



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

**Situación actual del juego en España: análisis
económico-financiero de Cirsa**

Presentado por Almudena Álvarez Navarro

Tutelado por: José Luis Ruiz Zapatero

Soria, 09 de julio de 2020.

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
-----------------------------	----------

2. METODOLOGÍA	3
-----------------------------	----------

CAPÍTULO I. EL SECTOR DEL JUEGO

3.1. El Sector del juego en España evolución histórica	6
---	----------

3.2. Importancia del sector para la economía española	8
--	----------

3.3. Marco normativo	10
-----------------------------------	-----------

3.4. Comparativa a nivel internacional	12
---	-----------

CAPÍTULO II. CIRSA: EJEMPLO DE ÉXITO

4.1. Análisis de la empresa	15
--	-----------

4.1.1. Visión general.....	15
----------------------------	----

4.1.2. Historia	16
-----------------------	----

4.2. Análisis de estados contables	18
---	-----------

4.2.1. Análisis mediante porcentajes	18
--	----

4.2.1.1. Análisis mediante porcentajes verticales.....	18
--	----

4.2.1.2. Análisis mediante porcentajes horizontales.....	23
--	----

4.2.2. Análisis mediante rentabilidades	30
---	----

4.2.2.1. Análisis de la rentabilidad económica	30
--	----

4.2.2.2. Análisis de la rentabilidad financiera	31
---	----

4.3. Situación actual de la compañía	32
---	-----------

CAPÍTULO III: CONCLUSIONES

5.1. Conclusiones generales	34
--	-----------

5.2. Conclusiones específicas	34
--	-----------

6. Bibliografía	36
------------------------------	-----------

7. Anexo I	39
-------------------------	-----------

8. Anexo II.....	41
-------------------------	-----------

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1. 1. Distribución del juego real (margen de las empresas), según operadores España 2018</i>	2
<i>Gráfico 3. 1. Evolución temporal del juego en España 1763-2020</i>	7
<i>Gráfico 3. 2. Empleo generado por el Sector del juego en España 2007-2018</i>	9
<i>Gráfico 3. 3. Cotizaciones sociales por subsector del juego en España 2018</i>	9
<i>Gráfico 3. 4. Distribución de los ingresos brutos de las empresas privadas de juego en España 2018</i>	10
<i>Gráfico 3. 5. Ranking mundial relativo al gasto anual en juego por adulto en 2017....</i>	12
<i>Gráfico 3. 6. Contribución por país a las ventas totales del sector del juego en EU-28 en 2018</i>	13
<i>Gráfico 4. 1. Lugares en que opera Cirsa 2019</i>	15
<i>Gráfico 4. 2. Porcentajes horizontales del Activo de Cirsa 2014-2018</i>	23
<i>Gráfico 4. 3. Porcentajes horizontales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	25
<i>Gráfico 4. 4. Porcentajes horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018</i>	27
<i>Gráfico 4. 5. Evolución temporal del total de ingresos reconocidos y el saldo del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	28
<i>Gráfico 4. 6. Porcentajes horizontales del estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018</i>	29

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1.1. Grandes cifras de la industria del juego y su aportación a la sociedad en España 2018</i>	1
<i>Tabla 4. 1. Principales magnitudes relativas a Cirsa 2014-2018</i>	16
<i>Tabla 4. 2. Porcentajes verticales del Activo de Cirsa 2014-2018</i>	18
<i>Tabla 4. 3. Porcentajes verticales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i> ..	19
<i>Tabla 4. 4. Porcentajes verticales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018</i>	20
<i>Tabla 4. 5. Porcentajes verticales del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	21
<i>Tabla 4. 6. Porcentajes verticales del estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018</i> 22	
<i>Tabla 4. 7. Porcentajes horizontales del Activo de Cirsa 2014-2018</i>	23
<i>Tabla 4. 8. Porcentajes horizontales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	24
<i>Tabla 4. 9. Porcentajes horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018</i>	26
<i>Tabla 4. 10. Porcentajes horizontales del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	27
<i>Tabla 4. 11. Porcentajes horizontales del estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018</i>	29
<i>Tabla 4. 12. Rentabilidad Económica de Cirsa 2014-2018</i>	30
<i>Tabla 4. 13. Margen sobre ventas y rotación de activos de Cirsa 2014-2018</i>	31
<i>Tabla 4. 14. Rentabilidad Financiera de Cirsa 2014-2018</i>	31
<i>Tabla 7. 1. Total de empleos generados por el Sector del juego en España 2007-2018</i> 39	
<i>Tabla 7. 2. Recursos generados por el juego y su distribución en impuestos, cotizaciones y aportaciones al Estado en España 2018</i>	39
<i>Tabla 7. 3. Destino de los ingresos brutos de las empresas privadas de juego en España 2018</i>	40
<i>Tabla 8. 1. Balance de situación de Cirsa 2014-2018</i>	41
<i>Tabla 8. 2. Cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018</i>	43
<i>Tabla 8. 3. Estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018</i>	44
<i>Tabla 8. 4. Estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018</i>	44

1. INTRODUCCIÓN

El sector del juego en España ha ido cobrando relevancia a lo largo de los últimos años, así según el informe emitido por la Dirección General de Ordenación del Juego respecto al mercado español del juego en 2018, en los últimos 4 años el número de locales de apuestas y salones de juego se ha visto incrementado cuantiosamente, mientras que el del salones de bingo y casinos apenas ha variado. Además y como se recoge en el informe citado, las cantidades totales jugadas online en nuestro país han pasado de 6.785,9 millones de euros en 2014 a 17.817,9 millones de euros en 2018, lo que supone un incremento del 162,57% en tan solo 4 años. Así, el mercado del juego español movió en 2018 32.383 millones de euros, suponiendo la diferencia entre cantidades jugadas y premios otorgados un 0,8% del PIB; a la par que generando un total de 259.511 empleos entre empleo directo e indirecto. Convirtiéndose en un sector especialmente relevante, sobre todo a raíz de la legalización del juego online que analizaremos más adelante. La importancia del juego en España puede verse a través de las magnitudes plasmadas en la siguiente tabla, relativas a los principales subtipos de juego, recogidas por el “Anuario del juego en España 2018”.

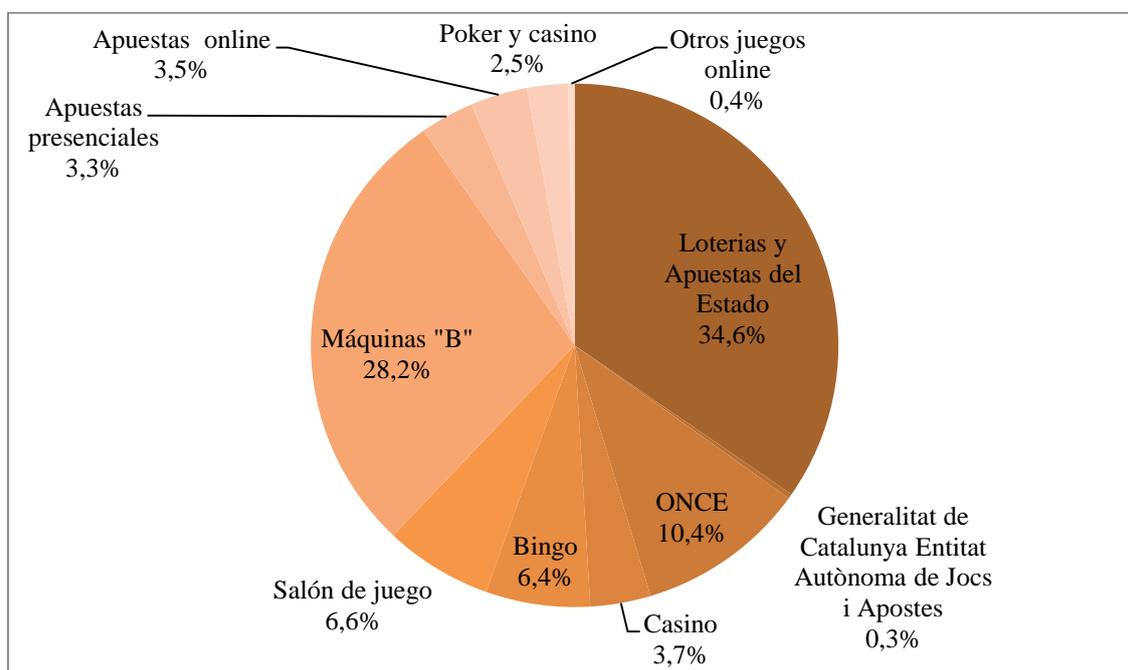
Tabla 1.1. Grandes cifras de la industria del juego y su aportación a la sociedad en España 2018

PÚBLICO		PRIVADO	
SELAE	ONCE	Presencial	Online
Lotería Nacional, El Niño, Lotería Nacional Semanal, Lotería Primitiva y La Quiniela.	Cupones y loterías instantáneas.	Casinos, bingos, salones, máquinas de hostelería y apuestas.	Apuestas, poker, juegos de casino, slots y bingo.
Ventas/cantidad circulante en juego (Mill.€)			
8.919	1.992	Indeterminado	Indeterminado
Juego Real (margen) (Mill.€)			
3.230	980	4.548	579
Impuestos y tasas especiales sobre el juego (Mill.€)			
56	Exento	1.094	58
Impuestos (IS, IAE, etc.) y cotizaciones sociales (Mill.€)			
672	30	411 (estimado)	Indeterminado
Aportación de beneficios al Estado (Mill.€)			
1.552			
Aportación a Entidades Sociales (Mill.€)			
27	73		
Empleo directo			
18.391	19.897	46.424	

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2018”.

Sería así mismo relevante profundizar en las diversas modalidades de juego operativas actualmente en España, y la importancia de las mismas dentro del sector, lo cual se pretende ilustrar a través del siguiente gráfico.

Gráfico 1. 1. Distribución del juego real (margen de las empresas), según operadores España 2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2018”.

Este gráfico corrobora la importancia del subsector de juego público, el cual supuso en su conjunto en 2018 un 40,3% del margen total de las empresas del sector del juego en España. Sin embargo el subsector público parece abocado a perder importancia en favor del privado, lo cual ya ha podido percibirse en un auge de las apuestas deportivas en detrimento de La Quiniela o la disminución de ventas que la ONCE viene sufriendo desde principios de siglo. Por su parte el subsector privado ha detectado como algunas de sus actividades más tradicionales rozaban la obsolescencia (así fue el ejemplo del bingo), llevando a una necesaria transformación de las mismas, a través principalmente de la aplicación de nuevas tecnologías, corriente que se prevé se mantenga de cara al futuro.

Así mismo, el ya citado “Anuario del juego 2018” caracteriza a nivel empresarial el sector del juego en España cómo un sector de multinacionales y grandes y medianas empresas. Sector cuya actividad se desarrolla en un entorno legal especialmente seguro y caracterizado por su transparencia, ambas cualidades a las que nos referiremos posteriormente a través de un análisis del marco normativo aplicable a dicho sector. Además señala como características clave del sector su alto nivel tecnológico y know how a nivel organizativo y logístico (dada la magnitud de las compañías en el operantes), así como financiero (lo cual podrá esgrimirse más concretamente de forma posterior analizando la importancia del componente financiero en el concreto caso de Cirsa).

Por su parte Cirsa, compañía multinacional escogida como ejemplo de éxito de cara a la realización del presente trabajo, en una empresa originalmente familiar, con más de 40 años de experiencia en el sector. Esta obtuvo en 2018 unos ingresos de explotación de

1.469,1 millones de euros, facturados a través de los 9 países en que esta ejerce su actividad, atrayendo a aproximadamente 65 millones de visitantes al año y empleando para ello a unos 14.500 trabajadores.

Así, cabría señalar que, la relevancia del sector del juego en España en la actualidad así como su arraigo y proliferación en la sociedad y concretamente entre los más jóvenes, han llevado por mi parte a la elección de la temática del presente trabajo. Pretendiéndose por mi parte ahondar en la estructura del sector, y más concretamente en la estructura económico financiera de uno de los principales operadores de dicho mercado, Cirsa (tan solo superado en lo respectivo a su facturación anual por Loterías y Apuestas del Estado), en vistas a tratar de entender la motivación de quienes de este tipo de actividades participan. Es por ello que se pretende a lo largo del presente trabajo:

1. Conocer y determinar la situación del sector del juego en España.
2. Analizar la estructura económico-financiera de una compañía de éxito dentro del citado sector, prestando especial atención a su rentabilidad, tanto económica como financiera.
3. Conocer la regulación legal del sector del juego y, en caso de considerar la existencia de “ineficiencias” dentro de la misma, propuesta de modificaciones a realizar.

Para ello, se ha optado para la elaboración del presente trabajo por una estructura que distinguiendo entre dos grandes bloques, el relativo al sector del juego en general y el relativo a Cirsa como ejemplo de éxito, de respuesta a los objetivos planteados al fin de, en un último apartado relativo a las conclusiones, reflexionar sobre los resultados obtenidos a lo largo del trabajo.

2. METODOLOGÍA

Respecto de la metodología seguida de cara a la realización del presente trabajo, distinguimos en primer lugar la realización de una revisión de la bibliografía existente de cara a la elaboración del primer gran bloque del trabajo (el relativo a la introducción y sector del juego en general, a la par que el análisis general de la empresa escogida como ejemplo de éxito). Revisión para la cual se ha prestado especial atención a los informes emitidos por la Dirección General de Ordenación del Juego, organismo estatal dependiente del Ministerio de Hacienda, el Anuario del juego en España versión 2018-2019 y normativa de aplicación al sector del juego, así como otro tipo de textos de carácter periodístico.

Mientras que de cara a la elaboración del segundo bloque en que se divide el trabajo relativo a Cirsa como compañía de éxito, se ha procedido por mi parte a la aplicación del método del caso, consistente en el estudio de un ejemplo concreto en vistas a profundizar en un campo de conocimiento. Así se pretende con la aplicación de este al presente trabajo profundizar en el mercado del juego a través del concreto análisis de la compañía, aportando esto una nueva perspectiva (la empresarial) al trabajo realizado.

Los datos empleados de cara a la elaboración de este segundo bloque del trabajo se han obtenido a través de la web corporativa de la compañía objeto de análisis. Así se han tenido en consideración principalmente las cuentas consolidadas de la compañía Cirsa entre los años 2014 y 2018, las cuales dada la titularidad de la compañía se encontraban en inglés y han debido ser traducidas como parte de la elaboración del presente trabajo.

Los datos se encuentran reflejados en una tabla comprendida como Anexo II, y como en la misma se indica los importes se hayan expresados en miles de euros.

Finalmente cabe señalar que, a su vez, se ha utilizado la Memoria de la empresa, publicada por la propia compañía a través de la web corporativa, y la cual de nuevo ha debido ser por mi parte traducida por encontrarse en inglés, para el estudio de determinados movimientos acometidos por la sociedad.

CAPÍTULO I.
EL SECTOR DEL JUEGO

Así, pasaríamos a atender al concreto estudio del sector del juego en España, a partir de un análisis de su evolución histórica, importancia del mismo para la economía patria, estudio del marco normativo a este aplicable y comparativa del mismo a nivel internacional.

3.1. El Sector del juego en España evolución histórica

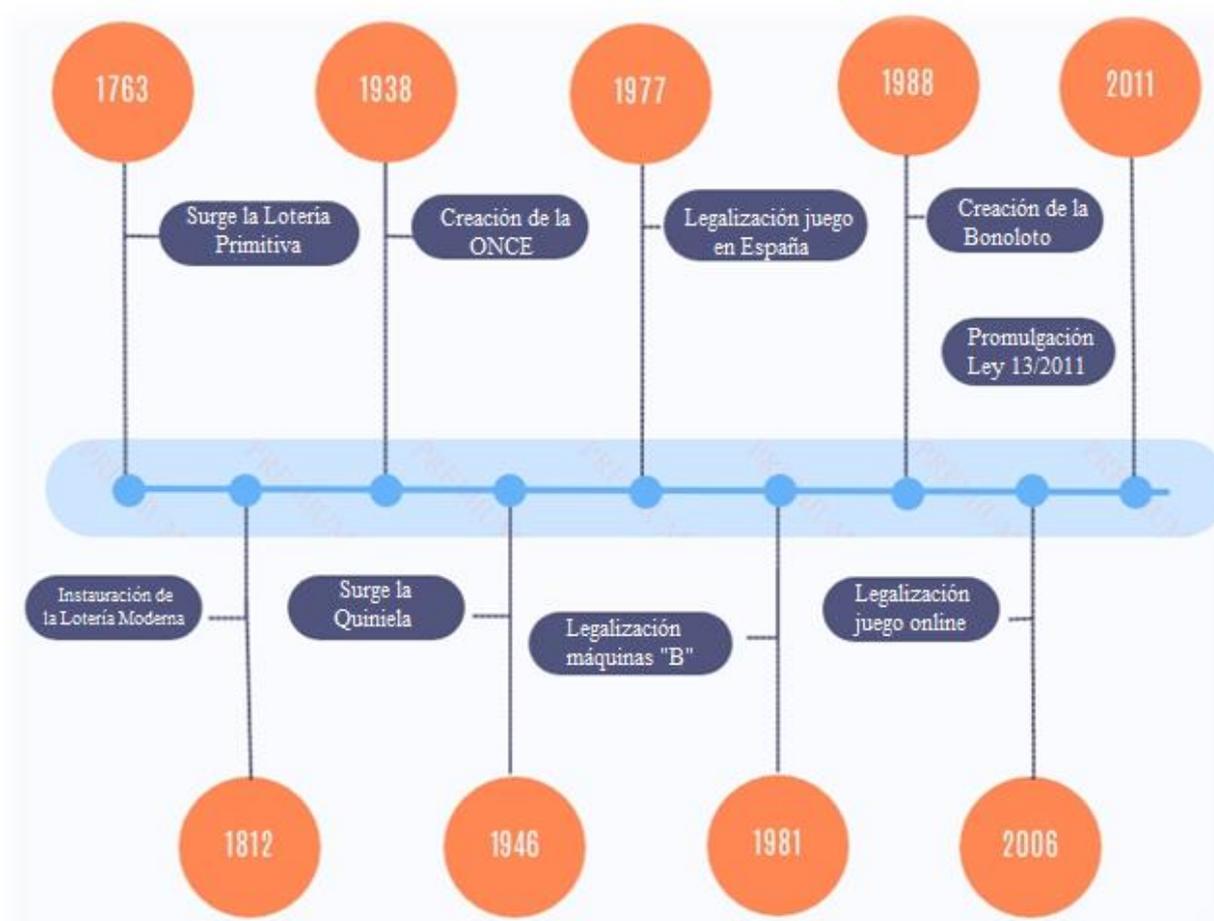
En primer lugar y antes de pasar a atender a la configuración actual del Sector del juego en nuestro país y la importancia de este en términos económicos, debemos referirnos brevemente a la evolución histórica que este ha experimentado, pero para ello deben sin embargo realizarse una serie de apreciaciones previas.

Podemos definir el juego como la actividad recreativa, física o mental, llevada a cabo con la finalidad de entretenerse. En el caso del presente trabajo sin embargo nos referiríamos a una variante concreta del juego, los juegos de azar, los cuales podemos definir como aquellos en que la probabilidad de ganar/perder no se encuentra estrictamente relacionada con la habilidad del jugador sino que existe un componente aleatorio o de azar. Así, el juego entendido como juego de azar, conlleva una serie de implicaciones:

- **Económicas:** en tanto en cuando la participación en el mismo supone una serie de gastos para los jugadores efectuados con la clara intención de que estos reporten a su vez beneficios, así como suponen una fuente de ingresos a nivel estatal (impuestos y gravámenes) y empresarial.
- **Sociales:** al tratarse de una actividad legal y regulada legislativamente, pero que a la larga puede generar adicción con las consecuentes repercusiones negativas de esta para el individuo y su entorno.
- **Familiares:** en tanto en cuando la adicción al juego puede repercutir negativamente en el entorno familiar, bien a través de problemas asociados a la economía familiar, bien a raíz de una desatención de las relaciones personales.

Así, podríamos señalar que el juego en sí es una actividad considerada como inherente al ser humano, y por tanto existe desde que el hombre es hombre. Es por ello, que nos remontaremos a lo largo del presente apartado únicamente a su origen como actividad institucionalizada e intervenida por el Estado, quedando la evolución del mismo plasmada a través del siguiente cronograma, que a continuación pasaremos a desarrollar.

Gráfico 3. 1. Evolución temporal del juego en España 1763-2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos bibliográficos recopilados.

La Lotería Primitiva, instaurada por el Marqués de Esquilache en 1763, es el primer antecedente histórico de juegos de azar reglados en nuestro, pese a que en aquel entonces su denominación era la de "lotería por números". Esta según señalan los historiadores tenía un afán meramente recaudatorio, afán que aún mantienen en cierta medida los actuales juegos de azar, según podremos ver al analizar sus cargas impositivas.

Su éxito fue tal que en plena Guerra de la Independencia (en 1812), y con la finalidad de aumentar los ingresos públicos sin repercusión directa sobre la ciudadanía, se introdujo la "Lotería Moderna", que no solo se cumplió sus objetivos recaudatorios, sino que desembocó en una preferencia sobre la Lotería Primitiva que llevó a que esta duplicase los ingresos de la Primitiva entre 1815-1817 y los superase con creces en ejercicios posteriores.

Con un afán recaudatorio, pero orientado a la acción social, surgió en 1938 la lotería de la Organización Nacional de Ciegos Españoles (ONCE), juego con el objetivo benéfico de recaudar fondos para servicios que ayudan a personas ciegas o con problemas visuales y que aun opera en la actualidad.

De forma posterior, y unida a la gran afición futbolística de la población española tuvo lugar la creación de la Quiniela, en 1946, aunque en la actualidad esta cabría señalar que ha perdido público en favor de las apuestas deportivas.

Sin embargo, no podremos hablar de una legalización e institucionalización del juego en nuestro país hasta el año 1977, año en que con la publicación del Real Decreto-ley en el Boletín Oficial del Estado, se presentaron las regularizaciones al respecto de los aspectos administrativos, fiscales y penales de los juegos de azar y de las apuestas. Así quedaron legalizados los juegos de destrezas, el bingo (que pese a datar del siglo XVI estuvo prohibido en España entre 1922-1977), casinos y centros de apuestas que cumpliesen con una serie de exigencias; estipulándose igualmente la punibilidad de la regencia y disfrute de los centros de apuestas ilegales.

Aunque hubo que aguardar otros 4 años, hasta 1981, para que las máquinas tragaperras, cuyo origen data de finales del siglo XIX, y otros juegos de naturaleza similar fuesen legalizados en España.

De forma posterior, en 1988, tuvo lugar el surgimiento de un nuevo juego de lotería en nuestro país, la denominada Bonoloto, todavía vigente en la actualidad.

Sin embargo, el cambio más drástico experimentado por el sector hasta la fecha fue el acaecido en 2006 de mano de la legalización de las apuestas online. Pese a que ciertos juegos de apuestas como las máquinas tragaperras, el blackjack y el poker no se vieron amparados por dicha ley y debieron de aguardar a la promulgación de la Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego, para su instauración online.

A día de hoy, el boom tecnológico y la proliferación de las casas de apuestas han llevado al Gobierno a regular más ampliamente el mercado del juego, lo cual veremos posteriormente al atender a su regulación, dada la importancia del mismo para la economía de nuestro país y la facilidad de acceso al mismo por parte de ciertos colectivos especialmente sensibles

3.2. Importancia del sector para la economía española

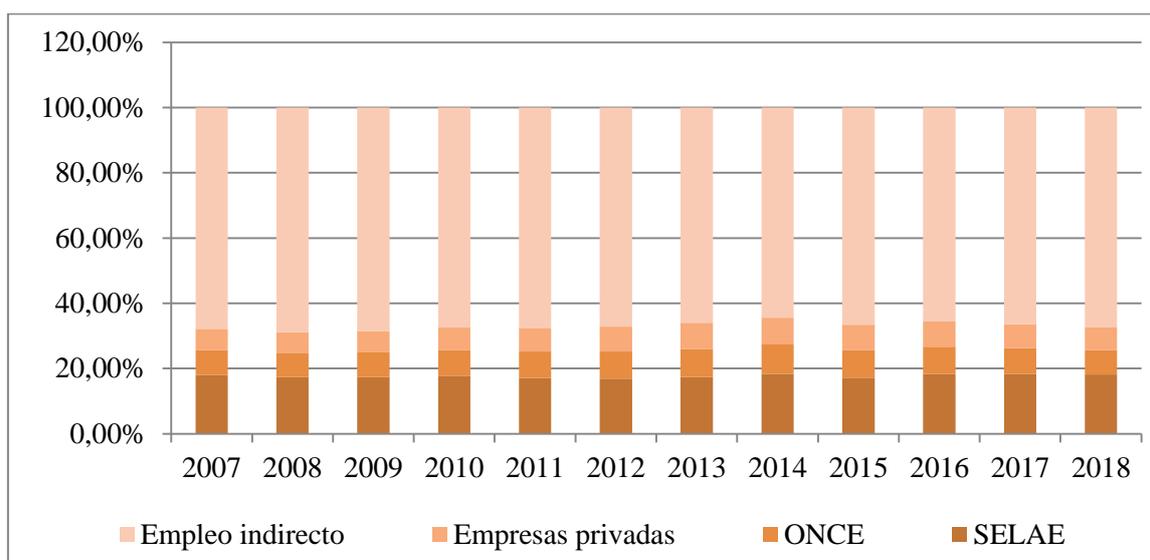
Tras la aproximación histórica realizada analizaremos la importancia del sector del juego dentro de la economía española, atendiendo para ello a los siguientes indicadores: PIB, empleo, impuestos, cotizaciones sociales y aportaciones al Estado

Según señala el Anuario del juego en España 2019, elaborado por el Instituto de Política y Gobernanza de la Universidad Carlos III de Madrid junto con el Consejo General del Juego, el juego real (diferencia entre cantidades jugadas y premios otorgados) en 2018 fue de 9.870,3 millones de euros, lo cual supone un 0,8 % del PIB.

Así mismo sería especialmente relevante para la economía la incidencia del sector del juego a nivel de empleo, y es que en nuestro país el sector del juego dio empleo en 2018 a 85.047 personas, de las que 47.178 corresponden al sector privado y 37.869 a SELAE¹ y la ONCE. Además de generar otros 54.263 empleos en hostelería a través de las máquinas de juego instaladas en este tipo de establecimientos. Sin embargo, y como se desprende del gráfico adjunto a continuación, es mayor el peso porcentual del empleo generado indirectamente por el sector, el cual ha siempre superado el 60% del empleo total generado por el sector durante la pasada década.

¹ Loterías y Apuestas del Estado.

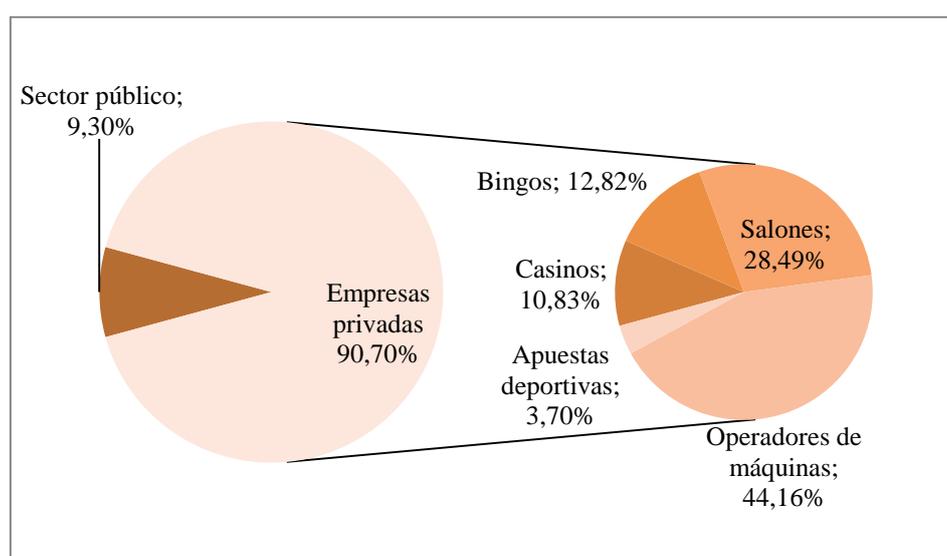
Gráfico 3. 2. Empleo generado por el Sector del juego en España 2007-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

Derivada de la importancia del sector del juego a nivel de creación de empleo podemos señalar una gran influencia del mismo en cuanto a cotizaciones sociales, así según señala el “Anuario del juego en España 2019”, el sector del juego aporta 387 millones de euros al año en cotizaciones sociales, de los cuales 351 se corresponden a las cotizaciones efectuadas por empresas privadas (lo que se corresponde con un 90,7% de dichas cotizaciones). Además, según muestra el gráfico a continuación adjunto, hay que resaltar que los subsectores del juego privado que en mayor medida contribuyen a la creación de empleo y por tanto a las citadas cifras de cotizaciones sociales serían el de los operadores de máquinas (suponiendo un 44,16% del total de las cotizaciones sociales privadas) y el de los salones de juego (con un 28,49% de las cotizaciones sociales privadas).

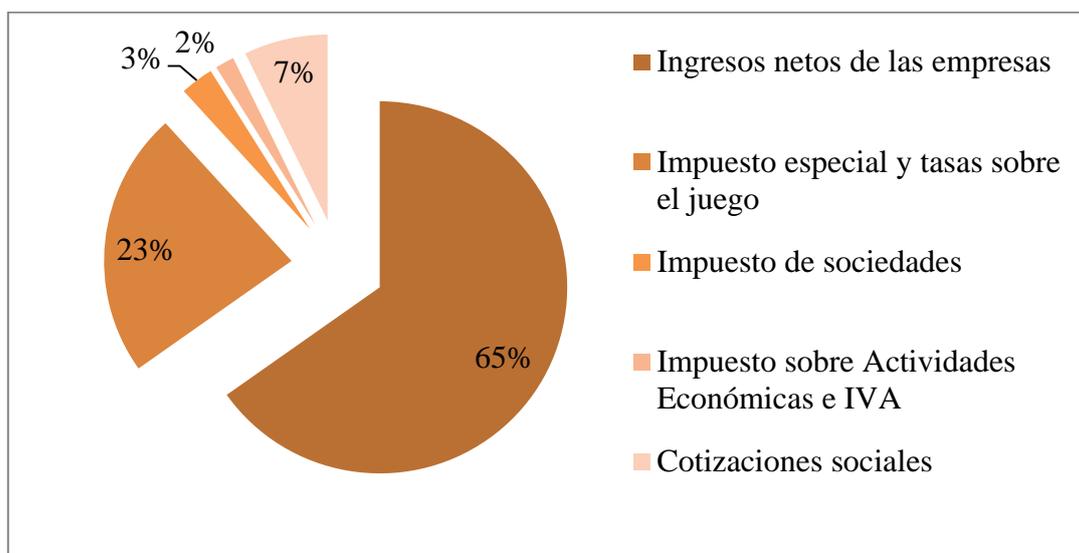
Gráfico 3. 3. Cotizaciones sociales por subsector del juego en España 2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

Sin embargo las cotizaciones sociales no serán el único de los impuestos o tributos a afrontar por parte de los diversos subsectores del juego, sino que según señala el informe citado con anterioridad un 34,8% de los ingresos brutos de las empresas privadas de juego en nuestro país (aquellas entre las que se encuadra el ejemplo de éxito a cuyo análisis procederemos posteriormente) se destina al pago de impuestos y cotizaciones sociales.

Gráfico 3. 4. Distribución de los ingresos brutos de las empresas privadas de juego en España 2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

Según muestra el gráfico adjunto, un 23% de los ingresos brutos de las empresas de juego privadas fue destinado en 2018 al pago de impuestos especiales y tasas relacionadas únicamente con el sector del juego, mientras que otro 7% se destina a hacer frente al impuesto de sociedades y otro 5% al pago del IVA, IAE y cotizaciones sociales.

Quedando patente tras todo lo anteriormente analizado respecto de las repercusiones económicas del sector del juego en la economía española, cómo en la actualidad dicho sector sigue cumpliendo una importante labor recaudatoria.

3.3. Marco normativo

La regulación del sector del juego en España no solo es bastante moderna sino que, según veremos aun en la actualidad se encuentra inmersa en un proceso de adaptación y modificación normativa y reglamentaria con el objetivo de adaptar el funcionamiento y necesidades del sector a las actuales circunstancias del mercado (boom tecnológico y auge del juego online).

Así cabe en primer lugar referirnos a la **Ley 13/2011, de 27 de mayo**, de regulación del juego, como norma básica reguladora de la actividad de juego en las distintas modalidades del mismo que vengán a desarrollarse en el ámbito estatal, con la finalidad según recoge el art.1 de la misma de: “[...] garantizar la protección del orden público, luchar contra el fraude, prevenir las conductas adictivas, proteger los derechos de los

menores y salvaguardar los derechos de los participantes en los juegos, sin perjuicio de lo establecido en los Estatutos de Autonomía.”

Sin embargo y como ya hemos señalado la ya citada ley actúa como norma básica, siendo su contenido posible objeto de posteriores desarrollos normativos, llevados a cabo en primera instancia a través de Reales Decretos, entre los que cabría señalar los siguientes:

- **Real Decreto 495/2020, de 28 de abril**, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Consumo. Ministerio al que según señala dicho Real Decreto en su art.1 corresponde la propuesta y ejecución de la política de juego (entre otras), y dentro del que se encuadra la Secretaría General de Consumo y Juego, organismo del que depende la Dirección General de Ordenación del Juego, a la que según el art.4 del ya citado Real Decreto corresponde: *“[...] el ejercicio de las funciones de regulación, autorización, supervisión, coordinación, control y, en su caso, sanción, de las actividades de juego de ámbito estatal.”*
- **Real Decreto 1113/2018, de 7 de septiembre**, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Hacienda. Ya que según indica el art.2.1 de dicho Real Decreto corresponde a la Secretaría de Estado de Hacienda: *“[...] la regulación, autorización, supervisión, coordinación, control y, en su caso, sanción, de las actividades de juego de ámbito estatal.”*
- **Real Decreto 1613/2011, de 14 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego, en lo relativo a los requisitos técnicos de las actividades de juego, respecto de la homologación, certificación, auditoría y requisitos de seguridad de los sistemas técnicos de juego, monitorización y supervisión de las actividades de juego y medios y pasarelas de pago, y control de los participantes en los mismos.
- **Real Decreto 1614/2011, de 14 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego, en lo relativo a las licencias, autorizaciones y registros del juego.
- **Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre**, de actuación en el ámbito fiscal, laboral y libertizadoras para fomentar la inversión y creación de empleo, en relación a la creación de la Sociedad Estatal de Loterías y Apuestas del Estado.

Sin embargo no son estos los únicos desarrollos normativos en relación al sector del juego, sino que existen múltiples órdenes ministeriales y resoluciones de la Dirección General de Ordenación del Juego en relación a la reglamentación de los diversos tipos de juego, los impuestos sobre actividades de juego o, entre muchos otros, uno de los tópicos más actuales relacionado con este sector cómo es el juego responsable.

Así cabría entrar a profundizar en la labor de la Dirección General de Ordenación del Juego respecto del juego responsable, señalando al respecto que el citado organismo es el encargado de llevar a cabo una labor de protección respecto de los usuarios del sector del juego, y más concretamente respecto de menores y grupos vulnerables, mediante la promoción de políticas de juego responsable, valiéndose para ello de instrumentos como el “Programa de Juego Responsable 2019-2022” o el “Programa de Trabajo de Juego Responsable 2019-2020”. Sin embargo los principales instrumentos desarrollados o en desarrollo por dicho organismo de cara al ejercicio de su labor de protección serían las

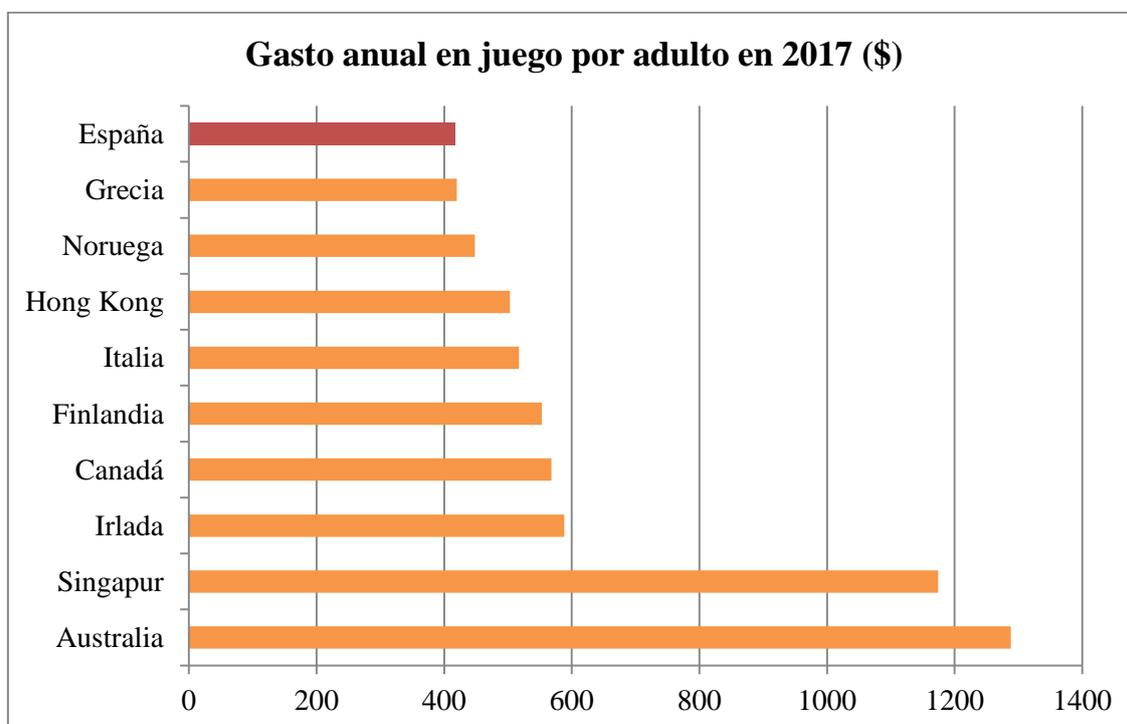
“Indicaciones relativas a la promoción de comportamientos responsables de juego en el entorno de juego online” y el “Proyecto de Real Decreto de comunicaciones comerciales de las actividades de juego”, los cuales pretenden especialmente evitar la ludopatía y el acceso al juego de quienes sufren de esta adicción mediante el control del juego online y la publicidad que del sector del juego se hace.

3.4. Comparativa a nivel internacional

Finalmente es interesante analizar la posición del juego español en el panorama internacional y las similitudes o discrepancias del mismo con respecto a otros países.

En primer lugar cabe por nuestra parte señalar que según Revenue Lab España fue en 2017 el décimo país en el ranking mundial relativo al gasto anual por adulto en el sector del juego, según muestra el gráfico a continuación adjunto, lo cual es un claro indicador de la importancia del sector del juego en nuestro país así como de la importancia de nuestro país a nivel internacional dentro de este sector.

Gráfico 3. 5. Ranking mundial relativo al gasto anual en juego por adulto en 2017

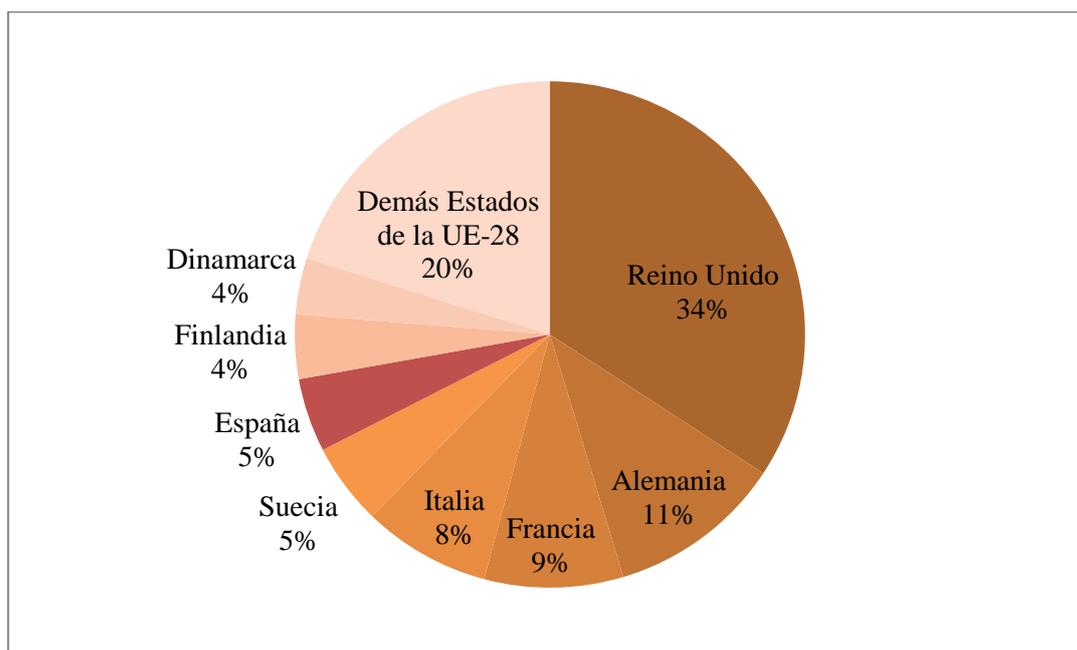


Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por <https://www.worldatlas.com/>.

En segundo lugar cabría referirnos al Gordo de la Lotería española como uno de los más famosos a nivel mundial dada la cuantía del premio, tanto es así que el mundialmente famoso New York Times dedica cada 22 de diciembre un artículo al mismo.

A nivel europeo cabría señalar a España como el sexto país más representativo a nivel de juego online, aportando un 4,7% del total de las ganancias de dicho sector en 2018, según muestra el gráfico adjunto.

Gráfico 3. 6. Contribución por país a las ventas totales del sector del juego en EU-28 en 2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por <https://www.egba.eu/resources/statistics/>.

En resumen el sector del juego español, además de contar con una cierta relevancia en el panorama internacional, constituye un sector con un gran impacto a nivel económico en el panorama nacional, y que dada la importancia cuantitativa de su aportación a las arcas del Estado (de en torno a un 35% de sus ingresos totales) ejerce un papel de **redistribuidor de la renta**. Así mismo sería reseñable su arraigo social, predominante entre las clases media y media baja, y que contribuye al desarrollo del mismo. Desarrollo enfocado en nuevas modalidades de juego, principalmente online, que ha llevado a un cambio en el perfil de los jugadores, diversificándose el target hacia un público más joven, y más susceptible al desarrollo de problemas de adicción o ludopatía. Sin embargo, a sabiendas de que el Estado viene realizando un esfuerzo para adaptarse al nuevo mercado del juego y minimizar los efectos nocivos que este pudiera generar socialmente, a través de normativas como el reciente “Proyecto de Real Decreto de comunicaciones comerciales de las actividades de juego”, y de la importancia del sector a nivel recaudatorio y de empleo, considero que el juego es una actividad económica totalmente defendible desde el punto de vista ético, en tanto en cuando exista una regulación que ampare a los consumidores (así como existe en otros sectores con externalidades nocivas como la venta de alcohol o tabaco).

CAPÍTULO II.

CIRSA: EJEMPLO DE ÉXITO

Tras la contextualización realizada respecto de la situación del sector del juego en nuestro país pasaríamos a analizar un caso de éxito dentro del mismo como es el de la multinacional Cirsa, segunda empresa con mayor facturación anual en el sector del juego en España (tan solo por detrás de Loterías y Apuestas del Estado).

4.1. Análisis de la empresa

Así, en primer lugar y, a lo largo del presente apartado se pretende aportar una visión general y breve resumen de la evolución histórica de la compañía, de cara a contextualizar el posterior análisis económico-financiero a llevar a cabo.

4.1.1. Visión general

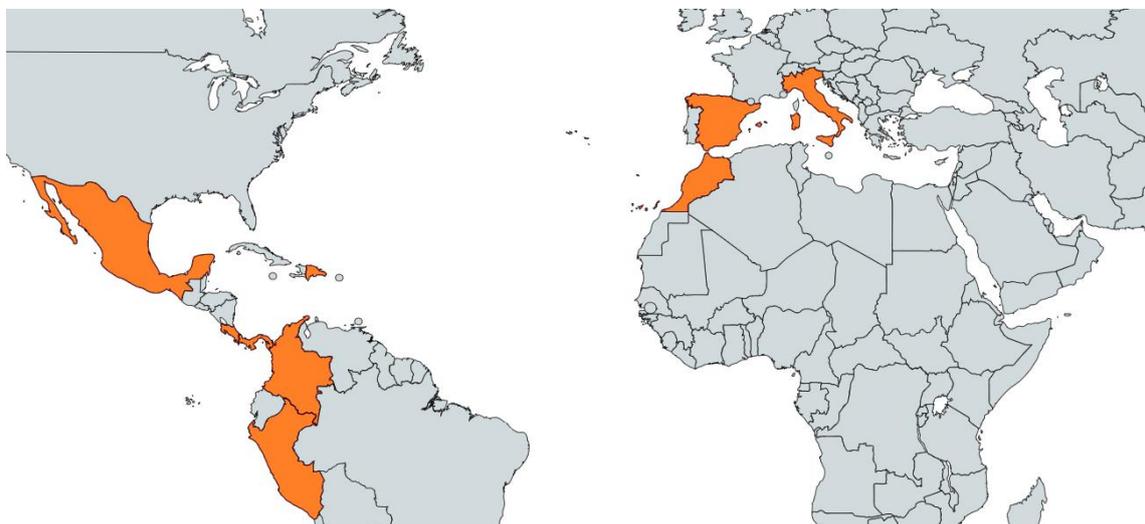
Cirsa es una compañía multinacional fundada en 1978 por Manuel Lao Hernández en Tarrasa, con el objetivo inicial de administrar máquinas B en el Canal Horeca², pero que con el paso del tiempo ha ido diversificando su actividad al sector del juego en general.

La compañía cuenta con varias sedes afincadas en cada uno de los 9 países en que opera, pese a que la sede corporativa se sitúa en su lugar de origen, Tarrasa, provincia de Barcelona.

Su actividad se desarrolla no en dichas sedes si no en los 148 casinos, 3.000 centros de apuestas, 187 salones de juego, 70 bingos y locales de las 304 empresas a las que la compañía ofrece servicio a través de máquinas recreativas de los tipos B, C, A/V, clase II y máquinas de videolotería (funcionando estas últimas únicamente en Italia).

Como se muestra el mapa adjunto a continuación, la compañía tiene presencia en España, Italia, Marruecos, México, Panamá, República Dominicana, Costa Rica, Colombia y Perú.

Gráfico 4. 1. Lugares en que opera Cirsa 2019



Elaboración propia a través de la herramienta online MapChart.

A través de los establecimientos pertenecientes a la compañía esta acogió en 2018 a aproximadamente 65 millones de visitantes, a la par que empleó a 14.500 trabajadores. Logrando con ello y el apoyo de sus plataformas de juego online unos ingresos de explotación de 1.469,1 millones de euros, que finalmente se materializaron en

² Acrónimo de hoteles, restaurantes y cafés.

beneficios para la compañía por valor de 28,35 millones de euros. Sin embargo, estas cifras cobrarían mayor importancia si atendiésemos a su evolución temporal:

Tabla 4. 1. Principales magnitudes relativas a Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Nº de empleados	13.342	14.220	14.685	17.000	14.500
Cifra de ventas (miles de €)	1.591.523 €	1.853.253 €	1.871.731 €	1.661.607 €	1.740.192 €
Volumen de activos (miles de €)	1.714.530 €	1.679.709 €	1.639.809 €	1.615.484 €	2.840.779 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Respecto de la titularidad de la compañía cabe señalar que a finales de 2018 la empresa contaba con un capital social de 70.663.000 €, que en abril de 2019 pasó a ser propiedad del fondo de inversión norteamericano Blackstone prácticamente en su totalidad, quedando únicamente excluida del acuerdo la filial Argentina de la compañía. Y pese a la no existencia de confirmación por parte de los actuales propietarios de la compañía, fuentes financieras aseguran que el actual plan estratégico de la compañía (que es evaluado anualmente y tiene como horizonte temporal 2022), podría desembocar en una salida a bolsa por parte de la misma.

4.1.2. Historia

La compañía Cirsa fue originalmente fundada en Tarrasa en el año 1978 por Manuel Lao Hernández, con el objetivo en aquel entonces de administrar el negocio de las máquinas recreativas de tipo B en hoteles, restaurantes y cafés.

Así, tan solo un año más tarde, la compañía realizó una ampliación horizontal de negocio, involucrándose en el diseño y fabricación de máquinas de tipo B para el mercado español, y logrando en el margen de un año encumbrarse como líder tanto a nivel de fabricación como en el ámbito operacional. Para posteriormente, en 1985 y 1989, optar por una estrategia de diversificación que le llevó a ampliar su actividad mediante la apertura de casinos y bingos respectivamente.

Tras ello (en 1990), la compañía comenzó su expansión a nivel internacional, adquiriendo un casino en República Dominicana; para posteriormente continuar su expansión a Latinoamérica implantándose así mismo en Panamá y Argentina (en 1999), México (en 2005), Colombia (en 2010), Perú (en 2014) y Costa Rica (en 2015). Logrando implantarse exitosamente así mismo en Italia (en 2014) y Marruecos (en 2011).

Pero no acabó ahí la andadura internacional de la compañía, y en 1996 esta obtuvo homologación en EE.UU., expandiendo su negocio a la modalidad de comercialización de máquinas para casinos, con lo que se convirtió a su vez en la primera firma española introducida mercado norteamericano.

Así mismo debemos reconocer a nivel histórico la capacidad innovadora de la compañía, que en 2003 se convirtió en la primera ajena al sector de las telecomunicaciones en lanzar con éxito una emisión de bonos, a través de dos emisiones sucesivas con un valor conjunto de 210 millones de euros. Emisiones a las que ha recurrido a lo largo de su andadura de forma recurrente, habiéndose realizado por su

parte otra emisión de bonos valorada en 450 millones de euros en 2006 y en 2015 una nueva emisión por valor de 500 millones de euros.

Igualmente, entre 2003 y 2006 la compañía desarrolló una *join venture* junto a la británica Ladbrokes, empresa líder en apuestas deportivas dentro del mercado europeo. Resultando de ello una nueva compañía (Sportium) que llegaría en 2014 a convertirse en la Casa de Apuestas oficial de la entonces Liga BBVA y Liga Adelante, además de en 2015 encumbrarse como la mayor Casa de Apuestas a nivel nacional (situándose por encima de los 1.500 puntos de venta).

Por otra parte la compañía, en el año 2012, fue la primera compañía en desarrollar el juego online legal en nuestro país; a través de las modalidades de apuestas, casino, póker y bingo.

En 2018 Manuel Lao Hernández llegó a un acuerdo para transferir la titularidad de la compañía a fondos americanos de capital privado administrados por Blackstone, operación que no incluyó el negocio de Argentina, que se mantuvo en manos de la familia Lao.

Finalmente, en 2019, Cirsa en su búsqueda de la expansión ha adquirido el 50% de Sportium que no controlaba, dando así por finalizada la *join venture* emprendida junto a Ladbrokes, por un monto de 70 millones de euros.

4.2. Análisis de estados contables

El análisis que a lo largo del presente trabajo se pretende desarrollar se centrará en el balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de efectivo y estado total de cambios en el Patrimonio Neto de la compañía Cirsa para el periodo comprendido entre 2014 y 2018, y basándose en los datos adjuntados en el Anexo II.

Así y como queda especificado en el índice principal, se emplearán tres tipos diferentes de análisis: análisis mediante porcentajes verticales y horizontales y análisis de rentabilidades tanto económicas como financieras.

4.2.1. Análisis mediante porcentajes

4.2.1.1. Análisis mediante porcentajes verticales

Procederemos a continuación a analizar el peso de las diversas partidas del balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de efectivo y estado total de cambios en el Patrimonio Neto con respecto del valor total de la compañía. Análisis que se desarrollará recurriendo al método de porcentajes verticales estáticos, y para el periodo comprendido entre 2014 y 2018.

Tabla 4. 2. Porcentajes verticales del Activo de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	80,27%	77,37%	72,28%	71,23%	89,17%
I. Inmovilizado intangible	31,39%	31,04%	29,01%	30,46%	72,93%
II. Inmovilizado material	33,71%	29,86%	28,31%	26,68%	10,47%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	4,08%	4,51%	3,45%	3,58%	2,78%
V. Inversiones financieras a largo plazo	6,10%	6,56%	6,89%	7,01%	1,39%
VI. Activos por impuestos diferidos	4,98%	5,40%	4,62%	3,50%	1,60%
B) ACTIVO CORRIENTE	19,73%	22,63%	27,72%	28,77%	10,83%
I. Existencias	0,75%	0,85%	0,93%	1,10%	0,63%
II. Deudores comerciales	10,70%	10,79%	11,48%	11,49%	3,96%
IV. Inversiones financieras a corto plazo	3,12%	3,64%	4,24%	2,01%	0,52%
VI. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5,15%	7,35%	11,07%	14,16%	5,71%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Examinando los porcentajes verticales del activo podemos observar en primer lugar como el activo no corriente tiene una amplia importancia a nivel porcentual sobre el total del activo, llegando a alcanzar casi un 90% del mismo al final del periodo estudiado. Esto podemos señalar se debe a la naturaleza de la compañía, perteneciente al sector terciario o sector servicios y que por tanto requiere una gran inversión en inmovilizado para la prestación de los mismos. Así, dentro de dicho activo no corriente tienen especial relevancia las partidas de inmovilizado intangible e inmovilizado material, que en 2018 supusieron un 72,93% y un 10,47% del total del activo.

Dentro de la partida de inmovilizado intangible, partida de mayor peso sobre el total del activo de la compañía, podríamos distinguir entre fondo de comercio y otros inmovilizados intangible. Pues bien, analizando ambos pormenorizadamente cabe atribuir el sustancial incremento experimentado por dicha partida entre 2017 y 2018 por causas que detallaremos más adelante en el apartado relativo a los porcentajes horizontales del activo de la compañía, a la adquisición de la compañía por parte del fondo de inversión norteamericano Blackstone. Además, dentro de la partida correspondiente a otros activos intangibles, cabría reseñar la importancia de los derechos de instalación propiedad de la empresa para el establecimiento de sus máquinas recreativas en diversos salones propiedad de terceros, que en 2018 supusieron un 95,37% del valor total de dicha partida.

Respecto del inmovilizado material de la compañía, sus principales partidas serían las conformadas por locales y maquinaria (correspondientes a los locales de apuestas, casinos y máquinas recreativas empleados en el ejercicio de su actividad).

Con respecto a del activo corriente, cabe señalar pese a su escasa relevancia porcentual para la compañía (un 10,83% del total del activo en 2018), la relevancia de una de las partidas que el mismo engloba, la correspondiente a deudores comerciales. Dentro de esta cobran especial protagonismo los derechos de cobro y otros derechos de crédito, pese a que las pérdidas por deterioro de dichos derechos de cobro hacen mella minorando la citada partida en hasta un 30%.

Tabla 4. 3. Porcentajes verticales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	6,98%	2,62%	0,72%	0,80%	23,47%
A-1) Fondos propios	19,29%	18,55%	19,45%	23,25%	23,51%
I. Capital	1,43%	1,46%	1,50%	1,52%	2,49%
II. Prima de emisión	0,55%	0,57%	0,58%	0,59%	22,39%
III. Reservas	-0,51%	2,78%	1,88%	2,12%	4,40%
IV. Acciones y participaciones en patrimonio propias	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	0,00%
VII. Resultado de ejercicio	3,26%	-0,94%	0,20%	4,38%	-10,00%
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	14,56%	14,70%	15,30%	14,65%	4,23%
A-2) Ajustes por cambio de valor	-12,31%	-15,94%	-18,73%	-22,45%	-0,04%
B) PASIVO NO CORRIENTE	71,40%	73,82%	75,38%	73,02%	67,15%
I. Provisiones a largo plazo	1,14%	1,72%	1,40%	1,14%	0,43%
II. Deudas a largo plazo	60,67%	63,39%	66,01%	64,38%	56,54%
1. Deudas con entidades de crédito	6,38%	5,74%	4,78%	2,35%	1,83%
2. Acreedores por arrendamiento financiero	51,98%	55,38%	57,04%	58,10%	53,58%
3. Otras deudas a largo plazo	2,31%	2,28%	4,19%	3,94%	1,13%
IV. Pasivos por impuesto diferido	9,58%	8,71%	7,97%	7,50%	10,19%
C) PASIVO CORRIENTE	21,63%	23,56%	23,89%	26,18%	9,38%
II. Deudas a corto plazo	12,22%	13,65%	14,81%	17,51%	7,42%

1. Deudas con entidades de crédito	2,87%	2,68%	3,01%	4,29%	1,19%
2. Acreedores por arrendamiento financiero	0,35%	0,32%	0,28%	0,29%	0,10%
3. Otras deudas a corto plazo	9,00%	10,65%	11,51%	12,93%	6,12%
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	9,40%	9,91%	9,09%	8,67%	1,96%
1. Proveedores	7,88%	8,21%	8,26%	7,72%	1,51%
2. Otros acreedores	1,53%	1,71%	0,83%	0,95%	0,46%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Por su parte, como muestra la tabla elaborada de porcentajes verticales de Pasivo y Patrimonio Neto, es reseñable de entre las partidas que estos conforman la de pasivo no corriente, y más concretamente las deudas a largo plazo por arrendamiento financiero (que en 2018 supusieron el 53,58% del total de Pasivo y Patrimonio Neto). Estas derivan de las sucesivas emisiones de bonos realizadas por la empresa a modo de obtener financiación, ya que como señalaremos más adelante esta es esta la principal forma de financiación empleada por la compañía.

Es así mismo reseñable la pérdida del protagonismo del pasivo corriente a lo largo de los ejercicios considerados, en la cual ahondaremos a la hora de realizar el análisis de los porcentajes verticales del Pasivo. Atendiendo igualmente más adelante a las ya observables ganancias de protagonismo del Patrimonio Neto, partida que inicialmente no era especialmente relevante (suponiendo en 2017 menos de un 1% del total de Pasivo y Patrimonio Neto), pero que tras la ampliación de capital llevada a cabo en julio de 2018 alcanza más de un 20% del total de la cifra de Pasivo y Patrimonio Neto.

Tabla 4. 4. Porcentajes verticales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de explotación	121,27%	118,42%	120,53%	125,27%	124,17%
Otros ingresos	8,61%	8,92%	8,52%	9,37%	9,73%
Premios de bingo	-12,29%	-11,47%	-12,99%	-15,61%	-15,44%
Total ingresos de explotación	117,59%	115,88%	116,05%	119,03%	118,45%
Renta variable	-17,59%	-15,88%	-16,05%	-19,03%	-18,45%
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
4. Aprovisionamientos	-22,83%	-22,65%	-21,88%	-23,27%	-23,68%
6. Gastos de personal	-18,18%	-18,50%	-18,04%	-16,34%	-19,18%
7. Otros gastos de explotación	-34,75%	-35,09%	-35,38%	-35,26%	-34,79%
8. Amortización del inmovilizado	-14,30%	-12,58%	-12,20%	-12,64%	-13,09%
10. Excesos de provisiones	-0,46%	-0,17%	-1,98%	-0,20%	-0,22%
11. Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	6,04%	-0,60%	0,01%	-0,36%	0,58%
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11)	15,53%	10,40%	10,53%	11,93%	9,61%
12. Ingresos financieros	1,08%	0,89%	0,54%	0,29%	0,15%
13. Gastos financieros	-7,33%	-7,84%	-6,05%	-4,88%	-9,29%

14. Variación del valor razonable en instrumentos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
15. Diferencias de cambio	-0,95%	-0,24%	-0,09%	-0,09%	-0,78%
16. Beneficios/pérdidas por inversión en empresas asociadas	-0,11%	0,33%	-0,24%	-0,01%	0,31%
B) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)	-7,51%	-6,88%	-5,83%	-4,69%	-9,61%
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A+B)	8,02%	3,53%	4,70%	7,24%	0,00%
17. Impuesto sobre beneficios	-2,37%	-2,79%	-3,24%	-2,80%	-1,93%
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (C+17)	5,65%	0,73%	1,46%	4,44%	-1,93%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Por otra parte, respecto de los porcentajes verticales de la cuenta de pérdidas y ganancias, cabría señalar como partida de gasto más relevante la denominada como otros gastos de explotación, debiéndose esto a los tributos sobre el juego a los que tiene que hacer frente la compañía en el desarrollo de su actividad, los cuales en 2018 superaron los 500 millones de euros. Por otra parte son igualmente relevantes el gasto en aprovisionamientos y personal en que incurre la compañía, los cuales de forma conjunta en 2018 superaron en 40% del total de la cifra de negocios facturada por la compañía. Además, la relevancia del inmovilizado de la compañía ya señalada a la hora de realizar el análisis de sus activos, queda patente de nuevo en la cuenta de pérdidas y ganancias a través de la partida de amortización, que gira a lo largo de todos los ejercicios considerados en torno al 13% de la cifra de negocios de la compañía.

Así, salvo en el primero de los ejercicios considerados, los resultados de explotación suelen suponer en torno a un 10% de la cifra de negocios, es decir, el 90% de lo recaudado por la empresa durante su ciclo de explotación va destinado a hacer frente a gastos de explotación.

Igualmente, cabría señalar la relevancia de la partida de resultado financiero como minorador del resultado de explotación de la compañía, debiéndose el perpetuo carácter minorador de esta partida principalmente a los gastos financieros en que incurre la empresa, mayoritariamente a la hora de hacer frente al pago de los cupones relativos a los bonos emitidos como forma de financiación. Esto en el último de los ejercicios llevó a la compañía a incurrir en pérdidas superiores a los 20 millones de euros.

Tabla 4. 5. Porcentajes verticales del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
I. Total de ingresos y gastos reconocidos	24,65%	137,88%	221,25%	344,32%	4,02%
II. Operaciones con socios o propietarios					
Aumentos de capital	153,90%	19,31%	141,30%	8,63%	0,00%
Reducciones de capital	2,66%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Incremento/reducción del patrimonio neto resultante de una combinación de negocios	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	99,92%
Otras operaciones con socios o	-32,86%	-2,79%	0,00%	0,00%	0,00%

propietarios					
Dividendos pagados	-21,90%	-54,40%	-262,56%	-252,95%	-3,94%
Saldo final del año	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

En cuarto lugar, y en referencia al estado de cambios en el patrimonio neto de la compañía, cabe especialmente señalar como los porcentajes verticales relativos a las diversas partidas con altamente cambiantes respecto de su relevancia porcentual sobre el saldo total. Sin embargo, y en líneas generales, las partidas más relevantes serían la de total de ingresos y gastos reconocidos y la de dividendos pagados (partida minoradora con especial relevancia en los ejercicios 2016 y 2017, en concordancia con la importancia porcentual del total de ingresos y gastos reconocidos en esos mismos ejercicios).

Por otra parte contaría con una especial relevancia a nivel porcentual la partida relativa a aumentos de capital en los ejercicios 2014 y 2016, derivados de incrementos en la partida de intereses minoritarios (que en el caso de la presente compañía se encuentra conformada por participación en casinos, locales de apuestas, bingos y máquinas tipo B) a causa de la adquisición de nuevas compañías.

Así sería igualmente relevante el surgimiento de la partida relativa a incrementos del Patrimonio Neto resultante de una combinación de negocios, partida que surge a raíz de la ampliación de capital y prima de emisión acaecida en 2018 con motivo del cambio en la titularidad de la compañía.

Tabla 4. 6. Porcentajes verticales del estado de flujos de efectivo de Cirsá 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de efectivo por actividades de explotación	724,62%	946,22%	553,51%	2037,75 %	- 611,56%
Flujos de efectivo por actividades de inversión	-546,40%	-475,86%	-255,89%	- 1200,84 %	401,57%
Flujos de efectivo por actividades de financiación	-111,29%	-370,36%	-197,62%	-736,85%	309,98%
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-7,15%	-2,13%	-2,31%	-26,01%	6,12%
Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Finalmente, respecto del estado de flujos de efectivo de la compañía sería especialmente relevante hacer referencia en lo relativo a sus porcentajes verticales a la importancia de los flujos de efectivo por actividades de inversión y financiación, partidas minoradoras de los flujos de efectivo generados por las actividades de explotación (dada la estructura de financiación de la compañía), sin embargo, dicha tendencia se invirtió para el último de los ejercicios, pasado las dos primeras magnitudes citadas a ser positivas y la relativa a actividades de explotación a ser negativa, a causa principalmente del hecho de que dicho ejercicio el resultado de los flujos totales de efectivo fue negativo.

Por otra parte, los efectos de las variaciones de los tipos de cambio carecen apenas de influencia, salvo en el ejercicio 2017, sin embargo no sería especialmente relevante ya

que su influencia negativa es fácilmente subsanable mediante la contratación de seguros de cambio.

4.2.1.2. Análisis mediante porcentajes horizontales

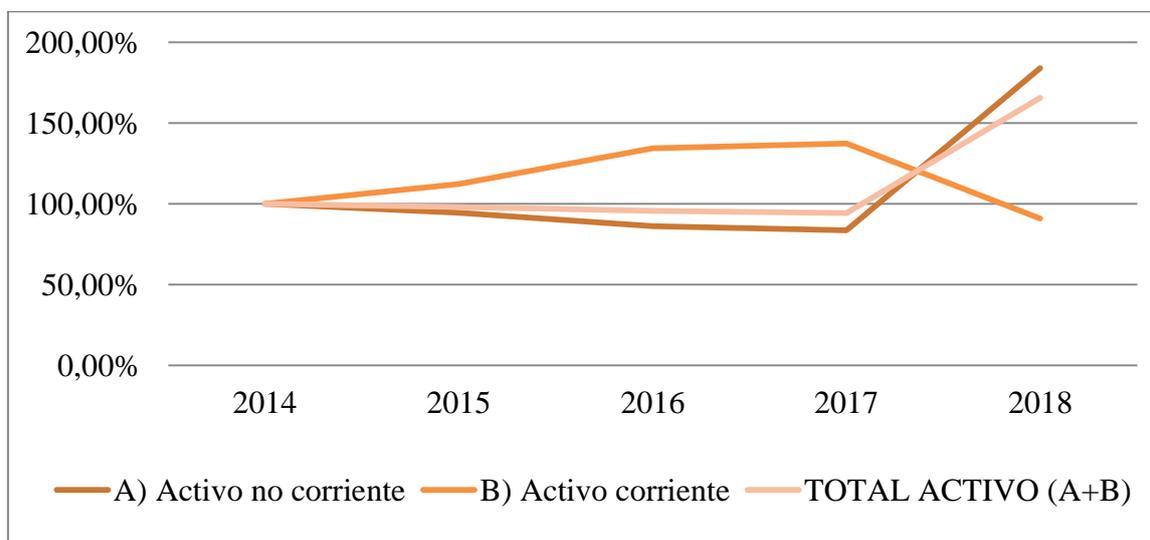
Así sería igualmente relevante analizar la evolución temporal de determinadas partidas contables a lo largo del tiempo. Es por ello que a continuación procederemos a examinar los porcentajes horizontales calculados de balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de efectivo y estado total de cambios en el Patrimonio Neto. Cabiendo señalar respecto del cálculo de los mismos que para su realización se ha tomado como año de referencia en todos los casos el año inicial del periodo analizado (2014).

Tabla 4. 7. Porcentajes horizontales del Activo de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	100,00%	94,43%	86,12%	83,61%	184,07%
I. Inmovilizado intangible	100,00%	96,87%	88,38%	91,43%	385,0%
II. Inmovilizado material	100,00%	86,77%	80,31%	74,57%	51,5%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	100,00%	108,28%	80,80%	82,69%	113,0%
V. Inversiones financieras a largo plazo	100,00%	105,37%	108,04%	108,21%	37,7%
VI. Activos por impuestos diferidos	100,00%	106,17%	88,74%	66,20%	53,4%
B) ACTIVO CORRIENTE	100,00%	112,36%	134,37%	137,38%	90,9%
I. Existencias	100,00%	110,06%	118,39%	137,21%	138,4%
II. Deudores comerciales	100,00%	98,77%	102,55%	101,20%	61,3%
IV. Inversiones financieras a corto plazo	100,00%	114,28%	130,06%	60,82%	27,8%
VI. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	100,00%	139,76%	205,39%	258,93%	183,6%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	97,97%	95,64%	94,22%	165,7%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Gráfico 4. 2. Porcentajes horizontales del Activo de Cirsa 2014-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Como bien muestran la tabla y gráfico adjuntos, podemos señalar en primer lugar un ligero descenso del total del activo en el periodo 2014-2017, tendencia que se invirtió en el ejercicio 2018, dándose un incremento del activo total de un 65,7% respecto del primero de los ejercicios considerados.

Así mismo percibimos una pérdida de peso del activo no corriente frente al corriente a lo largo de los ejercicios considerados, tendencia que se invierte para el último de dichos ejercicios a causa, al igual que en el caso del incremento efectuado por el total del activo, de la adquisición de la empresa por parte de Blackstone. Así la compañía logró a su vez ampliar considerablemente su fondo de comercio, como podemos observar en el astronómico incremento de la partida de activos intangibles (incremento de un 385% con respecto al primero de los ejercicios considerados).

Igualmente cabría recalcar un incremento más que considerable a lo largo de los ejercicios considerados de las partidas de existencias y efectivo y otros activos líquidos (partida que contó con una especial relevancia en el periodo 2016-2017), en detrimento de las partidas relativas a inversiones a corto plazo (partida que sufre durante el periodo considerado una disminución del 72,2%) y deudores comerciales, partidas cuya liquidación ha propiciado el incremento de las anteriormente citadas.

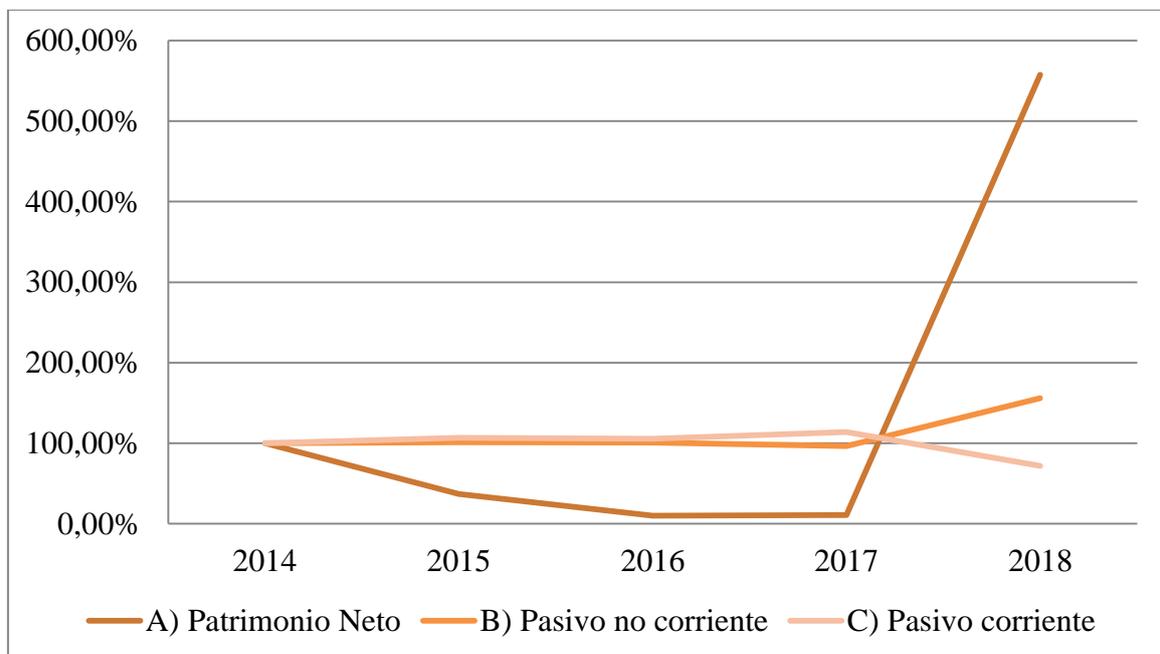
Tabla 4. 8. Porcentajes horizontales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	100,00%	36,77%	9,89%	10,82%	557,4%
A-1) Fondos propios	100,00%	94,23%	96,46%	113,56%	202,0%
I. Capital	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	287,5%
II. Prima de emisión	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	6694,1%
III. Reservas	100,00%	-537,36%	-356,19%	-393,80%	-1441,6%
IV. Acciones y participaciones en patrimonio propias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,0%
VII. Resultado de ejercicio	100,00%	-28,11%	5,84%	126,64%	-507,8%
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	100,00%	98,90%	100,54%	94,82%	48,2%
A-2) Ajustes por cambio de valor	100,00%	126,79%	145,50%	171,77%	0,6%
B) PASIVO NO CORRIENTE	100,00%	101,30%	100,98%	96,37%	155,8%
I. Provisiones a largo plazo	100,00%	146,94%	117,33%	93,72%	61,6%
II. Deudas a largo plazo	100,00%	102,37%	104,06%	99,98%	154,4%
1. Deudas con entidades de crédito	100,00%	88,09%	71,64%	34,67%	47,6%
2. Acreedores por arrendamiento financiero	100,00%	104,38%	104,96%	105,31%	170,8%
3. Otras deudas a largo plazo	100,00%	96,60%	173,47%	160,48%	80,7%
IV. Pasivos por impuesto diferido	100,00%	89,06%	79,53%	73,79%	176,2%

C) PASIVO CORRIENTE	100,00%	106,73%	105,67%	114,05%	71,9%
II. Deudas a corto plazo	100,00%	109,36%	115,83%	134,93%	100,5%
1. Deudas con entidades de crédito	100,00%	91,40%	100,16%	140,65%	68,9%
2. Acreedores por arrendamiento financiero	100,00%	87,94%	77,11%	76,48%	48,9%
3. Otras deudas a corto plazo	100,00%	115,93%	122,35%	135,39%	112,6%
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	100,00%	103,30%	92,46%	86,90%	34,6%
1. Proveedores	100,00%	102,09%	100,26%	92,39%	31,7%
2. Otros acreedores	100,00%	109,59%	52,19%	58,55%	49,9%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	97,97%	95,64%	94,22%	165,7%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Gráfico 4. 3. Porcentajes horizontales de Pasivo y Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Sería un dato especialmente reseñable, según muestran la tabla y gráfico adjuntos anteriormente, la pérdida del protagonismo sufrida por el pasivo corriente a lo largo de los ejercicios considerados, como bien muestra el gráfico adjunto, esta se corresponde a un incremento en similar cuantía del pasivo no corriente, por lo que se debe a una mera renegociación de la deuda, pasando la deuda a corto plazo a ser pagadera a largo plazo.

Así mismo cabría atender a la más que significativa ganancia de protagonismo del Patrimonio Neto, partida que inicialmente no era especialmente relevante, esta sería por un lado achacable al aumento sufrido por el capital de la compañía, así como al astronómico incremento de la prima de emisión de las acciones de la compañía, de más

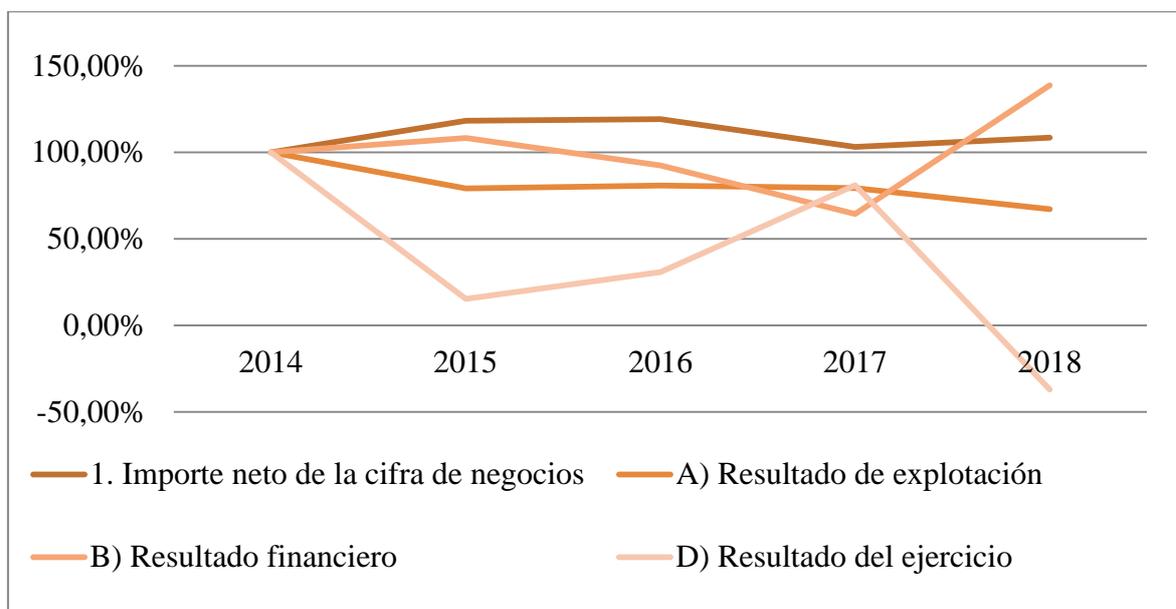
de un 6600% en tan solo un ejercicio, a causa del cambio en la titularidad de la compañía (venta de la compañía en favor del fondo de inversión Blackstone).

Tabla 4. 9. Porcentajes horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de explotación	100,00%	115,39%	118,44%	106,54%	111,14%
Otros ingresos	100,00%	122,43%	117,81%	112,20%	122,61%
Premios de bingo	100,00%	110,28%	125,95%	130,95%	136,36%
Total ingresos de explotación	100,00%	116,45%	117,61%	104,40%	109,34%
Renta variable	100,00%	106,64%	108,75%	111,58%	113,85%
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	118,17%	119,16%	103,14%	108,55%
4. Aprovisionamientos	100,00%	117,25%	114,24%	105,12%	112,62%
6. Gastos de personal	100,00%	120,27%	118,28%	92,71%	114,55%
7. Otros gastos de explotación	100,00%	119,32%	121,31%	104,65%	108,65%
8. Amortización del inmovilizado	100,00%	103,97%	101,69%	91,21%	99,38%
10. Excesos de provisiones	100,00%	44,75%	515,12%	44,57%	52,49%
11. Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	100,00%	-11,75%	0,25%	-6,14%	10,38%
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11)	100,00%	79,18%	80,78%	79,24%	67,17%
12. Ingresos financieros	100,00%	97,63%	59,85%	27,50%	15,42%
13. Gastos financieros	100,00%	126,41%	98,27%	68,63%	137,53%
14. Variación del valor razonable en instrumentos financieros	100,00%	15,89%	-6,91%	0,00%	-0,11%
15. Diferencias de cambio	100,00%	29,35%	11,92%	9,94%	89,76%
16. Beneficios/pérdidas por inversión en empresas asociadas	100,00%	-354,50%	256,09%	5,96%	-303,18%
B) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)	100,00%	108,22%	92,45%	64,38%	138,83%
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A+B)	100,00%	51,96%	69,85%	93,16%	0,03%
17. Impuesto sobre beneficios	100,00%	139,41%	163,12%	122,18%	88,58%
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (C+17)	100,00%	15,32%	30,78%	81,00%	-37,07%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Gráfico 4. 4. Porcentajes horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

El resultado del ejercicio sufrió una gran caída en el periodo 2014-2015 (de en torno a un 85%), de la cual se fue paulatinamente recuperando en ejercicios posteriores (coincidiendo con descensos en la partida de gastos financieros de la compañía, partida como ya hemos visto con una gran importancia a nivel porcentual), hasta en 2018 sufrir dicha magnitud de nuevo un catastrófico desplome que llevó a la compañía a incurrir en pérdidas. Este último desplome es en parte achacable al aumento de las partidas de gastos con mayor peso para la compañía (como son personal, aprovisionamientos y otros gastos de explotación, como ya hemos señalado con anterioridad), así como al incremento sufrido por la partida de gastos financieros, en medida mucho mayor a la leve subida percibida a lo largo de los ejercicios considerados por la partida relativa a ingresos de explotación.

Así, la cifra de negocios ha ido aumentando con el paso de los años, pero en menor medida que el resultado antes de impuestos, lo cual se explica en gran medida a través de la evolución de los resultados de explotación, que se han visto minorados de manera relevante, acabando en 2018 con una disminución de más del 30% respecto a 2014, a causa del incremento en las partidas de gastos ya señaladas. De esta forma, los costes de aprovisionamiento han ido aumentando hasta tener en 2018 un aumento de 12%. Por otro lado los gastos de personal y de explotación también han aumentado respecto del año de origen en un 14% y 8% respectivamente, lo cual dada la relevancia de dichas partidas de gastos para la empresa se traduce un significativo aumento de los gastos de explotación en general. El gasto de amortización, sin embargo, ha disminuido a lo largo de los ejercicios considerados, a la par que lo ha hecho el inmovilizado material de la compañía.

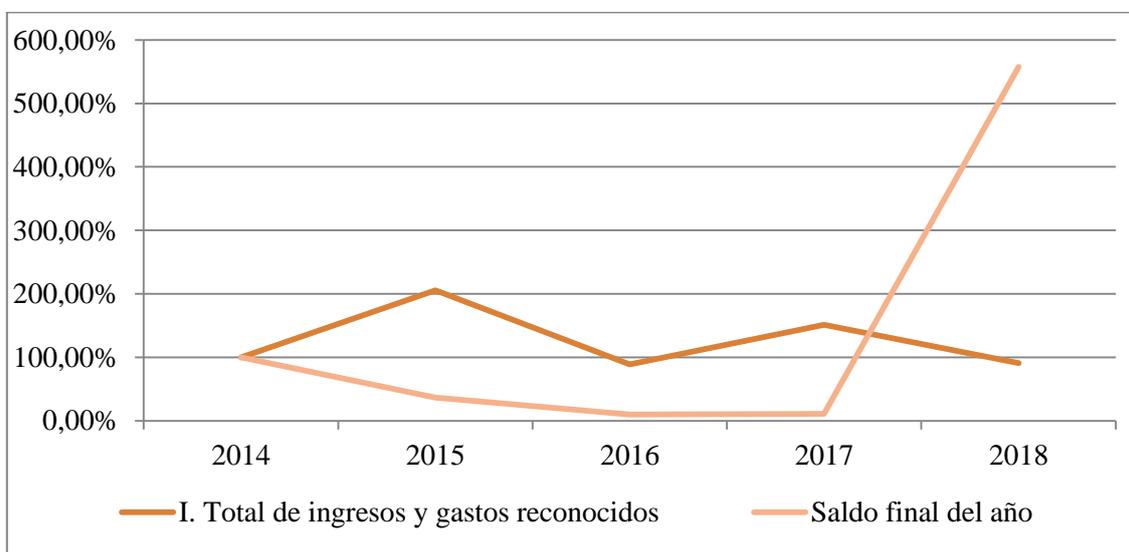
Tabla 4. 10. Porcentajes horizontales del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
I. Total de ingresos y gastos	100,00%	205,66%	88,79%	151,11%	90,90%

reconocidos					
II. Operaciones con socios o propietarios					
Aumentos de capital	100,00%	4,61%	9,08%	0,61%	0,00%
Reducciones de capital	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Incremento/reducción del patrimonio neto resultante de una combinación de negocios					100,00%
Otras operaciones con socios o propietarios	100,00%	3,12%	0,00%	0,00%	0,00%
Dividendos pagados	100,00%	91,33%	118,58%	124,94%	100,15%
Saldo final del año	100,00%	36,77%	9,89%	10,82%	557,41%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Gráfico 4. 5. Evolución temporal del total de ingresos reconocidos y el saldo del estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Respecto de los porcentajes horizontales del estado de cambios en el patrimonio neto de Cirsa cabe en primer lugar señalar los aumentos experimentados por el total de ingresos y gastos de la compañía en los años 2015 y 2017, los cuales podemos achacar a resultados pendientes de aplicación del ejercicio anterior.

Por otra parte cabe referirnos a la aparición en el último de los ejercicios analizados de la partida relativa a incrementos del Patrimonio Neto resultantes de una combinación de negocios, la cual es achacable al cambio experimentado en la titularidad de la compañía tras la compra de esta por parte del fondo Blackstone, que ha propiciado un saldo final del ejercicio de un 557,41%. Lo cual no es sino otro indicador de la poca estabilidad del saldo del estado de cambios en el Patrimonio Neto de la empresa, que como bien muestran la tabla y gráficos adjuntos sufre a lo largo del periodo considerado caídas de hasta un 90% a la par que incrementos de hasta un 457%.

Así mismo son reseñables las oscilaciones mínimas experimentadas por los dividendos a lo largo del periodo considerado pese a la disparidad en los beneficios de la empresa a

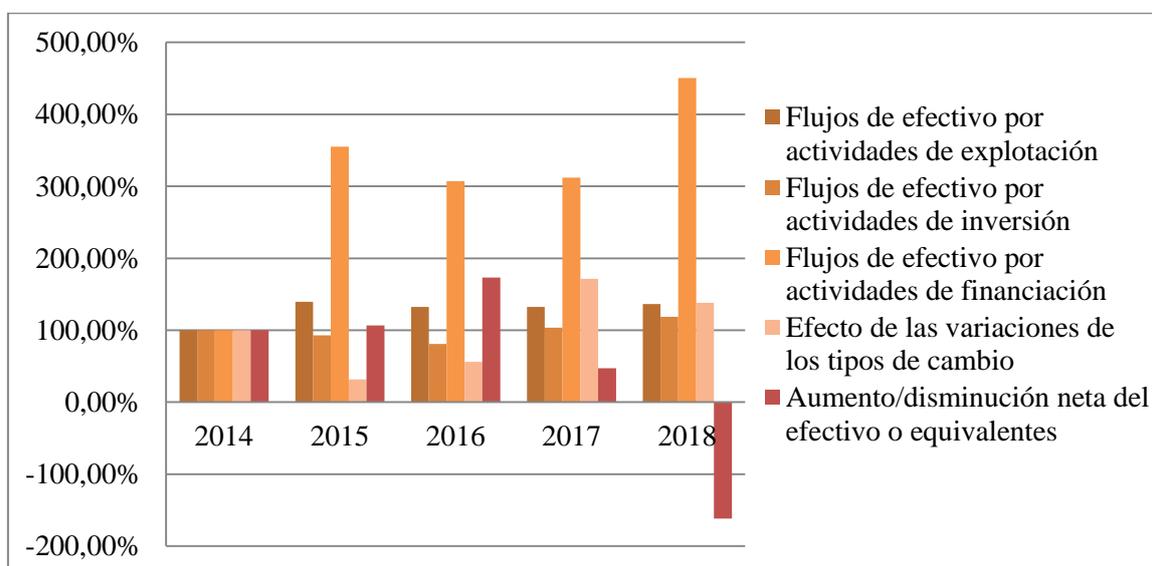
lo largo de los mismos, lo cual es indicio de una estabilidad en los dividendos anuales que los desvincula del propio resultado empresarial.

Tabla 4. 11. Porcentajes horizontales del estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de efectivo por actividades de explotación	100,00%	139,40%	132,23%	132,57%	136,44%
Flujos de efectivo por actividades de inversión	100,00%	92,97%	81,07%	103,60%	118,82%
Flujos de efectivo por actividades de financiación	100,00%	355,25%	307,39%	312,11%	450,30%
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	100,00%	31,83%	55,98%	171,41%	138,30%
Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes	100,00%	106,75%	173,11%	47,14%	-161,67%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Gráfico 4. 6. Porcentajes horizontales del estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018



Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Finalmente y en referencia a la evolución temporal del estado de flujos de efectivo, y según muestran la tabla y gráfico previamente adjuntos, podemos señalar una cierta constancia en los flujos de efectivo por actividades de explotación, estabilidad también aplicable a los flujos de efectivo por actividades de inversión. Sin embargo, los flujos de efectivo por actividades de financiación en el caso de Cirsa son altamente fluctuantes, debido en gran medida a la emisión de elementos de patrimonio tales como bonos (como fuente de financiación por parte de la compañía). Así, el tremendo incremento experimentado por esta partida a lo largo del tiempo, y especialmente en el último de los ejercicios considerados (incremento de un 350% respecto de 2014), y el carácter minorador del mismo ha llevado a una disminución neto del efectivo y equivalente en 2018 de un 61,67% respecto del primero de los ejercicios considerados.

4.2.2. Análisis mediante rentabilidades

A continuación procederemos a evaluar la capacidad de la empresa para la generación de beneficios, capacidad que evaluaremos mediante el cálculo del cociente entre resultados obtenidos y nivel de inversión.

4.2.2.1. Análisis de la rentabilidad económica

Así procedemos en primer lugar a evaluar la rentabilidad de los activos de la compañía, independientemente de la financiación o coste de los mismos.

Para ello emplearemos la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad económica (ROIC)} = \frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Activo Total}}$$

Obteniéndose de la aplicación de dicha fórmula a los datos obtenidos los siguientes resultados:

Tabla 4. 12. Rentabilidad Económica de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado antes de intereses e impuestos (miles de €)	108.508 €	56.378 €	75.794 €	101.084 €	44.779 €
Activo Total (miles de €)	1.714.530 €	1.679.709 €	1.639.809 €	1.615.484 €	2.840.779 €
Rentabilidad económica	6,33%	3,36%	4,62%	6,26%	1,58%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Como se desprende de los resultados adjuntos, la rentabilidad económica de la compañía sufrió un notable descenso en el ejercicio 2015, descenso del que paulatinamente se fue recuperando hasta en 2017 alcanzar una rentabilidad económica similar a la inicial, pero que en el lapso de un ejercicio se desplomó hasta en un 74,76%. Este último descenso encuentra su razón de ser en el significativo crecimiento experimentado por el activo a causa del cambio en la titularidad de la compañía, así como a los malos resultados de la compañía debidos en gran medida al exorbitante aumento de los gastos financieros de la misma.

Para efectuar un análisis pormenorizado, cabría la posibilidad de descomponer la rentabilidad calculada anteriormente, permitiéndonos así diferenciar entre margen de ventas y rotación de los activos, ya que la fórmula para el cálculo de la rentabilidad económica podría expresarse así mismo como:

$$\text{Rentabilidad económica (ROIC)} = \text{Margen sobre ventas} \times \text{Rotación de activos}$$

Para calcular estas nuevas magnitudes nos valdremos de la aplicación de las siguientes fórmulas:

$$\text{Margen sobre ventas (ROS)} = \frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Ventas netas}}$$

$$\text{Rotación de activos}(CT) = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$$

Así el margen sobre ventas expresará la proporción de ganancias obtenidas por cada euro facturado, mientras que la rotación de activos expresa la proporción entre el importe de ventas y los activos empleados para la generación de las mismas.

De la aplicación de estas fórmulas obtenemos los siguientes resultados:

Tabla 4. 13. Margen sobre ventas y rotación de activos de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Margen de ventas	8,02%	3,53%	4,70%	7,24%	3,05%
Rotación de activos	78,94%	95,22%	98,35%	86,41%	51,72%
Rentabilidad económica	6,33%	3,36%	4,62%	6,26%	1,58%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Como podemos extraer de la desintegración por partidas de la rentabilidad económica de la compañía, esta trabaja con un margen significativamente menor a los iniciales en el último de los ejercicios considerados, así como en el ejercicio 2015, coincidiendo con los principales descensos porcentuales en la rentabilidad económica de la compañía. Además cabría referirnos a la elevada cifra de rotación de activos, que predomina sobre el margen de ventas, y que en los últimos ejercicios ha venido minorándose (en concreto en un 34,65% respecto del primero de los ejercicios considerados), a causa no de un descenso en la cifra de ventas, sino de un aumento del total del activo derivado del cambio en la titularidad de la compañía.

4.2.2.2. Análisis de la rentabilidad financiera

Con esto pasaremos a analizar la rentabilidad financiera de la compañía, es decir, la rentabilidad que obtienen los propietarios de la misma obtienen por la inversión en esta realizada. El cálculo de la misma atiende a la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad financiera (ROE)} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Patrimonio Neto Medio}}$$

Tabla 4. 14. Rentabilidad Financiera de Cirsa 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilidad financiera	303,28%	14,55%	36,32%	91,01%	-3,41%
Beneficio Neto	76.473 €	11.719 €	23.538 €	61.945 €	- 28.345 €
Patrimonio Neto Medio	25.215 €	80.525 €	64.803 €	68.067 €	831.706 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Según queda reflejado en la tabla de resultados, los ejercicios 2014 y 2018 se caracterizaron por la obtención por parte de la compañía de rentabilidades financieras especialmente altas, de un 303% y 91% respectivamente, coincidiendo temporalmente

con aquellos ejercicios en que mejores resultados finales de ejercicio generó la compañía.

La rentabilidad financiera de la compañía en líneas generales es bastante buena, con la salvedad de la generada en el ejercicio 2018, año en que la relación entre beneficio neto y Patrimonio Neto pasó a ser negativa, a consecuencia tanto de los resultados de ejercicio negativos generados por la empresa como del aumento experimentado por el Patrimonio Neto de la compañía derivado del cambio en la titularidad de la misma.

Finalmente cabría recalcar el hecho de que en el ejercicio 2015 la rentabilidad obtenida, pese a ser positiva, fue especialmente baja en relación con el resto de ejercicios considerados, a causa del aumento de más de un 219% experimentado por el Patrimonio Neto Medio respecto de la misma magnitud en el ejercicio anterior.

4.3. Situación actual de la compañía

Por otra parte, y a modo de cierre del análisis efectuado respecto de Cirsa como ejemplo de éxito cabría ahondar en la situación de la compañía a día de hoy.

Así cabría atender especialmente al efecto de la pandemia en la compañía, efecto eminentemente negativo, ya que ha supuesto una reducción de un 14,1% del beneficio operativo de la compañía en el primer trimestre de este año con respecto de las predicciones efectuadas a causa del cierre total de sus actividades en los 9 países en que opera. Llevando a Blackstone, propietario de la compañía, a realizar una inyección de 120 millones y solicitar de la banca 175 millones de euros en vistas a mitigar el impacto del COVID en la compañía, materializado en el hundimiento de la deuda de la compañía en bolsa.

Del mismo modo, la pandemia parece haber frenado el ambicioso plan de fusión de Cirsa y Codere en vistas a la creación de un gigante del juego y probablemente a la generación de una situación de monopolio controlada por el fondo de inversión Blackstone.

De igual manera que se han visto truncados los planes de salida a bolsa por parte de Cirsa prevista, para la cual ya venía adaptando su funcionamiento al de la empresas cotizantes en el panorama bursátil mediante por ejemplo la presentación de resultados de forma trimestral.

Para finalizar, cabría señalar la influencia de la pandemia en el presente trabajo, ya que los efectos de la misma respecto de la compañía han llevado a que finalmente no se efectuase el análisis de riesgos económico financieros que en principio se había planteado llevar a cabo.

CAPÍTULO III:
CONCLUSIONES

Tras haber analizado el sector del juego en su conjunto, evolución histórica del mismo en España y realizado una comparativa a nivel internacional, además del análisis económico financiero llevado a cabo respecto de la empresa Cirsa, establecemos las siguientes conclusiones en 2 bloques.

5.1. Conclusiones generales

Luego para concluir, cabría señalar por mi parte, respecto del sector del juego en general que:

- A nivel económico, el sector del juego es indudablemente un sector especialmente relevante en la economía nacional, tanto por su contribución al PIB como por su relevancia en lo referente a empleo, así como su importante labor recaudatoria y por consiguiente su papel como redistribuidor de la renta a raíz de la reinversión de dichos ingresos a través de los Presupuestos Generales del Estado.
- Es por lo anteriormente citado que desde un punto de vista estatal, el sector del juego debe contar con intervención gubernamental, que permita el desarrollo del mismo en un entorno seguro y transparente.
- Así, a nivel normativo, y dadas las implicaciones morales y éticas que tiene la legalización y regulación de una actividad que puede llegar a generar problemas de adicción, considero que debe prestarse una mayor atención a la reglamentación relativa a la comunicación de actividades relacionadas con el juego y la, desde mi punto de vista, facilidad de acceso al juego online por parte de determinados colectivos sensibles (por ejemplo, menores de edad).
- Desde una perspectiva histórica, y como única causa por mi parte percibida a lo largo del trabajo, podríamos recalcar la inherencia del juego al ser humano como factor especialmente relevante de cara a entender el arraigo de este sector en la sociedad. De igual forma considero que no existe un esfuerzo social encaminado a minorar dicho arraigo, y que este sería fácilmente paliable con medidas como la inclusión del juego cómo posible fuente de adicción entre los temas de la educación cívica impartida en colegios e institutos o la prohibición de instalar máquinas tipo “B” en locales.
- Finalmente y respecto de la comparativa internacional efectuada concluiríamos que pese a la buena posición de nuestro país en el ranking mundial de aquellos en que más se juega, aun se ve superado por otros como por ejemplo Australia, en que las ganancias obtenidas por el juego no son gravadas o lo son a tipos impositivos mucho menores que el vigente en España.

5.2. Conclusiones específicas

Por otra parte, y en base al análisis efectuado respecto de Cirsa, se ha podido inferir que:

- A nivel empresarial, la participación en el mercado del juego efectivamente supone grandes esfuerzos a nivel organizativo y el desarrollo de una buena estructura financiera, especialmente en el caso de la empresa considerada la cual ha optado por la emisión de deuda como principal forma de financiación. Esfuerzos que llevan años encaminando a la compañía a una futura salida a bolsa que, a mi parecer, no se ha llegado a un a efectuar por temor a que el estigma social que rodea el mundo del juego afectase al valor de la compañía en su salida a bolsa.

- Igualmente sería reseñable la importancia de las cargas impositivas a afrontar por parte de este tipo de compañías, la cual hemos podido percibir tanto en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias como en el estudio del estado de flujos de efectivo, y a la cual ya nos habíamos referido anteriormente al hablar del papel del sector del juego como redistribuidor de la renta y fuente de ingresos estatales. Así mientras que el fisco español recibe en torno a un 35% de los ingresos totales de las compañías dedicadas al sector del juego en concepto de impuestos de diverso tipo, otros como el británico únicamente gravan a dichas compañías con un 15% sobre el total de sus ganancias.
- Así mismo mediante el análisis del concreto caso de la compañía hemos podido percibir la importancia del activo no corriente dentro del balance de la misma, principalmente a causa del importante fondo de comercio generado por las compras efectuadas por esta y la posterior venta de la misma a Blackstone, cuya amortización llevará a la aparición de diferencias temporarias negativas que finalmente generará deducciones fiscales.
- Igualmente reseñable es el incremento experimentado por el efectivo acaecido en 2017 y que facilitó la venta de la compañía al fondo de inversión Blackstone. Cambio en la titularidad de la compañía que igualmente sirvió para llevar a cabo una refinanciación de la deuda de la misma, ya bajo el respaldo de la nueva dirección.
- Por otra parte se pueden fácilmente percibir las ineficiencias respecto del modelo de financiación de la compañía, lo que se observa al comparar el resultado financiero y resultado de explotación o al analizar los flujos de efectivo de actividades de financiación, opinándose por mi parte que la mejor opción para la compañía, ahora bajo la dirección de Blackstone, es la de liquidar dichas deudas financieras y comenzar a obtener beneficios sin las minoraciones derivadas de los altos costes financieros a los que la empresa debía hacer frente.
- Finalmente debo señalar el hecho de que las rentabilidades económicas generadas por la compañía no son especialmente altas pese a operar ésta en un sector que moviliza de forma anual grandes cantidades de dinero. Esto se debe a la necesidad de realización de grandes inversiones para operar dentro de dicho mercado, lo cual a su vez actúa en favor de las compañías en él ya operantes al suponer una importante barrera de entrada y favorece el mantenimiento de la actual situación de oligopolio en el mercado.

6. Bibliografía

Libros:

Llorente Olier, J. (2017): *Análisis de estados económico-financieros*. Editorial CEF.

Referencias a informes y documentos electrónicos:

Dirección General de Ordenación del Juego (2019). *Datos del mercado español del juego*. Recuperado de <https://www.ordenacionjuego.es/es/datos-mercado-espanol-juego> [Consultado 20/12/2019].

Gómez Yáñez, J.A. & Lalanda Fernández, C. (2019): “*Anuario del juego en España 2018*”, Consejo Empresarial del Juego e Instituto de Política y Gobernanza de la Universidad Carlos III de Madrid.

Gómez Yáñez, J.A. & Lalanda Fernández, C. (2019): “*Anuario del juego en España 2019*”, Consejo Empresarial del Juego e Instituto de Política y Gobernanza de la Universidad Carlos III de Madrid.

Artículos Web:

Bravo, P. (2020): “Cirsa pide a la banca 175 millones ante el parón del juego”, *Expansión*, 22 de abril de 2020. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/2020/04/22/5e9f70e6468aebae438b4606.html>. [Consultado 03/07/2020].

Casado, R. (2019): “Cirsa compra el 50% de Sportium a Ladbrokes por 70 millones”, *Expansión*, 21 de julio de 2019. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/2019/07/18/5d301b48468aeb543b8b464f.html> [Consultado 20/10/2019].

Coca, M.T. (2020): “Cirsa reduce un 14,1% el beneficio operativo en el primer trimestre por el impacto del COVID-19”, *El Economista*, 26 de mayo de 2020. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/catalunya/noticias/10566001/05/20/Cirsa-reduce-un-141-el-beneficio-operativo-en-el-primer-trimestre-por-el-impacto-del-covid19.html>. [Consultado 03/07/2020].

Culturamas (2019): “Evolución de los juegos de azar en España”, *Culturamas*, 1 de abril de 2019. Recuperado de <https://www.culturamas.es/2019/04/01/evolucion-de-los-juegos-de-azar-en-espana/> [Consultado 24/05/2020].

El Economista (2019): “Ranking de Empresas del sector Actividades de juegos de azar y apuestas”, *El Economista*. Recuperado de <https://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-9200.html#> [Consultado 09/11/2019].

El Norte de Castilla (2019): “Los orígenes de un sorteo de Lotería millonario”, *El Norte de Castilla*, 22 de diciembre de 2019. Recuperado de <https://www.elnortedecastilla.es/loteria/navidad/origenes-sorteo-loteria-premio-gordo-navidad-20191220125734-ntrc.html> [Consultado 24/05/2020].

Fernández, M. (2019): “El juego cambia de ciclo en España”, *El País*, 18 de julio de 2018. Recuperado de

https://elpais.com/economia/2018/07/13/actualidad/1531498352_243943.html
[Consultado 09/11/2019].

Galicia Digital (2019): “La historia de los juegos de apuestas en España”, *Galicia Digital*, 24 de junio de 2019. Recuperado de <https://www.galiciadigital.com/opinion/opinion.23151.php> [Consultado 24/05/2020].

Huguet, C. (2019): “El plan Blackstone para Cirsa (con la bolsa en el horizonte)”, *Economía Digital*, 12 de mayo de 2019. Recuperado de https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/el-plan-de-blackstone-para-cirsa-con-la-bolsa-en-el-horizonte_624137_102.html [Consultado 12/11/2019].

Jiménez, B. (2018): “Blackstone quiere crear un gigante del juego con la fusión de Codere y Cirsa”, *Ok diario*, 26 de julio de 2018. Recuperado de <https://okdiario.com/economia/blackstone-quiere-crear-gigante-del-juego-fusion-codere-cirsa-2776689>. [Consultado 03/07/2020].

Lamelas, M. (2019): “Blackstone en Cirsa, el camino del gigante del juego español hacia una salida a bolsa”, *El Confidencial*, 17 de septiembre de 2019. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-09-17/blackstone-cirsa-camino-juego-salida-bolsa_2227851/ [Consultado 10/01/2020].

La Vanguardia (2019): “AMP. El sector del juego en España movió 32.383 millones de euros en 2018, según un estudio”, *La Vanguardia*, 31 de octubre de 2019. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/vida/20191031/471302942639/amp--el-sector-del-juego-en-espana-movio-32383-millones-de-euros-en-2018-segun-un-estudio.html> [Consultado 16/01/2020].

Nuevatribuna.es (2016): “Las apuestas en España. Su historia y siguientes pasos”, *Nuevatribuna.es*, 27 de mayo de 2016. Recuperado de <https://www.nuevatribuna.es/articulo/sociedad/apuestas-espana-historia-y-siguientes-pasos/20160527183629128724.html> [Consultado 24/05/2019].

Marco, A. (2020): “Blackstone inyecta 120 millones a Cirsa para salvar la mayor casa de apuestas de España”, *El Confidencial*, 29 de mayo de 2020. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/empresas/2020-05-29/blackstone-recompra-deuda-cirsa_2615299/. [Consultado 03/07/2020].

Misachi, J. (2017): “Countries That Gamble The Most”, *Worldatlas*, 25 de abril de 2017. Recuperado de <https://www.worldatlas.com/articles/countries-that-gamble-the-most.html> [Consultado 29/05/2020].

Revenue Lab (2019): “World’s Top 10 Gambling Countries”, *Revenue Lab*, 06 de junio de 2019. Recuperado de <https://revenuelab.biz/blog/faq/worlds-top-10-gambling-countries/> [Consultado 29/05/2020].

Páginas Web:

Cirsa (2019). *Página web*. Recuperado de <https://www.cirsa.com/> [Consultado 11/10/2019].

Legislación y normativa:

Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego. *Boletín Oficial del Estado*, 127, de 28 de mayo de 2011, 52976 a 53022. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/l/2011/05/27/13>.

Real Decreto 1613/2011, de 14 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/2011, de 27 de mayo, regulación del juego, en lo relativo a los requisitos técnicos de las actividades de juego. *Boletín Oficial del Estado*, 275, de 15 de noviembre de 2011, 117542 a 117558. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/rd/2011/11/14/1613>.

Real Decreto 1113/2018, de 7 de septiembre, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Hacienda. *Boletín Oficial del Estado*, 218, de 8 de septiembre de 2018, 87705 a 87743. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/rd/2018/09/07/1113>.

Real Decreto 495/2020, de 28 de abril, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Consumo y se modifica el Real Decreto 139/2020, de 28 de enero, por el que se establece la estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales. *Boletín Oficial del Estado*, 121, de 1 de mayo de 2020, 30848 a 30862. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/rd/2020/04/28/495>.

7. Anexo I

Tabla 7. 1. Total de empleos generados por el Sector del juego en España 2007-2018

	SELAE	ONCE	Empresas privadas	Empleo indirecto
2007	51700	22113	18755	195213
2008	51455	22056	18545	204119
2009	49623	21912	18140	195218
2010	47070	20934	18178	178272
2011	43530	20480	18477	171568
2012	41100	20159	18480	163190
2013	40256	20120	18440	152994
2014	41004	20139	18339	143972
2015	40805	20243	18235	157997
2016	44521	20120	18652	158583
2017	46424	19871	18589	167401
2018	47178	19254	18515	174564

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

Tabla 7. 2. Recursos generados por el juego y su distribución en impuestos, cotizaciones y aportaciones al Estado en España 2018

Cifras expresadas en millones de euros	SELAE	ONCE	Casinos	Bingos	Salones	Operadores de máquinas	Apuestas deportivas	Juego online	Total	Empresas Privadas
Margen de las empresas	3223	1033	358	685	848	2615	353	724	9838	4858
Beneficios Aportación al Estado	1609								1609	0
Impuestos sobre el juego Estado	46							157	203	0
Tasa para gestión administrativa	7							6	13	0
Impuestos sobre el juego CC.AA.			80	253	181	561	46		1121	1121
Impuesto de Sociedades	592		11	24	37	61	6		731	139
Impuesto de Actividades Económicas			9	28	44				80	80
Otros tributos		1							1	0
Cotizaciones sociales	8	28	38	45	100	155	13		387	351
Cotizaciones sociales	67	0							67	0

vendedores										
IRPF empleados	4	4	8	10	22	12	3		64	56
Dchos. de autor SGAE y AGEDI				1					1	1
Aportaciones a Instituciones Sociales	27								27	0

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

Tabla 7. 3. Destino de los ingresos brutos de las empresas privadas de juego en España 2018

Datos expresados en millones de euros	
Ingresos netos de las empresas	3167
Impuesto especial y tasas sobre el juego	1121
Impuesto de sociedades	139
Impuesto sobre Actividades Económicas e IVA	80
Cotizaciones sociales	351

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por el “Anuario del juego en España 2019”.

8. Anexo II

Tabla 8. 1. Balance de situación de Cirsa 2014-2018

Cifras expresadas en miles de euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
A) ACTIVO NO CORRIENTE	1.376.238 €	1.299.607 €	1.185.252 €	1.150.735 €	2.533.233 €
I. Inmovilizado intangible	538.223 €	521.380 €	475.691 €	492.100 €	2.071.909 €
II. Inmovilizado material	578.048 €	501.585 €	464.229 €	431.050 €	297.461 €
III. Inversiones inmobiliarias					
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	69.924 €	75.717 €	56.497 €	57.820 €	78.990 €
V. Inversiones financieras a largo plazo	104.635 €	110.251 €	113.047 €	113.225 €	39.426 €
VI. Activos por impuestos diferidos	85.408 €	90.674 €	75.788 €	56.540 €	45.580 €
B) ACTIVO CORRIENTE	338.292 €	380.102 €	454.557 €	464.749 €	307.546 €
I. Existencias	12.939 €	14.241 €	15.319 €	17.753 €	17.903 €
II. Deudores comerciales	183.494 €	181.235 €	188.181 €	185.694 €	112.509 €
III. Inversiones de empresas del grupo y asociadas a corto plazo					
IV. Inversiones financieras a corto plazo	53.511 €	61.151 €	69.595 €	32.544 €	14.886 €
V. Periodificaciones a corto plazo					
VI. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	88.348 €	123.475 €	181.462 €	228.758 €	162.248 €
TOTAL ACTIVO (A+B)	1.714.530 €	1.679.709 €	1.639.809 €	1.615.484 €	2.840.779 €
A) PATRIMONIO NETO	119.617 €	43.985 €	11.834 €	12.942 €	666.757 €
A-1) Fondos propios	330.738 €	311.655 €	319.021 €	375.574 €	667.958 €
I. Capital	24.577 €	24.577 €	24.577 €	24.577 €	70.663 €
II. Prima de emisión	9.500 €	9.500 €	9.500 €	9.500 €	635.940 €
III. Reservas	- 8.678 €	46.632 €	30.910 €	34.174 €	125.103 €
IV. Acciones y participaciones en patrimonio propias	- 184 €	- 184 €	- 184 €	- 184 €	- €
V. Resultados de ejercicios anteriores					

VI. Otras aportaciones de socios					
VII. Resultado de ejercicio	55.927 €	- 15.722 €	3.264 €	70.828 €	- 284.009 €
VIII. (Dividendo a cuenta)					
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	249.596 €	246.852 €	250.954 €	236.679 €	120.261 €
A-2) Ajustes por cambio de valor	- 211.121 €	- 267.670 €	- 307.187 €	- 362.632 €	- 1.201 €
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos					
B) PASIVO NO CORRIENTE	1.224.116 €	1.239.989 €	1.236.149 €	1.179.650 €	1.907.553 €
I. Provisiones a largo plazo	19.629 €	28.842 €	23.031 €	18.396 €	12.094 €
II. Deudas a largo plazo	1.040.214 €	1.064.842 €	1.082.478 €	1.040.033 €	1.606.045 €
1. Deudas con entidades de crédito	109.394 €	96.361 €	78.375 €	37.927 €	52.122 €
2. Acreedores por arrendamiento financiero	891.208 €	930.214 €	935.390 €	938.536 €	1.521.952 €
3. Otras deudas a largo plazo	39.612 €	38.267 €	68.713 €	63.570 €	31.971 €
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo					
IV. Pasivos por impuesto diferido	164.273 €	146.305 €	130.640 €	121.221 €	289.414 €
V. Periodificaciones a largo plazo					
C) PASIVO CORRIENTE	370.797 €	395.735 €	391.826 €	422.892 €	266.469 €
I. Provisiones a corto plazo					
II. Deudas a corto plazo	209.599 €	229.213 €	242.781 €	282.811 €	210.644 €
1. Deudas con entidades de crédito	49.250 €	45.015 €	49.328 €	69.270 €	33.938 €
2. Acreedores por arrendamiento financiero	6.034 €	5.306 €	4.653 €	4.615 €	2.949 €
3. Otras deudas a corto plazo	154.315 €	178.892 €	188.800 €	208.926 €	173.757 €
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo					
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	161.198 €	166.522 €	149.045 €	140.081 €	55.815 €
1. Proveedores	135.050 €	137.867 €	135.398 €	124.772 €	42.761 €
2. Otros acreedores	26.148 €	28.655 €	13.647 €	15.309 €	13.054 €

V. Periodificaciones a corto plazo					
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	1.714.530 €	1.679.709 €	1.639.809 €	1.615.484 €	2.840.779 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Tabla 8. 2. Cuenta de pérdidas y ganancias de Cirsa 2014-2018

Cifras expresadas en miles de euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Ingresos de explotación	1.641.326 €	1.894.004 €	1.943.939 €	1.748.678 €	1.824.138 €
Otros ingresos	116.569 €	142.717 €	137.332 €	130.792 €	142.923 €
Premios de bingo	-	-	-	-	-
	166.372 €	183.468 €	209.540 €	217.863 €	226.869 €
Total ingresos de explotación	1.591.523 €	1.853.253 €	1.871.731 €	1.661.607 €	1.740.192 €
Renta variable	-	-	-	-	-
	238.088 €	253.902 €	258.913 €	265.661 €	271.068 €
1. Importe neto de la cifra de negocios	1.353.435 €	1.599.351 €	1.612.818 €	1.395.946 €	1.469.124 €
4. Aprovisionamientos	-	-	-	-	-
	308.943 €	362.226 €	352.939 €	324.771 €	347.945 €
6. Gastos de personal	-	-	-	-	-
	246.042 €	295.913 €	291.010 €	228.109 €	281.850 €
7. Otros gastos de explotación	-	-	-	-	-
	470.348 €	561.203 €	570.601 €	492.234 €	511.044 €
8. Amortización del inmovilizado	-	-	-	-	-
	193.532 €	201.215 €	196.798 €	176.513 €	192.338 €
10. Excesos de provisiones	-	-	-	-	-
	6.190 €	2.770 €	31.886 €	2.759 €	3.249 €
11. Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	-	-	-	-	-
	81.801 €	9.612 €	205 €	5.023 €	8.488 €
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11)	210.181 €	166.412 €	169.789 €	166.537 €	141.186 €
12. Ingresos financieros	-	-	-	-	-
	14.587 €	14.241 €	8.731 €	4.012 €	2.249 €
13. Gastos financieros	-	-	-	-	-
	99.230 €	125.435 €	97.516 €	68.100 €	136.470 €
14. Variación del valor razonable en instrumentos financieros	-	-	-	-	-
	2.693 €	428 €	186 €	- €	3 €
15. Diferencias de cambio	-	-	-	-	-
	12.827 €	3.765 €	1.529 €	1.275 €	11.513 €
16. Beneficios/pérdidas por inversión en empresas asociadas	-	-	-	-	-
	1.510 €	5.353 €	3.867 €	90 €	4.578 €
B) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)	-	-	-	-	-
	101.673 €	110.034 €	93.995 €	65.453 €	141.153 €
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A+B)	108.508 €	56.378 €	75.794 €	101.084 €	33 €

17. Impuesto sobre beneficios	- 32.035 €	- 44.659 €	- 52.256 €	- 39.139 €	- 28.378 €
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (C+17)	76.473 €	11.719 €	23.538 €	61.945 €	28.345 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Tabla 8. 3. Estado de cambios en el Patrimonio Neto de Cirsa 2014-2018

Cifras expresadas en miles de euros	2014	2015	2016	2017	2018
I. Total de ingresos y gastos reconocidos	29.490 €	60.648 €	26.183 €	44.562 €	26.807 €
II. Operaciones con socios o propietarios					
Aumentos de capital	184.093 €	8.493 €	16.722 €	1.117 €	
Reducciones de capital	3.184 €				
Incremento/reducción del patrimonio neto resultante de una combinación de negocios					666.192 €
Otras operaciones con socios o propietarios	- 39.305 €	- 1.226 €			
Dividendos pagados	- 26.202 €	- 23.930 €	- 31.071 €	- 32.737 €	- 26.242 €
Saldo final del año	119.617 €	43.985 €	11.834 €	12.942 €	666.757 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

Tabla 8. 4. Estado de flujos de efectivo de Cirsa 2014-2018

Cifras expresadas en miles de euros	2014	2015	2016	2017	2018
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN					
1. Resultado antes de impuestos antes de impuestos	108.508 €	56.378 €	75.794 €	101.084 €	33 €
2. Ajustes del resultado					
Variación de provisiones	6.190 €	2.770 €	3.323 €	2.759 €	2.506 €
Depreciación, amortización y deterioro	193.532 €	201.215 €	196.798 €	176.512 €	193.082 €
Resultado por bajas y enajenaciones de activos no corrientes	- 81.801 €	9.612 €	- 205 €	5.022 €	- 8.487 €
Ingresos/gastos financieros	88.846 €	106.269 €	92.466 €	64.178 €	129.640 €
Diferencias de cambio	12.827 €	3.765 €	1.529 €	1.275 €	11.513 €

Otros ingresos y gastos	3.416 €	21.300 €	- 6.834 €	- 5.501 €	14.406 €
3. Cambios en el capital corriente/ 4.Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación					
Existencias	- 611 €	- 1.115 €	- 899 €	- 1.152 €	- 2.007 €
Deudores y otras cuentas a cobrar	6.926 €	10.523 €	19.196 €	1.569 €	3.759 €
Acreedores y otras cuentas a pagar	6.109 €	6.960 €	4.291 €	1.588 €	6.428 €
Acreedores por impuestos del juego	- 10.995 €	- 1.167 €	- 53.718 €	- 1.217 €	- 4.991 €
Otros activos y pasivos no corrientes	- 17.175 €	- 7.756 €	- 8.054 €	- 9.112 €	- 2.444 €
Pago/cobro por impuesto sobre beneficios	- 48.521 €	- 52.319 €	- 57.652 €	- 36.954 €	- 23.995 €
Flujo de efectivo de las actividades continuadas				300.051 €	324.330 €
Flujo de efectivo de actividades interrumpidas				35.872 €	21.419 €
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación	253.399 €	353.235 €	335.079 €	335.923 €	345.750 €
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
6. Pagos por inversiones/7. Cobros por desinversiones					
Empresas del grupo y asociadas	- 99.283 €	- 95.672 €	- 101.932 €	- 96.769 €	- 107.684 €
Inmovilizado intangible	- 24.327 €	- 27.524 €	- 29.001 €	- 47.421 €	- 52.504 €
Inmovilizado material	564 €	6.200 €	4.204 €	34 €	29.354 €
Pagos por inversiones en empresas del grupo y asociadas	- 55.959 €	- 62.436 €	- 24.713 €	- 54.110 €	- 55.058 €
Pagos por cuenta corriente Nortia Business Corporation S.L.	- 49.308 €	- 49.956 €	- 53.149 €		
Cobros por cuenta corriente Nortia Business Corporation S.L.	47.234 €	52.006 €	54.066 €		
Otros activos financieros	- 16.422 €	- 7.515 €	- 10.940 €		- 14.480 €
Cobro de dividendos y otros ingresos derivados de inversiones financieras	6.426 €	7.253 €	6.555 €	1.287 €	2.280 €
Flujo de efectivo de las actividades de inversión de las actividades continuadas				- 196.979 €	- 198.092 €
Flujo de efectivo de las actividades de inversión de las actividades				- 980 €	- 28.942 €

interrumpidas					
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión	- 191.075 €	- 177.644 €	- 154.910 €	- 197.959 €	- 227.034 €
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN					
9. Corbos y pagos por instrumentos de patrimonio/10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero					
Emisión de deudas con entidades de crédito	1.357.900 €	1.397.516 €	2.009.668 €	1.631.219 €	1.450.220 €
Devolución de deudas con entidades de crédito	- 1.386.200 €	- 1.415.182 €	- 2.022.187 €	- 1.649.914 €	- 1.470.600 €
Emisión de bonos	127.721 €	496.055 €	447.552 €		
Amortización de bonos		- 461.266 €	- 450.000 €		- 977.600 €
Adquisición/enajenación de instrumentos de patrimonio propio		- 9.534 €	10.211 €		
Arrendamientos financieros	- 19.229 €	- 8.115 €	- 2.354 €		- 400 €
Pago de intereses	- 92.593 €	- 114.329 €	- 84.555 €	- 65.102 €	- 92.743 €
11. Pagos por dividendos y remuneración de otros instrumentos de patrimonio	- 26.518 €	- 23.405 €	- 27.967 €	- 16.570 €	- 25.344 €
Flujos de efectivo de las actividades de financiación de actividades continuadas				- 100.367 €	- 167.803 €
Flujos de efectivo de las actividades de financiación de actividades interrumpidas				- 21.112 €	- 7.449 €
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación	- 38.919 €	- 138.260 €	- 119.632 €	- 121.479 €	- 175.252 €
D. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	- 2.501 €	- 796 €	- 1.400 €	- 4.287 €	- 3.459 €
E. AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	34.970 €	37.331 €	60.537 €	16.485 €	- 56.536 €
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	45.916 €	78.385 €	114.920 €	199.991 € ³	212.189 €
Efectivo o equivalentes a final del ejercicio	78.385 €	114.920 €	174.057 €	212.189 €	152.192 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos proporcionados por la propia compañía.

³ Este cambio se debe a que las cifras del año anterior fueron reexpresadas como consecuencia de la disposición de la filial argentina de la compañía, cuya actividad fue interrumpida a lo largo del citado año.