>7,41%</b>	<b>8,12%</b>
12. Ingresos financieros	16.069	21.030	19.462
13. Gastos financieros	<i>(9.825)</i>	<i>(8.713)</i>	<i>(9.079)</i>
14. Variación de valor razonable	<i>(2.271)</i>	<i>(2.139)</i>	2.332
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>3.973</b>	<b>10.179</b>	<b>12.715</b>
	<b>0,60%</b>	<b>1,46%</b>	<b>1,78%</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>64.968</b>	<b>61.797</b>	<b>70.798</b>
	<b>9,86%</b>	<b>8,88%</b>	<b>9,89%</b>
17. Impuestos sobre beneficios	<i>(12.644)</i>	<i>(10.655)</i>	<i>(12.993)</i>
<b>S.4. RESULTADO DEL EJERCICIO (S.3 + 6 + 7 - 8)</b>	<b>52.324</b>	<b>51.142</b>	<b>57.805</b>
	<b>7,94%</b>	<b>7,34%</b>	<b>8,08%</b>

**1.2.5.- ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

Los Estados de Flujos de Efectivo (EFE) se han elaborado para este trabajo con base en los datos anteriormente presentados, la Central de Balances no suministra estos estados financieros. Es importante reseñar que su correcta y completa elaboración requiere de disponer de información y documentación adicional para la identificación de operaciones que no supongan flujos reales de efectivo que deban ser recogidos de forma especial, tal es el caso, entre otras, de: las adquisiciones de inmovilizado mediante arrendamiento financiero, los flujos procedentes de la realización de activos no corrientes o las variaciones de financiación a corto plazo con entidades de crédito.

Los EFE elaborados, con la información disponible y las limitaciones citadas, son:

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FLUJOS DE EXPLOTACIÓN</b>		<b>95.685.940</b>	<b>99.149.105</b>
<b>1. Resultado antes de impuestos</b>		<b>74.921.147</b>	<b>79.646.755</b>
<b>2. Ajustes al Resultado</b>		<b>18.934.471</b>	<b>18.914.900</b>
a. Amortización del inmovilizado		38.891.001	39.050.230
b. Ingresos financieros		(29.038.804)	(29.606.477)
c. Gastos financieros		15.293.452	15.523.504
d. Variación de valor razonable		5.151.475	(4.123.408)
e. Deterioros y resultado de enajenaciones		(11.599.609)	(2.167.813)
f. Subvenciones traspasadas a resultados (variación)		236.955	238.864
<b>3. Cambios en el capital circulante</b>		<b>(1.386.689)</b>	<b>(493.186)</b>
a. Activos no corrientes, mantenidos para la venta		(1.416.284)	(763.223)
b. Existencias		(3.734.582)	(4.959.181)
c. Clientes		(4.436.606)	(4.693.225)
d. Proveedores		979.377	4.909.753
e. Otras cuentas a cobrar		387.440	(2.391.426)
f. Otros acreedores sin coste		5.148.986	6.645.646
g. Ajustes por periodificación activos		(158.144)	(61.277)
h. Ajustes por periodificación pasivos		561.336	83.927
i. Variación PROVISIONES		1.281.788	735.819
<b>4. Otros flujos de explotación</b>		<b>3.217.011</b>	<b>1.080.636</b>
a. Cobros de intereses		29.038.804	29.606.477
b. Pagos de intereses		(15.293.452)	(15.523.504)
c. Pagos impuesto sociedades		(10.528.341)	(13.002.336)
<b>FLUJOS DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(96.388.660)</b>	<b>(68.528.592)</b>
<b>5. Cobros / (Pagos) NETOS por inversión en inmovilizado</b>		<b>(31.978.076)</b>	<b>(41.610.254)</b>
a. Variación de inmovilizado intangible (NETA)		813.056	(476.799)
b. Variación de inmovilizado material (NETA)		(5.334.508)	(3.686.484)
c. Variación de inmovilizado inmobiliario (NETA)		(165.231)	(564.553)
d. Amortizaciones		(38.891.001)	(39.050.230)
e. Deterioros y resultado de enajenaciones (efecto neto en P&G)		11.599.609	2.167.813
<b>6. Cobros / (Pagos) NETOS por inversiones financieras L/P</b>		<b>(58.260.530)</b>	<b>(22.159.715)</b>
a. En empresas del grupo y asociadas		(47.758.510)	(24.316.562)
b. Resto de inversiones financieras a largo plazo		(4.652.627)	(1.966.561)
c. Sin clasificar		--	--
d. Variación de valor razonable y ajustes por cambio de valor		(5.849.393)	4.123.408
<b>7. Cobros / (Pagos) NETOS por inversiones financieras C/P</b>		<b>(6.150.054)</b>	<b>(4.758.624)</b>
a. En empresas del grupo y asociadas		(6.114.661)	(3.542.627)
b. Resto de inversiones financieras a largo plazo		(35.393)	(1.215.997)
c. Sin clasificar		--	--
<b>FLUJOS DE ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>		<b>4.969.541</b>	<b>(27.507.719)</b>
<b>8. Cobros y pagos de instrumentos de patrimonio</b>		<b>4.778.681</b>	<b>(32.790.777)</b>
a. Ampliaciones (reducciones) de capital		2.938.661	2.970.693
b. Otras variaciones de patrimonio		37.975.240	--
c. Otras variaciones de patrimonio		(1.001.758)	--
c. Dividendos		(35.133.462)	(35.761.471)
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>		<b>190.860</b>	<b>5.283.058</b>
a. Deuda con características especiales		(1.926.490)	188.996
b. Pasivos vinculados con activos no corr. mant. para venta		113.594	44.977
c. Entidades financieras y arrendamientos financieros		(8.967.967)	4.468.349
d. Resto de financiación ajena a l/p y c/p		10.971.723	(2.295.008)
<b>AMUMENTO / (DISMINUCIÓN DE EFECTIVO)</b>		<b>4.266.822</b>	<b>3.112.794</b>
Efectivo al comienzo del ejercicio		104.768.281	109.035.102
Efectivo al final del ejercicio		109.035.103	112.147.896

**1.2.6.- ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (medios, datos por empresa)**

	<b>Año 2017</b>	<b>Año 2018</b>	<b>Año 2019</b>
<b>FLUJOS DE EXPLOTACIÓN</b>		<b>177.880</b>	<b>184.318</b>
<b>1. Resultado antes de impuestos</b>		<b>139.279</b>	<b>148.063</b>
<b>2. Ajustes al Resultado</b>		<b>35.199</b>	<b>35.163</b>
a. Amortización del inmovilizado		72.298	72.594
b. Ingresos financieros		(53.983)	(55.039)
c. Gastos financieros		28.431	28.858
d. Variación de valor razonable		9.577	(7.665)
e. Deterioros y resultado de enajenaciones		(21.564)	(4.030)
f. Subvenciones traspasadas a resultados (variación)		440	444
<b>3. Cambios en el capital circulante</b>		<b>(2.578)</b>	<b>(917)</b>
a. Activos no corrientes, mantenidos para la venta		(2.633)	(1.419)
b. Existencias		(6.943)	(9.219)
c. Clientes		(8.248)	(8.725)
d. Proveedores		1.821	9.127
e. Otras cuentas a cobrar		720	(4.446)
f. Otros acreedores sin coste		9.572	12.354
g. Ajustes por periodificación activos		(294)	(114)
h. Ajustes por periodificación pasivos		1.044	156
i. Variación PROVISIONES		2.383	1.368
<b>4. Otros flujos de explotación</b>		<b>5.980</b>	<b>2.009</b>
a. Cobros de intereses		53.983	55.039
b. Pagos de intereses		(28.431)	(28.858)
c. Pagos impuesto sociedades		(19.572)	(24.171)
<b>FLUJOS DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(179.187)</b>	<b>(127.395)</b>
<b>5. Cobros / (Pagos) NETOS por inversión en inmovilizado</b>		<b>(59.447)</b>	<b>(77.354)</b>
a. Variación de inmovilizado intangible (NETA)		1.511	(886)
b. Variación de inmovilizado material (NETA)		(9.917)	(6.853)
c. Variación de inmovilizado inmobiliario (NETA)		(307)	(1.050)
d. Amortizaciones		(72.298)	(72.594)
e. Deterioros y resultado de enajenaciones (efecto neto en P&G)		21.564	4.030
<b>6. Cobros / (Pagos) NETOS por inversiones financieras L/P</b>		<b>(108.306)</b>	<b>(41.195)</b>
a. En empresas del grupo y asociadas		(88.783)	(45.205)
b. Resto de inversiones financieras a largo plazo		(8.649)	(3.656)
c. Sin clasificar		--	--
d. Variación de valor razonable y ajustes por cambio de valor		(10.874)	7.665
<b>7. Cobros / (Pagos) NETOS por inversiones financieras C/P</b>		<b>(11.433)</b>	<b>(8.846)</b>
a. En empresas del grupo y asociadas		(11.367)	(6.586)
b. Resto de inversiones financieras a largo plazo		(66)	(2.261)
c. Sin clasificar		--	--
<b>FLUJOS DE ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>		<b>9.238</b>	<b>(51.137)</b>
<b>8. Cobros y pagos de instrumentos de patrimonio</b>		<b>8.884</b>	<b>(60.958)</b>
a. Ampliaciones (reducciones) de capital		5.463	5.523
b. Otras variaciones de patrimonio		70.596	--
c. Otras variaciones de patrimonio		(1.862)	--
c. Dividendos		(65.313)	(66.481)
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>		<b>355</b>	<b>9.821</b>
a. Deuda con características especiales		(3.581)	351
b. Pasivos vinculados con activos no corr. mant. para venta		211	84
c. Entidades financieras y arrendamientos financieros		(16.671)	8.307
d. Resto de financiación ajena a l/p y c/p		20.396	(4.266)
<b>AMUMENTO / (DISMINUCIÓN DE EFECTIVO)</b>		<b>7.932</b>	<b>5.787</b>
Efectivo al comienzo del ejercicio		194.764	202.696
Efectivo al final del ejercicio		202.696	208.483

## **2.- MODELO DE PROYECCIÓN ECONÓMICO – FINANCIERA**

Como se ha señalado anteriormente uno de los objetivos de este trabajo es presentar un modelo de proyección económico – financiero, tanto desde el punto de vista conceptual como práctico. Para ello vamos a desarrollar el esquema presentado en epígrafe 0.2.- *Información financiera prospectiva*.

### **2.1.- Información histórica**

La información histórica para utilizar será la obtenida de la Central de Balances del Banco de España y que hemos reseñado en el epígrafe anterior<sup>13</sup>, esto es:

- Información obtenida de la Central de Balances:
  - Para el sector de empresas industriales.
  - Para el sector de comercio
  - Para el sector hostelero.
  - La totalidad de las empresas no financiera.
- Estimación de datos al cierre de 2019 en función:
  - De la evolución macroeconómica del país.
  - La estructura económica y financiera de cada tipología.

Dado el alcance de este trabajo (sectores de actividad y tamaño de empresa) los datos financieros históricos son muy amplios y están incluidos en la documentación anexa en formato Excel (hoja de cálculo) dónde se pueden ver, consultar e imprimir todos los datos necesarios.

### **2.2.- Segmentación por tamaño**

De sobra es conocido que el tejido empresarial español esta fundamentado en la pequeña y mediana empresa. Lo que se puede apreciar de los datos incluidos en el último cuadro del epígrafe 1.1.- *Datos de la Central de Balances*, dónde se puede apreciar que más del 99% de las empresas son PYMES, aun cuando el nivel de empleo de estas empresas represente poco más del 60%.

Por ello se ha segmentado la información de los sectores antes descritos en función del tamaño de las empresas que reportan datos a la Central de Balances, siguiendo el criterio establecido en la Recomendación 2003/361/CE, de 6 de mayo, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. De esta forma y de acuerdo con su artículo 2:

- La categoría de microempresas, pequeñas y medianas empresas (**PYME**) está constituida por las empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.
- En la categoría de las PYME, se define a una **pequeña empresa** como una empresa que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los 10 millones de euros.
- En la categoría de las PYME, se define a una **microempresa** como una empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los 2 millones de euros

<sup>13</sup> Como hemos reiterado en la hoja de cálculo adjunta a este trabajo está toda la información financiera histórica utilizada.

### 2.3.- Hipótesis económicas y financieras

Como se ha señalado en el epígrafe 0.3.- *Objetivo y alcance* se requiere el establecimiento de una serie de suposiciones de futuro. En el caso que nos ocupa se han realizado hipótesis sobre los siguientes parámetros de la cuenta de pérdidas y ganancias y del balance:

- Incremento de ventas.
- Estructura de gastos
- Variaciones de gastos y salarios.
- Inversiones en inmovilizado y amortizaciones.
- Resultados por vena de activos inmovilizados.
- Variación de activos financieros.
- Variación de activos mantenidos para la venta.
- Incrementos de capital y política de dividendos
- Variaciones del circulantes (periodos medios de cobro, pago y existencias).

#### 2.3.1.- Variación de los ingresos

Para la estimación de la variación de los ingresos se han tomado dos referencias básicas:

- La variación del índice de la cifra de negocios<sup>14</sup>:

	Variación Índice de cifra de negocios empresarial (Base 2015)					
	Ago'2020	Dic'2019	Dic'2018	Dic'2017	Dic'2016	Dic'2015
Índice general	-13,60%	4,40%	1,00%	4,60%	3,60%	3,10%
Industrias extractivas y manufacturera	-9,90%	4,80%	-2,20%	5,10%	2,30%	3,00%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas	-10,10%	5,60%	1,50%	3,90%	4,50%	4,70%

- La evolución del PIB:

VARIACIÓN INTERANUAL	2018	2019	2020-3T			
			Acumulado	2020-1T	2020-2T	2020-3T
Producto interior bruto a precios de mercado	2,43%	1,95%	-11,49%	-3,83%	-21,48%	-8,74%
Industria. Industria manufacturera	0,03%	1,23%	-12,85%	-5,46%	-27,86%	-4,43%
Servicios	2,57%	2,24%	-11,40%	-2,79%	-21,40%	-9,62%
Comercio, transporte y hostelería	1,74%	2,77%	-24,71%	-7,92%	-43,66%	-21,17%

- Las previsiones del PIB para los próximos años, el momento actual presentan datos muy volátiles, por lo que se han realizado estimaciones propias bajo tres escenarios posibles: i) Optimista; ii) Moderado; y iii) Pesimista.

Parece claro de los datos presentados que:

- En términos generales la caída de ingresos ha sido muy significativa, con un acentuado decrecimiento el segundo trimestre de 2020.
- Existe un alto nivel de incertidumbre sobre la evolución futura del nivel de actividad de las empresas tanto de cara al cierre de 2020 como a la evolución en los ejercicios venideros.

<sup>14</sup> INE: <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=27142>

Está claro que todas estas incertidumbres simplemente incrementan la volatilidad de cualquier estimación, pero a nuestros efectos y confiando en la *LEY DE LOS GRANDES NÚMEROS*<sup>15</sup> hemos realizado las siguientes estimaciones, para cada actividad de las analizadas:

		Total actividad							
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	6,98%	6,68%	1,95%	1,06%	3,23%	2,08%	2,12%	2,47%	2,22%
Optimista	6,98%	6,68%	1,95%	-9,19%	5,07%	3,92%	3,04%	3,39%	2,22%
Moderado	6,98%	6,68%	1,95%	-11,49%	5,52%	4,38%	3,27%	3,62%	2,22%
Pesimista	6,98%	6,68%	1,95%	-13,78%	5,98%	4,83%	4,42%	4,77%	2,22%

		Industria manufacturera							
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	7,88%	5,50%	1,23%	0,71%	2,48%	1,47%	1,55%	1,84%	1,62%
Optimista	7,88%	5,50%	1,23%	-10,28%	4,54%	3,53%	2,58%	2,86%	1,62%
Moderado	7,88%	5,50%	1,23%	-12,85%	5,05%	4,04%	2,84%	3,12%	1,62%
Pesimista	7,88%	5,50%	1,23%	-15,41%	5,56%	4,56%	4,12%	4,40%	1,62%

		Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas							
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	6,66%	8,06%	2,24%	1,51%	3,94%	2,56%	2,67%	3,06%	2,76%
Optimista	6,66%	8,06%	2,24%	-9,12%	5,76%	4,39%	3,58%	3,97%	2,76%
Moderado	6,66%	8,06%	2,24%	-11,40%	6,22%	4,84%	3,81%	4,20%	2,76%
Pesimista	6,66%	8,06%	2,24%	-13,67%	6,67%	5,30%	4,95%	5,34%	2,76%

		Hostelería							
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	9,82%	5,66%	2,77%	1,66%	3,36%	2,59%	2,54%	2,83%	2,65%
Optimista	9,82%	5,66%	2,77%	-19,76%	7,31%	6,55%	4,51%	4,81%	2,65%
Moderado	9,82%	5,66%	2,77%	-24,71%	8,30%	7,54%	5,01%	5,30%	2,65%
Pesimista	9,82%	5,66%	2,77%	-29,65%	9,29%	8,52%	7,48%	7,77%	2,65%

### 2.3.2.- Estructura de costes

En el modelo que hemos desarrollado no hemos introducido factores de mejora o de empeoramiento de la estructura de costes. No obstante, parece claro que las variaciones de actividad que suponen cada uno de los tres escenarios con impacto por la COVID-19 han de tener su reflejo en la estructura de costes.

Para recoger este efecto de la variación de actividad hemos establecido suposiciones sobre los siguientes elementos de la cuenta de resultados:

- Compras y trabajos realizados.
- Gasto de personal.
- Otros gastos de explotación.

En los mismos, y para cada tipología de actividad, hemos hecho una distribución de los mismos entre:

- *Costes fijos*, esto es los costes de estructura y funcionamiento que se producirán a cualquier nivel de actividad.
- *Costes variables*, esto es aquella porción de los costes que tienen una relación directa y proporcional con la variación.

<sup>15</sup> En nuestras estimaciones quiere señalarse que aún cuando muchas empresas y negocios puedan atravesar situaciones muy críticas, incluso que conduzcan a su desaparición, la evaluación que se realiza trata de recoger VALORES MEDIOS.

En las tablas siguientes se muestran los valores de **costes fijos** o de estructura estimados para cada elemento de la cuenta resultados, en función de las actividades analizadas y el tamaño de empresa, pues entendemos que son los dos factores esenciales (de los analizados en este trabajo) que condicionan o determinan estos valores.

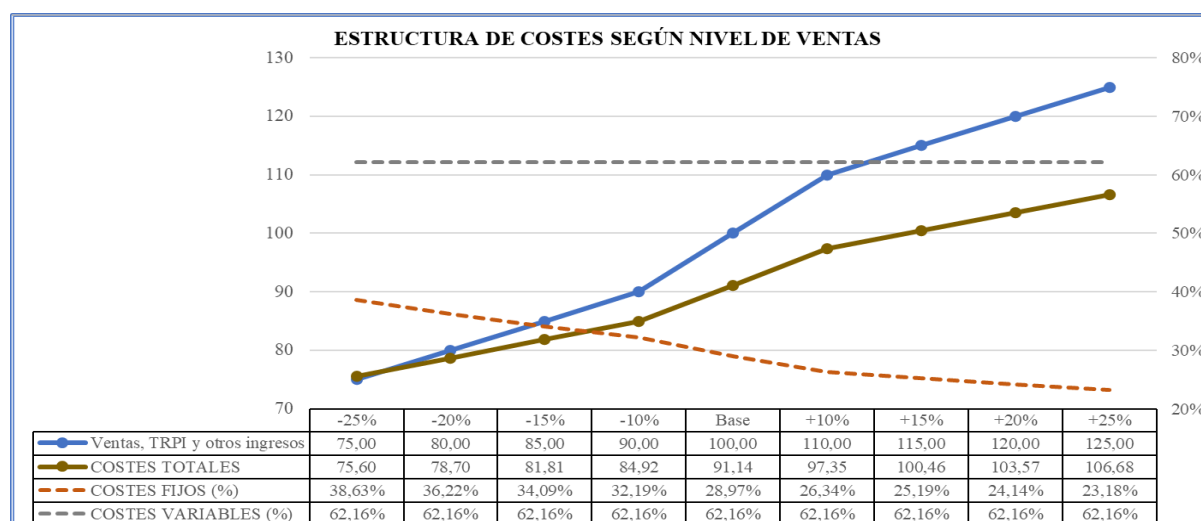
DISTRIBUCIÓN COMPRAS Y TRABAJOS REALIZADOS POR OTRAS EMPRESAS	Total actividad	Industria manufacturera	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	Hostelería	% Aprovisionamiento de estructura
Medianas (50 a 250 empleados)	30%	35%	30%	25%	
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	25%	30%	25%	20%	
Microempresas (menos de 10 empleados)	25%	30%	25%	20%	
GRANDES EMPRESAS	35%	40%	35%	30%	
TOTAL	29%	34%	29%	24%	

DISTRIBUCIÓN DEL GASTO DE PERSONAL	Total actividad	Industria manufacturera	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	Hostelería	% Personal de estructura
Medianas (50 a 250 empleados)	50%	70%	45%	35%	
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	47%	60%	50%	30%	
Microempresas (menos de 10 empleados)	47%	50%	60%	30%	
GRANDES EMPRESAS	38%	40%	35%	40%	
TOTAL	46%	55%	48%	34%	

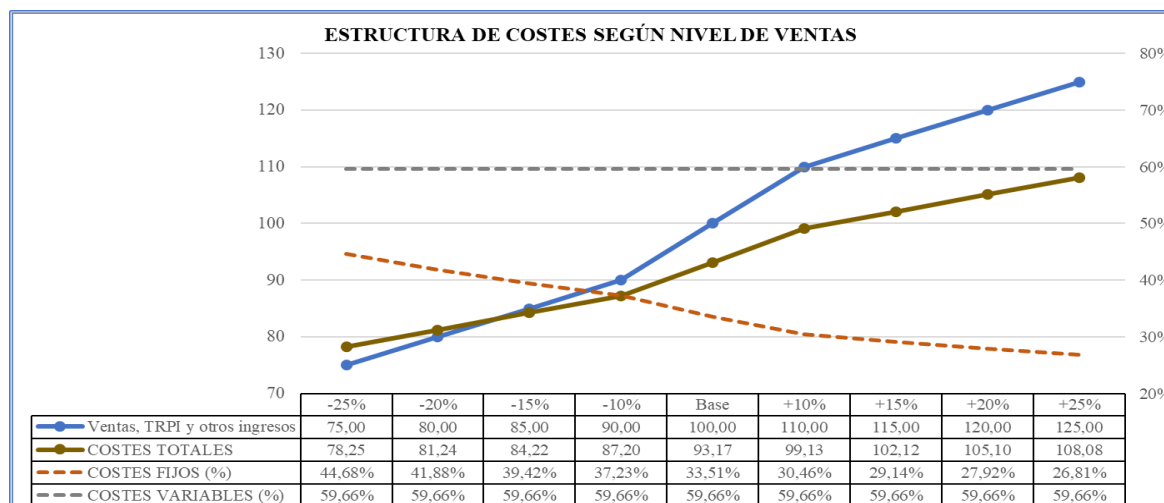
DISTRIBUCIÓN DE OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	Total actividad	Industria manufacturera	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	Hostelería	% Costos Fijos
Medianas (50 a 250 empleados)	30%	30%	25%	35%	
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	26%	27%	20%	30%	
Microempresas (menos de 10 empleados)	25%	25%	20%	30%	
GRANDES EMPRESAS	35%	35%	30%	40%	
TOTAL	29%	29%	24%	34%	

Esta estructura de costes gráficamente se puede ver de la siguiente forma:

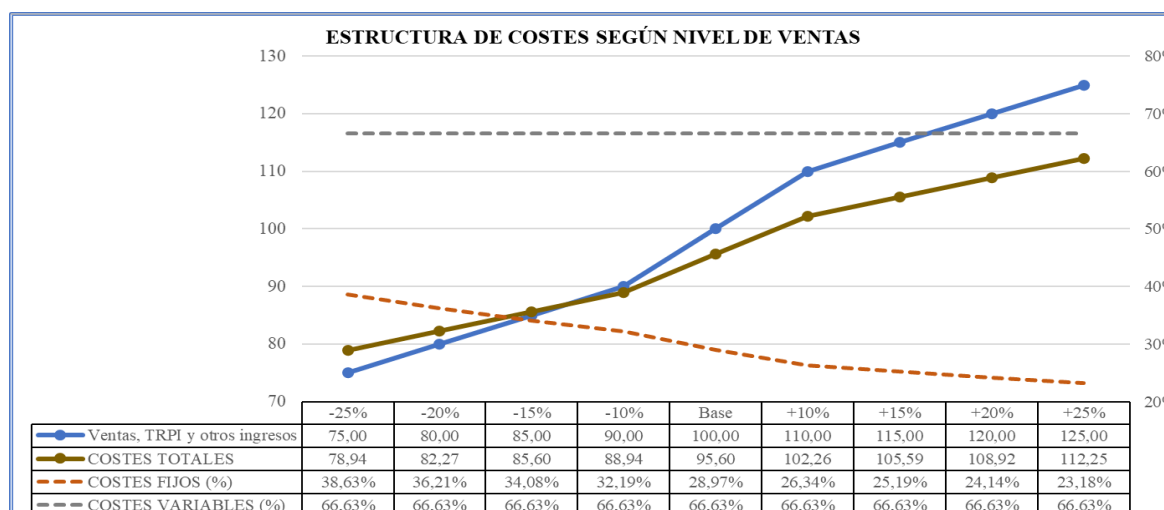
**Total actividad**



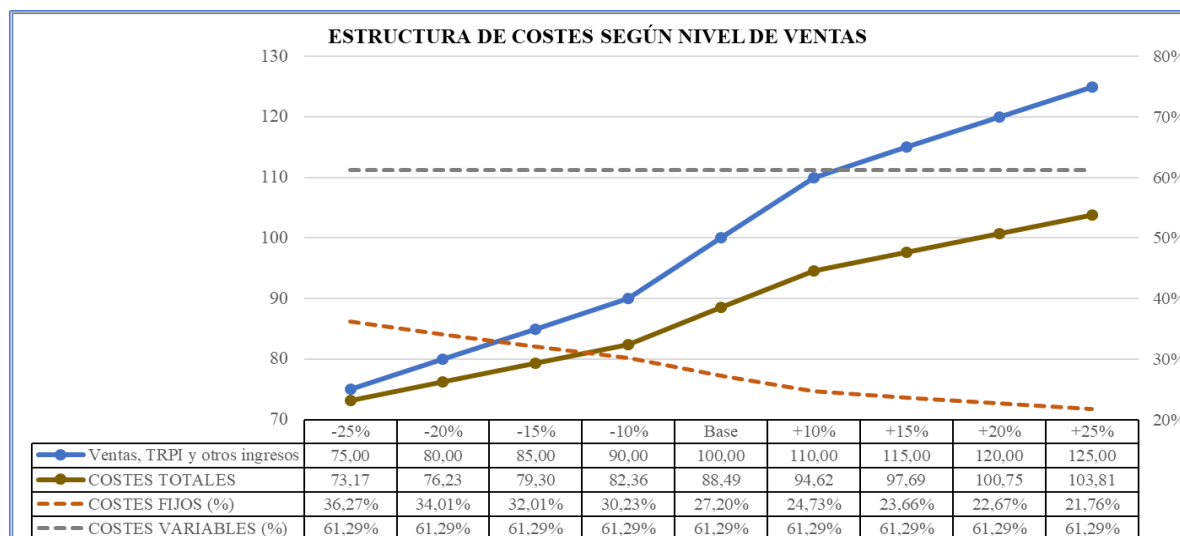
**Industria manufacturera**



**Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**



**Hostelería**



En términos generales (*todas las actividades*) vemos que una caída de ventas del 25% nos conduce a una posición de *break-even*. Pero las distintas estructuras de costes y los supuestos incorporados en este trabajo producen los siguientes niveles de *break-even* y de estructura de costes:

Actividad	Datos Base				Nivel de <i>break-even</i>		
	Ventas	% CF	% CV	% Margen	Ventas	% CF	% CV
Total actividad	100	29%	62%	9%	76	38%	62%
Industria manufacturera	100	33%	60%	7%	84	40%	60%
Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	100	29%	67%	4%	87	33%	67%
Hostelería	100	27%	61%	12%	70	39%	61%

### 2.3.3.- Ingresos y gastos financieros, otros resultados y tipo impositivo efectivo

En cuanto a los ingresos y gastos financieros, así como otros resultados y el tipo efectivo del impuesto de sociedades se han realizado las siguientes hipótesis de trabajo:

#### Total actividad

Total actividad									
TOTAL									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
% Ingresos financieros	2,76%	2,90%	2,83%	1,41%	1,24%	1,13%	1,13%	1,13%	1,13%
% Gastos financieros	2,68%	2,58%	2,63%	3,16%	3,31%	3,45%	3,26%	3,16%	3,16%
Variación del valor razonable / Activos Fin.	-0,28%	-0,50%	-0,39%	-0,43%	-0,44%	-0,45%	-0,45%	-0,46%	-0,47%
Tipo efectivo del IS	18,60%	14,05%	16,33%	16,83%	17,33%	17,83%	18,33%	18,83%	19,33%

#### Industria manufacturera

Industria manufacturera									
TOTAL									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
% Ingresos financieros	4,77%	4,93%	4,85%	2,42%	2,12%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%
% Gastos financieros	2,89%	2,71%	2,80%	3,36%	3,52%	3,67%	3,47%	3,36%	3,36%
Variación del valor razonable / Activos Fin.	0,06%	-1,19%	-0,56%	-0,62%	-0,64%	-0,65%	-0,66%	-0,67%	-0,68%
Tipo efectivo del IS	21,98%	18,10%	20,04%	20,54%	21,04%	21,54%	22,04%	22,54%	23,04%

#### Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas									
TOTAL									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
% Ingresos financieros	6,04%	8,18%	7,11%	3,55%	3,11%	2,84%	2,84%	2,84%	2,84%
% Gastos financieros	2,66%	2,56%	2,61%	3,13%	3,29%	3,42%	3,24%	3,13%	3,13%
Variación del valor razonable / Activos Fin.	-0,75%	-0,70%	-0,72%	-0,79%	-0,81%	-0,83%	-0,84%	-0,85%	-0,86%
Tipo efectivo del IS	20,58%	12,84%	16,71%	17,21%	17,71%	18,21%	18,71%	19,21%	19,71%

#### Hostelería

Hostelería									
TOTAL									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
% Ingresos financieros	4,06%	5,20%	4,63%	2,31%	2,02%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
% Gastos financieros	2,66%	2,39%	2,52%	3,03%	3,18%	3,31%	3,13%	3,03%	3,03%
Variación del valor razonable / Activos Fin.	-0,57%	-0,52%	-0,55%	-0,60%	-0,62%	-0,63%	-0,64%	-0,65%	-0,65%
Tipo efectivo del IS	19,46%	17,24%	18,35%	18,85%	19,35%	19,85%	20,35%	20,85%	21,35%

Aun cuando se han habilitado líneas de financiación con el soporte y apoyo de la Administración General del Estado, a través del ICO, se ha estimado en todos los casos que se producirá un incremento del coste financiero hasta 2022, con ligeras reducciones en los años siguientes.

En el caso los ingresos financieros se ha proyectado una significativa reducción en los primeros 3 años de proyección (2020 a 2022) para luego estabilizarlos en ese nivel. Todo ello ante la perspectiva general de pérdida de rentabilidad de los activos financieros en general.

Por último, en el caso del impuesto de sociedades se ha proyectado un ligero incremento del tipo efectivo del impuesto, en línea con las políticas actuales del Gobierno. En general se han incrementado 3 puntos porcentuales el tipo efectivo de cada actividad analizada.

### 2.3.4.- Otros factores de proyección de resultados

Para la elaboración de las proyecciones económicas y financieras se han adoptado las siguientes hipótesis básicas:

DATOS GENERALES PARA TODAS LAS TIPOLOGÍAS Y ACTIVIDADES									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
% Revisión salarios			1,00%	1,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%
IPC Gastos			1,50%	1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	1,50%	2,00%

La conjunción de la estructura de costes antes presentada y de estos factores de crecimiento de gasto nos da como resultado los siguientes escenarios de proyección para cada actividad analizada:

#### Total actividad

2.020	Total actividad				
	Base	Sin Covid	Optimista	Moderado	Pesimista
<b>Ventas, TRPI y otros ingresos</b>	<b>100,00</b>	<b>101,06</b>	<b>90,81</b>	<b>88,51</b>	<b>86,22</b>
Compras y aprovisionamientos	61,15	61,60	57,16	56,16	55,16
Personal	14,96	15,05	14,22	14,03	13,85
Otros gastos de explotación	15,03	15,14	14,05	13,80	13,56
<b>COSTES TOTALES</b>	<b>91,14</b>	<b>91,79</b>	<b>85,42</b>	<b>84,00</b>	<b>82,57</b>
<b>COSTES FIJOS (%)</b>	<b>28,97%</b>	<b>28,67%</b>	<b>31,91%</b>	<b>32,73%</b>	<b>33,61%</b>
<b>COSTES VARIABLES (%)</b>	<b>62,16%</b>	<b>62,16%</b>	<b>62,16%</b>	<b>62,16%</b>	<b>62,16%</b>
<b>MARGEN sin incremento de precios (%)</b>	<b>8,86%</b>	<b>9,17%</b>	<b>5,93%</b>	<b>5,10%</b>	<b>4,23%</b>
<b>MARGEN con incremento de precios (%)</b>	<b>8,57%</b>	<b>8,88%</b>	<b>5,61%</b>	<b>4,78%</b>	<b>3,89%</b>

#### Industria manufacturera

2.020	Industria manufacturera				
	Base	Sin Covid	Optimista	Moderado	Pesimista
<b>Ventas, TRPI y otros ingresos</b>	<b>100,00</b>	<b>100,71</b>	<b>89,72</b>	<b>87,15</b>	<b>84,59</b>
Compras y aprovisionamientos	67,46	67,78	62,88	61,74	60,60
Personal	11,98	12,02	11,43	11,29	11,15
Otros gastos de explotación	13,73	13,80	12,73	12,47	12,22
<b>COSTES TOTALES</b>	<b>93,17</b>	<b>93,59</b>	<b>87,04</b>	<b>85,50</b>	<b>83,97</b>
<b>COSTES FIJOS (%)</b>	<b>33,51%</b>	<b>33,27%</b>	<b>37,34%</b>	<b>38,45%</b>	<b>39,61%</b>
<b>COSTES VARIABLES (%)</b>	<b>59,66%</b>	<b>59,66%</b>	<b>59,66%</b>	<b>59,66%</b>	<b>59,66%</b>
<b>MARGEN sin incremento de precios (%)</b>	<b>6,83%</b>	<b>7,07%</b>	<b>2,99%</b>	<b>1,89%</b>	<b>0,73%</b>
<b>MARGEN con incremento de precios (%)</b>	<b>6,50%</b>	<b>6,74%</b>	<b>2,62%</b>	<b>1,51%</b>	<b>0,33%</b>

**Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**

2.020	Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas				
	Base	Sin Covid	Optimista	Moderado	Pesimista
<b>Ventas, TRPI y otros ingresos</b>	<b>100,00</b>	<b>101,51</b>	<b>90,88</b>	<b>88,60</b>	<b>86,33</b>
Compras y aprovisionamientos	76,40	77,22	71,46	70,22	68,98
Personal	9,20	9,27	8,76	8,65	8,55
Otros gastos de explotación	10,00	10,11	9,31	9,13	8,96
<b>COSTES TOTALES</b>	<b>95,60</b>	<b>96,61</b>	<b>89,52</b>	<b>88,01</b>	<b>86,49</b>
<b>COSTES FIJOS (%)</b>	<b>28,97%</b>	<b>28,54%</b>	<b>31,88%</b>	<b>32,70%</b>	<b>33,56%</b>
<b>COSTES VARIABLES (%)</b>	<b>66,63%</b>	<b>66,63%</b>	<b>66,63%</b>	<b>66,63%</b>	<b>66,63%</b>
MARGEN sin incremento de precios (%)	4,40%	4,83%	1,50%	0,68%	-0,19%
MARGEN <b>con</b> incremento de precios (%)	4,11%	4,55%	1,18%	0,35%	-0,52%

**Hostelería**

2.020	Hostelería				
	Base	Sin Covid	Optimista	Moderado	Pesimista
<b>Ventas, TRPI y otros ingresos</b>	<b>100,00</b>	<b>101,66</b>	<b>80,24</b>	<b>75,29</b>	<b>70,35</b>
Compras y aprovisionamientos	28,83	29,19	24,50	23,41	22,33
Personal	34,31	34,68	29,83	28,71	27,59
Otros gastos de explotación	25,36	25,64	22,05	21,22	20,40
<b>COSTES TOTALES</b>	<b>88,49</b>	<b>89,51</b>	<b>76,38</b>	<b>73,35</b>	<b>70,32</b>
<b>COSTES FIJOS (%)</b>	<b>27,20%</b>	<b>26,76%</b>	<b>33,91%</b>	<b>36,13%</b>	<b>38,67%</b>
<b>COSTES VARIABLES (%)</b>	<b>61,29%</b>	<b>61,29%</b>	<b>61,29%</b>	<b>61,29%</b>	<b>61,29%</b>
MARGEN sin incremento de precios (%)	11,51%	11,95%	4,81%	2,58%	0,04%
MARGEN <b>con</b> incremento de precios (%)	11,24%	11,68%	4,47%	2,22%	-0,34%

En los tres subsectores analizados las proyecciones realizadas para 2020 sitúan sus ventas y estructura de gastos en niveles próximos al *break-even*, en los escenarios pesimistas. Aunque en estos meses se han vertido gran cantidad de interpretaciones sobre los datos y el impacto de esta crisis en el tejido empresarial español no hemos querido entrar en hipótesis de trabajo o de proyección que puedan resultar *catastróficas*, entendiendo que los tres escenarios presentados que, en términos generales, presenta caídas de entre el 10 y 14% y que se eleva a rangos entre el 20 y el 30% para el sector de la *hostelería*, en el que todo el mundo coincide que es el más castigado, o entre los más perjudicados, por esta crisis.

**2.3.5.- CAPEX y evolución de inmovilizado**

La inversión en activos no corrientes operativos no es una parte importante del mantenimiento del nivel de actividad y competitividad de cualquier empresa, así como punto clave de su futuro y fuente significativa de necesidades de financiación.

En una proyección a corto o medio plazo se pueden establecer supuestos de reducción o realización del activo no corriente operativo, pero esta política no resulta creíble ni operativa a largo plazo.

En el modelo de proyección hemos basado esta evolución en los siguientes factores globales:

- Un crecimiento (o decrecimiento según los supuestos) del activo global.
- Un nivel preestablecido de amortizaciones basado en el volumen neto de activos (dato conocido en las bases de proyección).
- Una estimación de la evolución de resultados por la venta de activos no corrientes, a los efectos de proyectar este epígrafe de las cuentas de resultados.

Los supuestos adoptados para realizar este trabajo han sido:

Total actividad									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		0,88%	0,88%	0,90%	0,91%	0,93%	0,95%	0,97%	0,99%
Optimista		0,88%	0,88%	-0,44%	-1,63%	-0,43%	0,38%	1,19%	2,40%
Moderado		0,88%	0,88%	-1,00%	-2,00%	-1,00%	0,19%	0,59%	1,20%
Pesimista		0,88%	0,88%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	5,00%
% Amortización s/ activos amortizables	7,16%	7,22%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
<b>% RTDO. venta s/ activos amortizables (n-1)</b>									
Sin COVID-19	-1,36%	2,15%	0,40%	0,30%	0,22%	0,17%	0,13%	0,09%	0,07%
Optimista	-1,36%	2,15%	0,40%	0,15%	0,11%	0,08%	0,13%	0,09%	0,07%
Moderado	-1,36%	2,15%	0,40%	-1,00%	-0,60%	-0,36%	0,13%	0,09%	0,07%
Pesimista	-1,36%	2,15%	0,40%	-1,50%	-0,60%	-0,24%	0,13%	0,09%	0,07%

Industria manufacturera									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		3,70%	3,70%	3,78%	3,85%	3,93%	4,01%	4,09%	4,17%
Optimista		3,70%	3,70%	0,71%	-0,46%	0,77%	1,60%	2,43%	3,67%
Moderado		3,70%	3,70%	-1,00%	-2,00%	-1,00%	0,80%	1,22%	1,83%
Pesimista		3,70%	3,70%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	5,00%
% Amortización s/ activos amortizables	11,66%	11,89%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%
<b>% RTDO. venta s/ activos amortizables (n-1)</b>									
Sin COVID-19	-1,45%	0,67%	-0,39%	-0,29%	-0,22%	-0,16%	-0,12%	-0,09%	-0,07%
Optimista	-1,45%	0,67%	-0,39%	-0,15%	-0,11%	-0,08%	-0,12%	-0,09%	-0,07%
Moderado	-1,45%	0,67%	-0,39%	-1,00%	-0,60%	-0,36%	-0,12%	-0,09%	-0,07%
Pesimista	-1,45%	0,67%	-0,39%	-1,50%	-0,60%	-0,24%	-0,12%	-0,09%	-0,07%

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		3,07%	3,07%	3,13%	3,20%	3,26%	3,33%	3,39%	3,46%
Optimista		3,07%	3,07%	0,45%	-0,72%	0,50%	1,33%	2,16%	3,38%
Moderado		3,07%	3,07%	-1,00%	-2,00%	-1,00%	0,67%	1,08%	1,69%
Pesimista		3,07%	3,07%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	5,00%
% Amortización s/ activos amortizables	8,81%	8,95%	8,88%	8,88%	8,88%	8,88%	8,88%	8,88%	8,88%
<b>% RTDO. venta s/ activos amortizables (n-1)</b>									
Sin COVID-19	-0,42%	11,03%	5,31%	3,98%	2,99%	2,24%	1,68%	1,26%	0,94%
Optimista	-0,42%	11,03%	5,31%	1,99%	1,49%	1,12%	1,68%	1,26%	0,94%
Moderado	-0,42%	11,03%	5,31%	-1,00%	-0,60%	-0,36%	1,68%	1,26%	0,94%
Pesimista	-0,42%	11,03%	5,31%	-1,50%	-0,60%	-0,24%	1,68%	1,26%	0,94%

Hostelería									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		4,16%	4,16%	4,24%	4,32%	4,41%	4,50%	4,59%	4,68%
Optimista		4,16%	4,16%	0,90%	-0,27%	0,96%	1,80%	2,64%	3,87%
Moderado		4,16%	4,16%	-1,00%	-2,00%	-1,00%	0,90%	1,32%	1,94%
Pesimista		4,16%	4,16%	-2,00%	-5,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	5,00%
% Amortización s/ activos amortizables	6,12%	6,24%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%
<b>% RTDO. venta s/ activos amortizables (n-1)</b>									
Sin COVID-19	1,65%	0,58%	1,11%	0,83%	0,63%	0,47%	0,35%	0,26%	0,20%
Optimista	1,65%	0,58%	1,11%	0,42%	0,31%	0,23%	0,35%	0,26%	0,20%
Moderado	1,65%	0,58%	1,11%	-1,00%	-0,60%	-0,36%	0,35%	0,26%	0,20%
Pesimista	1,65%	0,58%	1,11%	-1,50%	-0,60%	-0,24%	0,35%	0,26%	0,20%

Los datos anteriores están basados en los siguientes supuestos básicos:

- Una importante reducción de los niveles de inversión en 2020 y en los 2 ejercicios posteriores.
- Niveles de recuperación moderados en los años subsiguientes.
- Ratios de amortización similares a los de los ejercicios históricos.

### 2.3.6.- Evolución de activos financieros

Hemos realizado una estimación de la evolución de los activos financieros, tanto corrientes como no corrientes, también basados en las dos dimensiones citadas: tipo de actividad y escenarios de proyección.

Los supuestos adoptados para realizar este trabajo han sido:

Total actividad									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		6,01%	3,01%	1,50%	1,35%	1,35%	1,49%	1,64%	1,80%
Optimista		6,01%	3,01%	0,19%	0,05%	0,01%	0,01%	0,25%	0,50%
Moderado		6,01%	3,01%	0,38%	0,09%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%
Pesimista		6,01%	3,01%	0,75%	0,19%	0,05%	0,25%	0,50%	1,00%

Industria manufacturera									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		0,50%	0,25%	0,13%	0,11%	0,11%	0,12%	0,14%	0,15%
Optimista		0,50%	0,25%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%	0,50%
Moderado		0,50%	0,25%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pesimista		0,50%	0,25%	0,06%	0,02%	0,00%	0,25%	0,50%	1,00%

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		14,70%	11,76%	9,40%	8,46%	8,46%	9,31%	10,24%	11,27%
Optimista		14,70%	11,76%	3,01%	1,20%	0,48%	0,39%	0,25%	0,50%
Moderado		14,70%	11,76%	3,76%	1,50%	0,60%	0,48%	0,39%	0,31%
Pesimista		14,70%	11,76%	4,70%	1,88%	0,75%	0,25%	0,50%	1,00%

Hostelería									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		4,48%	3,36%	2,52%	2,27%	2,27%	2,50%	2,75%	3,02%
Optimista		4,48%	3,36%	0,71%	0,27%	0,10%	0,08%	0,25%	0,50%
Moderado		4,48%	3,36%	0,95%	0,35%	0,13%	0,11%	0,09%	0,07%
Pesimista		4,48%	3,36%	1,26%	0,47%	0,18%	0,25%	0,50%	1,00%

**2.3.7.- Incrementos de capital y política de dividendos**

En el modelo se han realizado unas estimaciones de aportaciones de capital por los socios, adicionales a la retención de beneficios una vez aplicada la distribución de dividendos.

**Incrementos de capital.**

De acuerdo con los datos históricos y los escenarios analizados en este trabajo se han realizado las siguientes suposiciones por cada actividad:

Total actividad									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		1,09%	1,09%	0,98%	0,88%	0,79%	0,72%	0,64%	0,58%
Optimista		1,09%	1,09%	1,20%	1,32%	1,45%	1,31%	1,18%	1,06%
Moderado		1,09%	1,09%	1,14%	1,20%	1,20%	1,08%	0,97%	0,88%
Pesimista		1,09%	1,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Industria manufacturera									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		-0,06%	-0,06%	-0,06%	-0,05%	-0,05%	-0,04%	-0,04%	-0,03%
Optimista		-0,06%	-0,06%	-0,07%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,07%	-0,06%
Moderado		-0,06%	-0,06%	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,06%	-0,06%	-0,05%
Pesimista		-0,06%	-0,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		5,74%	5,74%	5,17%	4,65%	4,19%	3,77%	3,39%	3,05%
Optimista		5,74%	5,74%	6,32%	6,95%	7,65%	6,88%	6,19%	5,57%
Moderado		5,74%	5,74%	6,03%	6,33%	6,33%	5,70%	5,13%	4,62%
Pesimista		5,74%	5,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Hostelería									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19		6,60%	6,60%	5,94%	5,35%	4,81%	4,33%	3,90%	3,51%
Optimista		6,60%	6,60%	7,26%	7,99%	8,79%	7,91%	7,12%	6,41%
Moderado		6,60%	6,60%	6,93%	7,28%	7,28%	6,55%	5,90%	5,31%
Pesimista		6,60%	6,60%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

**Política de dividendos.**

Para la estimación de la política de dividendos también nos hemos basado en los datos históricos aplicando unos supuestos más conservadores en los escenarios más pesimistas, estimando que la evolución negativa que se incluye en los mismos también tendrá su efecto en la política de dividendos no sólo por la reducción del resultado, si no también por la disminución del porcentaje dedicado a la retribución de los socios.

Los datos para cada tipo de actividad analizada y según cada escenario se presentan en las siguientes tablas:

Total actividad									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	78,45%	55,54%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%
Optimista	78,45%	55,54%	66,99%	53,59%	54,66%	55,76%	56,87%	62,56%	68,82%
Moderado	78,45%	55,54%	66,99%	40,19%	41,00%	41,82%	42,65%	51,19%	61,42%
Pesimista	78,45%	55,54%	66,99%	20,10%	20,50%	20,91%	21,33%	29,86%	41,80%

Industria manufacturera									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	40,42%	46,15%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%
Optimista	40,42%	46,15%	43,29%	34,63%	35,32%	36,03%	36,75%	40,42%	44,47%
Moderado	40,42%	46,15%	43,29%	25,97%	26,49%	27,02%	27,56%	33,07%	39,69%
Pesimista	40,42%	46,15%	43,29%	12,99%	13,25%	13,51%	13,78%	19,29%	27,01%

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	64,51%	36,85%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%
Optimista	64,51%	36,85%	50,68%	40,54%	41,35%	42,18%	43,03%	47,33%	52,06%
Moderado	64,51%	36,85%	50,68%	30,41%	31,02%	31,64%	32,27%	38,72%	46,47%
Pesimista	64,51%	36,85%	50,68%	15,20%	15,51%	15,82%	16,13%	22,59%	31,62%

Hostelería									
TOTAL									
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sin COVID-19	29,70%	27,82%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%
Optimista	29,70%	27,82%	28,76%	23,01%	23,47%	23,94%	24,42%	26,86%	29,54%
Moderado	29,70%	27,82%	28,76%	17,26%	17,60%	17,95%	18,31%	21,98%	26,37%
Pesimista	29,70%	27,82%	28,76%	8,63%	8,80%	8,98%	9,16%	12,82%	17,95%

En las tablas presentadas se observa que se ha adoptado unas previsiones basadas en:

- Una importante reducción sobre un escenario “normal o sin COVID-19” frente a los tres escenarios de previsión con la situación actual.
- No se prevé una recuperación clara hasta el ejercicio 2024.

### 2.3.8.- Previsiones sobre el capital circulante

#### 2.3.8.1 Periodos medios históricos

De los datos utilizados hemos obtenido una estimación y evaluación de:

- Los periodos medios de las principales masas patrimoniales del circulante:
  - **Existencias.** De forma simplificada hemos estimado este periodo como la relación entre el epígrafe “2. Existencias” del activo corriente respecto del importe de “4.a. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas” de la cuenta de pérdidas y ganancias, en base de 360 días.
  - **Cobro a clientes.** Se ha estimado como el determinado por la relación entre el epígrafe “3.a. Clientes” del activo corriente respecto del importe del epígrafe “1. Importe neto de la cifra de negocios” de la cuenta de pérdidas y ganancias. Igualmente se han calculado en base 360 días y de forma simplificada se ha tomado un tipo de IVA del 21%<sup>16</sup>.
  - **Pago a proveedores.** Se ha estimado como el determinado por la relación entre el epígrafe “3.a. Proveedores” del pasivo corriente respecto del importe del epígrafe “4.a. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas” de la cuenta de pérdidas y ganancias.

<sup>16</sup> Esta simplificación se ha mantenido en todas las actividades, aún cuando somos conscientes que en sectores como la Hostelería predominarán las operaciones al tipo del 10% e incluso algunas al 4%.

Igualmente se han calculado en base 360 días y de forma simplificada se ha tomado un tipo de IVA del 21%<sup>15;17</sup>.

- **Días de tesorería.** Se ha estimado como el determinado por la relación entre el epígrafe “5. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes” del activo corriente respecto del importe de los epígrafes “4.a. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas”, “6. Gastos de personal” y “7. Otros gastos de explotación” de la cuenta de pérdidas y ganancias. Igualmente se han calculado en base 360 días.

Los resultados obtenidos de este análisis han sido:

### **Total actividad**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>PERIODOS MEDIOS</b>			
De existencias	76,03	73,40	74,72
De cobro a clientes (IVA estimado al 21%)	48,15	46,38	46,79
De pago a proveedores (IVA estimado al 21%)	62,78	59,38	60,47
Días tesorería (s/ Aprov. + Gts. Explotación y Personal)	40,30	39,46	39,88

### **Industria manufacturera**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>PERIODOS MEDIOS</b>			
De existencias	70,98	72,73	71,85
De cobro a clientes (IVA estimado al 21%)	54,17	51,46	52,29
De pago a proveedores (IVA estimado al 21%)	66,22	61,61	63,28
Días tesorería (s/ Aprov. + Gts.Explotación y Personal)	19,42	18,30	18,86

### **Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>PERIODOS MEDIOS</b>			
De existencias	51,60	49,51	50,56
De cobro a clientes (IVA estimado al 21%)	32,66	30,88	31,45
De pago a proveedores (IVA estimado al 21%)	53,01	48,65	50,32
Días tesorería (s/ Aprov. + Gts. Explotación y Personal)	22,61	22,82	22,72

### **Hostelería**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>PERIODOS MEDIOS</b>			
De existencias	50,24	50,19	50,22
De cobro a clientes (IVA estimado al 21%)	16,20	15,40	15,64
De pago a proveedores (IVA estimado al 21%)	63,44	61,50	61,84
Días tesorería (s/ Aprov. + Gts. Explotación y Personal)	49,61	51,67	50,64

En las tablas anteriores se aprecian los dos epígrafes que presentan mayores dispersiones en función de cada tipo de actividad, como es el caso del periodo de cobro a clientes y los días de tesorería.

<sup>17</sup> En el epígrafe “3. Financiación a corto plazo sin coste” del pasivo corriente se incluyen otros importes de circulante como acreedores diversos y otros pasivos corrientes sin coste. Dado que no se dispone de información suficiente del desglose del epígrafe “5. Otros ingresos de explotación” de la cuenta de pérdidas y ganancias, aquellos importes se han proyectado mediante una estimación en la misma proporción que la evolución de la cifra de proveedores.

### 2.3.8.2 Fondo de Maniobra no Financiero histórico (datos medios por empresa)

El Fondo de Maniobra No Financiero (FMnoF) es la mejor medida de la inversión en capital circulante de una empresa, pues se corresponde con la cuantificación de sus activos y pasivos corrientes espontáneos y sin coste financiero que se generan por las operaciones ordinarias.

La diferencia entre el FMnoF y la cifra de capital circulante son:

- Los activos financieros como inversiones financieras temporales, préstamos concedidos y otros y que representan activos no esenciales o afectos directamente a las actividades corrientes y ordinarias.
- Pasivos financieros con coste, generalmente la financiación bancaria a corto plazo y los vencimientos a corto plazo de la financiación a largo plazo. Estos pasivos forman parte de la estructura y decisiones financieras de la empresa y no de su gestión y decisiones operativas.
- Excesos de pasivos y activos espontáneos sobre los datos normales o habituales del mercado. Este es un concepto difícil de determinar, pues puede basarse tanto en las prácticas del sector (i.e. construcción), en la normativa legal sobre prevención de la morosidad<sup>18</sup> y la propia estimación o evaluación del técnico o experto que realice la proyección. *En este trabajo no hemos introducido ajustes de este tipo dado que por un lado no se dispone de información detallada para ello y por otro se trata de un trabajo global y con un alcance diferente a lo que sería una valoración o presupuestación operativa.*

Los resultados obtenidos han sido:

#### **Total actividad**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>321.952</b>	<b>332.212</b>	<b>338.864</b>
Existencias	246.145	253.087	262.306
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	454.700	462.228	475.398
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	194.764	202.696	208.483
Ajustes por periodificación (activo)	5.547	5.841	5.955
Proveedores	(245.917)	(247.738)	(256.865)
Otros acreedores sin coste	(325.756)	(335.328)	(347.683)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(7.531)	(8.574)	(8.730)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>17,49%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,92%</b>

#### **Industria manufacturera**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>823.185</b>	<b>895.039</b>	<b>885.370</b>
Existencias	745.114	808.132	808.900
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	1.248.144	1.252.295	1.288.006
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	281.563	280.875	293.185
Ajustes por periodificación (activo)	5.739	6.362	6.440
Proveedores	(841.121)	(828.361)	(861.917)
Otros acreedores sin coste	(607.847)	(612.977)	(637.808)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(8.407)	(11.289)	(11.436)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>14,94%</b>	<b>15,40%</b>	<b>15,05%</b>

<sup>18</sup> Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

### **Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>231.316</b>	<b>258.796</b>	<b>255.349</b>
Existencias	322.531	337.617	351.712
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	394.095	400.275	416.871
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	177.783	194.264	197.241
Ajustes por periodificación (activo)	3.511	3.913	4.001
Proveedores	(400.954)	(401.413)	(423.618)
Otros acreedores sin coste	(257.610)	(268.313)	(283.155)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(8.040)	(7.547)	(7.703)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>7,97%</b>	<b>8,25%</b>	<b>7,97%</b>

### **Hostelería**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>8.697</b>	<b>12.484</b>	<b>11.220</b>
Existencias	27.418	28.798	29.519
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	75.882	76.620	79.977
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	82.670	91.295	91.546
Ajustes por periodificación (activo)	1.664	1.589	1.633
Proveedores	(41.893)	(42.691)	(43.988)
Otros acreedores sin coste	(136.048)	(142.161)	(146.480)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(997)	(966)	(989)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,79%</b>	<b>1,57%</b>

De los cuadros anteriores es muy representativo el porcentaje que el FMnoF representa sobre las ventas de cada sector.

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>FMnoF SOBRE VENTAS (%)</b>			
Total actividad	17,49%	16,91%	16,92%
Industria manufacturera	14,94%	15,40%	15,05%
Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	7,97%	8,25%	7,97%
Hostelería	1,32%	1,79%	1,57%

La primera lectura de estos datos es la gran diferencia de necesidades de circulante de los sectores presentados. Frente a una media de 17 € de inversión por cada 100 € de ventas de todas las empresas no financieras, en el caso de la hostelería es de sólo 1,6 €, por el mayor peso de las operaciones al contado, hasta los 15 € del sector industrial, alineado con la media general, y pasando por los 8 € del comercio, dónde el peso de las operaciones al contado es menor pero también se produce un menor plazo de pago a proveedores que en el sector de la hostelería.

#### **2.3.8.3 Estimaciones de periodos medios**

Como se ha mencionado anteriormente una correcta estimación de los periodos medios tiene un importante impacto sobre las necesidades de circulante, en definitiva, sobre la inversión empresarial y las necesidades y decisiones de financiación. Para ello es preciso:

- Realizar un profundo *análisis de los datos históricos*. En la medida de lo posible y con base en la información utilizada hemos completado esta fase en los epígrafes anteriores.
- Evaluar las capacidades de *mejora y optimización de la gestión del circulante*. Dado el alcance de este trabajo y la información utilizada para ello no es posible realizar este trabajo de detalle.
- Establecer *objetivos y parámetros para la proyección*. Este trabajo es el que queremos mostrar en este epígrafe y que se base en criterios propios que entendemos prudentes y ajustados a los escenarios presentados. *Tal y como se señala en el epígrafe 0.5.- Limitaciones al alcance de este trabajo no se pretende fijar estimaciones de futuro si no presentar un modelo y sistemática para la elaboración de proyecciones. Por tanto, estos supuestos se han elaborado bajo el mejor y ponderado criterio profesional sin que los supuestos puedan*

entenderse como representativos de un análisis sectorial o de cualquier empresa concreta.  
Los criterios utilizados siguen los mismos parámetros para todas las actividades analizadas y han sido<sup>19</sup>:

- Tesorería.
  - Se parte de los valores estimados para 2019.
  - En 2020 y 2011 se han previsto ligeras reducciones, acumulativas, que son más acusadas cuanto más pesimista es el escenario de proyección (2% para el *escenario sin COVID-19* al 15% para el *escenario pesimista*).
  - Ligeros repuntes de los días de tesorería para los años 2024 y 2025.
  - Todo ello se traduce en que al final del periodo de proyección se supone una mejora del 10%, aproximadamente, de este parámetro.
- Existencias.
  - Para el ejercicio 2020 se mantienen los datos estimados para 2019 en el *escenario sin COVID-19*, mientras que los otros tres supuestos se hacen estimaciones de mejora en los *escenarios optimista y moderado*, mientras que se empeora la situación en el *escenario pesimista*.
  - En los ejercicios siguientes se estima, básicamente, en la media de los dos ejercicios precedentes.
- Clientes.
  - Para el ejercicio 2020: i) en el *escenario sin COVID-19* se estima en la media de los datos históricos; ii) en los *escenarios optimista y moderado* se presupuestan ligeras mejoras sobre los datos estimados de 2019 y; iii) en el *escenario pesimista* se incrementa ligeramente (2,5%) el dato de 2019.
  - En los ejercicios siguientes se estima, básicamente, en la media de los dos ejercicios precedentes, con excepción del dato de 2012 para el *escenario pesimista* que vuelve a incrementarse ligeramente (2,5%).
- Proveedores.
  - Para el ejercicio 2020: i) en el *escenario sin COVID-19 y optimista* se estima en la media de los datos históricos y; ii) en los *escenarios moderado y pesimista* se incrementa ligeramente (2,5% y 5,5% respectivamente) el dato de 2019.
  - En los ejercicios siguientes: i) en el *escenario sin COVID-19* se estima en la media de los dos ejercicios precedentes y; ii) en los *escenarios optimista, moderado y pesimista* se prevén ligeras reducciones de los periodos medios de pago.

Las tabas siguientes muestran los datos de los supuestos anteriores por cada actividad:

**Total actividad**

Total actividad										Días de Tesorería s/ Gastos
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	40,30	39,46	39,88	39,08	38,30	37,54	36,78	36,78	36,78	
Optimista	40,30	39,46	39,88	37,13	36,39	35,66	36,02	36,38	36,74	
Moderado	40,30	39,46	39,88	35,17	34,47	33,78	34,80	35,84	36,74	
Pesimista	40,30	39,46	39,88	33,22	32,56	31,91	33,50	35,18	36,74	

<sup>19</sup> Un detalle completo de los parámetros y cálculos realizados se puede consultar en la hoja Excel adjunta a este trabajo.

		TOTAL									P.M. EXISTENCI AS
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	76,03	73,40	74,72	74,72	73,97	74,34	74,16	74,25	74,20		
Optimista	76,03	73,40	74,72	70,98	72,85	71,92	72,38	72,15	72,27		
Moderado	76,03	73,40	74,72	69,11	68,42	68,77	68,59	68,68	68,64		
Pesimista	76,03	73,40	74,72	76,58	75,82	76,20	76,01	76,11	76,06		

		TOTAL									P.M. CLIENTES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	48,15	46,38	46,79	46,59	46,69	46,64	46,67	46,67	47,60		
Optimista	48,15	46,38	46,79	44,26	45,53	44,89	45,21	45,05	45,13		
Moderado	48,15	46,38	46,79	43,09	43,19	43,14	43,17	43,15	43,16		
Pesimista	48,15	46,38	46,79	47,75	47,86	47,81	47,83	47,82	47,83		

		TOTAL									P.M. PROVEEDO RES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	62,78	59,38	60,47	59,93	60,20	60,06	60,13	60,09	60,11		
Optimista	62,78	59,38	60,47	59,93	60,20	60,06	59,46	59,46	59,46		
Moderado	62,78	59,38	60,47	61,42	61,42	60,19	59,59	59,00	58,41		
Pesimista	62,78	59,38	60,47	63,22	63,22	61,96	61,34	60,72	60,12		

**Industria manufacturera**

		Industria manufacturera									Días de Tesorería s/ Gastos
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	19,42	18,30	18,86	18,48	18,11	17,75	17,40	17,40	17,40		
Optimista	19,42	18,30	18,86	17,56	17,21	16,86	17,03	17,20	17,37		
Moderado	19,42	18,30	18,86	16,63	16,30	15,98	16,46	16,95	17,37		
Pesimista	19,42	18,30	18,86	15,71	15,40	15,09	15,84	16,63	17,37		

		TOTAL									P.M. EXISTENCI AS
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	70,98	72,73	71,85	71,85	71,14	71,50	71,32	71,41	71,36		
Optimista	70,98	72,73	71,85	68,26	70,06	69,16	69,61	69,38	69,50		
Moderado	70,98	72,73	71,85	66,47	65,80	66,13	65,97	66,05	66,01		
Pesimista	70,98	72,73	71,85	73,65	72,91	73,28	73,10	73,19	73,14		

		TOTAL									P.M. CLIENTES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	54,17	51,46	52,29	51,88	52,08	51,98	52,03	52,03	53,07		
Optimista	54,17	51,46	52,29	49,28	50,79	50,03	50,41	50,22	50,32		
Moderado	54,17	51,46	52,29	47,99	48,18	48,08	48,13	48,10	48,12		
Pesimista	54,17	51,46	52,29	53,17	53,38	53,28	53,33	53,31	53,32		

		TOTAL									P.M. PROVEEDO RES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Sin COVID-19	66,22	61,61	63,28	62,45	62,86	62,65	62,76	62,70	62,73		
Optimista	66,22	61,61	63,28	62,45	62,86	62,65	62,03	62,03	62,03		
Moderado	66,22	61,61	63,28	64,01	64,01	62,73	62,10	61,48	60,86		
Pesimista	66,22	61,61	63,28	65,88	65,88	64,56	63,92	63,28	62,64		

**Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas										Días de Tesorería s/ Gastos
TOTAL										
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	22,61	22,82	22,72	22,26	21,82	21,38	20,95	20,95	20,95	
Optimista	22,61	22,82	22,72	21,15	20,72	20,31	20,51	20,72	20,93	
Moderado	22,61	22,82	22,72	20,03	19,63	19,24	19,82	20,41	20,93	
Pesimista	22,61	22,82	22,72	18,92	18,54	18,17	19,08	20,04	20,93	

TOTAL										P.M. EXISTENCIAS
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	51,60	49,51	50,56	50,56	50,05	50,30	50,18	50,24	50,21	
Optimista	51,60	49,51	50,56	48,03	49,29	48,66	48,98	48,82	48,90	
Moderado	51,60	49,51	50,56	46,76	46,30	46,53	46,41	46,47	46,44	
Pesimista	51,60	49,51	50,56	51,82	51,30	51,56	51,43	51,50	51,46	

TOTAL										P.M. CLIENTES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	32,66	30,88	31,45	31,16	31,31	31,24	31,27	31,27	31,90	
Optimista	32,66	30,88	31,45	29,60	30,53	30,07	30,30	30,18	30,24	
Moderado	32,66	30,88	31,45	28,83	28,96	28,89	28,93	28,91	28,92	
Pesimista	32,66	30,88	31,45	31,94	32,09	32,02	32,05	32,03	32,04	

TOTAL										P.M. PROVEEDORES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	53,01	48,65	50,32	49,49	49,91	49,70	49,80	49,75	49,77	
Optimista	53,01	48,65	50,32	49,49	49,91	49,70	49,20	49,20	49,20	
Moderado	53,01	48,65	50,32	50,72	50,72	49,71	49,21	48,72	48,23	
Pesimista	53,01	48,65	50,32	52,21	52,21	51,17	50,65	50,15	49,65	

**Hostelería**

TOTAL										Días de Tesorería s/ Gastos
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	49,61	51,67	50,64	49,63	48,63	47,66	46,71	46,71	46,71	
Optimista	49,61	51,67	50,64	47,15	46,20	45,28	45,73	46,19	46,65	
Moderado	49,61	51,67	50,64	44,66	43,77	42,90	44,18	45,51	46,65	
Pesimista	49,61	51,67	50,64	42,18	41,34	40,51	42,54	44,67	46,65	

TOTAL										P.M. EXISTENCIAS
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	50,24	50,19	50,22	50,22	49,71	49,97	49,84	49,90	49,87	
Optimista	50,24	50,19	50,22	47,71	48,96	48,33	48,65	48,49	48,57	
Moderado	50,24	50,19	50,22	46,45	45,99	46,22	46,10	46,16	46,13	
Pesimista	50,24	50,19	50,22	51,47	50,96	51,21	51,09	51,15	51,12	

TOTAL										P.M. CLIENTES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	16,20	15,40	15,64	15,52	15,58	15,55	15,57	15,57	15,88	
Optimista	16,20	15,40	15,64	14,75	15,20	14,97	15,08	15,03	15,06	
Moderado	16,20	15,40	15,64	14,36	14,42	14,39	14,40	14,39	14,40	
Pesimista	16,20	15,40	15,64	15,91	15,97	15,94	15,96	15,95	15,95	

TOTAL										P.M. PROVEEDORES
ESCENARIOS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Sin COVID-19	63,44	61,50	61,84	61,67	61,76	61,71	61,73	61,72	61,73	
Optimista	63,44	61,50	61,84	61,67	61,76	61,71	61,10	61,10	61,10	
Moderado	63,44	61,50	61,84	63,21	63,21	61,95	61,33	60,71	60,11	
Pesimista	63,44	61,50	61,84	65,06	65,06	63,76	63,12	62,49	61,87	

**2.3.8.4 FMnoF, impacto de las estimaciones sobre periodos medios y resultados**

La aplicación de los periodos medios antes detallados y del resto de supuestos de las cuentas de pérdidas y ganancias dan como resultado la siguiente evolución del FMnoF, en el peor de los escenarios planteados **PESIMISTA**:

**Total actividad**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>PERIODOS MEDIOS</b>									
De existencias	76,03	73,40	74,72	76,58	75,82	76,20	76,01	76,11	76,06
De cobro a clientes	48,15	46,38	46,79	47,75	47,86	47,81	47,83	47,82	47,83
De pago a proveedores	62,78	59,38	60,47	63,22	63,22	61,96	61,34	60,72	60,12
Días tesorería	40,30	39,46	39,88	33,22	32,56	31,91	33,50	35,18	36,74
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>321.952</b>	<b>332.212</b>	<b>338.864</b>	<b>244.690</b>	<b>257.315</b>	<b>281.560</b>	<b>309.726</b>	<b>341.885</b>	<b>364.790</b>
Existencias	246.145	253.087	262.306	243.329	251.131	261.795	270.464	281.159	287.049
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	454.700	462.228	475.398	418.275	444.278	465.248	486.067	509.125	520.521
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	194.764	202.696	208.483	157.887	161.040	163.523	177.626	193.397	206.344
Ajustes por periodificación (activo)	5.547	5.841	5.955	5.134	5.442	5.705	5.957	6.241	6.380
Proveedores	(245.917)	(247.738)	(256.865)	(243.051)	(253.377)	(257.553)	(264.084)	(271.440)	(274.528)
Otros acreedores sin coste	(325.756)	(335.328)	(347.683)	(328.984)	(342.961)	(348.614)	(357.454)	(367.410)	(371.590)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(7.531)	(8.574)	(8.730)	(7.901)	(8.237)	(8.544)	(8.849)	(9.187)	(9.386)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>17,49%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,92%</b>	<b>14,17%</b>	<b>14,06%</b>	<b>14,68%</b>	<b>15,46%</b>	<b>16,29%</b>	<b>17,01%</b>

**Industria manufacturera**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>PERIODOS MEDIOS</b>									
De existencias	70,98	72,73	71,85	73,65	72,91	73,28	73,10	73,19	73,14
De cobro a clientes	54,17	51,46	52,29	53,17	53,38	53,28	53,33	53,31	53,32
De pago a proveedores	66,22	61,61	63,28	65,88	65,88	64,56	63,92	63,28	62,64
Días tesorería	19,42	18,30	18,86	15,71	15,40	15,09	15,84	16,63	17,37
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>823.185</b>	<b>895.039</b>	<b>885.370</b>	<b>663.793</b>	<b>701.274</b>	<b>765.930</b>	<b>827.618</b>	<b>897.059</b>	<b>938.647</b>
Existencias	745.114	808.132	808.900	747.591	767.289	796.971	820.659	849.771	864.097
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	1.248.144	1.252.295	1.288.006	1.107.878	1.174.169	1.225.219	1.277.012	1.332.600	1.354.536
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	281.563	280.875	293.185	220.988	224.272	226.984	245.826	266.697	283.448
Ajustes por periodificación (activo)	5.739	6.362	6.440	5.448	5.751	6.013	6.261	6.536	6.642
Proveedores	(841.121)	(828.361)	(861.917)	(809.141)	(838.849)	(849.582)	(868.267)	(888.958)	(895.468)
Otros acreedores sin coste	(607.847)	(612.977)	(637.808)	(598.754)	(620.738)	(628.680)	(642.507)	(657.818)	(662.635)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(8.407)	(11.289)	(11.436)	(10.218)	(10.621)	(10.996)	(11.365)	(11.770)	(11.974)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>14,94%</b>	<b>15,40%</b>	<b>15,05%</b>	<b>13,34%</b>	<b>13,35%</b>	<b>13,95%</b>	<b>14,47%</b>	<b>15,02%</b>	<b>15,47%</b>

**Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>PERIODOS MEDIOS</b>									
De existencias	51,60	49,51	50,56	51,82	51,30	51,56	51,43	51,50	51,46
De cobro a clientes	32,66	30,88	31,45	31,94	32,09	32,02	32,05	32,03	32,04
De pago a proveedores	53,01	48,65	50,32	52,21	52,21	51,17	50,65	50,15	49,65
Días tesorería	22,61	22,82	22,72	18,92	18,54	18,17	19,08	20,04	20,93
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>231.316</b>	<b>258.796</b>	<b>255.349</b>	<b>173.512</b>	<b>183.970</b>	<b>208.377</b>	<b>235.685</b>	<b>267.039</b>	<b>290.910</b>
Existencias	322.531	337.617	351.712	326.549	338.597	354.096	367.156	383.145	392.639
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	394.095	400.275	416.871	365.490	391.674	411.479	432.343	455.152	467.866
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	177.783	194.264	197.241	149.138	152.947	155.876	170.022	185.934	199.118
Ajustes por periodificación (activo)	3.511	3.913	4.001	3.454	3.684	3.879	4.071	4.288	4.407
Proveedores	(400.954)	(401.413)	(423.618)	(398.100)	(416.957)	(425.175)	(437.547)	(451.467)	(458.315)
Otros acreedores sin coste	(257.610)	(268.313)	(283.155)	(266.098)	(278.703)	(284.196)	(292.465)	(301.770)	(306.347)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(8.040)	(7.547)	(7.703)	(6.921)	(7.272)	(7.582)	(7.895)	(8.243)	(8.456)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>7,97%</b>	<b>8,25%</b>	<b>7,97%</b>	<b>6,27%</b>	<b>6,23%</b>	<b>6,70%</b>	<b>7,22%</b>	<b>7,77%</b>	<b>8,24%</b>

**Hostelería**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>PERIODOS MEDIOS</b>									
De existencias	50,24	50,19	50,22	51,47	50,96	51,21	51,09	51,15	51,12
De cobro a clientes	16,20	15,40	15,64	15,91	15,97	15,94	15,96	15,95	15,95
De pago a proveedores	63,44	61,50	61,84	65,06	65,06	63,76	63,12	62,49	61,87
Días tesorería	49,61	51,67	50,64	42,18	41,34	40,51	42,54	44,67	46,65
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>8.697</b>	<b>12.484</b>	<b>11.220</b>	<b>(13.788)</b>	<b>(15.141)</b>	<b>(13.108)</b>	<b>(7.877)</b>	<b>(1.786)</b>	<b>3.938</b>
Existencias	27.418	28.798	29.519	23.512	24.921	26.729	28.273	30.083	30.815
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	75.882	76.620	79.977	57.226	62.786	68.006	73.162	78.810	80.921
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	82.670	91.295	91.546	60.836	63.450	66.039	73.204	81.303	87.000
Ajustes por periodificación (activo)	1.664	1.589	1.633	1.149	1.256	1.363	1.464	1.578	1.620
Proveedores	(41.893)	(42.691)	(43.988)	(35.961)	(38.500)	(40.265)	(42.271)	(44.471)	(45.125)
Otros acreedores sin coste	(136.048)	(142.161)	(146.480)	(119.751)	(128.206)	(134.082)	(140.764)	(148.089)	(150.268)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(997)	(966)	(989)	(799)	(848)	(898)	(947)	(1.000)	(1.025)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,79%</b>	<b>1,57%</b>	<b>-2,74%</b>	<b>-2,75%</b>	<b>-2,20%</b>	<b>-1,23%</b>	<b>-0,26%</b>	<b>0,55%</b>

Tal y como hemos reiterado el presente trabajo es un modelo y metodología de la elaboración de proyecciones que hemos querido basar en datos objetivos de público acceso y que además trate de simular el impacto de la actual situación económica.

Tan sólo en el caso de la *actividad de hostelería* hemos obtenido datos que pueden resultar contradictorios con los datos históricos obtenidos. No obstante, consideramos que sectores como este y otros con importantes cifras de venta al contado (negocios minoristas) suelen presentar datos de capital circulante (más aún de FMnoF) negativos<sup>20</sup>, dado que una gran parte de sus ventas son al contado y mantienen una financiación normal con sus proveedores. A este hecho hemos de añadir que en las previsiones de variación de ventas es el sector que hemos estimado como más afectado por la crisis actual. Estos datos en un escenario sin COVID-19, que guarda una mayor homogeneidad con los datos históricos arrojarían los siguientes resultados:

**Hostelería (escenario sin COVID-19)**

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>PERIODOS MEDIOS</b>									
De existencias	50,24	50,19	50,22	50,22	49,71	49,97	49,84	49,90	49,87
De cobro a clientes	16,20	15,40	15,64	15,52	15,58	15,55	15,57	15,57	15,88
De pago a proveedores	63,44	61,50	61,84	61,67	61,76	61,71	61,73	61,72	61,73
Días tesorería	49,61	51,67	50,64	49,63	48,63	47,66	46,71	46,71	46,71
<b>FONDO DE MANIOBRA NO FINANCIERO</b>	<b>8.697</b>	<b>12.484</b>	<b>11.220</b>	<b>9.530</b>	<b>8.113</b>	<b>6.790</b>	<b>5.107</b>	<b>5.460</b>	<b>7.518</b>
Existencias	27.418	28.798	29.519	29.962	30.420	31.250	31.884	32.726	33.522
Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	75.882	76.620	79.977	80.673	83.709	85.714	87.974	90.464	94.722
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	82.670	91.295	91.546	91.021	91.276	91.333	91.432	93.586	95.882
Ajustes por periodificación (activo)	1.664	1.589	1.633	1.660	1.716	1.760	1.805	1.856	1.905
Proveedores	(41.893)	(42.691)	(43.988)	(44.522)	(45.723)	(46.702)	(47.787)	(48.979)	(50.206)
Otros acreedores sin coste	(136.048)	(142.161)	(146.480)	(148.260)	(152.260)	(155.518)	(159.132)	(163.099)	(167.187)
Ajustes por periodificación (pasivo)	(997)	(966)	(989)	(1.003)	(1.025)	(1.046)	(1.069)	(1.094)	(1.121)
<b>% SOBRE VENTAS</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,79%</b>	<b>1,57%</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,08%</b>	<b>0,88%</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,67%</b>	<b>0,90%</b>

<sup>20</sup> Por ejemplo, tomando los datos consolidados de Carrefour ([Financial publications | Carrefour Group](#)) su capital circulante al cierre de los ejercicios 2019 y 2018 era de -4.186 y -4.492 millones de euros, esto es un -5,8% y -6,3%, respectivamente.

De hecho, el resultado, por actividades, según cada escenario de proyección del FMnoF y de su porcentaje sobre ventas se muestra en la siguiente tabla:

	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
<b>Fondo de maniobra NO financiero</b>									
Sin COVID-19	321.952	332.212	338.864	341.641	345.161	350.806	353.070	362.885	381.483
Optimista	321.952	332.212	338.864	259.995	287.395	287.732	310.140	320.820	331.415
Moderado	321.952	332.212	338.864	212.573	221.984	242.743	262.641	285.269	302.967
Pesimista	321.952	332.212	338.864	244.690	257.315	281.560	309.726	341.885	364.790
<b>FM NO financiero / Ventas</b>									
Sin COVID-19	17,49%	16,91%	16,92%	16,88%	16,52%	16,45%	16,22%	16,26%	16,72%
Optimista	17,49%	16,91%	16,92%	14,30%	15,04%	14,49%	15,16%	15,17%	15,33%
Moderado	17,49%	16,91%	16,92%	11,99%	11,87%	12,43%	13,03%	13,66%	14,19%
Pesimista	17,49%	16,91%	16,92%	14,17%	14,06%	14,68%	15,46%	16,29%	17,01%
<b>Industria manufacturera</b>									
<b>Fondo de maniobra NO financiero</b>									
Sin COVID-19	823.185	895.039	885.370	894.969	901.366	916.097	921.133	940.838	982.516
Optimista	823.185	895.039	885.370	674.562	750.850	752.463	805.401	825.698	845.086
Moderado	823.185	895.039	885.370	557.348	585.722	640.589	682.493	729.639	762.827
Pesimista	823.185	895.039	885.370	663.793	701.274	765.930	827.618	897.059	938.647
<b>FM NO financiero / Ventas</b>									
Sin COVID-19	14,94%	15,40%	15,05%	15,11%	14,84%	14,87%	14,72%	14,77%	15,17%
Optimista	14,94%	15,40%	15,05%	12,78%	13,61%	13,17%	13,74%	13,70%	13,80%
Moderado	14,94%	15,40%	15,05%	10,87%	10,87%	11,43%	11,84%	12,28%	12,63%
Pesimista	14,94%	15,40%	15,05%	13,34%	13,35%	13,95%	14,47%	15,02%	15,47%
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<b>Fondo de maniobra NO financiero</b>									
Sin COVID-19	231.316	258.796	255.349	263.470	263.758	271.216	272.933	283.364	300.688
Optimista	231.316	258.796	255.349	187.004	211.541	211.262	234.452	244.063	254.646
Moderado	231.316	258.796	255.349	138.822	146.134	167.128	186.804	209.228	227.670
Pesimista	231.316	258.796	255.349	173.512	183.970	208.377	235.685	267.039	290.910
<b>FM NO financiero / Ventas</b>									
Sin COVID-19	7,97%	8,25%	7,97%	8,10%	7,80%	7,82%	7,66%	7,72%	7,97%
Optimista	7,97%	8,25%	7,97%	6,42%	6,87%	6,57%	7,04%	7,05%	7,15%
Moderado	7,97%	8,25%	7,97%	4,89%	4,84%	5,28%	5,69%	6,12%	6,48%
Pesimista	7,97%	8,25%	7,97%	6,27%	6,23%	6,70%	7,22%	7,77%	8,24%
<b>Hostelería</b>									
<b>Fondo de maniobra NO financiero</b>									
Sin COVID-19	8.697	12.484	11.220	9.530	8.113	6.790	5.107	5.460	7.518
Optimista	8.697	12.484	11.220	(3.199)	(1.806)	(4.141)	(581)	226	1.391
Moderado	8.697	12.484	11.220	(13.505)	(15.028)	(13.161)	(9.303)	(5.036)	(1.047)
Pesimista	8.697	12.484	11.220	(13.788)	(15.141)	(13.108)	(7.877)	(1.786)	3.938
<b>FM NO financiero / Ventas</b>									
Sin COVID-19	1,32%	1,79%	1,57%	1,31%	1,08%	0,88%	0,65%	0,67%	0,90%
Optimista	1,32%	1,79%	1,57%	-0,56%	-0,29%	-0,63%	-0,08%	0,03%	0,19%
Moderado	1,32%	1,79%	1,57%	-2,51%	-2,58%	-2,10%	-1,41%	-0,73%	-0,15%
Pesimista	1,32%	1,79%	1,57%	-2,74%	-2,75%	-2,20%	-1,23%	-0,26%	0,55%

### 3.- RESULTADOS DE LAS PROYECCIONES

En el epígrafe 5.- *UTILIZACIÓN DEL MODELO EN Excel®* se detalla la estructura y funcionalidad de la hoja Excel que se ha desarrollado para elaborar las proyecciones financieras objeto de este trabajo.

Tal y como hemos reiterado en la introducción de este trabajo el objeto de éste no es establecer la proyección de sectores o empresas de forma concreta, *el objetivo es la presentación de una metodología de proyección de estados financieros basado en datos objetivos*, en lugar de utilizar estados financieros preparados o intencionadamente elaborados.

Adicionalmente, y sobre la base económico – financiera antes citada, hemos aplicado una serie de hipótesis de desarrollo que, una vez más, no pretende ser más que uno de los muchos ejercicios de estimación de la situación actual y de la estimación a corto y medio plazo de las empresas españolas. Por supuesto no pretende ser una interpretación de la difícil situación actual de las empresas españolas, en especial las PYMEs y de forma más significativa de algunos sectores en especial como es la restauración y el ocio. La utilidad de este trabajo hemos de centrarlo en *el modelo* y la *herramienta informática* para su aplicación y elaboración.

En la hoja Excel adjunta a este trabajo se pueden consultar todos los estados financieros y datos de proyección según las tres dimensiones o variables utilizadas:

- Tamaño de empresa.
- Sector de actividad.
- Escenario de proyección.

Todo ello tanto para el global de las empresas (modelo *COMPLETO*) como para la media de las empresas analizadas (modelo *POR EMPRESA*).

A los efectos de comentar y revisar el resultado del modelo vamos a revisar los siguientes aspectos:

- Impacto en el empleo.
- Evaluación de los indicadores económicos.
- Evaluación de los indicadores financieros.

En la hoja de trabajo adjunta se incluyen dos hojas (véase el epígrafe 5.- *UTILIZACIÓN DEL MODELO EN Excel®*) en las que se realizan estos análisis y su resumen en función:

- Por tamaño de empresa, para cada escenario de proyección y sector de actividad (hoja “*TIPOLOGIA*”).
- De cada escenario de proyección, para cada tipología (tamaño) de empresa y sector de actividad (hoja “*ESCENARIOS*”).

### 3.1.- Estimaciones de la evolución del empleo

Aun cuando el objetivo de este trabajo es la presentación de un modelo de proyección y financiera no es menos cierto que la situación actual, que motiva e inspira este trabajo, tiene y tendrá un impacto muy importante en el empleo. Es por ello que la primera presentación de los resultados obtenidos de la aplicación del modelo y sus hipótesis de proyección queremos que sea el impacto sobre el nivel de empleo estimado. Para ello hemos de tener en cuenta que:

- El modelo se basa en los supuestos ya señalados sobre la estructura de costes, véase epígrafe 2.3.2.- Estructura de costes.
- No se han introducido supuestos de variación de la productividad laboral<sup>21</sup>.

La tabla siguiente muestra el resultado global del modelo, según cada escenario de proyección. Se señala el año en que se prevé la recuperación del nivel de empleo de 2019, tras cada supuesto de proyección:

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
Sin COVID-19	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.909.824,25	4.995.384,27	5.024.166,82	5.054.257,20	5.094.115,37	5.100.164,03
Optimista	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.640.949,37	4.767.885,73	4.842.210,61	4.895.003,00	4.957.656,43	4.963.543,06
Moderado	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.580.657,42	4.717.310,56	4.802.436,09	4.860.693,92	4.928.878,85	4.934.731,31
Pesimista	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.520.365,47	4.666.436,20	4.762.107,73	4.849.124,07	4.946.928,87	4.952.802,76
<b>Industria manufacturera</b>									
Sin COVID-19	834.866,00	862.211,70	863.077,86	861.968,55	871.588,65	873.423,04	875.581,56	878.841,84	877.372,08
Optimista	834.866,00	862.211,70	863.077,86	819.716,49	836.446,23	845.865,98	851.829,20	858.901,12	857.464,72
Moderado	834.866,00	862.211,70	863.077,86	809.837,49	828.238,07	839.461,43	846.340,36	854.335,46	852.906,69
Pesimista	834.866,00	862.211,70	863.077,86	799.958,50	819.984,23	832.972,89	844.565,85	857.377,74	855.943,88
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
Sin COVID-19	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.139.847,36	1.163.181,98	1.172.545,10	1.182.631,21	1.195.156,05	1.199.809,56
Optimista	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.077.639,15	1.109.917,36	1.129.270,65	1.144.284,82	1.161.774,32	1.166.297,85
Moderado	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.064.299,44	1.098.700,75	1.120.436,87	1.136.648,30	1.155.354,82	1.159.853,35
Pesimista	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.050.959,74	1.087.420,90	1.111.485,81	1.134.088,76	1.159.406,80	1.163.921,11
<b>Hostelería</b>									
Sin COVID-19	315.285,80	332.796,40	336.636,20	338.081,18	345.578,45	349.178,48	352.685,57	356.904,04	358.414,05
Optimista	315.285,80	332.796,40	336.636,20	290.957,53	305.000,79	316.056,68	323.313,19	331.356,15	332.758,07
Moderado	315.285,80	332.796,40	336.636,20	280.087,81	295.433,29	308.050,23	316.117,59	325.002,26	326.377,30
Pesimista	315.285,80	332.796,40	336.636,20	269.218,10	285.723,99	299.771,45	312.461,69	326.288,18	327.668,66

El resultado obtenido es muy *elocuente*, esto es:

- Sólo en el caso global (*total actividad*) se vislumbra una recuperación del empleo en todos los escenarios de proyección antes de 2025.
- En el caso de las actividades *industria manufacturera* y *hostelería* no se prevé una recuperación del empleo de 2019 en los 5 años de proyección.

<sup>21</sup> Esto se puede verificar en las hojas “TIPOLOGÍAS” y “ESCENARIOS” del modelo Excel adjunto a este trabajo dentro de los datos económicos que resumen los resultados del modelo.

La tabla siguiente muestra la estimación de empleo según tamaño de empresa y actividad para el *escenario pesimista*:

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	372.753,40	390.990,50	392.829,58	364.077,48	373.807,97	380.510,08	386.413,19	392.905,55	392.775,54
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	889.621,30	935.336,40	939.999,85	867.071,07	891.607,44	908.543,07	923.470,81	939.900,21	939.557,06
Microempresas (menos de 10 empleados)	864.162,10	935.010,60	939.672,43	866.769,05	895.819,09	914.377,23	931.500,10	950.923,80	952.798,46
GRANDES EMPRESAS	2.552.422,40	2.622.214,30	2.637.508,39	2.398.132,25	2.488.686,80	2.547.810,49	2.602.001,97	2.663.264,77	2.667.681,89
<b>TOTAL</b>	<b>4.678.959,20</b>	<b>4.883.551,80</b>	<b>4.908.359,89</b>	<b>4.520.365,47</b>	<b>4.666.436,20</b>	<b>4.762.107,73</b>	<b>4.849.124,07</b>	<b>4.946.928,87</b>	<b>4.952.802,76</b>
<b>Industria manufacturera</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	92.395,70	96.151,20	96.215,59	91.524,58	92.922,18	93.859,94	94.672,21	95.550,84	95.383,60
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	200.931,00	209.204,80	209.391,61	195.779,69	199.784,32	202.478,80	204.823,57	207.369,49	206.894,32
Microempresas (menos de 10 empleados)	110.582,20	117.263,40	117.394,29	107.854,98	111.025,32	113.037,26	114.863,84	116.906,36	116.771,82
GRANDES EMPRESAS	430.957,10	439.592,40	440.181,21	397.258,92	410.703,78	419.441,10	427.310,61	436.070,43	435.189,10
<b>TOTAL</b>	<b>834.866,00</b>	<b>862.211,70</b>	<b>863.077,86</b>	<b>799.958,50</b>	<b>819.984,23</b>	<b>832.972,89</b>	<b>844.565,85</b>	<b>857.377,74</b>	<b>855.943,88</b>
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	76.528,50	80.309,40	80.852,40	74.391,43	76.619,19	78.241,97	79.692,54	81.258,75	81.347,82
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	202.929,30	211.270,30	212.568,92	197.126,61	202.355,67	206.205,32	209.617,41	213.276,73	213.422,63
Microempresas (menos de 10 empleados)	229.692,60	241.754,30	242.943,10	228.824,00	234.201,37	237.941,91	241.330,32	245.023,35	245.407,51
GRANDES EMPRESAS	586.492,00	596.295,80	601.060,64	544.296,51	569.865,80	586.308,89	602.144,17	620.222,91	624.244,34
<b>TOTAL</b>	<b>1.095.642,30</b>	<b>1.129.629,80</b>	<b>1.136.851,06</b>	<b>1.050.959,74</b>	<b>1.087.420,90</b>	<b>1.111.485,81</b>	<b>1.134.088,76</b>	<b>1.159.406,80</b>	<b>1.163.921,11</b>
<b>Hostelería</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	25.390,10	26.224,80	26.522,80	21.291,56	22.491,08	23.550,07	24.490,01	25.499,18	25.559,25
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	99.019,90	103.441,90	104.707,75	82.467,04	87.513,88	91.966,65	95.940,92	100.228,14	100.506,08
Microempresas (menos de 10 empleados)	79.956,00	89.957,30	91.058,13	71.716,70	77.431,45	81.843,65	86.046,25	90.824,63	91.828,42
GRANDES EMPRESAS	110.919,80	113.172,40	114.359,47	93.538,78	98.327,30	102.574,58	106.317,02	110.310,44	110.510,24
<b>TOTAL</b>	<b>315.285,80</b>	<b>332.796,40</b>	<b>336.636,20</b>	<b>269.218,10</b>	<b>285.723,99</b>	<b>299.771,45</b>	<b>312.461,69</b>	<b>326.288,18</b>	<b>327.668,66</b>

### 3.2.- Indicadores económicos

Como se ha indicado se han elaborado resúmenes económicos del modelo bajo dos parámetros fundamentales:

- Tipología o tamaño de empresa.
- Escenarios de proyección.

Las variables analizadas y que sirven para verificar la razonabilidad del modelo así como sus resultados son:

- Ventas, tanto su nivel como la variación respecto del ejercicio anterior.
- Ventas por empleado, para evaluar la evolución de la productividad laboral, así como su variación anual para poder comprar con las hipótesis de incremento salarial del modelo.
- Medición del resultado a través de dos ratios muy utilizados:
  - Porcentaje de EBITDA sobre ventas. Es un indicador de la rentabilidad económica independiente de la estructura financiera, de las decisiones sobre amortización del activo no corriente y de la carga fiscal de las empresas.
  - Porcentaje del resultado sobre ventas. Se trata de un indicador de la rentabilidad de la empresa una vez incorporada su estructura financiera, su política de depreciación del activo no corriente y su carga fiscal efectiva.

Dado que las variables que puede ofrecer el modelo desarrollado son muchas vamos a mostrar los datos para la totalidad de las actividades por escenarios y la presentación de resultados para el *escenario pesimista*. En ambos casos mostramos los resultados por valores medios de las empresas analizadas.

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
<b>Ventas</b>									
Sin COVID-19	1.841.172	1.964.077	2.002.379	2.023.520	2.088.821	2.132.220	2.177.427	2.231.318	2.280.949
Optimista	1.841.172	1.964.077	2.002.379	1.818.362	1.910.464	1.985.271	2.045.607	2.115.034	2.162.078
Moderado	1.841.172	1.964.077	2.002.379	1.772.358	1.870.273	1.952.100	2.015.913	2.088.964	2.135.429
Pesimista	1.841.172	1.964.077	2.002.379	1.726.354	1.829.660	1.918.118	2.002.854	2.098.439	2.145.114
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		6,68%	1,95%	1,06%	3,23%	2,08%	2,12%	2,47%	2,22%
Optimista		6,68%	1,95%	-9,19%	5,07%	3,92%	3,04%	3,39%	2,22%
Moderado		6,68%	1,95%	-11,49%	5,52%	4,38%	3,27%	3,62%	2,22%
Pesimista		6,68%	1,95%	-13,78%	5,98%	4,83%	4,42%	4,77%	2,22%
<b>Ventas / empleado</b>									
Sin COVID-19	211.673	216.343	219.447	221.698	224.933	228.291	231.743	235.620	240.576
Optimista	211.673	216.343	219.447	210.763	215.543	220.544	224.796	229.489	234.315
Moderado	211.673	216.343	219.447	208.134	213.270	218.656	223.097	227.983	232.778
Pesimista	211.673	216.343	219.447	205.436	210.914	216.669	222.181	228.182	232.980
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		2,21%	1,43%	1,03%	1,46%	1,49%	1,51%	1,67%	2,10%
Optimista		2,21%	1,43%	-3,96%	2,27%	2,32%	1,93%	2,09%	2,10%
Moderado		2,21%	1,43%	-5,16%	2,47%	2,53%	2,03%	2,19%	2,10%
Pesimista		2,21%	1,43%	-6,38%	2,67%	2,73%	2,54%	2,70%	2,10%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	9,32%	8,86%	9,13%	9,26%	10,16%	10,35%	10,64%	10,87%	10,96%
Optimista	9,32%	8,86%	9,13%	7,60%	6,74%	8,15%	8,45%	9,13%	9,22%
Moderado	9,32%	8,86%	9,13%	7,35%	6,45%	7,33%	8,05%	8,63%	8,82%
Pesimista	9,32%	8,86%	9,13%	5,35%	5,61%	6,61%	7,62%	8,53%	8,83%
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	4,52%	6,09%	6,19%	4,64%	5,18%	5,20%	5,55%	5,83%	5,92%
Optimista	4,52%	6,09%	6,19%	2,88%	2,19%	3,34%	3,84%	4,51%	4,59%
Moderado	4,52%	6,09%	6,19%	2,06%	1,65%	2,55%	3,56%	4,18%	4,38%
Pesimista	4,52%	6,09%	6,19%	0,10%	0,91%	2,03%	3,27%	4,15%	4,33%
<b>Industria manufacturera</b>									
<b>Ventas</b>									
Sin COVID-19	5.508.664	5.811.829	5.883.052	5.924.911	6.071.857	6.161.257	6.257.045	6.371.908	6.475.192
Optimista	5.508.664	5.811.829	5.883.052	5.278.499	5.517.898	5.712.548	5.860.063	6.027.857	6.125.565
Moderado	5.508.664	5.811.829	5.883.052	5.127.361	5.386.250	5.603.931	5.763.038	5.942.860	6.039.189
Pesimista	5.508.664	5.811.829	5.883.052	4.976.222	5.253.049	5.492.338	5.718.826	5.970.728	6.067.509
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		5,50%	1,23%	0,71%	2,48%	1,47%	1,55%	1,84%	1,62%
Optimista		5,50%	1,23%	-10,28%	4,54%	3,53%	2,58%	2,86%	1,62%
Moderado		5,50%	1,23%	-12,85%	5,05%	4,04%	2,84%	3,12%	1,62%
Pesimista		5,50%	1,23%	-15,41%	5,56%	4,56%	4,12%	4,40%	1,62%
<b>Ventas / empleado</b>									
Sin COVID-19	328.290	335.372	339.141	341.994	346.607	350.972	355.550	360.734	367.195
Optimista	328.290	335.372	339.141	320.387	328.219	336.013	342.277	349.179	355.433
Moderado	328.290	335.372	339.141	315.010	323.563	332.139	338.793	346.095	352.294
Pesimista	328.290	335.372	339.141	309.500	318.738	328.061	336.900	346.484	352.690
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		2,16%	1,12%	0,84%	1,35%	1,26%	1,30%	1,46%	1,79%
Optimista		2,16%	1,12%	-5,53%	2,44%	2,37%	1,86%	2,02%	1,79%
Moderado		2,16%	1,12%	-7,12%	2,72%	2,65%	2,00%	2,16%	1,79%
Pesimista		2,16%	1,12%	-8,74%	2,98%	2,92%	2,69%	2,84%	1,79%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	8,34%	7,87%	7,44%	6,63%	7,48%	7,48%	7,60%	7,67%	7,57%
Optimista	8,34%	7,87%	7,44%	4,24%	3,35%	4,77%	4,97%	5,57%	5,46%
Moderado	8,34%	7,87%	7,44%	3,77%	2,85%	3,74%	4,41%	4,92%	4,92%
Pesimista	8,34%	7,87%	7,44%	1,43%	1,76%	2,81%	3,87%	4,81%	4,93%
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	4,17%	4,27%	3,84%	2,64%	3,20%	3,11%	3,18%	3,20%	3,05%
Optimista	4,17%	4,27%	3,84%	0,54%	-0,06%	1,06%	1,28%	1,77%	1,64%
Moderado	4,17%	4,27%	3,84%	-0,08%	-0,59%	0,35%	0,99%	1,45%	1,44%
Pesimista	4,17%	4,27%	3,84%	-2,65%	-1,78%	-0,52%	0,55%	1,35%	1,36%

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<b>Ventas</b>									
Sin COVID-19	2.901.569	3.135.350	3.205.633	3.254.100	3.382.209	3.468.911	3.561.557	3.670.435	3.771.877
Optimista	2.901.569	3.135.350	3.205.633	2.913.397	3.081.212	3.216.377	3.331.600	3.463.820	3.559.552
Moderado	2.901.569	3.135.350	3.205.633	2.840.338	3.016.892	3.162.986	3.283.506	3.421.300	3.515.857
Pesimista	2.901.569	3.135.350	3.205.633	2.767.278	2.951.905	3.108.308	3.262.164	3.436.237	3.531.206
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		8,06%	2,24%	1,51%	3,94%	2,56%	2,67%	3,06%	2,76%
Optimista		8,06%	2,24%	-9,12%	5,76%	4,39%	3,58%	3,97%	2,76%
Moderado		8,06%	2,24%	-11,40%	6,22%	4,84%	3,81%	4,20%	2,76%
Pesimista		8,06%	2,24%	-13,67%	6,67%	5,30%	4,95%	5,34%	2,76%
<b>Ventas / empleado</b>									
Sin COVID-19	308.750	323.588	328.740	332.833	338.997	344.910	351.102	358.043	366.512
Optimista	308.750	323.588	328.740	315.187	323.649	332.056	339.439	347.597	355.818
Moderado	308.750	323.588	328.740	311.135	320.127	329.119	336.786	345.238	353.403
Pesimista	308.750	323.588	328.740	306.980	316.481	326.034	335.352	345.533	353.706
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		4,81%	1,59%	1,25%	1,85%	1,74%	1,80%	1,98%	2,37%
Optimista		4,81%	1,59%	-4,12%	2,68%	2,60%	2,22%	2,40%	2,37%
Moderado		4,81%	1,59%	-5,36%	2,89%	2,81%	2,33%	2,51%	2,37%
Pesimista		4,81%	1,59%	-6,62%	3,10%	3,02%	2,86%	3,04%	2,37%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	4,71%	4,40%	4,22%	4,56%	5,64%	6,00%	6,41%	6,80%	7,04%
Optimista	4,71%	4,40%	4,22%	2,58%	2,24%	3,70%	4,16%	4,96%	5,20%
Moderado	4,71%	4,40%	4,22%	2,25%	1,90%	2,93%	3,75%	4,48%	4,80%
Pesimista	4,71%	4,40%	4,22%	0,45%	1,08%	2,23%	3,34%	4,38%	4,80%
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	2,89%	4,80%	3,86%	3,45%	4,14%	4,31%	4,61%	4,91%	5,08%
Optimista	2,89%	4,80%	3,86%	1,48%	1,13%	2,24%	2,76%	3,39%	3,56%
Moderado	2,89%	4,80%	3,86%	0,78%	0,61%	1,50%	2,48%	3,07%	3,32%
Pesimista	2,89%	4,80%	3,86%	-0,96%	-0,13%	0,90%	2,09%	2,93%	3,23%
<b>Hostelería</b>									
<b>Ventas</b>									
Sin COVID-19	658.996	696.278	715.535	727.390	751.830	771.334	790.903	813.289	834.872
Optimista	658.996	696.278	715.535	574.110	616.094	656.431	686.059	719.037	738.120
Moderado	658.996	696.278	715.535	538.754	583.477	627.444	658.864	693.791	712.203
Pesimista	658.996	696.278	715.535	503.398	550.161	597.054	641.703	691.574	709.928
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		5,66%	2,77%	1,66%	3,36%	2,59%	2,54%	2,83%	2,65%
Optimista		5,66%	2,77%	-19,76%	7,31%	6,55%	4,51%	4,81%	2,65%
Moderado		5,66%	2,77%	-24,71%	8,30%	7,54%	5,01%	5,30%	2,65%
Pesimista		5,66%	2,77%	-29,65%	9,29%	8,52%	7,48%	7,77%	2,65%
<b>Ventas / empleado</b>									
Sin COVID-19	70.768	70.838	71.967	72.846	73.660	74.792	75.927	77.153	78.867
Optimista	70.768	70.838	71.967	66.808	68.392	70.321	71.845	73.471	75.103
Moderado	70.768	70.838	71.967	65.126	66.869	68.963	70.568	72.278	73.883
Pesimista	70.768	70.838	71.967	63.309	65.193	67.435	69.534	71.763	73.357
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Sin COVID-19		0,10%	1,59%	1,22%	1,12%	1,54%	1,52%	1,61%	2,22%
Optimista		0,10%	1,59%	-7,17%	2,37%	2,82%	2,17%	2,26%	2,22%
Moderado		0,10%	1,59%	-9,50%	2,68%	3,13%	2,33%	2,42%	2,22%
Pesimista		0,10%	1,59%	-12,03%	2,98%	3,44%	3,11%	3,20%	2,22%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	12,48%	11,43%	11,76%	11,93%	12,83%	13,22%	13,58%	13,97%	14,15%
Optimista	12,48%	11,43%	11,76%	5,55%	6,31%	8,02%	8,90%	9,90%	10,12%
Moderado	12,48%	11,43%	11,76%	3,61%	4,43%	6,23%	7,37%	8,47%	8,73%
Pesimista	12,48%	11,43%	11,76%	0,82%	2,07%	4,17%	5,98%	7,74%	8,09%
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	7,94%	7,34%	8,08%	6,76%	7,18%	7,27%	7,51%	7,77%	7,82%
Optimista	7,94%	7,34%	8,08%	0,61%	1,24%	2,72%	3,77%	4,68%	4,85%
Moderado	7,94%	7,34%	8,08%	-2,74%	-1,20%	0,94%	2,61%	3,66%	3,92%
Pesimista	7,94%	7,34%	8,08%	-6,40%	-3,81%	-1,02%	1,35%	2,93%	3,10%

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
<b>Ventas</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	8.833.874	9.254.279	9.434.750	8.134.184	8.568.980	8.965.014	9.335.606	9.745.805	9.934.143
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	4.365.436	4.633.786	4.724.151	4.072.935	4.290.399	4.488.602	4.674.030	4.879.236	4.973.393
Microempresas (menos de 10 empleados)	223.811	241.031	245.731	211.858	225.255	236.400	247.200	259.495	265.670
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>39.119.073</b>	<b>41.855.196</b>	<b>42.671.429</b>	<b>36.789.240</b>	<b>39.029.850</b>	<b>40.930.638</b>	<b>42.758.159</b>	<b>44.825.719</b>	<b>45.844.543</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.841.172</b>	<b>1.964.077</b>	<b>2.002.379</b>	<b>1.726.354</b>	<b>1.829.660</b>	<b>1.918.118</b>	<b>2.002.854</b>	<b>2.098.439</b>	<b>2.145.114</b>
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)		4,76%	1,95%	-13,78%	5,35%	4,62%	4,13%	4,39%	1,93%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		6,15%	1,95%	-13,78%	5,34%	4,62%	4,13%	4,39%	1,93%
Microempresas (menos de 10 empleados)		7,69%	1,95%	-13,78%	6,32%	4,95%	4,57%	4,97%	2,38%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>		<b>6,99%</b>	<b>1,95%</b>	<b>-13,78%</b>	<b>6,09%</b>	<b>4,87%</b>	<b>4,46%</b>	<b>4,84%</b>	<b>2,27%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>6,68%</b>	<b>1,95%</b>	<b>-13,78%</b>	<b>5,98%</b>	<b>4,83%</b>	<b>4,42%</b>	<b>4,77%</b>	<b>2,22%</b>
<b>Ventas / empleado</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	157.859	157.658	159.980	148.819	152.693	156.937	160.927	165.222	168.471
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	124.122	123.541	125.325	117.137	119.996	123.199	126.215	129.453	131.999
Microempresas (menos de 10 empleados)	119.951	119.392	121.117	113.204	116.459	119.741	122.910	126.387	129.140
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>279.689</b>	<b>291.286</b>	<b>295.245</b>	<b>279.954</b>	<b>286.197</b>	<b>293.171</b>	<b>299.882</b>	<b>307.151</b>	<b>313.612</b>
<b>TOTAL</b>	<b>211.673</b>	<b>216.343</b>	<b>219.447</b>	<b>205.436</b>	<b>210.914</b>	<b>216.669</b>	<b>222.181</b>	<b>228.182</b>	<b>232.980</b>
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)		-0,13%	1,47%	-6,98%	2,60%	2,78%	2,54%	2,67%	1,97%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		-0,47%	1,44%	-6,53%	2,44%	2,67%	2,45%	2,57%	1,97%
Microempresas (menos de 10 empleados)		-0,47%	1,44%	-6,53%	2,88%	2,82%	2,65%	2,83%	2,18%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>		<b>4,15%</b>	<b>1,36%</b>	<b>-5,18%</b>	<b>2,23%</b>	<b>2,44%</b>	<b>2,29%</b>	<b>2,42%</b>	<b>2,10%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>2,21%</b>	<b>1,43%</b>	<b>-6,38%</b>	<b>2,67%</b>	<b>2,73%</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,70%</b>	<b>2,10%</b>
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	8,03%	7,85%	7,79%	3,05%	3,26%	4,24%	5,27%	6,15%	6,37%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,95%	7,87%	7,92%	3,30%	3,99%	4,94%	5,82%	6,65%	6,76%
Microempresas (menos de 10 empleados)	8,33%	8,33%	7,49%	5,91%	3,64%	4,53%	5,76%	6,58%	7,30%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>9,84%</b>	<b>9,24%</b>	<b>9,77%</b>	<b>5,13%</b>	<b>6,10%</b>	<b>7,26%</b>	<b>8,34%</b>	<b>9,38%</b>	<b>9,63%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9,32%</b>	<b>8,86%</b>	<b>9,13%</b>	<b>5,35%</b>	<b>5,61%</b>	<b>6,61%</b>	<b>7,62%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,83%</b>
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	4,15%	4,12%	3,98%	-0,92%	-0,02%	0,96%	1,91%	2,65%	2,76%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,75%	3,65%	3,50%	-1,11%	0,20%	1,15%	2,05%	2,83%	2,98%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,64%	3,59%	2,82%	-1,08%	-1,61%	-0,05%	1,27%	1,99%	2,43%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>4,79%</b>	<b>6,99%</b>	<b>7,41%</b>	<b>-0,10%</b>	<b>1,19%</b>	<b>2,44%</b>	<b>3,82%</b>	<b>4,87%</b>	<b>5,03%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>4,52%</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,19%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,91%</b>	<b>2,03%</b>	<b>3,27%</b>	<b>4,15%</b>	<b>4,33%</b>

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Industria manufacturera</b>									
<i>Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	13.516.481	14.068.583	14.240.990	12.045.846	12.658.988	13.215.678	13.732.879	14.299.295	14.500.186
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3.608.509	3.784.382	3.830.758	3.240.275	3.405.973	3.556.021	3.695.561	3.848.502	3.902.985
Microempresas (menos de 10 empleados)	320.957	341.662	345.849	292.539	309.737	324.173	337.996	353.517	359.757
GRANDES EMPRESAS	117.407.203	124.142.249	125.663.578	106.293.460	112.289.133	117.433.241	122.316.411	127.760.486	129.876.732
<b>TOTAL</b>	<b>5.508.664</b>	<b>5.811.829</b>	<b>5.883.052</b>	<b>4.976.222</b>	<b>5.253.049</b>	<b>5.492.338</b>	<b>5.718.826</b>	<b>5.970.728</b>	<b>6.067.509</b>
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)		4,08%	1,23%	-15,41%	5,09%	4,40%	3,91%	4,12%	1,40%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		4,87%	1,23%	-15,41%	5,11%	4,41%	3,92%	4,14%	1,42%
Microempresas (menos de 10 empleados)		6,45%	1,23%	-15,41%	5,88%	4,66%	4,26%	4,59%	1,77%
GRANDES EMPRESAS		5,74%	1,23%	-15,41%	5,64%	4,58%	4,16%	4,45%	1,66%
<b>TOTAL</b>		<b>5,50%</b>	<b>1,23%</b>	<b>-15,41%</b>	<b>5,56%</b>	<b>4,56%</b>	<b>4,12%</b>	<b>4,40%</b>	<b>1,62%</b>
<i>Ventas / empleado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	208.755	208.795	211.212	187.812	194.403	200.925	206.997	213.552	216.932
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	119.151	119.234	120.588	109.092	112.372	115.761	118.926	122.328	124.344
Microempresas (menos de 10 empleados)	105.030	105.436	106.609	98.151	100.954	103.778	106.483	109.427	111.487
GRANDES EMPRESAS	505.092	523.575	529.283	496.070	506.896	519.075	530.702	543.187	553.303
<b>TOTAL</b>	<b>328.290</b>	<b>335.372</b>	<b>339.141</b>	<b>309.500</b>	<b>318.738</b>	<b>328.061</b>	<b>336.900</b>	<b>346.484</b>	<b>352.690</b>
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)		0,02%	1,16%	-11,08%	3,51%	3,35%	3,02%	3,17%	1,58%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		0,07%	1,14%	-9,53%	3,01%	3,02%	2,73%	2,86%	1,65%
Microempresas (menos de 10 empleados)		0,39%	1,11%	-7,93%	2,86%	2,80%	2,61%	2,76%	1,88%
GRANDES EMPRESAS		3,66%	1,09%	-6,28%	2,18%	2,40%	2,24%	2,35%	1,86%
<b>TOTAL</b>		<b>2,16%</b>	<b>1,12%</b>	<b>-8,74%</b>	<b>2,98%</b>	<b>2,92%</b>	<b>2,69%</b>	<b>2,84%</b>	<b>1,79%</b>
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	9,17%	8,93%	8,67%	1,86%	1,84%	2,89%	4,04%	5,00%	5,10%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,78%	7,72%	7,66%	1,41%	1,81%	2,88%	3,93%	4,88%	4,90%
Microempresas (menos de 10 empleados)	6,56%	6,59%	5,96%	1,74%	0,86%	1,86%	3,05%	3,99%	4,35%
GRANDES EMPRESAS	8,36%	7,80%	7,32%	0,39%	1,27%	2,46%	3,58%	4,63%	4,71%
<b>TOTAL</b>	<b>8,34%</b>	<b>7,87%</b>	<b>7,44%</b>	<b>1,43%</b>	<b>1,76%</b>	<b>2,81%</b>	<b>3,87%</b>	<b>4,81%</b>	<b>4,93%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	4,45%	4,56%	4,06%	-3,00%	-2,26%	-0,95%	0,30%	1,09%	1,05%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,68%	3,59%	3,27%	-3,14%	-2,05%	-0,82%	0,31%	1,07%	0,99%
Microempresas (menos de 10 empleados)	2,78%	2,72%	2,00%	-3,21%	-3,13%	-1,87%	-0,49%	0,38%	0,53%
GRANDES EMPRESAS	4,23%	4,35%	3,94%	-3,50%	-2,17%	-0,81%	0,37%	1,26%	1,25%
<b>TOTAL</b>	<b>4,17%</b>	<b>4,27%</b>	<b>3,84%</b>	<b>-2,65%</b>	<b>-1,78%</b>	<b>-0,52%</b>	<b>0,55%</b>	<b>1,35%</b>	<b>1,36%</b>

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<i>Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	15.967.051	16.665.797	17.039.384	14.709.331	15.510.226	16.268.582	16.985.136	17.767.986	18.159.466
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7.135.187	7.476.298	7.643.889	6.598.624	6.948.700	7.285.217	7.601.578	7.945.651	8.115.653
Microempresas (menos de 10 empleados)	427.391	451.610	461.734	398.594	422.011	443.250	463.621	486.171	497.838
GRANDES EMPRESAS	101.994.679	111.911.949	114.420.610	98.774.146	105.912.747	111.720.492	117.526.264	124.184.429	127.931.651
<b>TOTAL</b>	<b>2.901.569</b>	<b>3.135.350</b>	<b>3.205.633</b>	<b>2.767.278</b>	<b>2.951.905</b>	<b>3.108.308</b>	<b>3.262.164</b>	<b>3.436.237</b>	<b>3.531.206</b>
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)		4,38%	2,24%	-13,67%	5,44%	4,89%	4,40%	4,61%	2,20%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		4,78%	2,24%	-13,67%	5,31%	4,84%	4,34%	4,53%	2,14%
Microempresas (menos de 10 empleados)		5,67%	2,24%	-13,67%	5,88%	5,03%	4,60%	4,86%	2,40%
GRANDES EMPRESAS		9,72%	2,24%	-13,67%	7,23%	5,48%	5,20%	5,67%	3,02%
<b>TOTAL</b>		<b>8,06%</b>	<b>2,24%</b>	<b>-13,67%</b>	<b>6,67%</b>	<b>5,30%</b>	<b>4,95%</b>	<b>5,34%</b>	<b>2,76%</b>
<i>Ventas / empleado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	300.862	299.244	303.897	285.125	291.908	299.830	307.338	315.307	321.901
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	206.029	206.156	209.490	195.010	200.049	205.822	211.264	217.037	221.530
Microempresas (menos de 10 empleados)	186.878	187.616	190.883	174.948	180.974	187.094	192.944	199.279	203.742
GRANDES EMPRESAS	385.550	416.083	422.038	402.322	412.042	422.447	432.713	443.900	454.348
<b>TOTAL</b>	<b>308.750</b>	<b>323.588</b>	<b>328.740</b>	<b>306.980</b>	<b>316.481</b>	<b>326.034</b>	<b>335.352</b>	<b>345.533</b>	<b>353.706</b>
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)		-0,54%	1,55%	-6,18%	2,38%	2,71%	2,50%	2,59%	2,09%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		0,06%	1,62%	-6,91%	2,58%	2,89%	2,64%	2,73%	2,07%
Microempresas (menos de 10 empleados)		0,39%	1,74%	-8,35%	3,44%	3,38%	3,13%	3,28%	2,24%
GRANDES EMPRESAS		7,92%	1,43%	-4,67%	2,42%	2,53%	2,43%	2,59%	2,35%
<b>TOTAL</b>		<b>4,81%</b>	<b>1,59%</b>	<b>-6,62%</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,02%</b>	<b>2,86%</b>	<b>3,04%</b>	<b>2,37%</b>
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	5,07%	4,99%	4,90%	0,87%	0,86%	1,80%	2,84%	3,70%	4,01%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	4,25%	4,27%	4,37%	0,31%	0,79%	1,71%	2,58%	3,37%	3,55%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,67%	3,69%	3,46%	0,46%	-0,28%	0,64%	1,75%	2,62%	3,10%
GRANDES EMPRESAS	4,85%	4,39%	4,29%	-0,46%	1,08%	2,50%	3,78%	5,08%	5,55%
<b>TOTAL</b>	<b>4,71%</b>	<b>4,40%</b>	<b>4,22%</b>	<b>0,45%</b>	<b>1,08%</b>	<b>2,23%</b>	<b>3,34%</b>	<b>4,38%</b>	<b>4,80%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2,81%	2,68%	2,59%	-1,18%	-0,83%	0,17%	1,02%	1,71%	1,93%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	2,17%	2,21%	2,14%	-1,71%	-0,95%	0,00%	0,73%	1,38%	1,53%
Microempresas (menos de 10 empleados)	1,68%	1,74%	1,40%	-2,04%	-2,29%	-1,26%	-0,06%	0,64%	0,95%
GRANDES EMPRESAS	3,18%	5,98%	4,85%	-1,40%	0,16%	1,41%	2,87%	3,93%	4,27%
<b>TOTAL</b>	<b>2,89%</b>	<b>4,80%</b>	<b>3,86%</b>	<b>-0,96%</b>	<b>-0,13%</b>	<b>0,90%</b>	<b>2,09%</b>	<b>2,93%</b>	<b>3,23%</b>

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Hostelería</b>									
<b>Ventas</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	5.423.610	5.629.229	5.784.915	4.069.840	4.422.588	4.790.383	5.135.375	5.515.546	5.646.247
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	2.253.408	2.421.433	2.488.402	1.750.656	1.903.710	2.062.505	2.211.731	2.376.451	2.433.583
Microempresas (menos de 10 empleados)	193.171	216.235	222.216	156.335	174.131	190.189	206.182	224.764	232.879
GRANDES EMPRESAS	16.006.936	16.548.850	17.006.535	11.964.545	12.985.378	14.059.426	15.063.501	16.166.577	16.539.689
<b>TOTAL</b>	<b>658.996</b>	<b>696.278</b>	<b>715.535</b>	<b>503.398</b>	<b>550.161</b>	<b>597.054</b>	<b>641.703</b>	<b>691.574</b>	<b>709.928</b>
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)		3,79%	2,77%	-29,65%	8,67%	8,32%	7,20%	7,40%	2,37%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		7,46%	2,77%	-29,65%	8,74%	8,34%	7,24%	7,45%	2,40%
Microempresas (menos de 10 empleados)		11,94%	2,77%	-29,65%	11,38%	9,22%	8,41%	9,01%	3,61%
GRANDES EMPRESAS		3,39%	2,77%	-29,65%	8,53%	8,27%	7,14%	7,32%	2,31%
<b>TOTAL</b>		<b>5,66%</b>	<b>2,77%</b>	<b>-29,65%</b>	<b>9,29%</b>	<b>8,52%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,77%</b>	<b>2,65%</b>
<b>Ventas / empleado</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	75.618	75.987	77.211	67.666	69.610	72.008	74.231	76.571	78.201
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	68.505	68.123	69.161	61.779	63.306	65.266	67.089	69.002	70.465
Microempresas (menos de 10 empleados)	66.572	66.236	67.244	60.067	61.967	64.033	66.027	68.190	69.880
GRANDES EMPRESAS	73.310	74.283	75.545	64.978	67.088	69.629	71.976	74.450	76.031
<b>TOTAL</b>	<b>70.768</b>	<b>70.838</b>	<b>71.967</b>	<b>63.309</b>	<b>65.193</b>	<b>67.435</b>	<b>69.534</b>	<b>71.763</b>	<b>73.357</b>
<b>Variación [año n / año (n-1)]</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)		0,49%	1,61%	-12,36%	2,87%	3,45%	3,09%	3,15%	2,13%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		-0,56%	1,52%	-10,67%	2,47%	3,10%	2,79%	2,85%	2,12%
Microempresas (menos de 10 empleados)		-0,51%	1,52%	-10,67%	3,16%	3,33%	3,11%	3,28%	2,48%
GRANDES EMPRESAS		1,33%	1,70%	-13,99%	3,25%	3,79%	3,37%	3,44%	2,12%
<b>TOTAL</b>		<b>0,10%</b>	<b>1,59%</b>	<b>-12,03%</b>	<b>2,98%</b>	<b>3,44%</b>	<b>3,11%</b>	<b>3,20%</b>	<b>2,22%</b>
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	17,03%	16,38%	16,69%	5,46%	7,22%	9,23%	10,90%	12,55%	12,73%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	8,48%	7,93%	8,24%	-1,74%	-0,37%	1,41%	2,91%	4,38%	4,57%
Microempresas (menos de 10 empleados)	5,59%	5,23%	5,35%	-2,89%	-3,16%	-1,11%	0,75%	2,55%	3,28%
GRANDES EMPRESAS	17,42%	15,74%	16,25%	2,27%	4,71%	7,20%	9,24%	11,25%	11,43%
<b>TOTAL</b>	<b>12,48%</b>	<b>11,43%</b>	<b>11,76%</b>	<b>0,82%</b>	<b>2,07%</b>	<b>4,17%</b>	<b>5,98%</b>	<b>7,74%</b>	<b>8,09%</b>
<b>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	9,31%	8,88%	8,97%	-5,36%	-1,56%	1,26%	3,37%	4,96%	5,01%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,19%	2,85%	3,17%	-8,42%	-6,29%	-4,15%	-2,31%	-0,66%	-0,64%
Microempresas (menos de 10 empleados)	1,07%	0,88%	0,88%	-11,10%	-9,63%	-6,80%	-4,35%	-2,26%	-1,62%
GRANDES EMPRESAS	14,78%	14,03%	16,13%	-3,10%	0,13%	2,64%	5,48%	7,26%	7,25%
<b>TOTAL</b>	<b>7,94%</b>	<b>7,34%</b>	<b>8,08%</b>	<b>-6,40%</b>	<b>-3,81%</b>	<b>-1,02%</b>	<b>1,35%</b>	<b>2,93%</b>	<b>3,10%</b>

### 3.3.- Indicadores financieros

En cuanto a los indicadores financieros se han seleccionado los siguientes para mostrar el resumen de las proyecciones realizadas:

- Porcentaje de dividendos acordados sobre el resultado después de impuestos, como una muestra del *pay-out* o rentabilidad por dividendo del socio.
- Volumen de los recursos ajenos con costes, esto es del nivel de endeudamiento.
- Ratio de los recursos ajenos con coste sobre EBITDA, medida muy utilizada por las entidades financiera y el análisis de la capacidad de endeudamiento y de devolución de la deuda de una empresa.
- Importe del FMnoF y su porcentaje sobre ventas, que como hemos señalado es una expresión del esfuerzo de inversión den activos circulantes asociados a la variación de los niveles de actividad de una empresa.

Al igual que en el caso de los indicadores económicos vamos a presentar los resultados globales por escenario y los datos por tamaño de empresa y actividad para el *escenario pesimista*.

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
<b>% Dividendos acordado</b>									
Sin COVID-19	78,45%	55,54%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%	66,99%
Optimista	78,45%	55,54%	66,99%	53,59%	54,66%	55,76%	56,87%	62,56%	68,82%
Moderado	78,45%	55,54%	66,99%	40,19%	41,00%	41,82%	42,65%	51,19%	61,42%
Pesimista	78,45%	55,54%	66,99%	20,10%	20,50%	20,91%	21,33%	29,86%	41,80%
<b>Recursos ajenos con coste</b>									
Sin COVID-19	1.106.785	1.097.098	1.294.372	1.320.328	1.308.764	1.307.607	1.298.614	1.298.306	1.312.646
Optimista	1.106.785	1.097.098	1.293.170	1.244.603	1.232.446	1.174.957	1.150.310	1.117.870	1.114.970
Moderado	1.106.785	1.097.098	1.293.370	1.212.978	1.177.652	1.142.132	1.104.718	1.068.238	1.042.289
Pesimista	1.106.785	1.097.098	1.293.704	1.285.034	1.231.164	1.198.150	1.170.270	1.153.739	1.174.742
<b>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</b>									
Sin COVID-19	6,45	6,30	7,08	7,05	6,17	5,93	5,61	5,35	5,25
Optimista	6,45	6,30	7,07	9,01	9,57	7,26	6,65	5,79	5,59
Moderado	6,45	6,30	7,08	9,32	9,76	7,98	6,81	5,92	5,54
Pesimista	6,45	6,30	7,08	13,91	12,00	9,45	7,66	6,45	6,20
<b>Fondo de maniobra NO financiero</b>									
Sin COVID-19	321.952	332.212	338.864	341.641	345.161	350.806	353.070	362.885	381.483
Optimista	321.952	332.212	338.864	259.995	287.395	287.732	310.140	320.820	331.415
Moderado	321.952	332.212	338.864	212.573	221.984	242.743	262.641	285.269	302.967
Pesimista	321.952	332.212	338.864	244.690	257.315	281.560	309.726	341.885	364.790
<b>FM NO financiero / Ventas</b>									
Sin COVID-19	17,49%	16,91%	16,92%	16,88%	16,52%	16,45%	16,22%	16,26%	16,72%
Optimista	17,49%	16,91%	16,92%	14,30%	15,04%	14,49%	15,16%	15,17%	15,33%
Moderado	17,49%	16,91%	16,92%	11,99%	11,87%	12,43%	13,03%	13,66%	14,19%
Pesimista	17,49%	16,91%	16,92%	14,17%	14,06%	14,68%	15,46%	16,29%	17,01%

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Industria manufacturera</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Sin COVID-19	40,42%	46,15%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%	43,29%
Optimista	40,42%	46,15%	43,29%	34,63%	35,32%	36,03%	36,75%	40,42%	44,47%
Moderado	40,42%	46,15%	43,29%	25,97%	26,49%	27,02%	27,56%	33,07%	39,69%
Pesimista	40,42%	46,15%	43,29%	12,99%	13,25%	13,51%	13,78%	19,29%	27,01%
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Sin COVID-19	1.331.374	1.319.079	1.253.137	1.263.981	1.205.297	1.178.593	1.137.643	1.113.645	1.124.972
Optimista	1.331.374	1.319.079	1.252.915	1.131.901	1.211.577	1.162.643	1.185.574	1.166.701	1.193.516
Moderado	1.331.374	1.319.079	1.252.952	1.023.568	1.050.343	1.068.126	1.068.538	1.061.369	1.062.872
Pesimista	1.331.374	1.319.079	1.253.014	1.244.825	1.296.940	1.358.280	1.388.639	1.412.914	1.470.593
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Sin COVID-19	2,90	2,88	2,86	3,22	2,65	2,56	2,39	2,28	2,30
Optimista	2,90	2,88	2,86	5,06	6,56	4,27	4,07	3,47	3,57
Moderado	2,90	2,88	2,86	5,29	6,84	5,09	4,21	3,63	3,58
Pesimista	2,90	2,88	2,86	17,49	14,05	8,79	6,28	4,92	4,92
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Sin COVID-19	823.185	895.039	885.370	894.969	901.366	916.097	921.133	940.838	982.516
Optimista	823.185	895.039	885.370	674.562	750.850	752.463	805.401	825.698	845.086
Moderado	823.185	895.039	885.370	557.348	585.722	640.589	682.493	729.639	762.827
Pesimista	823.185	895.039	885.370	663.793	701.274	765.930	827.618	897.059	938.647
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Sin COVID-19	14,94%	15,40%	15,05%	15,11%	14,84%	14,87%	14,72%	14,77%	15,17%
Optimista	14,94%	15,40%	15,05%	12,78%	13,61%	13,17%	13,74%	13,70%	13,80%
Moderado	14,94%	15,40%	15,05%	10,87%	10,87%	11,43%	11,84%	12,28%	12,63%
Pesimista	14,94%	15,40%	15,05%	13,34%	13,35%	13,95%	14,47%	15,02%	15,47%
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Sin COVID-19	64,51%	36,85%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%	50,68%
Optimista	64,51%	36,85%	50,68%	40,54%	41,35%	42,18%	43,03%	47,33%	52,06%
Moderado	64,51%	36,85%	50,68%	30,41%	31,02%	31,64%	32,27%	38,72%	46,47%
Pesimista	64,51%	36,85%	50,68%	15,20%	15,51%	15,82%	16,13%	22,59%	31,62%
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Sin COVID-19	426.392	446.460	443.741	463.650	442.352	438.712	431.898	440.409	471.465
Optimista	426.392	446.460	443.594	405.967	404.376	337.497	294.305	225.259	172.637
Moderado	426.392	446.460	443.619	376.826	359.941	325.929	274.015	214.353	156.824
Pesimista	426.392	446.460	443.660	470.443	470.558	461.281	425.351	378.093	339.565
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Sin COVID-19	3,12	3,24	3,28	3,12	2,32	2,11	1,89	1,77	1,78
Optimista	3,12	3,24	3,28	5,39	5,85	2,84	2,12	1,31	0,93
Moderado	3,12	3,24	3,28	5,90	6,29	3,52	2,23	1,40	0,93
Pesimista	3,12	3,24	3,28	37,92	14,80	6,65	3,90	2,51	2,00
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Sin COVID-19	231.316	258.796	255.349	263.470	263.758	271.216	272.933	283.364	300.688
Optimista	231.316	258.796	255.349	187.004	211.541	211.262	234.452	244.063	254.646
Moderado	231.316	258.796	255.349	138.822	146.134	167.128	186.804	209.228	227.670
Pesimista	231.316	258.796	255.349	173.512	183.970	208.377	235.685	267.039	290.910
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Sin COVID-19	7,97%	8,25%	7,97%	8,10%	7,80%	7,82%	7,66%	7,72%	7,97%
Optimista	7,97%	8,25%	7,97%	6,42%	6,87%	6,57%	7,04%	7,05%	7,15%
Moderado	7,97%	8,25%	7,97%	4,89%	4,84%	5,28%	5,69%	6,12%	6,48%
Pesimista	7,97%	8,25%	7,97%	6,27%	6,23%	6,70%	7,22%	7,77%	8,24%

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Hostelería</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Sin COVID-19	29,70%	27,82%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%	28,76%
Optimista	29,70%	27,82%	28,76%	23,01%	23,47%	23,94%	24,42%	26,86%	29,54%
Moderado	29,70%	27,82%	28,76%	17,26%	17,60%	17,95%	18,31%	21,98%	26,37%
Pesimista	29,70%	27,82%	28,76%	8,63%	8,80%	8,98%	9,16%	12,82%	17,95%
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Sin COVID-19	369.504	359.644	335.363	320.408	299.494	280.356	261.538	245.789	234.928
Optimista	369.504	359.644	335.194	326.723	301.445	265.260	234.342	200.822	177.366
Moderado	369.504	359.644	335.222	326.958	305.702	277.948	252.047	223.209	198.121
Pesimista	369.504	359.644	335.269	356.169	351.870	350.465	347.436	344.870	359.139
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Sin COVID-19	4,49	4,52	3,98	3,69	3,10	2,75	2,44	2,16	1,99
Optimista	4,49	4,52	3,98	10,26	7,76	5,04	3,84	2,82	2,38
Moderado	4,49	4,52	3,98	16,81	11,82	7,11	5,19	3,80	3,19
Pesimista	4,49	4,52	3,98	86,57	30,88	14,08	9,06	6,44	6,25
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Sin COVID-19	8.697	12.484	11.220	9.530	8.113	6.790	5.107	5.460	7.518
Optimista	8.697	12.484	11.220	(3.199)	(1.806)	(4.141)	(581)	226	1.391
Moderado	8.697	12.484	11.220	(13.505)	(15.028)	(13.161)	(9.303)	(5.036)	(1.047)
Pesimista	8.697	12.484	11.220	(13.788)	(15.141)	(13.108)	(7.877)	(1.786)	3.938
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Sin COVID-19	1,32%	1,79%	1,57%	1,31%	1,08%	0,88%	0,65%	0,67%	0,90%
Optimista	1,32%	1,79%	1,57%	-0,56%	-0,29%	-0,63%	-0,08%	0,03%	0,19%
Moderado	1,32%	1,79%	1,57%	-2,51%	-2,58%	-2,10%	-1,41%	-0,73%	-0,15%
Pesimista	1,32%	1,79%	1,57%	-2,74%	-2,75%	-2,20%	-1,23%	-0,26%	0,55%

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	17,06%	10,49%	13,78%	4,13%	4,22%	4,30%	4,39%	6,14%	8,60%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,40%	2,52%	2,96%	0,89%	0,91%	0,92%	0,94%	1,32%	1,85%
Microempresas (menos de 10 empleados)	7,03%	6,38%	6,70%	2,01%	2,05%	2,09%	2,13%	2,99%	4,18%
GRANDES EMPRESAS	99,97%	65,57%	82,77%	24,83%	25,33%	25,83%	26,35%	36,89%	51,65%
<b>TOTAL</b>	<b>78,45%</b>	<b>55,54%</b>	<b>66,99%</b>	<b>20,10%</b>	<b>20,50%</b>	<b>20,91%</b>	<b>21,33%</b>	<b>29,86%</b>	<b>41,80%</b>
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2.096.633	2.219.486	2.030.077	1.652.359	1.601.759	1.587.800	1.555.526	1.519.733	1.503.527
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	474.163	489.262	356.135	265.265	236.562	199.627	142.197	62.069	(17.040)
Microempresas (menos de 10 empleados)	126.439	129.458	128.181	105.691	99.080	99.240	102.562	109.807	121.659
GRANDES EMPRESAS	27.354.669	26.906.409	32.917.669	34.064.002	32.844.023	31.980.458	31.161.933	30.539.694	30.896.130
<b>TOTAL</b>	<b>1.106.785</b>	<b>1.097.098</b>	<b>1.293.704</b>	<b>1.285.034</b>	<b>1.231.164</b>	<b>1.198.150</b>	<b>1.170.270</b>	<b>1.153.739</b>	<b>1.174.742</b>
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2,96	3,06	2,76	6,66	5,74	4,18	3,16	2,53	2,37
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	1,37	1,34	0,95	1,97	1,38	0,90	0,52	0,19	(0,05)
Microempresas (menos de 10 empleados)	6,78	6,45	6,96	8,45	12,08	9,26	7,21	6,43	6,27
GRANDES EMPRESAS	7,11	6,96	7,90	18,04	13,79	10,76	8,74	7,26	7,00
<b>TOTAL</b>	<b>6,45</b>	<b>6,30</b>	<b>7,08</b>	<b>13,91</b>	<b>12,00</b>	<b>9,45</b>	<b>7,66</b>	<b>6,45</b>	<b>6,20</b>
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2.291.612	2.504.076	2.508.626	2.043.244	2.123.004	2.247.698	2.390.207	2.552.235	2.657.704
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	543.334	593.938	597.269	469.807	487.111	516.615	554.568	597.390	627.168
Microempresas (menos de 10 empleados)	74.737	81.225	82.011	61.294	63.356	68.144	74.436	81.783	87.313
GRANDES EMPRESAS	5.272.241	5.194.191	5.373.330	3.577.259	3.840.623	4.319.970	4.846.225	5.443.371	5.859.577
<b>TOTAL</b>	<b>321.952</b>	<b>332.212</b>	<b>338.864</b>	<b>244.690</b>	<b>257.315</b>	<b>281.560</b>	<b>309.726</b>	<b>341.885</b>	<b>364.790</b>
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	25,94%	27,06%	26,59%	25,12%	24,78%	25,07%	25,60%	26,19%	26,75%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	12,45%	12,82%	12,64%	11,53%	11,35%	11,51%	11,86%	12,24%	12,61%
Microempresas (menos de 10 empleados)	33,39%	33,70%	33,37%	28,93%	28,13%	28,83%	30,11%	31,52%	32,87%
GRANDES EMPRESAS	13,48%	12,41%	12,59%	9,72%	9,84%	10,55%	11,33%	12,14%	12,78%
<b>TOTAL</b>	<b>17,49%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,92%</b>	<b>14,17%</b>	<b>14,06%</b>	<b>14,68%</b>	<b>15,46%</b>	<b>16,29%</b>	<b>17,01%</b>

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Industria manufacturera</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	21,22%	12,91%	17,06%	5,12%	5,22%	5,33%	5,43%	7,61%	10,65%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	4,47%	2,96%	3,71%	1,11%	1,14%	1,16%	1,18%	1,66%	2,32%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,29%	3,56%	3,43%	1,03%	1,05%	1,07%	1,09%	1,53%	2,14%
GRANDES EMPRESAS	47,44%	55,09%	51,26%	15,38%	15,69%	16,00%	16,32%	22,85%	31,99%
<b>TOTAL</b>	<b>40,42%</b>	<b>46,15%</b>	<b>43,29%</b>	<b>12,99%</b>	<b>13,25%</b>	<b>13,51%</b>	<b>13,78%</b>	<b>19,29%</b>	<b>27,01%</b>
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	3.172.301	3.385.797	3.150.144	2.661.980	2.880.953	3.138.549	3.332.518	3.523.925	3.741.915
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	518.665	542.931	450.075	369.917	421.436	470.152	502.880	526.659	557.998
Microempresas (menos de 10 empleados)	85.516	88.314	84.030	66.584	72.414	81.476	89.957	99.005	108.973
GRANDES EMPRESAS	28.740.433	28.056.911	26.885.147	28.910.480	30.488.783	32.067.007	32.722.241	33.054.813	34.240.734
<b>TOTAL</b>	<b>1.331.374</b>	<b>1.319.079</b>	<b>1.253.014</b>	<b>1.244.825</b>	<b>1.296.940</b>	<b>1.358.280</b>	<b>1.388.639</b>	<b>1.412.914</b>	<b>1.470.593</b>
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2,56	2,69	2,55	11,88	12,39	8,22	6,00	4,93	5,06
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	1,85	1,86	1,53	8,11	6,83	4,60	3,46	2,81	2,92
Microempresas (menos de 10 empleados)	4,06	3,92	4,08	13,07	27,30	13,51	8,74	7,02	6,96
GRANDES EMPRESAS	2,93	2,90	2,92	69,32	21,36	11,09	7,46	5,59	5,60
<b>TOTAL</b>	<b>2,90</b>	<b>2,88</b>	<b>2,86</b>	<b>17,49</b>	<b>14,05</b>	<b>8,79</b>	<b>6,28</b>	<b>4,92</b>	<b>4,92</b>
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	4.355.037	4.700.672	4.709.991	3.830.219	3.966.904	4.180.094	4.417.570	4.685.632	4.842.236
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	776.255	841.781	836.553	666.526	689.656	726.659	772.823	824.558	856.918
Microempresas (menos de 10 empleados)	88.340	96.748	96.122	71.547	74.268	79.844	86.710	94.607	99.997
GRANDES EMPRESAS	12.708.091	13.842.692	13.602.439	9.622.374	10.366.169	11.644.238	12.738.663	13.964.821	14.665.668
<b>TOTAL</b>	<b>823.185</b>	<b>895.039</b>	<b>885.370</b>	<b>663.793</b>	<b>701.274</b>	<b>765.930</b>	<b>827.618</b>	<b>897.059</b>	<b>938.647</b>
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	32,22%	33,41%	33,07%	31,80%	31,34%	31,63%	32,17%	32,77%	33,39%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	21,51%	22,24%	21,84%	20,57%	20,25%	20,43%	20,91%	21,43%	21,96%
Microempresas (menos de 10 empleados)	27,52%	28,32%	27,79%	24,46%	23,98%	24,63%	25,65%	26,76%	27,80%
GRANDES EMPRESAS	10,82%	11,15%	10,82%	9,05%	9,23%	9,92%	10,41%	10,93%	11,29%
<b>TOTAL</b>	<b>14,94%</b>	<b>15,40%</b>	<b>15,05%</b>	<b>13,34%</b>	<b>13,35%</b>	<b>13,95%</b>	<b>14,47%</b>	<b>15,02%</b>	<b>15,47%</b>
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	10,97%	6,34%	8,66%	2,60%	2,65%	2,70%	2,76%	3,86%	5,40%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,14%	2,71%	2,92%	0,88%	0,89%	0,91%	0,93%	1,30%	1,82%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,74%	3,79%	3,76%	1,13%	1,15%	1,18%	1,20%	1,68%	2,35%
GRANDES EMPRESAS	85,51%	42,71%	64,11%	19,23%	19,62%	20,01%	20,41%	28,58%	40,01%
<b>TOTAL</b>	<b>64,51%</b>	<b>36,85%</b>	<b>50,68%</b>	<b>15,20%</b>	<b>15,51%</b>	<b>15,82%</b>	<b>16,13%</b>	<b>22,59%</b>	<b>31,62%</b>
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2.483.113	2.710.721	2.408.794	1.925.394	2.063.014	2.197.953	2.242.607	2.237.495	2.179.319
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	485.724	515.935	379.330	320.998	382.328	417.426	415.461	379.051	329.482
Microempresas (menos de 10 empleados)	72.208	75.771	73.673	59.273	66.274	75.837	82.803	89.389	95.458
GRANDES EMPRESAS	14.799.502	15.375.121	15.641.443	19.741.780	19.476.337	18.445.980	16.080.708	13.041.590	10.611.413
<b>TOTAL</b>	<b>426.392</b>	<b>446.460</b>	<b>443.660</b>	<b>470.443</b>	<b>470.558</b>	<b>461.281</b>	<b>425.351</b>	<b>378.093</b>	<b>339.565</b>
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	3,07	3,26	2,89	14,99	15,50	7,49	4,65	3,41	2,99
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	1,60	1,62	1,13	15,58	6,96	3,35	2,12	1,41	1,14
Microempresas (menos de 10 empleados)	4,60	4,55	4,61	32,18	(55,46)	26,59	10,19	7,01	6,19
GRANDES EMPRESAS	2,99	3,13	3,19	(43,91)	17,10	6,61	3,62	2,07	1,50
<b>TOTAL</b>	<b>3,12</b>	<b>3,24</b>	<b>3,28</b>	<b>37,92</b>	<b>14,80</b>	<b>6,65</b>	<b>3,90</b>	<b>2,51</b>	<b>2,00</b>
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	3.617.427	3.990.976	3.972.489	3.319.191	3.449.666	3.662.438	3.882.875	4.133.757	4.296.807
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	791.401	866.101	865.577	698.840	723.797	770.576	823.784	884.039	925.505
Microempresas (menos de 10 empleados)	76.789	83.662	84.137	62.573	64.492	70.230	76.849	84.558	90.322
GRANDES EMPRESAS	1.873.336	2.343.174	2.005.636	(34.299)	150.709	768.973	1.432.475	2.187.749	2.792.203
<b>TOTAL</b>	<b>231.316</b>	<b>258.796</b>	<b>255.349</b>	<b>173.512</b>	<b>183.970</b>	<b>208.377</b>	<b>235.685</b>	<b>267.039</b>	<b>290.910</b>
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	22,66%	23,95%	23,31%	22,57%	22,24%	22,51%	22,86%	23,27%	23,66%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	11,09%	11,58%	11,32%	10,59%	10,42%	10,58%	10,84%	11,13%	11,40%
Microempresas (menos de 10 empleados)	17,97%	18,53%	18,22%	15,70%	15,28%	15,84%	16,58%	17,39%	18,14%
GRANDES EMPRESAS	1,84%	2,09%	1,75%	-0,03%	0,14%	0,69%	1,22%	1,76%	2,18%
<b>TOTAL</b>	<b>7,97%</b>	<b>8,25%</b>	<b>7,97%</b>	<b>6,27%</b>	<b>6,23%</b>	<b>6,70%</b>	<b>7,22%</b>	<b>7,77%</b>	<b>8,24%</b>

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Hostelería</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	25,02%	14,01%	19,51%	5,85%	5,97%	6,09%	6,21%	8,70%	12,17%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,14%	7,48%	7,31%	2,19%	2,24%	2,28%	2,33%	3,26%	4,56%
Microempresas (menos de 10 empleados)	15,35%	17,77%	16,56%	4,97%	5,07%	5,17%	5,27%	7,38%	10,33%
GRANDES EMPRESAS	37,00%	35,58%	36,29%	10,89%	11,10%	11,33%	11,55%	16,17%	22,64%
<b>TOTAL</b>	<b>29,70%</b>	<b>27,82%</b>	<b>28,76%</b>	<b>8,63%</b>	<b>8,80%</b>	<b>8,98%</b>	<b>9,16%</b>	<b>12,82%</b>	<b>17,95%</b>
<i>Recursos ajenos con coste</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2.544.875	2.528.312	2.341.533	2.355.664	2.215.112	2.099.779	1.993.297	1.892.440	1.924.369
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	390.925	383.940	322.556	416.250	494.871	569.382	631.347	675.129	741.287
Microempresas (menos de 10 empleados)	85.112	90.747	96.548	107.541	113.636	122.987	132.654	142.037	156.117
GRANDES EMPRESAS	14.050.187	13.173.738	11.819.808	12.536.305	11.980.959	11.457.874	10.840.609	10.232.529	10.148.942
<b>TOTAL</b>	<b>369.504</b>	<b>359.644</b>	<b>335.269</b>	<b>356.169</b>	<b>351.870</b>	<b>350.465</b>	<b>347.436</b>	<b>344.870</b>	<b>359.139</b>
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2,76	2,74	2,42	10,61	6,94	4,75	3,56	2,73	2,68
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	2,04	2,00	1,57	(13,67)	(70,99)	19,51	9,82	6,49	6,67
Microempresas (menos de 10 empleados)	7,88	8,03	8,13	(23,79)	(20,68)	(58,30)	85,80	24,83	20,44
GRANDES EMPRESAS	5,04	5,06	4,28	46,07	19,61	11,31	7,79	5,62	5,37
<b>TOTAL</b>	<b>4,49</b>	<b>4,52</b>	<b>3,98</b>	<b>86,57</b>	<b>30,88</b>	<b>14,08</b>	<b>9,06</b>	<b>6,44</b>	<b>6,25</b>
<i>Fondo de maniobra NO financiero</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	386.338	487.402	480.652	216.132	223.027	250.215	308.424	375.161	426.269
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	41.737	60.795	57.259	10.240	8.058	11.931	22.525	35.110	46.227
Microempresas (menos de 10 empleados)	(13.918)	(13.042)	(14.401)	(18.319)	(20.309)	(20.519)	(19.780)	(18.823)	(17.175)
GRANDES EMPRESAS	618.326	548.724	585.361	(181.629)	(164.677)	(80.993)	65.958	229.385	357.878
<b>TOTAL</b>	<b>8.697</b>	<b>12.484</b>	<b>11.220</b>	<b>(13.788)</b>	<b>(15.141)</b>	<b>(13.108)</b>	<b>(7.877)</b>	<b>(1.786)</b>	<b>3.938</b>
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	7,12%	8,66%	8,31%	5,31%	5,04%	5,22%	6,01%	6,80%	7,55%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	1,85%	2,51%	2,30%	0,58%	0,42%	0,58%	1,02%	1,48%	1,90%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-7,20%	-6,03%	-6,48%	-11,72%	-11,66%	-10,79%	-9,59%	-8,37%	-7,38%
GRANDES EMPRESAS	3,86%	3,32%	3,44%	-1,52%	-1,27%	-0,58%	0,44%	1,42%	2,16%
<b>TOTAL</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,79%</b>	<b>1,57%</b>	<b>-2,74%</b>	<b>-2,75%</b>	<b>-2,20%</b>	<b>-1,23%</b>	<b>-0,26%</b>	<b>0,55%</b>

#### 4.- ALGUNAS CONCLUSIONES

Aunque no ha sido objeto de este trabajo, parece adecuado incorporar un pequeño análisis a la utilización de las fuentes de financiación que se han habilitado por la Administración General del Estado para afrontar esta situación tan especial y atípica, que nunca habíamos vivido, pues la anterior crisis de *las subprime y del crédito hipotecario* no tiene comparación con esta situación pues:

- Nos enfrentamos a una caída abrupta del nivel de actividad económica en muy pocos meses, con valores similares, cuando no superiores, a los de la anterior crisis económica.
- El escenario de recuperación es más incierto pues estamos ante una crisis que afecta a la salud y seguridad de las personas.
- Esta crisis está afectando de forma muy importante a la movilidad y las relaciones personales.
- En nuestra economía ha tenido un impacto muy superior dado el gran peso del sector servicios y más específicamente del sector turístico.

Con todos estos condicionantes e incertidumbres no podemos dejar pasar este ejercicio para ver si podemos extraer algunas conclusiones de nuestro trabajo de proyección y estimación empresarial. En cualquier caso, se ha de entender que las mismas están condicionadas y dirigidas por las suposiciones e hipótesis realizadas.

##### 4.1.- Comentarios a las fuentes de financiación ICO<sup>22</sup>

El Real Decreto-ley 8/2020 de 17 de marzo en su artículo 29 aprobó una Línea de Avales del Estado de **hasta 100.000 millones de euros**, del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para facilitar el mantenimiento del empleo y paliar los efectos económicos de la crisis sanitaria. Los avales se otorgan a la financiación concedida, por las entidades financieras para facilitar acceso al crédito y liquidez a empresas y autónomos para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

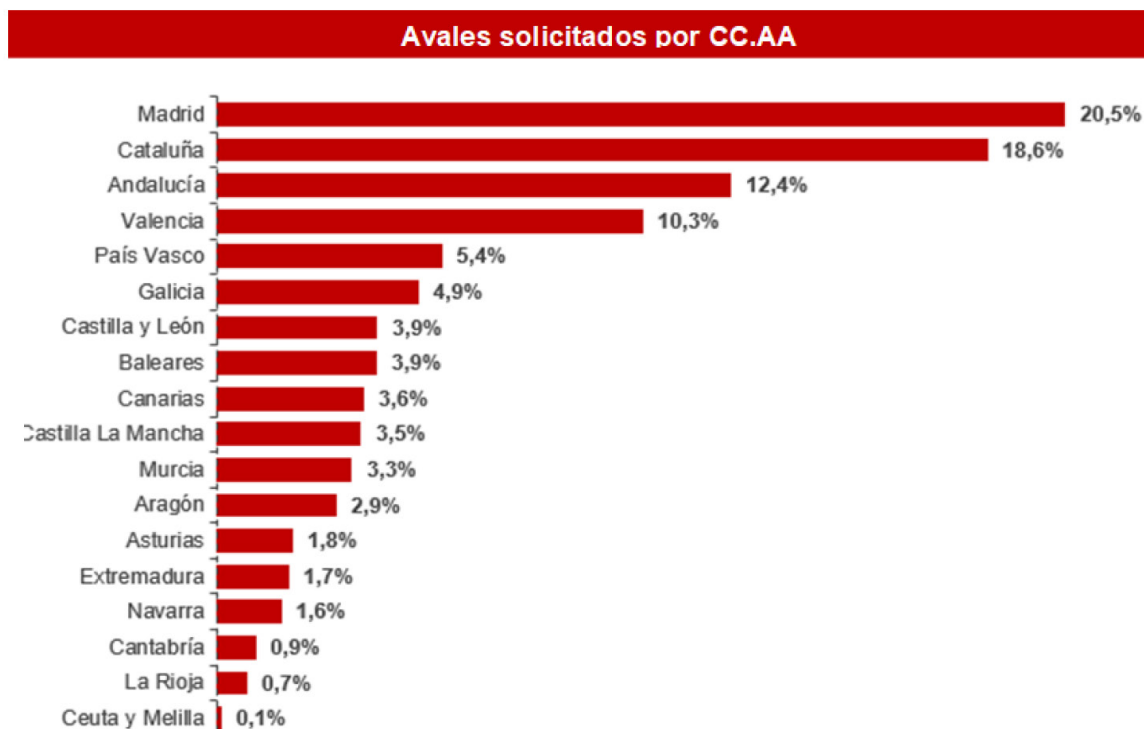
A fecha 30 de noviembre de 2020, con este programa se han avalado un total de 909.627 operaciones correspondientes a más de 578.000 empresas. El importe total avalado es de 84.327,4 millones de euros. Esto ha permitido que las empresas hayan recibido 110.972,1 millones de euros de financiación para garantizar su liquidez y cubrir sus necesidades de circulante.

El resumen de las operaciones formalizada hasta finales de noviembre es:

	Resumen Avales solicitados		
	Autónomos y Pymes	No Pymes	Total Línea
<b>Operaciones (número)</b>	892.358	17.269	<b>909.627</b>
<b>Aval Solicitado (Millones €)</b>	61.991,4	22.336,0	<b>84.327,4</b>
<b>Financiación (Millones €)</b>	77.558,4	33.413,7	<b>110.972,1</b>

<sup>22</sup> Datos obtenidos del último informe quincenal del ICO: [Informes de seguimiento de la Línea Avales - ICO](#)

La distribución de los avales solicitados por Comunidad Autónoma es la siguiente:



Dos conclusiones básicas podemos extraer de los datos facilitados por el ICO respecto de las líneas de avales habilitadas por el Gobierno:

- La mayor parte de las operaciones se han solicitado en los 3 primeros meses de vigencia del programa, esto es en el informe del 30 de junio se reportaba una disposición de 64.594,2 Millones de euros.
- El factor multiplicador de esta línea es muy escaso, pues la financiación concedida supone sólo un 1,3 del importe avalado por las líneas concedidas.

#### 4.2.- Escenarios de proyección

De los datos que se obtienen del modelo y de las hipótesis utilizadas podemos extraer las siguientes conclusiones fundamentales:

- Con independencia de la estimación que cada evaluador realice los datos utilizados en el modelo demuestran que:
  - El *escenario pesimista* muestra unas previsiones muy negativas en términos de:
    - Impacto en el empleo.
    - Rentabilidad de las empresas.
    - Capacidad de retribución al socio.
    - Incremento del nivel de endeudamiento incluso muy por encima de los aceptable por las entidades financiera, lo que supondrá dificultades de acceso a fuentes de financiación más allá de las líneas oficiales, que como hemos visto se han consumido casi en su totalidad.
  - Los escenarios moderados y optimistas muestran unos datos esperanzadores sobre lo que puede ser el impacto de esta crisis. No obstante, parece que los datos macroeconómicos apuntan a que estos escenarios sólo se van a producir en determinados sectores y no son

representativos de las estimaciones más realistas del impacto de esta crisis en nuestro tejido empresarial.

- Es importante reseñar que las proyecciones económico – financieras realizadas tienen una base anual. Esta crisis y sus efectos más inmediatos (ejercicio 2020) tiene las siguientes connotaciones:
  - El impacto ha sido EXTREMADAMENTE importante en el segundo y tercer trimestre de 2020.
  - Algunos subsectores y empresas han tenido un impacto tan radical que ha supuesto su discontinuidad total de actividad.

No obstante, todos estos condicionantes, entendemos que la realización de este ejercicio puede resultar muy útil para:

- Mostrar un modelo de proyección de estados financieros.
- Presentar un análisis de *sensibilidad* a diferentes factores de proyección.
- Visualizar escenarios de proyección en sectores industriales y productivos diferenciados.

Otro enfoque que ha pretendido este trabajo es no *incidir de forma innecesariamente imprudente* en la actual situación de crisis económico – financiera. Se ha tratado de buscar escenarios representativos de la situación global de la economía y no utilizar parámetros o escenarios tan pesimistas que conducirían a previsiones catastróficas o inasumibles para cualquier entidad.

En cualquier caso, en los escenarios adoptados hemos tratado de introducir supuestos que respondan a las siguientes hipótesis básicas:

- Establecer hipótesis de proyección de actividad diferenciada para cada escenario previsible.
- Establecer escenarios de corrección de las decisiones empresariales en función de cada escenario de proyección:
  - Inversión en activos no corrientes.
  - Gestión del circulante.
  - Acceso al crédito.
- Establecer supuestos de estructura de costes lo más aproximados a la realidad empresarial.

De cualquier forma, la aplicación del modelo y sus premisas (*que como hemos comentado pueden ser rebatidas en cualquier momento*) nos permiten concluir que:

- Con el **escenario pesimista**, que puede en algún caso resultar poco agresivo, la recuperación del *nivel de ingresos* se retrasará hasta 2023, en términos generales, y más allá de 2025 en el sector de la *Hostelería*.
- En el **escenario optimista** la recuperación del *nivel de ingresos* se produce un año antes, esto es en 2022, pero en el sector de la *Hostelería* sigue sin verse la luz hasta, al menos, hasta 2025.
- El impacto de esta crisis puede suponer, sobre el **nivel de resultados**, que:
  - A *nivel global* el nivel de resultados no se recupere en los próximos 5 años y nos situamos en niveles similares a los de 2017, esto es, anteriores a los dos últimos años de crecimiento.
  - En el sector de *Hostelería*, en el más castigado en esta crisis, no se prevé una recuperación del nivel de resultados en el horizonte de proyección, más bien al contrario, se prevé un nivel de resultados casi la mitad de los niveles previos a esta crisis.

Uno de los indicadores más relevantes del modelo de proyección es el impacto sobre el empleo de cada escenario y sector de actividad:

EVOLUCIÓN DE PERSONAL (Número)	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>Total actividad</b>									
Sin COVID-19	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.909.824,25	4.995.384,27	5.024.166,82	5.054.257,20	5.094.115,37	5.100.164,03
Optimista	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.640.949,37	4.767.885,73	4.842.210,61	4.895.003,00	4.957.656,43	4.963.543,06
Moderado	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.580.657,42	4.717.310,56	4.802.436,09	4.860.693,92	4.928.878,85	4.934.731,31
Pesimista	4.678.959,20	4.883.551,80	4.908.359,89	4.520.365,47	4.666.436,20	4.762.107,73	4.849.124,07	4.946.928,87	4.952.802,76
<b>Industria manufacturera</b>									
Sin COVID-19	834.866,00	862.211,70	863.077,86	861.968,55	871.588,65	873.423,04	875.581,56	878.841,84	877.372,08
Optimista	834.866,00	862.211,70	863.077,86	819.716,49	836.446,23	845.865,98	851.829,20	858.901,12	857.464,72
Moderado	834.866,00	862.211,70	863.077,86	809.837,49	828.238,07	839.461,43	846.340,36	854.335,46	852.906,69
Pesimista	834.866,00	862.211,70	863.077,86	799.958,50	819.984,23	832.972,89	844.565,85	857.377,74	855.943,88
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
Sin COVID-19	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.139.847,36	1.163.181,98	1.172.545,10	1.182.631,21	1.195.156,05	1.199.809,56
Optimista	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.077.639,15	1.109.917,36	1.129.270,65	1.144.284,82	1.161.774,32	1.166.297,85
Moderado	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.064.299,44	1.098.700,75	1.120.436,87	1.136.648,30	1.155.354,82	1.159.853,35
Pesimista	1.095.642,30	1.129.629,80	1.136.851,06	1.050.959,74	1.087.420,90	1.111.485,81	1.134.088,76	1.159.406,80	1.163.921,11
<b>Hostelería</b>									
Sin COVID-19	315.285,80	332.796,40	336.636,20	338.081,18	345.578,45	349.178,48	352.685,57	356.904,04	358.414,05
Optimista	315.285,80	332.796,40	336.636,20	290.957,53	305.000,79	316.056,68	323.313,19	331.356,15	332.758,07
Moderado	315.285,80	332.796,40	336.636,20	280.087,81	295.433,29	308.050,23	316.117,59	325.002,26	326.377,30
Pesimista	315.285,80	332.796,40	336.636,20	269.218,10	285.723,99	299.771,45	312.461,69	326.288,18	327.668,66

Como puede observarse el único sector de actividad analizado en el que no se recupera el nivel de empleo precedente (estimación al cierre de 2019) en el horizonte de proyección es el de *Hostelería*, en cualquier de los escenarios (salvo el de continuidad sin COVID-19), también en el sector *Industrial* se prevé una recuperación muy lenta del empleo, aunque no tan acusada con el sector hostelero.

### 4.3.- Diferencias sectoriales

En el análisis de los resultados sectoriales dos son los factores más significativos que hemos analizado y que resultan más relevantes en el análisis económico – financiero de una empresa:

- El porcentaje de EBITDA sobre ventas, pues representa la capacidad de generación de resultados de una entidad tanto para atender sus cargas financieras como para suministrar recursos para el repago de sus deudas.
- El porcentaje de resultados sobre ventas, que representa la rentabilidad económica de la entidad y su capacidad de generar recursos para retribuir al capital propio.

En los modelos utilizados se ha partido de los siguientes niveles:

	Año 2017	Año 2018	Año 2019
<b>RESUMEN DE DATOS ECONÓMICOS</b>			
<b>Total actividad</b>			
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	8,03%	7,85%	7,79%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,95%	7,87%	7,92%
Microempresas (menos de 10 empleados)	8,33%	8,33%	7,49%
GRANDES EMPRESAS	9,84%	9,24%	9,77%
<b>TOTAL</b>	<b>9,32%</b>	<b>8,86%</b>	<b>9,13%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	4,15%	4,12%	3,98%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,75%	3,65%	3,50%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,64%	3,59%	2,82%
GRANDES EMPRESAS	4,79%	6,99%	7,41%
<b>TOTAL</b>	<b>4,52%</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,19%</b>
<b>Industria manufacturera</b>			
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	9,17%	8,93%	8,67%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,78%	7,72%	7,66%
Microempresas (menos de 10 empleados)	6,56%	6,59%	5,96%
GRANDES EMPRESAS	8,36%	7,80%	7,32%
<b>TOTAL</b>	<b>8,34%</b>	<b>7,87%</b>	<b>7,44%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	4,45%	4,56%	4,06%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,68%	3,59%	3,27%
Microempresas (menos de 10 empleados)	2,78%	2,72%	2,00%
GRANDES EMPRESAS	4,23%	4,35%	3,94%
<b>TOTAL</b>	<b>4,17%</b>	<b>4,27%</b>	<b>3,84%</b>
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>			
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	5,07%	4,99%	4,90%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	4,25%	4,27%	4,37%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,67%	3,69%	3,46%
GRANDES EMPRESAS	4,85%	4,39%	4,29%
<b>TOTAL</b>	<b>4,71%</b>	<b>4,40%</b>	<b>4,22%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	2,81%	2,68%	2,59%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	2,17%	2,21%	2,14%
Microempresas (menos de 10 empleados)	1,68%	1,74%	1,40%
GRANDES EMPRESAS	3,18%	5,98%	4,85%
<b>TOTAL</b>	<b>2,89%</b>	<b>4,80%</b>	<b>3,86%</b>
<b>Hostelería</b>			
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	17,03%	16,38%	16,69%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	8,48%	7,93%	8,24%
Microempresas (menos de 10 empleados)	5,59%	5,23%	5,35%
GRANDES EMPRESAS	17,42%	15,74%	16,25%
<b>TOTAL</b>	<b>12,48%</b>	<b>11,43%</b>	<b>11,76%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>			
Medianas (50 a 250 empleados)	9,31%	8,88%	8,97%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,19%	2,85%	3,17%
Microempresas (menos de 10 empleados)	1,07%	0,88%	0,88%
GRANDES EMPRESAS	14,78%	14,03%	16,13%
<b>TOTAL</b>	<b>7,94%</b>	<b>7,34%</b>	<b>8,08%</b>

Como se puede apreciar:

- El sector de *Hostelería* presenta mayores márgenes, tanto de EBITDA como de resultados sobre ventas.
- En términos generales la evolución 2017 vs. 2018 y la previsión de 2019<sup>23</sup> es positiva.

Las variaciones a futuro de cada sector están o estarán condicionadas por:

- La información histórica anteriormente presentada.
- Las diferentes hipótesis de proyección de actividad (ingresos).
- La evaluación de la estructura de costes (fijos y variables).
- La diferencia de peso de cada tamaño de empresa. Este factor no puede ser adecuadamente evaluado en este modelo de evaluación.

Tomando en consideración cada sector y los diferentes escenarios de proyección que hemos desarrollado en el modelo el cuadro siguiente nos muestra dos porcentajes GLOBALES que entendemos pueden ser representativos:

- La variación de ventas.
- El porcentaje de EBITDA sobre ventas como mejor representación de la evolución de la rentabilidad, con independencia de la estructura financiera, e indicativo de la capacidad de endeudamiento de las empresas.

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>RESUMEN DE DATOS ECONÓMICOS</b>									
<b>Total actividad</b>									
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Sin COVID-19		6,68%	1,95%	1,06%	3,23%	2,08%	2,12%	2,47%	2,22%
Optimista		6,68%	1,95%	-9,19%	5,07%	3,92%	3,04%	3,39%	2,22%
Moderado		6,68%	1,95%	-11,49%	5,52%	4,38%	3,27%	3,62%	2,22%
Pesimista		6,68%	1,95%	-13,78%	5,98%	4,83%	4,42%	4,77%	2,22%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	9,32%	8,86%	9,13%	9,26%	10,16%	10,35%	10,64%	10,87%	10,96%
Optimista	9,32%	8,86%	9,13%	7,60%	6,74%	8,15%	8,45%	9,13%	9,22%
Moderado	9,32%	8,86%	9,13%	7,35%	6,45%	7,33%	8,05%	8,63%	8,82%
Pesimista	9,32%	8,86%	9,13%	5,35%	5,61%	6,61%	7,62%	8,53%	8,83%
<b>Industria manufacturera</b>									
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Sin COVID-19		5,50%	1,23%	0,71%	2,48%	1,47%	1,55%	1,84%	1,62%
Optimista		5,50%	1,23%	-10,28%	4,54%	3,53%	2,58%	2,86%	1,62%
Moderado		5,50%	1,23%	-12,85%	5,05%	4,04%	2,84%	3,12%	1,62%
Pesimista		5,50%	1,23%	-15,41%	5,56%	4,56%	4,12%	4,40%	1,62%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	8,34%	7,87%	7,44%	6,63%	7,48%	7,48%	7,60%	7,67%	7,57%
Optimista	8,34%	7,87%	7,44%	4,24%	3,35%	4,77%	4,97%	5,57%	5,46%
Moderado	8,34%	7,87%	7,44%	3,77%	2,85%	3,74%	4,41%	4,92%	4,92%
Pesimista	8,34%	7,87%	7,44%	1,43%	1,76%	2,81%	3,87%	4,81%	4,93%

<sup>23</sup> Como se ha indicado anteriormente los datos de 2019 suponen una estimación propia basada en los datos históricos y las variables macroeconómicas generales.

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>RESUMEN DE DATOS ECONÓMICOS</b>									
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Sin COVID-19		8,06%	2,24%	1,51%	3,94%	2,56%	2,67%	3,06%	2,76%
Optimista		8,06%	2,24%	-9,12%	5,76%	4,39%	3,58%	3,97%	2,76%
Moderado		8,06%	2,24%	-11,40%	6,22%	4,84%	3,81%	4,20%	2,76%
Pesimista		8,06%	2,24%	-13,67%	6,67%	5,30%	4,95%	5,34%	2,76%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	4,71%	4,40%	4,22%	4,56%	5,64%	6,00%	6,41%	6,80%	7,04%
Optimista	4,71%	4,40%	4,22%	2,58%	2,24%	3,70%	4,16%	4,96%	5,20%
Moderado	4,71%	4,40%	4,22%	2,25%	1,90%	2,93%	3,75%	4,48%	4,80%
Pesimista	4,71%	4,40%	4,22%	0,45%	1,08%	2,23%	3,34%	4,38%	4,80%
<b>Hostelería</b>									
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Sin COVID-19		5,66%	2,77%	1,66%	3,36%	2,59%	2,54%	2,83%	2,65%
Optimista		5,66%	2,77%	-19,76%	7,31%	6,55%	4,51%	4,81%	2,65%
Moderado		5,66%	2,77%	-24,71%	8,30%	7,54%	5,01%	5,30%	2,65%
Pesimista		5,66%	2,77%	-29,65%	9,29%	8,52%	7,48%	7,77%	2,65%
<b>EBITDA (% s/ Ventas)</b>									
Sin COVID-19	12,48%	11,43%	11,76%	11,93%	12,83%	13,22%	13,58%	13,97%	14,15%
Optimista	12,48%	11,43%	11,76%	5,55%	6,31%	8,02%	8,90%	9,90%	10,12%
Moderado	12,48%	11,43%	11,76%	3,61%	4,43%	6,23%	7,37%	8,47%	8,73%
Pesimista	12,48%	11,43%	11,76%	0,82%	2,07%	4,17%	5,98%	7,74%	8,09%

Los datos anteriores nos muestran:

- Sólo el escenario optimista permite, en términos generales, *aventurar* una recuperación de los niveles de EBITDA de 2019.
- El escenario pesimista supone un impacto *RADICAL* en los niveles de rentabilidad, en el caso del sector hostelero, con una caída de ventas cercana al 30% en el modelo, pone al sector al borde del del EBITDA nulo en 2020.
- En el escenario de proyección pesimista se prevén unas caídas de resultados muy significativas, que a nivel global de resultados, con un nivel de *break-even* a nivel GLOBAL y negativo en los subsectores detallados:

	TOTAL								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>RESUMEN DE DATOS ECONÓMICOS</b>									
<b>Total actividad</b>									
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Pesimista	4,52%	6,09%	6,19%	0,10%	0,91%	2,03%	3,27%	4,15%	4,33%
<b>Industria manufacturera</b>									
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Pesimista	4,17%	4,27%	3,84%	-2,65%	-1,78%	-0,52%	0,55%	1,35%	1,36%
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Pesimista	2,89%	4,80%	3,86%	-0,96%	-0,13%	0,90%	2,09%	2,93%	3,23%
<b>Hostelería</b>									
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Pesimista	7,94%	7,34%	8,08%	-6,40%	-3,81%	-1,02%	1,35%	2,93%	3,10%

#### 4.4.- Diferencias por tamaño de sociedad

En el epígrafe anterior hemos analizado el impacto de los supuestos de proyección en función de los sectores de actividad, pero nuestra estructura empresarial está muy influenciada por el tamaño de nuestras unidades productivas.

Los supuestos utilizados han tratado de enfatizar *con el fin de acercar a la realidad empresarial nacional* las diferencias en las estructuras de costes y de capacidades de financiación de las empresas en función de su TAMAÑO. En cualquier caso, del análisis y los resultados del modelo utilizado se desprenden las siguientes conclusiones básicas:

- El tamaño supone una *fuerza de choque* ante esta situación. En el escenario *PESIMISTA* obtenemos los siguientes datos:

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>RESUMEN DE DATOS ECONÓMICOS</b>									
<b>Total actividad</b>									
<i>Variación [año n / año (n-1)]</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)		4,76%	1,95%	-13,78%	5,35%	4,62%	4,13%	4,39%	1,93%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)		4,74%	1,95%	-13,78%	5,34%	4,62%	4,13%	4,39%	1,93%
Microempresas (menos de 10 empleados)		7,69%	1,95%	-13,78%	6,32%	4,95%	4,57%	4,97%	2,38%
GRANDES EMPRESAS		6,99%	1,95%	-13,78%	6,09%	4,87%	4,46%	4,84%	2,27%
<b>TOTAL</b>		<b>6,68%</b>	<b>1,95%</b>	<b>-13,78%</b>	<b>5,98%</b>	<b>4,83%</b>	<b>4,42%</b>	<b>4,77%</b>	<b>2,22%</b>
<i>EBITDA (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	8,03%	7,85%	7,79%	3,05%	3,26%	4,24%	5,27%	6,15%	6,37%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	7,60%	7,44%	7,44%	3,60%	3,48%	4,35%	5,29%	6,08%	6,31%
Microempresas (menos de 10 empleados)	8,33%	8,33%	7,49%	5,91%	3,64%	4,53%	5,76%	6,58%	7,30%
GRANDES EMPRESAS	9,84%	9,24%	9,77%	5,13%	6,10%	7,26%	8,34%	9,38%	9,63%
<b>TOTAL</b>	<b>9,32%</b>	<b>8,86%</b>	<b>9,13%</b>	<b>5,35%</b>	<b>5,61%</b>	<b>6,61%</b>	<b>7,62%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,83%</b>
<i>Resultado del ejercicio (% s/ Ventas)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	4,15%	4,12%	3,98%	-0,92%	-0,02%	0,96%	1,91%	2,65%	2,76%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	3,85%	3,70%	3,51%	-0,52%	0,13%	1,03%	1,94%	2,61%	2,74%
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,64%	3,59%	2,82%	-1,08%	-1,61%	-0,05%	1,27%	1,99%	2,43%
GRANDES EMPRESAS	4,79%	6,99%	7,41%	-0,10%	1,19%	2,44%	3,82%	4,87%	5,03%
<b>TOTAL</b>	<b>4,52%</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,19%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,91%</b>	<b>2,03%</b>	<b>3,27%</b>	<b>4,15%</b>	<b>4,33%</b>

- También desde el punto de vista financiero se muestran las *fortalezas* del tamaño frente a escenarios adversos de proyección:

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>RESUMEN DE DATOS FINANCIEROS</b>									
<b>Total actividad</b>									
<i>% Dividendos acordado</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	17,06%	10,49%	13,78%	4,13%	4,22%	4,30%	4,39%	6,14%	8,60%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	6,33%	4,81%	5,57%	1,67%	1,70%	1,74%	1,77%	2,48%	3,48%
Microempresas (menos de 10 empleados)	7,03%	6,38%	6,70%	2,01%	2,05%	2,09%	2,13%	2,99%	4,18%
GRANDES EMPRESAS	99,97%	65,57%	82,77%	24,83%	25,33%	25,83%	26,35%	36,89%	51,65%
<b>TOTAL</b>	<b>78,45%</b>	<b>55,54%</b>	<b>66,99%</b>	<b>20,10%</b>	<b>20,50%</b>	<b>20,91%</b>	<b>21,33%</b>	<b>29,86%</b>	<b>41,80%</b>
<i>RATIO (Recursos ajenos con coste / EBITDA)</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	2,96	3,06	2,76	6,66	5,74	4,18	3,16	2,53	2,37
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	2,73	2,75	2,37	4,05	3,67	2,72	2,08	1,68	1,57
Microempresas (menos de 10 empleados)	6,78	6,45	6,96	8,45	12,08	9,26	7,21	6,43	6,27
GRANDES EMPRESAS	7,11	6,96	7,90	18,04	13,79	10,76	8,74	7,26	7,00
<b>TOTAL</b>	<b>6,45</b>	<b>6,30</b>	<b>7,08</b>	<b>13,91</b>	<b>12,00</b>	<b>9,45</b>	<b>7,66</b>	<b>6,45</b>	<b>6,20</b>
<i>FM NO financiero / Ventas</i>									
Medianas (50 a 250 empleados)	25,94%	27,06%	26,59%	25,12%	24,78%	25,07%	25,60%	26,19%	26,75%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	23,76%	24,80%	24,29%	22,17%	21,79%	22,11%	22,78%	23,51%	24,22%
Microempresas (menos de 10 empleados)	33,39%	33,70%	33,37%	28,93%	28,13%	28,83%	30,11%	31,52%	32,87%
GRANDES EMPRESAS	13,48%	12,41%	12,59%	9,72%	9,84%	10,55%	11,33%	12,14%	12,78%
<b>TOTAL</b>	<b>17,49%</b>	<b>16,91%</b>	<b>16,92%</b>	<b>14,17%</b>	<b>14,06%</b>	<b>14,68%</b>	<b>15,46%</b>	<b>16,29%</b>	<b>17,01%</b>

- En términos de empleo es muy representativo observar los números medios por empresa y sector analizado para el escenario *pesimista*.

	Pesimista								
	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025
<b>EVOLUCIÓN DE PERSONAL (Número)</b>									
<b>Total actividad</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	55,96	58,70	58,97	54,66	56,12	57,13	58,01	58,99	58,97
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	17,84	18,76	18,85	17,39	17,88	18,22	18,52	18,85	18,84
Microempresas (menos de 10 empleados)	1,87	2,02	2,03	1,87	1,93	1,97	2,01	2,05	2,06
GRANDES EMPRESAS	139,87	143,69	144,53	131,41	136,37	139,61	142,58	145,94	146,18
<b>TOTAL</b>	<b>8,70</b>	<b>9,08</b>	<b>9,12</b>	<b>8,40</b>	<b>8,67</b>	<b>8,85</b>	<b>9,01</b>	<b>9,20</b>	<b>9,21</b>
<b>Industria manufacturera</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	64,75	67,38	67,43	64,14	65,12	65,77	66,34	66,96	66,84
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	19,53	20,34	20,36	19,03	19,42	19,68	19,91	20,16	20,11
Microempresas (menos de 10 empleados)	3,06	3,24	3,24	2,98	3,07	3,12	3,17	3,23	3,23
GRANDES EMPRESAS	232,45	237,10	237,42	214,27	221,52	226,24	230,48	235,21	234,73
<b>TOTAL</b>	<b>16,78</b>	<b>17,33</b>	<b>17,35</b>	<b>16,08</b>	<b>16,48</b>	<b>16,74</b>	<b>16,97</b>	<b>17,23</b>	<b>17,20</b>
<b>Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	53,07	55,69	56,07	51,59	53,13	54,26	55,27	56,35	56,41
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	16,24	16,91	17,02	15,78	16,20	16,51	16,78	17,07	17,08
Microempresas (menos de 10 empleados)	2,29	2,41	2,42	2,28	2,33	2,37	2,40	2,44	2,44
GRANDES EMPRESAS	264,54	268,97	271,11	245,51	257,04	264,46	271,60	279,76	281,57
<b>TOTAL</b>	<b>9,40</b>	<b>9,69</b>	<b>9,75</b>	<b>9,01</b>	<b>9,33</b>	<b>9,53</b>	<b>9,73</b>	<b>9,94</b>	<b>9,98</b>
<b>Hostelería</b>									
Medianas (50 a 250 empleados)	71,72	74,08	74,92	60,15	63,53	66,53	69,18	72,03	72,20
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	18,20	19,01	19,24	15,16	16,08	16,90	17,63	18,42	18,47
Microempresas (menos de 10 empleados)	2,90	3,26	3,30	2,60	2,81	2,97	3,12	3,30	3,33
GRANDES EMPRESAS	218,35	222,78	225,12	184,13	193,56	201,92	209,29	217,15	217,54
<b>TOTAL</b>	<b>9,31</b>	<b>9,83</b>	<b>9,94</b>	<b>7,95</b>	<b>8,44</b>	<b>8,85</b>	<b>9,23</b>	<b>9,64</b>	<b>9,68</b>

Aun cuando el modelo ofrece datos y estimaciones para cada tamaño de empresa, parece claro que en el escenario *pesimista* y ante el reducido tamaño de las *microempresas* en España es muy probable que ante escenarios de crisis tan aguda y corta en el tiempo se haya de pensar en que serán más las empresas que desaparezcan que las que sean capaces de adaptar su tamaño y actividad a la situación e que nos encontramos.

#### 4.5.- Evaluación global de la crisis de la COVID-19

Insistimos sobre dos aspectos reiterados a lo largo de este trabajo:

- **No** se trata de un ejercicio de estimación de la actual crisis ni de sus efectos concretos o individuales sobre determinadas empresas o sectores.
- Se **pretende** presentar un modelo de evaluación basado en:
  - Datos objetivos y no en información económico – financiera PREPARADA.
  - Diferentes parámetros de proyección y evaluación de resultados.

Dicho esto, parece claro que este modelo no puede evaluar el impacto que esta situación puede provocar en determinados negocios, cuando los conduce A LA QUIEBRA O CIERRE TOTAL. Este escenario que, a buen seguro, se ha producido en una gran cantidad de microempresas no es posible *modelizarlo ni extraer conclusiones económico – financieras* para la gestión de situaciones de crisis.

Lo que si podemos concluir, con la utilización del modelo que más adelante se describe y que se ha desarrollado en este trabajo, es que:

- Las empresas sólo pueden hacer frente a escenarios muy adversos de caída de ventas con:
  - Una estructura de costes flexible.
  - Una adecuada gestión interna que permita optimizar las necesidades de circulante.
  - Una posición financiera de partida sólida que permita modificar los grados de apalancamiento financiero y endeudamiento dentro de márgenes adecuados de riesgo, coste y capacidad de captación.
- El mercado de capitales no está preparado para financiar situación de caída drástica de la actividad. En estos escenarios es preciso:
  - Contar con la intervención de las Administraciones Públicas.
  - Establecer un sistema de soporte y ayudas de las Administraciones Públicas.
  - Establecer un marco jurídico flexible para el desarrollo de las empresas.

En el caso concreto de nuestro país se han desarrollado las siguientes medidas básicas:

- Habilitar líneas de financiación con soporte público.
- Flexibilizar y apoyar medidas de regulación temporal del empleo.
- Ayudas públicas a pequeñas empresas y autónomos.
- Determinadas medidas de protección societaria y relajación de obligaciones.
- Relajación del cumplimiento de algunas obligaciones fiscales.

Esta crisis ha puesto de manifiesto unos efectos que no se han conocido anteriormente. En nuestro trabajo se han evaluado variaciones anuales de la actividad y los resultados empresariales, pero esta crisis ha puesto de manifiesto los siguientes puntos diferenciales:

- El impacto ha sido MUY RADICAL durante un determinado número de meses en un ejercicio social.
- El nivel de ingresos, en algunos casos, se ha aproximado a CERO.
- El nivel de gastos generales y de estructura de las empresas durante la BREVE duración de la crisis se ha convertido en una pérdida irre recuperable. *Este escenario de pérdidas es muy difícil de sistematizar en un modelo general y sólo puede ser evaluado en un análisis detallado e individualizado de una empresa o entidad.*

No pretendemos, en este trabajo, comentar, criticar o censurar ni las medidas ni su alcance; pero esta crisis ha mostrado los siguientes efectos más significativos:

- La caída de actividad ha sido radical en algunos sectores.
- El período de caída y desaceleración de la actividad ha sido repentino.
- La capacidad de adaptación de las empresas ha sido muy escasa o nula.

## 5.- UTILIZACIÓN DEL MODELO EN Excel®

Para el desarrollo de este trabajo se ha elaborado un modelo de *proyección financiera* con la hoja de cálculo Excel®. En este epígrafe vamos a detallar su contenido y utilización, así como los diferentes modelos que se pueden obtener y los parámetros básicos que se han manejado para realizar las diferentes proyecciones.

El objetivo de esta herramienta es mostrar un modelo práctico para realizar proyecciones financieras que:

- Se base en datos objetivos y no previamente *preparados* para la obtención de resultados predefinidos.
- Identificar variables económicas y financieras habituales para el desarrollo de presupuestos o proyecciones financieras de empresas.
- Mostrar un modelo que permite obtener escenarios de proyección diversos y con varias variables identificativas.
- Presentar una herramienta informática avanzada que desarrolla:
  - Funciones y cálculos complejos en la hoja de cálculo.
  - Ejemplos de desarrollo de análisis y modelos de evaluación con la utilización de macros en Visual Basic®.

### 5.1.- Contenido de la Hoja de Cálculo. Datos de partida y generales

La hoja de cálculo contiene las siguientes pestañas u hojas:

- **DATOS BÁSICOS.** Los datos obtenidos de la Central de Balances del Banco de España para los años 2018 y 2017 del conjunto de empresas y de los tres subsectores seleccionados para análisis están en las hojas:
  - “Balances”,
  - “PYG”,
  - “Análisis Financiero”,
  - “Personal” y
  - “Periodos de Pago”
- **DATOS BÁSICOS MEDIOS POR EMPRESA.** Presenta los datos anteriores con datos medios por empresa, esto simplemente dividiendo el importe agregado entre el número de empresas que agrupan los datos. Las hojas son:
  - “Balances MEDIO”,
  - “PYG MEDIO”,
  - “Análisis Financiero MEDIO” y
  - “Personal MEDIO”.
- **DATOS HISTÓRICOS DE LA CENTRAL DE BALANCES.** Se han obtenido diversos datos para los ejercicios 2008/09 a 2017/18 con el fin de observar tendencias a la hora de elaborar las hipótesis de proyección del ejercicio 2019 y algunas bases para la proyección posterior, esencialmente en el escenario *Sin COVID-19*. Los datos seleccionados están en las hojas:
  - “PYG Evolución”: Esta hoja recoge la evolución de la cifra de producción de la Central de Balances clasificado por tamaño de empresa y para los sectores seleccionados. Con ello obtenemos los datos de variación interanual que se detallan en el cuadro siguiente (*incluido en la hoja*):

Total actividad	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-13,98%	0,94%	-3,53%	0,19%	4,09%	6,31%	4,33%	6,76%	4,76%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-15,66%	-1,54%	-5,61%	-1,53%	3,61%	5,73%	3,74%	6,33%	4,74%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-12,87%	0,54%	-4,14%	-0,35%	7,21%	9,84%	8,44%	10,07%	7,69%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-13,29%</b>	<b>4,16%</b>	<b>-0,60%</b>	<b>-1,92%</b>	<b>3,18%</b>	<b>-0,23%</b>	<b>-0,48%</b>	<b>6,61%</b>	<b>6,99%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-13,70%</b>	<b>2,53%</b>	<b>-1,95%</b>	<b>-1,53%</b>	<b>3,76%</b>	<b>2,14%</b>	<b>1,52%</b>	<b>6,98%</b>	<b>6,68%</b>

Industria manufacturera	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-16,83%	5,23%	-1,92%	1,51%	3,98%	4,70%	4,02%	6,29%	4,08%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-19,30%	-0,32%	-4,36%	0,30%	5,00%	6,13%	3,57%	6,60%	4,16%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-18,31%	1,38%	-5,11%	1,43%	9,04%	10,10%	8,08%	9,39%	6,45%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-21,77%</b>	<b>9,78%</b>	<b>0,03%</b>	<b>-2,61%</b>	<b>1,21%</b>	<b>-0,70%</b>	<b>-0,36%</b>	<b>8,14%</b>	<b>5,74%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-20,67%</b>	<b>7,52%</b>	<b>-0,87%</b>	<b>-1,76%</b>	<b>2,19%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,90%</b>	<b>7,88%</b>	<b>5,50%</b>

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-14,23%	1,82%	-4,68%	1,29%	4,82%	8,08%	5,33%	6,39%	4,38%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-14,16%	0,80%	-5,09%	-0,72%	3,30%	5,70%	3,79%	5,58%	3,96%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-12,47%	3,12%	-3,10%	1,04%	5,76%	7,83%	6,99%	7,67%	5,67%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-11,53%</b>	<b>3,72%</b>	<b>-0,78%</b>	<b>0,81%</b>	<b>6,88%</b>	<b>-1,90%</b>	<b>0,48%</b>	<b>6,75%</b>	<b>9,72%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-12,47%</b>	<b>2,89%</b>	<b>-2,30%</b>	<b>0,63%</b>	<b>5,99%</b>	<b>1,46%</b>	<b>2,42%</b>	<b>6,66%</b>	<b>8,06%</b>

Hostelería	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-9,52%	1,52%	-1,58%	1,24%	5,22%	7,80%	9,31%	5,97%	3,79%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-8,81%	-0,39%	-3,32%	-0,80%	5,44%	8,45%	9,68%	8,12%	4,02%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-1,91%	4,58%	1,48%	5,49%	14,29%	18,14%	21,93%	17,90%	11,94%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-8,45%</b>	<b>3,07%</b>	<b>-2,69%</b>	<b>-0,85%</b>	<b>5,94%</b>	<b>8,18%</b>	<b>10,29%</b>	<b>7,28%</b>	<b>3,39%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-7,10%</b>	<b>2,19%</b>	<b>-1,75%</b>	<b>0,93%</b>	<b>7,83%</b>	<b>10,65%</b>	<b>12,80%</b>	<b>9,82%</b>	<b>5,66%</b>

- “PersonalEvolucion”: Esta hoja recoge los datos de personal para el mismo abanico de actividades y estructura empresarial anteriores y que es la base de este trabajo. Las variaciones interanuales se resumen en la tabla siguiente:

Total actividad	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-5,60%	-1,57%	-2,65%	-0,68%	2,96%	5,10%	4,97%	5,77%	4,89%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-7,24%	-2,49%	-3,35%	-1,59%	2,77%	5,32%	5,67%	6,04%	5,14%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-4,14%	-0,21%	-0,99%	1,35%	7,19%	9,78%	12,03%	10,71%	8,20%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-4,70%</b>	<b>-0,59%</b>	<b>-2,26%</b>	<b>-1,89%</b>	<b>0,95%</b>	<b>3,82%</b>	<b>3,39%</b>	<b>4,68%</b>	<b>2,73%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-5,31%</b>	<b>-1,05%</b>	<b>-2,26%</b>	<b>-1,05%</b>	<b>2,78%</b>	<b>5,44%</b>	<b>5,73%</b>	<b>6,20%</b>	<b>4,37%</b>

Industria manufacturera	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-7,70%	-2,17%	-1,93%	-0,16%	2,65%	4,15%	4,43%	5,20%	4,06%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-9,44%	-3,03%	-3,11%	-1,24%	2,97%	4,86%	4,81%	4,76%	4,12%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-8,41%	-2,83%	-2,72%	-0,56%	6,29%	9,21%	10,05%	8,33%	6,04%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-6,92%</b>	<b>-2,32%</b>	<b>-2,40%</b>	<b>-1,49%</b>	<b>0,03%</b>	<b>1,98%</b>	<b>2,28%</b>	<b>2,34%</b>	<b>2,00%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-8,00%</b>	<b>-2,57%</b>	<b>-2,56%</b>	<b>-1,12%</b>	<b>1,93%</b>	<b>3,92%</b>	<b>4,22%</b>	<b>4,04%</b>	<b>3,28%</b>

Comercio a mayor y a menor; repar. vehículos de motor y motocicletas	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-6,04%	-1,43%	-1,64%	-0,57%	2,75%	4,78%	5,16%	6,34%	4,94%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-5,62%	-1,80%	-2,34%	-1,35%	2,01%	4,42%	4,72%	4,72%	4,11%
Microempresas (menos de 10 empleados)	-2,86%	0,40%	-0,02%	1,40%	5,57%	7,87%	9,45%	7,52%	5,25%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-4,64%</b>	<b>-0,53%</b>	<b>-1,18%</b>	<b>-1,71%</b>	<b>0,29%</b>	<b>2,73%</b>	<b>3,01%</b>	<b>4,30%</b>	<b>1,67%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-4,57%</b>	<b>-0,67%</b>	<b>-1,19%</b>	<b>-0,81%</b>	<b>2,08%</b>	<b>4,45%</b>	<b>5,04%</b>	<b>5,27%</b>	<b>3,10%</b>

Hostelería	2008/09	2009/10	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Medianas (50 a 250 empleados)	-6,76%	0,26%	-1,64%	-0,48%	4,16%	6,23%	4,63%	4,64%	3,29%
Pequeñas (de 10 a 50 empleados)	-5,49%	-1,17%	-1,59%	-1,08%	4,38%	7,23%	8,12%	7,29%	4,47%
Microempresas (menos de 10 empleados)	0,96%	4,97%	5,04%	6,95%	14,73%	19,44%	23,26%	18,28%	12,51%
<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>-6,29%</b>	<b>1,90%</b>	<b>-2,03%</b>	<b>-3,29%</b>	<b>2,10%</b>	<b>5,19%</b>	<b>7,31%</b>	<b>5,83%</b>	<b>2,03%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-4,30%</b>	<b>1,57%</b>	<b>-0,08%</b>	<b>0,21%</b>	<b>6,32%</b>	<b>9,56%</b>	<b>11,38%</b>	<b>9,19%</b>	<b>5,55%</b>

Estas dos tablas nos dan idea de la evolución de nuestras empresas en los últimos 10 años donde se aprecian tres etapas diferenciadas:

- Hasta el ejercicio 2013 en que se manifiestan los efectos de la crisis anterior originada por la crisis de las *subprime* y la importante crisis financiera y crediticia que estranguló el consumo, la producción, la inversión empresarial y en gran medida la capacidad financiera del tejido empresarial.
- Desde el ejercicio 2014 se aprecia una fase de recuperación, dónde uno de nuestros sectores estrella (la *hostelería* y la *restauración*) presenta las mejores cifras de recuperación.
- Unos últimos dos años (2017 y 2018) que presentan unas cifras de recuperación de actividad y empleo más altos.

Estos mismos datos los podemos observar en los datos obtenidos del INE y que relacionamos más adelante en este epígrafe.

- “PMP\_Proveedores”, “PMP\_Clientes” y “Existencias\_PM”: Estas hojas muestran los datos de estas variables para los mismos periodos, sectores y tipología de empresas antes citados. Con ellos pretendemos realizar un análisis de las variables a utilizar en los datos de proyección con una cierta perspectiva temporal.
- DATOS HISTÓRICOS DEL INE: Los datos de la Central de Balances han sido la base para realizar las proyecciones económico – financieras, *objeto principal de este trabajo*. Pero, para la determinación de variables de proyección se ha contrastado la evolución antes presentada con los datos, más generales, que ofrece el INE tanto en volumen de actividad (medida en términos del PIB corriente y a precios de mercado) y del empleo. Estos datos están en las siguientes hojas:
  - “PIB\_PreciosCorrientes”: Recoge la serie histórica de variación del PIB, tanto general como para los sectores analizados, en los últimos 10 años y los del tercer trimestre de 2020. El resumen de la evolución se muestra en la tabla siguiente:

VARIACIÓN INTERANUAL (precios corrientes)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-3T
Producto interior bruto a precios de mercado	0,32%	-0,83%	-3,07%	-1,04%	1,16%	4,40%	3,36%	4,31%	3,65%	3,37%	-10,69%
Industria. Industria manufacturera	-1,35%	0,04%	-6,22%	-0,44%	2,22%	4,31%	3,13%	4,88%	1,78%	3,60%	-11,99%
Servicios	-0,08%	1,29%	-1,87%	-1,11%	1,11%	3,68%	3,25%	4,15%	3,37%	3,36%	-10,46%
Servicios. Comercio, transporte y hostelería	0,80%	1,42%	-1,87%	-2,01%	1,13%	5,53%	4,54%	4,91%	2,06%	3,55%	-24,50%

- “PIB”: Que contiene los mismos datos a precios de mercado. La variación anual es la siguiente:

VARIACIÓN INTERANUAL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-3T
Producto interior bruto a precios de mercado	0,16%	-0,81%	-2,96%	-1,44%	1,38%	3,84%	3,03%	2,97%	2,43%	1,95%	-11,49%
Industria. Industria manufacturera	-0,35%	-1,60%	-5,85%	-1,02%	2,07%	4,61%	2,33%	5,67%	0,03%	1,23%	-12,85%
Servicios	1,22%	1,07%	-1,42%	-0,44%	1,11%	3,12%	2,37%	3,26%	2,57%	2,24%	-11,40%
Servicios. Comercio, transporte y hostelería	1,69%	0,04%	-1,85%	-1,48%	1,45%	5,73%	2,95%	3,53%	1,74%	2,77%	-24,71%

- “Empleo”: Es hoja contiene los datos de empleo del INE y sus variaciones anuales son:

Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-3T
Total	-2,81%	-2,77%	-4,97%	-3,34%	0,98%	3,17%	2,79%	2,90%	2,61%	2,28%	-8,32%
Industria	-3,55%	-4,17%	-7,45%	-5,14%	-1,75%	2,21%	3,38%	2,64%	1,87%	2,07%	-7,37%
Servicios	-1,35%	-1,00%	-3,29%	-2,35%	1,66%	3,09%	2,67%	2,71%	2,39%	2,28%	-8,54%
Comercio, transporte y hostelería	-2,04%	-1,84%	-4,58%	-3,50%	0,64%	3,36%	2,84%	2,71%	1,63%	2,33%	-15,12%

- “INE2019”: Esta hoja recoge la estadística de empresas y empleo por tamaño de empresas en 2020. Tal y como se recoge en epígrafe 1.1.3.- *Datos analizados vs. Datos Observatorio PYMEs (Mincotur)* el criterio de clasificación difiere ligeramente de la realizada por la Central de Balances.

## 5.2.- Parametrización

La hoja “General” contiene todas las variables y datos utilizados para:

- La estimación de datos del ejercicio 2019. Estos se han basado en:
  - En términos de volumen de actividad en los datos generales del INE para el ejercicio 2019, como factor general más representativo para un estudio de *grandes números* donde puede resultar difícil soportar hipótesis de crecimiento superiores a los que ofrecen los datos macroeconómicos generales.
  - En cuanto a estructura de balance y necesidades de circulante se ha mantenido la tendencia y datos históricos presentados y obtenidos de la Central de Balances.
- Previsión de cierre de 2020. En este ejercicio ya se han introducido variaciones como:
  - Diferenciación en función de los cuatro escenarios utilizados:
    - *Sin COVID-19*: esto es un escenario de continuidad o normalidad económica.
    - *Optimista*: un escenario de impacto muy moderado de la actual crisis sanitaria, que además se diferencia por sectores, partiendo de hipótesis generales y adaptadas a la evolución de los últimos 2 ejercicios. Este escenario se sitúa en niveles de impacto negativo algo inferiores a los mostrados por el INE en los datos del tercer trimestre de 2020, con una caída general en 2020 del 9,2%, más de 2 puntos inferior a los datos del INE a septiembre de 2020.
    - *Moderado*: esto es una hipótesis de impacto similar a la presentada por el INE en el cierre del tercer trimestre, esto es una caída general de la actividad entorno al 11,5% para el año 2020.
    - *Pesimista*: este escenario presenta un impacto aún más acusado que los datos oficiales con una caída de ventas para 2020 del 13,8%, esto es más de 2 puntos superior a las estadísticas del INE.
  - Introducción de hipótesis de gestión de balance ante una situación de crisis:
    - Reducción de activos no esenciales, especialmente financieros, para la generación de liquidez.
    - Valores de capital circulante para reducir las necesidades de inversión y financiación.
    - Evolución del endeudamiento bancario.
- Proyección económico – financiera para el horizonte 2021 – 2025. Se han seguido los mismos criterios, pero con carácter plurianual, señalados en el inciso anterior para el año 2020.

Las variables parametrizadas para la realización del modelo han sido:

- *Incremento de ventas*. Determinados como variación respecto del ejercicio precedente.
- *Inversión en inmovilizado (REPOSICIÓN)*. Determinado como un porcentaje de variación del inmovilizado neto de balance.
- *Resultados por venta de inmovilizado*. Estimación como un porcentaje del volumen de activos, basado en los porcentajes de los ejercicios históricos.

- *Variación de activos financieros.* Estimación de variación sobre valores del ejercicio anterior.
- *Variación de activos mantenidos para la venta.* Estimación de variación sobre valores del ejercicio anterior.
- *Incrementos de capital.* Estimación de aportaciones de socios y accionistas sobre valores del ejercicio anterior.
- *Estimaciones de circulante.* Se han realizado estimaciones en términos de días para los siguientes epígrafes del circulante no financiero:
  - *Días de tesorería sobre gastos.*
  - *Período medio de existencias.*
  - *Período medio de cobro a clientes.*
  - *Período medio de pago a proveedores.*
- *Porcentaje de Dividendos.* Estimación del porcentaje de distribución de dividendos sobre los beneficios netos del ejercicio anterior.
- *Estructura de costes.* Se han realizado suposiciones de nivel de costes de estructura, esto es fijos y que no dependen del nivel de actividad, y variables, esto es indicados al nivel de ventas. Estas suposiciones se han realizado para los siguientes epígrafes de la cuenta de resultados:
  - *Compras y trabajos realizados para el inmovilizado.*
  - *Gastos de personal.*
  - *Otros gastos de explotación.*
- En cuanto a la variación de precios se han realizado las siguientes suposiciones:
  - Las variaciones de ventas se entienden que cubren tanto la variación de actividad como de precios unitarios.
  - Se han realizado supuestos comunes para todos los escenarios y tipologías de empresas para la variación de salarios y de gastos.
- Por último, se han realizado suposiciones sobre la evolución de los siguientes parámetros, también de forma global para todos los escenarios y tipologías de empresas:
  - Tipos de interés de activos financieros.
  - Tipos de interés de los pasivos financieros.
  - Variaciones el valor razonable (cuenta de pérdidas y ganancias).
  - Tipo efectivo del impuesto sobre sociedades. En este apartado se ha previsto un incremento del tipo efectivo, en línea con las políticas actuales del Gobierno.

### 5.3.- Proyecciones

La hoja “*PROYECCIONES*” contiene el resultado de aplicar:

- Los valores históricos de la Central de Balances.
- La previsión de cierre de 2019 y 2020.
- La proyección económico – financiera para los próximos 5 años (2021 – 2025).

El modelo permite obtener datos variando:

- Las actividades, seleccionando del desplegable que se abre:

B	C	D	E	F	G	H	I	J
Actividad	Total actividad					Ambito	Escenario	Unidades
Tipología	Total actividad					COMPLETO	Pesimista	Millones de €
Año 2017	Industria manufacturera Comercio a mayor y a menor, repar. vehículos de motor y motocicletas Hostelería					Año 2023	Año 2024	Año 2025

- La tipología de empresas, seleccionando del desplegable que se abre:

B	C	D	E	F	G	H	I	J
Actividad	Total actividad					Ambito	Escenario	Unidades
Tipología	TOTAL					COMPLETO	Pesimista	Millones de €
Año 2017	Medianas (50 a 250 empleados) Pequeñas (de 10 a 50 empleados) Microempresas (menos de 10 empleados) GRANDES EMPRESAS					Año 2023	Año 2024	Año 2025
64.127.547						59.174.532	60.358.022	63.375.924
821.546.034	TOTAL					911.413.358	915.970.425	925.130.129

- El escenario de proyección, seleccionando del desplegable que se abre:

B	C	D	E	F	G	H	I	J
Actividad	Total actividad					Ambito	Escenario	Unidades
Tipología	TOTAL					COMPLETO	Pesimista	Millones de €
Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Sin COVID-19 Optimista Moderado Pesimista	Año 2025
64.127.547	64.292.778	64.857.331	63.560.184	60.382.175	59.174.532	59.174.532		63.375.924
821.546.034	873.057.174	900.340.304	907.008.693	908.713.504	900.140.507	911.413.358	915.970.425	925.130.129

- Por último, los datos se pueden obtener por empresa o para el conjunto de las empresas de la actividad y tipología elegida, para se ha de seleccionar uno de los dos valores del desplegable:

B	C	D	E	F	G	H	I	J
Actividad	Total actividad					Ambito	Escenario	Unidades
Tipología	TOTAL					COMPLETO	Pesimista	Millones de €
Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	COMPLETO POR EMPRESA	Año 2024 Año 2025

Esto es, el modelo permite obtener un total de 80 modelos o resultados de proyección (4 actividades \* 5 tipología \* 4 escenarios) y todos ellos en dos versiones: i) para el total de empresas y ii) para una empresa media.

#### 5.4.- Generación de análisis por tipologías

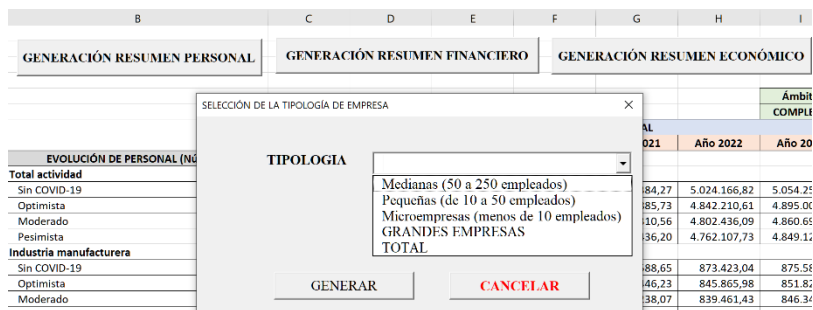
Con fin de poder obtener una visión resumida de los resultados se han diseñado dos hojas de análisis que incluyen un resumen de resultados y que se obtienen a través una selección de parámetros mediante una *macro* escrita en Visual Basic.

En la hoja “*TIPOLOGÍAS*” se puede obtener un resumen de resultados por *tipología de empresa*. Los resultados se muestran:

- Para cada actividad y
- Por cada escenario de proyección.

Se pueden obtener los siguientes resúmenes:

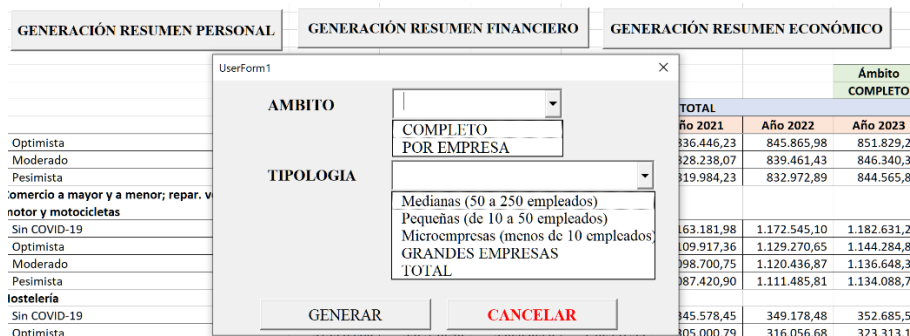
- Resumen de datos de personal: Seleccionando en el siguiente menú emergente la tipología de empresas:



	Año 2021	Año 2022	Año 2023
TOTAL	84,27	5.024.166,82	5.054.251,17
Optimista	85,73	4.842.210,61	4.895.000,00
Moderado	10,56	4.802.436,09	4.860.650,00
Pesimista	36,20	4.762.107,73	4.849.110,00
Industria manufacturera			
Sin COVID-19	88,65	873.423,04	875.550,00
Optimista	46,23	845.865,98	851.829,20
Moderado	38,07	839.461,43	846.340,30

Los datos que nos ofrece son:

- La evolución del personal, en términos absolutos.
- La variación interanual de la plantilla estimada.
- El coste medio de personal.
- Resumen de datos financieros. Seleccionando en el siguiente menú emergente la tipología de empresas y los datos *COMPLETOS* o *POR EMPRESA*:



	Año 2021	Año 2022	Año 2023
TOTAL	336.446,23	845.865,98	851.829,20
Optimista	328.238,07	839.461,43	846.340,30
Moderado	319.984,23	832.972,89	844.565,80
Pesimista			
Comercio a mayor y a menor; repar. y motocicletas			
Sin COVID-19	163.181,98	1.172.545,10	1.182.631,20
Optimista	109.917,36	1.129.270,65	1.144.284,80
Moderado	98.700,75	1.120.436,87	1.136.648,30
Pesimista	87.420,90	1.111.485,81	1.134.088,70
Hostelería			
Sin COVID-19	345.578,45	349.178,48	352.685,50
Optimista	305.000,79	316.056,68	323.313,10

Los datos que nos ofrece son:

- El porcentaje de dividendo acordado.
- El importe de los recursos ajenos con coste.
- La ratio de recursos ajenos con coste sobre el EBITDA.
- El importe del Fondo de Maniobra No Financiero (FMnoF).
- La ratio del FMnoF sobre ventas.
- Resumen de datos económicos. Seleccionando en un menú emergente similar al anterior nos permite obtener los siguientes datos:
  - Ventas.
  - Variación sobre el año anterior.
  - Ventas por empleado.
  - Variación de la cifra de ventas por empleado sobre el año anterior.
  - Porcentaje de EBITDA sobre ventas.
  - Porcentaje de resultado del ejercicio sobre ventas.

Al finalizar cada uno de los procesos de generación de los resúmenes se da la opción de imprimir los resultados.

### 5.5.- Generación de análisis por escenarios

De la misma forma se ha generado una hoja (“*ESCENARIOS*”) de resúmenes de datos por cada escenario de proyección. De esta forma obtenemos para cada escenario un resumen de los resultados:

- Por cada actividad y
- Dentro de cada una por cada tipología de empresa.

Al igual que en el caso de las *tipologías* se obtienen tres tipos de resúmenes de datos, con el mismo detalle antes señalado:

- Datos de personal,
- Datos financieros y
- Datos económicos.

## 6.- REFERENCIAS DEL AUTOR

El presente trabajo ha sido elaborado por D. Victoriano Velasco Reyes, Socio – Director de V&G Consultores, S.L.

El Sr. Velasco cuenta con más de 30 años de experiencia en el mundo financiero, de gestión de empresas y consultoría y auditoría, tanto en grandes multinacionales como PYMEs, así como experiencia en el sector público estatal y la empresa privada.

Algunos aspectos más significativos de su currículum y capacidad profesional:

- Titulación:
  - Diplomado en Ciencias Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid.
  - Licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad de Alcalá de Henares.
  - Master en Dirección y Administración de Empresas por el IESE.
  - Master en Asesoría Jurídica de empresas por la UDIMA.
- Acreditaciones profesionales:
  - Miembro del Ilustre Colegio de Economistas de Madrid desde 1987 con el número 14.061.
  - Miembro de AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) desde 1990 con el número 2.301.
  - Miembro del Registro de Economistas Auditores con el número 560.
  - Miembro del REAF (Registro de Economistas Asesores Fiscales) con el número 9.678
  - Auditor registrado en el ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) con el número 5.863.
  - Experto Contable acreditado por el REA, con el número 3.672.
  - Experto Contable Acreditado por AECA (ECA).
  - Experto Valorador Acreditado por AECA (EVA).

Referencias sobre artículos y publicaciones en: <https://www.vgconsultores.es/blog/>

Enero de 2021

© **V&G** - Velasco Galindo Consultores, S.L.