

Trabajo Fin de Grado

Valoración de una empresa multinacional: Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.

Valuation of a multinational company:

Distribuidora Internacional de Alimentación, PLC

Autor

Inés María Vicente Rubio

Director

José Antonio Laínez Gadea

Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas

Facultad de Economía y Empresa

Curso 2023/2024

INFORMACIÓN Y RESUMEN

Autor del trabajo: Inés María Vicente Rubio

Director del trabajo: José Antonio Láinez Gadea

Título del trabajo: Valoración de una empresa multinacional: Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.

Valuation of a multinational company: Distribuidora Internacional de Alimentación, PLC

Titulación: Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas (DADE)

RESUMEN: El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo llevar a cabo la valoración del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.” por medio de la realización de tres métodos diferentes.

La compañía elegida es un grupo multinacional de supermercados con formato de tienda de proximidad y con presencia en España y en otros países como Portugal o Brasil.

A lo largo del Trabajo se lleva a cabo el análisis de la sociedad en el contexto y sector en los que opera y se explica en qué consiste una valoración de empresas y cuáles son sus objetivos y sus finalidades.

Para ello, se aplican los métodos de Patrimonio Neto Ajustado, descuento de flujos de caja y el método de múltiplos. El empleo de cada uno de ellos va precedido por un marco teórico que recoge las características principales del mismo y los procedimientos necesarios para, posteriormente, obtener mediante cada uno de ellos una estimación del valor (en euros) de, en este caso, la compañía Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.

ABSTRACT: The goal of this project is to carry out the assessment or valuation of the company “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.” by applying three different methods.

The chosen company is a multinational group of supermarkets with a local store format and with a presence in Spain and other countries such as Portugal or Brazil.

Throughout the work, the analysis of the society is carried out in the context and sector in which it operates and it is explained what a company valuation consists of and what its objectives and purposes are.

To do this, the Adjusted Net Worth, cash flow discounting and multiples method are applied. The use of each of them is preceded by a theoretical framework that includes its main characteristics and the necessary procedures to subsequently obtain, through each of them, an estimate of the value (in euros) of, in this case, the company Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. PRESENTACIÓN, OBJETO Y ALCANCE DEL TFG.	6
2. ANÁLISIS DEL GRUPO “DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.”	8
3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL.	11
3.1. ASPECTOS CONCEPTUALES CLAVES Y DETERMINANTES DE LA VALORACIÓN.	12
3.2. PRINCIPALES MODELOS DE VALORACIÓN. CLASIFICACIÓN.	13
3.2.1. <i>Modelos estáticos.</i>	13
3.2.2. <i>Modelos dinámicos.</i>	13
3.2.3. <i>Modelos mixtos.</i>	14
3.2.4. <i>Métodos a aplicar en la valoración del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”</i>	15
4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO.	15
4.1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA.	15
4.2. ELEMENTOS QUE SE PUEDEN TENER EN CONSIDERACIÓN PARA AJUSTAR EL VALOR DEL PATRIMONIO NETO.	16
4.3. VALORACIÓN DEL PATRIMONIO NETO AJUSTADO DEL GRUPO “DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.”	16
5. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.	19
5.1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA.	19
5.2. <i>ENTREPRISE VALUE.</i>	21
5.2.1. <i>Proyecciones financieras para el cálculo del EV.</i>	21
5.2.2. <i>Tasa de descuento para determinar el EV.</i>	24
5.2.3. <i>Valor residual.</i>	25
5.2.4. <i>Resultado de Enterprise Value (EV).</i>	26
5.3. OBTENCIÓN DEL <i>EQUITY VALUE.</i>	26

5.4. ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DEL MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.	28
6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.	29
6.1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA.	29
6.2. ANÁLISIS Y SELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES.	30
6.3. SELECCIÓN DE LOS MÚLTIPLOS QUE SE VAN A APLICAR.	31
6.4. APLICACIÓN DE LOS MÚLTIPLOS A LA EMPRESA.	31
7. CONCLUSIONES.	33
BIBLIOGRAFÍA.	35
ANEXO 1. INFORMACIÓN ADICIONAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.	38
ANEXO 2. CUENTAS ANUALES 2022.	39

1. PRESENTACIÓN, OBJETO Y ALCANCE DEL TFG.

El presente Trabajo de Fin de Grado pretende mostrar la adquisición e integración de competencias disciplinares vinculadas al Grado en Administración y Dirección de Empresas, mediante la realización de un estudio en profundidad de un tema perteneciente a un área concreta de las trabajadas a lo largo del Grado.

En este caso, dentro del área genérica de la contabilidad, el trabajo aquí presentado recoge un análisis y valoración del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”.

La valoración de empresas es una actividad que realizan expertos independientes a solicitud, generalmente, de las empresas, bien por imperativo legal, bien por motivos de interés de la propia sociedad (por ejemplo, en el contexto de una venta del negocio).

La elección de este tema como Trabajo de Fin de Grado viene motivada por el interés que me suscita el análisis de la información contable como herramienta para valorar las empresas.

La información contable, a menudo criticada por falta de fiabilidad, ya que es cierto que no incluye todos los elementos valiosos de una sociedad, es una fuente de información vital para cualquier agente interno o externo a la empresa. Mediante ajustes e incluyendo información omitida en las Cuentas Anuales, se puede llegar a un valor realmente certero, que puede servir de referencia a muy diversas personas: los directivos de la empresa, potenciales compradores, quienes aportan financiación ajena a la sociedad, accionistas y otros inversores, etc.

En este Trabajo se ha tratado de conseguir precisamente eso, obtener, mediante tres métodos, diferentes pero complementarios, un valor económico estimado del grupo DIA.

Para ello, el trabajo se organiza sistemáticamente en tres grandes bloques.

En primer lugar, se ha llevado a cabo un análisis del grupo DIA. Para ello, se ha realizado un análisis DAFO en el que se han incluido las principales debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de la sociedad; obteniendo así un breve análisis interno y externo muy útil para tener una visión general de la situación y de la posición en el mercado del grupo aquí estudiado.

A continuación, se ha incluido un breve marco teórico o conceptual en el que se ha explicado en qué consiste una valoración de empresas, cuál es su finalidad y cuáles son los conceptos clave y la metodología general que se deben aplicar.

Una vez centrados los aspectos generales, este Trabajo de Fin de Grado recoge una valoración exhaustiva del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”.

La elección de la citada compañía está fundada en la importancia del grupo en España. A pesar de que, como se podrá observar en apartados posteriores de este trabajo, la situación financiera de la sociedad no es excesivamente positiva, se trata de un grupo con muchos años de presencia en España y con un modelo de negocio único: el de las tiendas de proximidad bajo una estructura de supermercados (propios y en franquicia). Actualmente, tiene presencia también en otros países, incluso fuera del continente europeo. Además, el sector de la distribución de alimentos y bebidas es un sector cuyo análisis puede realizarse de forma relativamente precisa, ya que los productos que ofrece presentan una demanda muy poco elástica, lo que hace posible obtener una valoración más robusta frente al cambio de coyuntura económica.

Así, se han empleado tres métodos diferentes: patrimonio neto ajustado, descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos.

A través de estos tres métodos, que se complementan entre sí (siendo el segundo el de mayor relevancia y el que presenta una mayor precisión de la estimación del valor de la sociedad), se ha tratado de ofrecer una visión, lo más concreta posible, de “cuánto vale” esta sociedad. Este valor se ha obtenido, como se ha indicado anteriormente, utilizando como herramienta fundamental la contabilidad histórica. Sin embargo, se han realizado comparaciones, estimaciones, proyecciones y ajustes en los que ha entrado también en juego la lógica y el conocimiento económico general.

La valoración de empresas es una labor de detalle, en la que se han de tener en cuenta muchos factores no estrictamente contables y de difícil estimación.

Por todo ello, el objetivo de este trabajo ha sido acercarse lo máximo posible a un valor real que, sin embargo, no puede calificarse sino de hipotético.

2. ANÁLISIS DEL GRUPO “DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.”

“Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”, en adelante DIA, es un grupo empresarial cuya actividad consiste en la venta al público general de productos de supermercado. Se trata de un modelo de tienda de proximidad o, como la propia sociedad lo define en su sitio web, una red de *tiendas de barrio*.

La apertura de la primera tienda DIA tiene lugar en Madrid en el año 1979. En ese momento, se trata de la primera compañía que ofrece el concepto de formato “descuento” en España. Esta sigue siendo una de las señas de identidad del grupo, la oferta de productos de calidad a un precio inferior al de otros competidores.

En 1984 nace la marca DIA propia. Desde entonces, la compañía ha evolucionado y cuenta actualmente con otras marcas propias como Bonté (para la comercialización de sus productos de higiene y cosmética), AS (de productos de mascotas), Delicious o Al Punto.

Actualmente, DIA cuenta tanto con tiendas propias como con franquicias, sistema que empezó a adoptar en el año 1989.

Otro hito importante en la historia de la compañía es el que tiene lugar en 1993 con su primera internacionalización. En primer lugar, DIA se extendió a Portugal, con la denominación Minipreço. Posteriormente, la empresa ha conseguido tener también presencia tanto en Argentina como en Brasil.

El mercado principal de DIA sigue siendo, sin embargo, España, que representa el 65% de las ventas totales del grupo.

Cabe destacar, así mismo, la llegada en 1998 de la tarjeta club, una tarjeta de fidelización que permite a los clientes habituales obtener ventajas y descuentos.

En cuanto a la estructura del grupo, este se integró en el año 2000 en el Grupo Internacional Carrefour, del que se escinde definitivamente en 2011. También es de gran importancia la salida a Bolsa (en el mercado bursátil español) en julio de ese mismo año de DIA. Por último, en cuanto a la propiedad del grupo, en 2019 el grupo industrial LetterOne se convirtió en el principal accionista.

DIA opera con diversos formatos: Dia Maxi, Dia Market, Dia... DIA cuenta también con las tiendas Clarel de perfumería, droguería y cosmética. No obstante, en el año 2022 se cerró el acuerdo para la venta de estas, previéndose que la ejecución de dicho acuerdo tuviera lugar a lo largo del año 2023. Sin embargo, en agosto de 2023 DIA alegó el incumplimiento del contrato por el que se iba a celebrar la venta por parte del comprador (el fondo inversor C2 Capital Partners) y se retiró del acuerdo. Por ello, y ante la falta de información acerca de otros posibles compradores, se entiende que, al menos por el momento, la transacción no se va a producir y, por ello, este trabajo no tendrá en cuenta en las proyecciones a futuro la potencial venta de esta línea de negocio y productos de la sociedad.

Lo que diferencia a DIA de sus competidores (otros supermercados, principalmente) es su modelo de tienda. DIA, aunque también cuenta con canal online, es líder en tiendas de proximidad. Esta es su apuesta y su propuesta de valor diferenciada. Toman como estrategia diferenciadora la venta de productos locales en tiendas repartidas por toda la geografía española (y de los demás países en los que opera). Proponen la simplicidad como valor y ofertan productos de calidad a precios asequibles. Un reflejo de esta apuesta por la compra local y de proximidad es el hecho de que, como se indica en la Memoria de Sostenibilidad de 2021 del grupo, “el 63,5% de la población española tiene un DIA a menos de 15 minutos andando de su domicilio”.

Actualmente, el grupo DIA cuenta con más de 33.400 empleados y casi 3.000 franquicias. Su facturación en 2022 fue de 7286 millones de euros. Y hay más de 14 millones de clientes fidelizados a los supermercados DIA.

El grupo concreta su aportación de valor a la sociedad en la generación de empleo, la contribución al PIB de los países en los que opera y la oferta de productos de calidad provenientes, en un 86%, de la compra a proveedores locales.

El grupo, en su Memoria de Sostenibilidad, desarrolla diversos puntos sobre su compromiso con el medioambiente, así como con los objetivos de diversidad e inclusión y de colaboración con las comunidades en las que se integra, lo que resulta coherente con su estrategia diferenciadora de anunciarse como comercio de proximidad.

En lo económico, cabe destacar que la sociedad ha hecho recientemente dos ampliaciones de capital, en 2019 y 2021, respectivamente. Esta segunda le proporcionó una estructura de capital estable a largo plazo y una gran inyección de liquidez.

La crisis económica de los últimos años ha tenido diversos efectos en los resultados de DIA. Si bien es innegable que la inflación ha encarecido tanto las materias primas como los combustibles y la energía, esto no ha sido especialmente perjudicial para DIA. Al tratarse de un modelo de compra de proximidad, el grupo se ha visto incluso beneficiado. El hecho de acudir a proveedores locales y de situarse próximos a los clientes, ha supuesto para DIA una ventaja competitiva frente a supermercados con modelos más tradicionales que no abogan por la cercanía. Así, desde el año 2022, DIA ha confirmado su cambio de tendencia del negocio y se ha reafirmado en su apuesta por la proximidad, aún más si cabe. De hecho, el EBITDA creció en un 16,3% en 2022 con respecto al año anterior.

El encarecimiento de la cesta de la compra, la inflación, ha tenido a nivel de ventas dos efectos contrapuestos para DIA. El beneficio bruto total se redujo el pasado año 2022. Sin embargo, al ofrecerse los productos de la marca propia a unos precios realmente competitivos, DIA ha visto cómo su marca blanca ha aumentado notablemente en ventas.

Como consecuencia de estos efectos enfrentados que ha tenido la crisis energética y la pandemia en la actividad empresarial de la empresa, no se puede afirmar que ésta haya influido de forma determinante en los resultados de la sociedad. Esto es comprensible teniendo en cuenta, además, que se encuentra en el sector de la alimentación. Negocios como los supermercados y las tiendas en las que se comercializan productos de primera necesidad tienen una elasticidad muy baja y las crisis económicas, si bien afectan en general a todos los sectores, no causan tantas variaciones en los resultados de este sector como en el de otros con mayor elasticidad de la demanda.

A continuación, a modo de resumen de la situación de la empresa, se realizará un breve análisis DAFO:

- Debilidades:
 - Al ser un modelo de *tienda de barrio*, cuenta con poca variedad de productos.
- Amenazas:

- Mayor calidad o potencia de otras marcas blancas, como por ejemplo Hacendado.
- Mayor número de competidores, al situarse entre las tiendas de barrio tradicionales y los grandes supermercados.
- Fortalezas:
 - Modelo de negocio poco extendido, es líder en proximidad.
 - Precios bajos.
 - Producto local.
- Oportunidades:
 - Coyuntura económica favorable para productos a precios bajos.
 - Clientes fieles gracias al modelo de negocio.
 - Nuevas tendencias en ámbitos como la ecología que propugnan la compra de productos locales, la compra de proximidad.

3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL.

La valoración de una empresa es un proceso por el cual se trata de estimar el valor de mercado de la misma (o de las partes que la forman).

Siguiendo a Penman (2007, citado en Laínez, s.d.: 5) y Palepu *et al.* (2002, citado en Laínez, s.d.: 5) e integrando las definiciones del concepto “valoración de empresas” por ellos aportadas, se puede entender este proceso como la transformación de una proyección en una estimación. Las previsiones del comportamiento de la empresa, obtenidas a partir del conocimiento de la actividad interna de la empresa (Alemany, 2006, citado en Laínez, s.d.: 5) y gracias al uso de parámetros técnicos y financieros que sirven para predecir los rendimientos y el valor de una inversión, nos proporcionan un conocimiento racional del valor generado por la actividad empresarial y, por tanto, del valor del propio negocio.

Las valoraciones de empresas son necesarias por diversos motivos.

Entre otras, la Ley de Sociedades de Capital, a lo largo de su articulado, impone la obligación de valorar la empresa en diversas situaciones. Por ejemplo, para las aportaciones no dinerarias (artículo 67).

Es decir, el informe de valoración realizado por un experto independiente puede ser una exigencia legal.

En otras ocasiones, puede ser la propia empresa la que, voluntariamente, solicite una valoración. Esto puede venir motivado por la intención de transmitir la empresa, por motivos fiscales o para reestructurar la financiación de la empresa, entre otras muchas razones.

3.1. Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración.

Al hablar de la valoración de una empresa, hay ciertos términos y conceptos esenciales cuya definición y distinción revisten gran importancia.

En primer lugar, es fundamental tener en cuenta que términos como rentabilidad esperada, inversión, expectativas o riesgo aparecerán en el proceso de valoración de la empresa en repetidas ocasiones. Por ejemplo, será importante, a la hora de hacer previsiones de rentabilidad futura u otras proyecciones, incluir en ellas el riesgo. También serán imprescindibles el manejo de datos estimados, la consideración de las expectativas del público sobre la sociedad...

Sin embargo, los términos que probablemente más necesario sea destacar son valor y precio. Es especialmente importante la distinción entre ambos.

Mientras el precio es la cantidad por la que el comprador y el vendedor acuerdan realizar una operación de compraventa (de un grupo, en el caso que aquí se valora); el valor (de dicho grupo) dependerá de lo valiosos que sean los elementos de la empresa importantes para la consecución de los objetivos del vendedor y del comprador o compradores, respectivamente. De hecho, el valor puede, y suele, ser diferente para el vendedor y para el comprador e incluso para distintos compradores.

Un claro ejemplo de esta brecha entre valor y precio es el mercado bursátil. El precio al que las acciones de las empresas cotizan se ve influido por factores como las expectativas (ya que la Bolsa es un mercado altamente especulativo). El inversor que acude a la Bolsa a comprar acciones no se fija únicamente en datos objetivos como los dividendos, los beneficios o el activo de la empresa, sino que valora el negocio en una cantidad teniendo

también en cuenta otros factores como el valor de la marca, el valor del capital humano e intelectual u otros elementos similares.

El valor de la empresa no equivale a su precio de mercado, pero sí sirve de partida para la negociación del mismo, ya que este será, normalmente, un punto medio entre el máximo en el que está dispuesto a valorar el comprador el negocio y el mínimo en el que está dispuesto a hacerlo el vendedor.

3.2.Principales modelos de valoración. Clasificación.

Para llevar a cabo la valoración de una empresa, disponemos de diversos modelos. Dichos métodos se pueden clasificar en tres grupos: modelos estáticos, dinámicos y mixtos. Esta clasificación se basa en si el valor se determina o no a partir de las expectativas de la empresa de generar flujos de caja futuros (Laínez, s.d.).

3.2.1. Modelos estáticos.

Los modelos estáticos se caracterizan por estar basados en la situación actual de la empresa. No tienen en cuenta la generación de flujos futuros. El instrumento que fundamental para estos modelos es el balance de la sociedad (ajustado o no); se toman los activos a precio de mercado (puede haber además, como se ha indicado anteriormente, otros ajustes adicionales). Aunque estos métodos tienen muchas limitaciones y prácticamente no son utilizados (solamente en algunas compraventas, en algunos sectores como el inmobiliario, o como complemento de otros métodos), se pueden citar como ejemplos los siguientes:

- Valor contable (ajustado o no)
- Activo neto real
- Valor sustancial
- Valor de liquidación

3.2.2. Modelos dinámicos.

Este segundo grupo de modelos sí tiene en cuenta y sí se basa en los rendimientos futuros esperados de la empresa, en las expectativas; aunque teniendo también en cuenta tanto el

pasado de la empresa como su situación actual. Consideran la empresa como un ente que evoluciona, “en movimiento”. Estos modelos son los más utilizados. Su principal inconveniente es, sin embargo, la incertidumbre de las estimaciones.

El instrumento fundamental aquí es la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en adelante, PyG), así como las previsiones de tesorería.

Para la correcta aplicación de estos modelos, los ya citados rendimientos futuros esperados se actualizan y se “valoran en el presente”.

Los diferentes modelos dinámicos de valoración de empresas se distinguen entre sí por la variable que toma cada uno como más representativa (dividendos, beneficios o flujos de tesorería), las denominadas variables fundamentales conductoras de valor. Tal como expone Laínez (Laínez, s.d.: 9), se puede afirmar que el cálculo de los modelos dinámicos incluye como variables:

- *Variables fundamentales conductoras de valor*, determinantes para las expectativas de generación de flujos financieros.
- Mecanismos de generación de valor y de estimación de dichas variables fundamentales.
- Estimación e integración del riesgo asociado a los flujos financieros.

Según Damodaran (2005, citado en Laínez, s.d.: 9), solo dos modelos dinámicos cumplen las tres características anteriormente expuestas: el Método de Descuento de Flujos de Caja y el Modelo de Opciones Reales; diferenciables entre sí por el tratamiento que cada uno hace de la incertidumbre.

3.2.3. Modelos mixtos.

Aunque surgen de la práctica empresarial, actualmente estos modelos son poco utilizados y mayormente académicos.

Los modelos mixtos consideran tanto el presente como el futuro de la empresa. Toman como punto de partida la visión estática de los Estados Financieros, dinamizándola al incorporar los activos intangibles. El principal activo intangible al que se hace referencia es el fondo de comercio, cuyo valor (cuantificado) se sumaría al activo neto que aparece en el balance. Este fondo de comercio, de acuerdo con Laínez, se puede definir como “el

valor de la empresa por encima de su valor contable (ajustado) (Laínez, s.d.: 8) y representa intangibles no incluidos en el ya mencionado balance, como el valor de las marcas de la empresa o la cartera de clientes; y que sirven para calcular o estimar el valor que se espera que genere la empresa.

3.2.4. Métodos a aplicar en la valoración del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”

En este trabajo se va a tratar de valorar el grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”. Para ello, de entre los métodos o modelos a los que se ha hecho referencia anteriormente, se van a aplicar los siguientes:

- Método del patrimonio ajustado o de valores contables.
- Método de descuento de flujos.
- Método de valoración por múltiplos.

4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO.

4.1. Objetivos y metodología.

Los métodos basados en el valor contable consideran que el balance es la herramienta o el instrumento fundamental a la hora de valorar una empresa.

Si bien es cierto que la contabilidad de las sociedades proporciona una información muy útil, en el contexto de una valoración de empresas resulta insuficiente. La información recogida en el balance es estática y representa la situación de la empresa en un momento concreto del tiempo y sin tener en cuenta la evolución. Además, el balance no recoge todos los elementos de valor de la sociedad. Ciertos factores que, indudablemente, añaden valor a un negocio no tienen un reflejo contable.

Así, por ejemplo, el valor de la marca o el valor de la cartera de clientes no aparecen en ninguna cuenta del balance, pero pueden ser decisivos a la hora de determinar cuánto vale, en este caso, el grupo. En muchas ocasiones, principalmente en los casos de productos conocidos y populares, la marca tiene un valor mayor que el de los activos de balance de la sociedad.

Por ello, aunque estos métodos basados en el valor contable no son los más utilizados ni los más fiables, se pueden tratar de mejorar ajustando dicha contabilidad de manera que tenga en cuenta ciertos elementos o factores externos que aporten un valor adicional.

4.2. Elementos que se pueden tener en consideración para ajustar el valor del patrimonio neto.

Los elementos que se pueden tener en cuenta a la hora de ajustar el valor contable del patrimonio neto de una sociedad para valorarla son de diversa naturaleza y de difícil cuantificación.

Los más comunes son el valor de la marca, de la innovación y desarrollo, el valor del capital humano e intelectual y el valor de la cartera de clientes.

Todos estos factores son elementos que no tienen cabida en ninguna de las cuentas del balance, pero que pueden ser decisivos, por ejemplo, a la hora de vender o comprar un negocio. Tal vez el valor contable de la empresa no sea demasiado elevado, pero contar con una cartera de clientes fieles numerosa o con una marca muy potente con alta cuota de mercado pueden hacer que la valoración de la sociedad supere con creces el valor de balance y que la transacción del negocio se realice por un precio muy superior a la cantidad contable de Patrimonio Neto que se refleje, sin embargo, al valor de mercado de dicha sociedad.

4.3. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”

En el caso de DIA, se puede observar una sorprendente disminución del patrimonio neto en el año 2022 con respecto al año 2021 que se podría achacar a la variación de la cuenta “Reservas” entre esos dos años.

En todo caso, en la información histórica del grupo se aprecia que son comunes en la sociedad las variaciones significativas de la cuantía del patrimonio neto.

DATOS HISTÓRICOS	2022	2021	2020	2019	2018
PATRIMONIO NETO	7.557	93.570	-697.195	-350.502	-166.062 ¹

Tabla 1

Fuente: *Elaboración propia*

Se obtendría así el valor contable o valor de patrimonio neto del grupo (a 31 de diciembre de 2022): 7.557.000€.

Sin embargo, como se ha adelantado, este valor deberá ajustarse para que la valoración de la sociedad aquí realizada se acerque más al valor “real” de mercado del grupo.

En el caso de DIA, los elementos más relevantes que se podrán tener en cuenta como ajustes al patrimonio neto serán el valor de la marca (ya que, como se ha analizado en partes anteriores de este trabajo, la marca blanca DIA es potente y se está popularizando cada vez más) y, en su caso, el valor de la cartera de clientes.

En cuanto a la marca, de acuerdo con el informe España 100 2022 de Brand Finance, que analiza el valor financiero de las marcas, se puede hacer una estimación del valor de la marca DIA. Este estudio establece, para el sector de la distribución, un valor de 13.411 millones de euros para las cinco primeras marcas, entre las que se incluye DIA. La más valiosa según este ranking es El Corte Inglés, con un valor de 6.063 millones de €. Estimando prudentemente que las otras cuatro marcas de este ranking tendrían un valor más o menos similar (ya que la destacada es El Corte Inglés, por lo que se entiende que entre las demás las diferencias entre sus valores son menos significativas), se ha dividido entre 4 el valor restante de las marcas del sector.

Así, sin tener en cuenta El Corte Inglés, las otras cuatro primeras marcas del sector distribución analizadas en el citado estudio suman 7.348.000 miles de €. Un cuarto de esta cifra serían 1.837 millones de € (valor estimado de la marca DIA).

En cuanto a la innovación y al desarrollo y al capital humano e intelectual, no se han tenido en cuenta en los ajustes.

El sector de la distribución es uno en el que la innovación y el desarrollo (sobre todo en este formato de tiendas de proximidad y de ahorro) no es significativo. La inversión se dirige más a la reestructuración de las tiendas que a la innovación o al desarrollo

¹ Todas las cifras de las tablas de este trabajo están expresadas en miles de €.

entendidos en un sentido de investigación tecnológica o de desarrollo del producto. Además, esta inversión se tendrá en cuenta en la magnitud del CAPEX, que afectará al método de descuento de flujos de caja, pero que no se tiene en cuenta para los ajustes del patrimonio neto contable.

Sucede lo mismo con el valor del capital humano e intelectual. En el sector analizado no se requieren trabajadores con alta cualificación, por lo general. Además, la rotación de trabajadores es alta, los empleados suelen cambiar frecuentemente. Por ello, tampoco se ha considerado el valor del capital humano e intelectual lo suficientemente significativo como para tenerlo en cuenta a efectos de este método de valoración.

Más complicada resulta la consideración de la cartera de clientes. En la Memoria de Sostenibilidad del Grupo del año 2021 se dice que el 70% de las ventas se han hecho a clientes con la tarjeta de fidelización. Esto arrojaría un dato de 4.652.900 miles de € vendidos a clientes habituales de las tiendas DIA. Podría tomarse este valor como el de la cartera de clientes. Sin embargo, a efectos de este trabajo no se ha incluido en el ajuste al patrimonio neto. La razón para no incluirlo es que es un dato estimado de una forma demasiado amplia. Los clientes de los supermercados, aunque habituales, no suelen comprar solo en un tipo de establecimiento. La mayoría de las personas son clientes habituales de diversos supermercados o de múltiples tiendas de proximidad. Además, estimar un dato “estático” como el valor de la cartera de clientes a través de un porcentaje de una magnitud como las ventas que evolucionan anualmente y en función de factores como la inflación es poco preciso, ya que en la valoración de la cartera de clientes se dejan fuera estos factores evolutivos (la inflación, la variación anual de la cifra de ventas...).

Con todo esto, el Patrimonio Neto se ha ajustado añadiéndole el valor estimado de la marca DIA.

Así, según el método de valoración de Patrimonio Neto Ajustado, el grupo DIA presenta un valor, a 31 de diciembre de 2022, de **1.844.557 miles de €**.

5. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.

5.1. Objetivos y metodología.

El método de descuento de flujos de caja es un método dinámico de valoración de empresas. Es el método más común y más utilizado a la hora de valorar empresas.

Este método se basa en el principio de continuidad de la sociedad (principio de empresa en funcionamiento), ya que se valora conforme a proyecciones o estimaciones de los flujos de caja que esta va a producir en el futuro. Este método consiste, pues, en valorar la capacidad de la sociedad de generar flujos de tesorería futuros. La diferencia esencial con el método anterior y, en general, con los modelos estáticos, es que el descuento de flujos de caja se basa en proyecciones futuras, en expectativas, en lugar de tomar magnitudes stock para valorar el negocio.

El método de descuento de flujos de caja arroja dos valores de gran relevancia: el *Enterprise Value* y el *Equity Value*.

Para realizar la valoración de una empresa mediante descuento de flujos de caja, se utiliza la información (contable, principalmente) histórica de la sociedad y se diseña un plan de negocio a partir de unas hipótesis. Es decir, basándose en el pasado del negocio, quien valora la empresa lleva a cabo unas proyecciones financieras. Se trata de estimar lo más certeramente posible la evolución de los flujos de caja de la empresa. Para ello, además de la información histórica de las cuentas anuales de años anteriores, habrá que tener en cuenta los cambios que vaya hacer, en adelante, la sociedad. Por ejemplo, habrá que tener en cuenta esfuerzos extraordinarios de inversión si se prevé una reestructuración de la empresa o una renovación de los activos productivos. También habrá que valorar si la cifra de negocio va a incrementarse o si el crecimiento de la empresa es estable y no supera el crecimiento proveniente de la inflación.

Es decir, mediante datos internos y teniendo en cuenta factores externos, se hará una estimación de los rendimientos que obtendrá la empresa en un horizonte temporal determinado. En este caso, el horizonte temporal considerado para valorar el Grupo DIA es de cinco años. El horizonte temporal que se suele aplicar en este método es de entre 5 y 7 años. En este caso, se ha elegido un periodo de 5 años por considerar que es un horizonte temporal prudente y que las proyecciones y estimaciones que se hagan serán

unas hipótesis razonables. Elegir un horizonte temporal demasiado extenso podría restar precisión a dichas proyecciones. Estimando los flujos de caja de los 5 próximos años se busca que los resultados obtenidos sean razonables, realistas y útiles para llevar a cabo una valoración lo más precisa y correcta posible del valor del grupo DIA.

Una vez estudiado el entorno y la historia de la sociedad y hechas las proyecciones financieras, se puede comenzar a aplicar el método de descuento de flujos de caja.

Para ello, se necesita calcular los flujos libres de caja esperados en ese horizonte de 5 años y se requiere también la estimación del valor residual de la empresa. Aquí entra también en juego el principio de empresa en funcionamiento o de continuidad de la empresa. Se entiende que los negocios tienen pretensión de perpetuidad y que, pasado ese horizonte de 5 años que se estudia en las proyecciones, la sociedad va a continuar operando, por lo que quedará un valor residual. Si no se incluyera un valor residual, se estaría dando por hecho que pasados los 5 años estimados, la compañía va a dejar de participar en el mercado.

Estos datos de los flujos de caja libre esperados y el valor residual (además de otros valores que entran en juego) deberán actualizarse, aplicando una tasa de descuento, para poder estimar cuánto suponen en la actualidad. Así es como funciona este método de valoración de empresas. Se valora en la fecha actual el rendimiento esperado (y residual) de la sociedad. La tasa de descuento a la que se ha hecho referencia representa el coste de capital, el coste de la financiación del grupo y es el tipo de descuento que se utiliza para actualizar financieramente los flujos de caja proyectados. Su cálculo para el caso del grupo DIA se detalla más adelante, en el apartado 5.2.2 de este trabajo (para el EV).

Así mismo, se calcula el *Equity Value* utilizando unos Flujos de Caja ligeramente distintos a los considerados para el cálculo del EV, que tendrán en cuenta el coste de los recursos ajenos (gastos financiero y que se descontarán aplicando como tasa el coste de los recursos propios).

Por último, se realiza un análisis de sensibilidad para un escenario más optimista y otro más pesimista con respecto a las estimaciones de la tasa de descuento y de la tasa de crecimiento utilizadas inicialmente.

La metodología concreta de cada paso que se realiza en la aplicación de este método aparecerá detallada, en este trabajo, en el apartado correspondiente a ese paso; a efectos de poder explicar la obtención de cada valor según vaya apareciendo en el análisis.

5.2. *Entreprise Value.*

5.2.1. Proyecciones financieras para el cálculo del EV.

Lo primero que debe obtenerse para poder calcular el valor de una empresa por el método de descuento de flujos de caja son los flujos de caja libres.

En este apartado se busca obtener el EV, ya que los flujos que se emplearán para obtener el valor de la empresa para los accionistas (EqV) son diferentes y se detallan en el siguiente apartado de este trabajo.

El flujo de caja libre, según la definición aportada por el REC en su manual sobre valoración de empresas (Márquez González, 2017: 12), es “la cantidad excedente que realmente se espera generará [la empresa] una vez atendidas las necesidades del negocio operativo, para su mantenimiento en el tiempo”. Es decir, no es sino el rendimiento esperado de los próximos, en este caso, 5 años.

La fórmula que se aplica para calcular el Flujo Libre de caja (en adelante, FCL), es la siguiente:

$$\text{FCL} = \text{EBITDA} - \text{IS} - \text{inversiones} \pm \Delta \text{FM}$$

La metodología empleada para obtener los FCL futuros o proyectados es la siguiente:

- Se han tomado los datos del balance y de la memoria de los últimos 5 años (de 2018 a 2022 incluidos), de las cuentas o partidas necesarias para completar la fórmula.
- Se han calculado los FCL de esos 5 años.
- Se ha calculado (con algunos ajustes) la variación interanual media de cada magnitud.
- Se ha aplicado ese porcentaje de variación interanual para proyectar 5 años futuros, obteniendo así el FCL de los ejercicios proyectados. En los casos, explicados más adelante, en los que esta variación era inusual por sucesos

puntuales de algún ejercicio, se ha tomado un porcentaje distinto para la proyección.

El resultado de lo anteriormente expuesto es el que sigue:

DATOS HISTÓRICOS	2022	2021	2020	2019	2018	Variación media para proyectar
EBITDA	347.900,00	299.000,00	301.900,00	65.600,00	209.200,00	7,70%
Amortizaciones	163.591,00	168.026,00	189.201,00	227.152,00	245.767,00	proyecciones de la tabla
IS	-39.626,44	-28.159,41	-24.230,29	34.733,68	7.861,91	crecimiento del EBITDA
Inversión (CAPEX)	-269.200,00	-245.700,00	-83.300,00	-93.000,00	-315.300,00	10,00%
VFM (AC-PC)	19.507,00	238.629,00	-152.838,00	498.518,00	-	90,00%
FCL	58.580,57	263.769,59	41.531,72	505.851,68	-98.238,10	

Tabla 2

Fuente: Elaboración propia

PROYECCIONES	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	347.900,00	374.677,74	403.516,56	434.575,10	468.024,19	504.047,86
Amortizaciones	163.591,00	164.429,58	160.282,92	156.240,83	152.300,67	148.459,88
IS	-39.626,44	-45.203,35	-52.295,23	-59.841,87	-67.880,56	-76.451,42
Inversión (CAPEX)	-269.200,00	-50.000,00	-53.848,48	-57.993,18	-62.456,90	-67.264,18
VFM (AC-PC)	19.507,00	37.063,30	70.420,27	133.798,51	254.217,17	483.012,63
FCL	58.580,57	316.537,69	367.793,12	450.538,56	591.903,91	843.344,89

Tabla 3

Fuente: Elaboración propia

Como se ha adelantado, han sido necesarios ciertos ajustes para llegar a estos resultados:

- Los elementos aparecen en las tablas con el signo con el que aparece en la fórmula, de manera que, por ejemplo, la cantidad de CAPEX va precedida por un signo negativo para indicar que al obtener el FCL ha de restarse.
- Las amortizaciones históricas, a efectos de calcular el importe de impuesto que deberá restarse, se han tomado de los datos de las cuentas anuales. Se han tenido en cuenta las amortizaciones de los activos intangibles y del inmovilizado material, no añadiendo la amortización de los derechos de uso, que aparece únicamente a partir de 2019.

Además, para conseguir una mayor corrección de la estimación de estas amortizaciones, para su proyección se han tomado los datos de Activo No Corriente (en adelante, ANC) de los años tomados como históricos. Se ha calculado qué porcentaje de los ANC se ha amortizado cada uno de esos años. A continuación, se ha obtenido la variación interanual de ANC, para proyectar los 5 años estimados de ANC y aplicar el porcentaje medio de amortizaciones a esos ANC proyectados. El detalle de estos cálculos se incluye en la tabla del ANEXO 1.

- Para el cálculo de la variación media del EBITDA se han tenido en cuenta únicamente los años 2020 a 2022. Esto se ha hecho para evitar datos anormalmente alejados de la media. En el año 2018, DIA comunicó a la CNMV que había llevado a cabo una revisión de las estimaciones del cierre financiero, lo que suponía ajustes a la baja del EBITDA para los periodos anteriores (2017, principalmente). En el año 2019 se produjeron así mismo gastos extraordinarios, ya que el grupo comenzó una reestructuración y remodelación de sus establecimientos.
- En otro caso, el IS se habría podido proyectar aplicando el 25% (porcentaje de impuesto según la norma) al resultado. Sin embargo, dado que nos encontramos ante unos resultados negativos todos los años, esto no resultaba posible. Al haber resultados negativos el impuesto sufre modificaciones como reducciones, ajustes... Por ejemplo, según el artículo 4 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, el hecho imponible que determina la obligación de contribuir por IS es la “obtención de renta”, por lo que las sociedades que cierren el ejercicio con pérdidas no tributarán por IS e incluso podrán tener derecho a compensar esas bases imponibles negativas en ejercicios posteriores. Por todo esto y para conseguir una mayor corrección de la estimación, se ha aplicado el porcentaje de IS correspondiente a la tasa efectiva, que se estima en un 21,5% del resultado. Así, se ha multiplicado este 21,5% por el EBITDA sin las amortizaciones, obteniéndose una cifra de IS que se ha proyectado aplicando esta misma tasa a cada una de las proyecciones de (EBITDA-amortizaciones).
- El CAPEX de los años previos aparecía en la memoria. Sin embargo, en las cuentas anuales provisionales del primer trimestre de 2023 se avanzaba ya información acerca de la reestructuración. Casi el 90% de las tiendas han sido ya reformadas, por lo que la necesidad de inversión va a disminuir significativamente en los próximos ejercicios. Así pues, se estima un CAPEX de 50 millones de euros anuales. Para proyectar esta estimación, se ha tomado la misma variación interanual que para la proyección del EBITDA. Parece esto lo más coherente, ya que ahora no se va a requerir una inversión extraordinaria, el crecimiento del resultado podría equivaler al crecimiento de la inversión para mantener los activos necesarios para el desarrollo de la actividad habitual del grupo.

5.2.2. Tasa de descuento para determinar el EV.

Como se ha señalado anteriormente y se indicará más adelante, para valorar una empresa por este método se requiere traer al presente los datos proyectados. Para ello, es necesaria una tasa de descuento.

La tasa de descuento que resulta de aplicación para el cálculo del EV (*Enterprise Value*) es el WACC o Coste Medio Ponderado del Capital.

La fórmula del WACC es la siguiente:

$$\text{WACC} = \% \text{Recursos propios} * K_e + \% \text{Deuda} * K_d * (1 - \% \text{IS})$$

En esta fórmula, K_d es el coste de la deuda, que se calcula dividiendo los gastos financieros entre la deuda financiera y multiplicando el resultado por 0,75 (1- el 25% de Impuesto de Sociedades).

K_e es el coste de los recursos propios y se obtiene con la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \alpha$$

En esta fórmula, R_f es la tasa libre de riesgo, $(R_m - R_f)$ es la prima de riesgo de mercado, la beta es la de Damodaran (Damodaran online, s.d.) (desapalancada); y alfa es el coeficiente de riesgo específico.

En el caso de la tasa libre de riesgo, consultando los datos publicados por el Banco de España, se puede observar que la rentabilidad de las obligaciones a 10 años se sitúa en torno al 3,7%, alcanzando valores muy cercanos al 4% en algunos casos. Viendo además que la tendencia es al alza, se ha tomado un valor de tasa libre de riesgo del 4%.

La beta, en este caso y como ya se ha indicado, se ha tomado como dato de las oficiales publicadas por Damodaran para 2023 para el sector de distribución (de comestibles y bebidas, principalmente).

El riesgo específico considerado es el de la parte baja de la horquilla que se da en este método. Los supermercados son negocios poco arriesgados cuyos productos presentan una demanda (y oferta) de baja elasticidad. Al tratarse en su mayoría de productos de

primera necesidad, el sector se considera poco arriesgado, por lo que así se ha valorado para la obtención del coste de los recursos propios.

El detalle del cálculo de Ke se incluye en el ANEXO 1.

Así, el WACC queda como se presenta a continuación:

WACC	x% RP (PN)	0,24%
	ke	7,25%
	(1-x%) RA (d)	99,76%
	kd	7,55%
		7,54%

Tabla 4

Fuente: *Elaboración propia*

5.2.3. Valor residual.

El siguiente dato importante para el Descuento de Flujos de Caja es el Valor Residual. Entendiendo que la empresa va a seguir en funcionamiento más allá de las proyecciones realizadas, se debe asignar un valor a la empresa pasado dicho horizonte. Este es el valor residual.

En este caso, se ha considerado un periodo de 5 años. Podría haberse tomado un horizonte temporal mayor, pero ante las constantes pérdidas y la delicada situación del grupo observada al analizar las Cuentas Anuales, se ha optado por la prudencia.

El valor residual tiene en cuenta una tasa de crecimiento. Al ser, como se ha expuesto en apartados anteriores, un sector (el de los supermercados) con demanda inelástica, la tasa de crecimiento (g) considerada es el 2%, valor tomado de la estimación del propio grupo DIA para España en el año 2022 (esta estimación queda recogida en la nota 5.1 de la memoria del grupo de 2022).

El valor residual da un flujo que se obtiene aplicando la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Flujo } n * (1 + g)}{(k - g) * (1 + k)^n}$$

Sabiendo que k es la tasa de descuento ya calculada, el valor residual resultante es el siguiente:

VALOR RESIDUAL:	
k	7,54%
g	2,00%
n	5
Flujo n	843.344,89
	10.784.952,66

Tabla 5

Fuente: *Elaboración propia*

5.2.4. Resultado de *Enterprise Value* (EV).

Según la guía de valoración de empresas del REC a la que ya se ha hecho referencia, el método del descuento de flujos de caja proporciona, siguiendo los pasos detallados en los apartados anteriores, el EV. Este EV tiene en cuenta los FLC calculados anteriormente y considerados en la fecha de valoración y el valor residual también en la fecha de valoración.

Así, el resultado de la valoración queda como sigue:

Fecha de valoración: 31/12/2022	
WACC	7,54%
Valor actual FLC (2023-2027)	2.003.267,60 €
Valor actual del Valor Residual	10784952,66
Enterprise Value (EV)	12.788.220,26 €

Tabla 6

Fuente: *Elaboración propia*

A fecha de 22 de diciembre de 2022, el valor de la empresa DIA obtenido mediante el método de descuento de flujos de caja es de **12.788.220,26 miles de € como EV** (valor de la empresa propiamente dicho).

5.3. Obtención del *Equity Value*.

El *Equity Value* representa el valor de la sociedad, en este caso del grupo DIA, para los accionistas.

Para obtener los Flujos de Caja que se aplican a la obtención del EqV se deben restar los gastos financieros netos de impuestos a los flujos ya obtenidos para el cálculo del EV, es decir, la nueva fórmula para calcular, en este caso, los FCL para los accionistas, será:

$$\text{FCL accionistas} = \text{EBITDA} - \text{intereses} - \text{IS} - \text{inversiones} \pm \Delta \text{FM}$$

- A estos efectos, cabe apuntar que los gastos financieros considerados son los intereses de préstamos con entidades bancarias, intereses de obligaciones y bonos y, en su caso, intereses de préstamos participativos.
- Al igual que en el impuesto de los FCF del EV, se ha tomado una tasa efectiva del 21,5%, que también se ha aplicado a los gastos financieros para considerarlos netos de impuestos.

El segundo cambio relevante en el análisis del EqV con respecto al EV es la tasa de descuento. Si antes empleábamos el WACC, en el EqV los valores se descontarán aplicando como tasa el coste de los recursos propios (k_e , ya obtenido).

Con estas consideraciones, los Flujos y las proyecciones quedan como se presenta a continuación:

DATOS HISTÓRICOS	2022	2021	2020	2019	2018	Variación media para proyectar
EBITDA	347.900,00	299.000,00	301.900,00	65.600,00	209.200,00	7,70%
GF	38.120,00	48.353,00	48.347,00	64.689,00	48.387,00	-7,08%
Amortizaciones	163.591,00	168.026,00	189.201,00	227.152,00	245.767,00	proyecciones de la tabla
IS	-31.430,64	-17.763,52	-13.835,68	48.641,82	18.265,11	crecimiento del EBITDA
Inversión (CAPEX)	-269.200,00	-245.700,00	-83.300,00	-93.000,00	-315.300,00	10,00%
VFM (AC-PC)	19.507,00	238.629,00	-152.838,00	498.518,00	-	90,00%
FCL	66.776,37	274.165,49	51.926,32	519.759,82	-87.834,89	

Tabla 7

Fuente: Elaboración propia

PROYECCIONES	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	347.900,00	374.677,74	403.516,56	434.575,10	468.024,19	504.047,86
GF	38.120,00	35.421,95	32.914,86	30.585,21	28.420,45	26.408,91
Amortizaciones	163.591,00	164.429,58	160.282,92	156.240,83	152.300,67	148.459,88
IS	-31.430,64	-37.587,64	-45.218,54	-53.266,05	-61.770,16	-70.773,50
Inversión (CAPEX)	-269.200,00	-50.000,00	-53.848,48	-57.993,18	-62.456,90	-67.264,18
VFM (AC-PC)	19.507,00	37.063,30	70.420,27	133.798,51	254.217,17	483.012,63
FCL	66.776,37	324.153,41	374.869,81	457.114,38	598.014,31	849.022,81

Tabla 8

Fuente: Elaboración propia

Descontados los Flujos de Caja haciendo el Valor Actual de los mismos y aplicando el k_e ya calculado (7,25%), obtenemos un valor de 2.048.982,63 miles de €.

El valor residual, descontado con ese mismo k_e resulta de 11.546.745,17 miles de €.

Los últimos ajustes que deberán realizarse son sumar a estos valores los activos no afectos a explotación (163.550 miles de € de tesorería) y, a falta de información más precisa sobre la devolución de principal de préstamos y la contracción de nueva deuda financiera, restar la posición financiera neta (1.895.609 miles de €).

Con estos datos, sumándolos entre sí y restando la posición financiera neta, obtenemos un *Equity Value* para el grupo DIA de **11.863.668,80 miles de €**.

5.4. Análisis de la sensibilidad del método del descuento de flujos de caja.

Dado que se está trabajando con estimaciones que tienen, por supuesto, un margen de error y que pueden no acercarse lo suficiente al futuro real, es conveniente hacer un análisis de la sensibilidad del modelo.

Se consideran dos escenarios adicionales, uno más optimista y otro más pesimista, para dos variables. Las variables seleccionadas son la tasa de crecimiento (*g*) y la tasa de descuento (*k* o WACC). Se valora la posibilidad de que el WACC sea un 0,5% superior o inferior al utilizado para el análisis; y lo mismo para la *g*.

Se obtienen así hasta un total de 9 resultados, según la combinación que se hace de la *k* y la *g* en los escenarios optimista, neutro y pesimista, respectivamente.

El resultado del análisis de sensibilidad para el método del descuento de flujos de caja del Grupo DIA es el que se presenta aquí:

		<i>g</i>		
		1,50%	2,00%	2,50%
WACC	7,04%	9.983.560,56 €	10.924.208,47 €	12.051.332,48 €
	7,54%	9.951.963,36 €	12.788.220,26 €	12.019.735,28 €
	8,04%	9.921.085,57 €	10.861.733,48 €	11.988.857,50 €

Tabla 9

Fuente: *Elaboración propia*

6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.

6.1. Objetivos y metodología.

Aunque el método de valoración de empresas por múltiplos o por comparación con múltiplos puede resultar escaso por sí solo, complementando al resultado obtenido mediante el descuento de flujos de caja aporta una referencia de valor “adecuada”, como expone la Guía del Experto contable del REC para la valoración de empresas.

Este método consiste en elegir varias compañías comparables, similares por sector y características al grupo analizado. Se escogen para todas ellas una o varias magnitudes de las que depende el valor de una sociedad (como pueden ser el EBITDA, las ventas, los resultados o el Cash Flow) y se obtienen unos múltiplos relacionando estas magnitudes con el valor de mercado de cada una de las sociedades comparables. Este valor de mercado será, en este trabajo, el valor de capitalización bursátil, aunque si se tuvieran datos reales, se podría utilizar (en lugar de la capitalización bursátil) el precio real por el que se hayan transmitido compañías comparables a la analizada.

Por último, se aplicarán los múltiplos calculados al grupo estudiado. De esta forma, si para las sociedades comparables se cumple que el valor de las mismas es, por ejemplo, 6 veces el EBITDA, esto nos servirá de referencia para saber si la sociedad valorada se encuentra en una situación similar, si su valor responde también a este múltiplo, o si es inferior o superior.

Consiste pues en obtener un valor estimado de la empresa comparándola con otras empresas de características similares.

Para este método, es fundamental seleccionar las empresas adecuadas como comparación. Esas empresas deberán ser de la misma industria, tamaño parecido, con presencia en los mismos mercados y con una estructura similar. Es decir, se trata de buscar compañías lo más parecidas posible a la que se está valorando.

6.2. Análisis y selección de empresas comparables.

Para realizar la valoración de DIA por el método de múltiplos comparables, las empresas seleccionadas son: Tesco, Carrefour, Companhia Brasileira de Distribuição y Groupe Casino.

Cabe destacar que las cuatro empresas elegidas cotizan en Bolsa.

- Tesco: es un supermercado británico (nacido en Londres) cuya historia comienza en el año 1919. La marca “Tesco” aparece en 1924 y la primera tienda en 1929. Tesco cuenta, al igual que DIA, con una tarjeta de fidelización de clientes y se dedica a la distribución de productos, de una forma muy parecida a la que lo hace DIA. Sin embargo, Tesco se ha diversificado y ofrece, por ejemplo, servicios bancarios. La sociedad opera, además de en Reino Unido, en Hungría, República Checa, Eslovaquia e Irlanda. Por tanto, en cuanto a tamaño del mercado en el que opera internacionalmente, nos encontramos ante una empresa de características similares al Grupo DIA.
- Carrefour: es un grupo empresarial francés de distribución de, principalmente, alimentos y bebidas (aunque no únicamente). Su misión, según se indica en su web, es “favorecer el acceso a una alimentación de calidad, sana, con sabor [...]”. Se trata, por tanto, de un modelo de negocio muy similar al propuesto por DIA. También cuenta, como DIA, con distintos modelos de tienda (Carrefour Express, como modelo de proximidad; Carrefour Market...). Otra similitud con el Grupo DIA es que Carrefour también se organiza a través del sistema de franquicias. Por último, cabe destacar que Carrefour opera en un total de 6 países europeos, 2 de América Latina (entre los que se encuentra Brasil) y en Taiwán.
- Companhia Brasileira de Distribuição: también con operación a través de “filiales”, esta empresa se dedica a la distribución al por menor de una gran variedad de productos. Se trata, principalmente, de una cadena de hipermercados y supermercados. Cuenta con varias marcas y opera en Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina.
- Groupe Casino: Se trata de una sociedad cuya Historia comienza en el año 1898. En dicho año el fundador comenzó una sociedad de tiendas y establecimientos económicos de alimentación. La marca apareció en 1901 y el primer supermercado se inauguró en 1960 en Grenoble. Desde entonces, el grupo ha adquirido otros

negocios como Franprix o Spar Francia. Cuentan con establecimientos fuera de Francia, tienen presencia en Argentina y Uruguay, Colombia, Brasil, Venezuela, Vietnam y Tailandia.

6.3. Selección de los múltiplos que se van a aplicar.

En este trabajo se va a valorar el Grupo DIA con dos múltiplos: el múltiplo EBITDA y el múltiplo ventas.

En cuanto al porqué de esta elección, lo primero ha sido descartar el múltiplo de resultados. Desde, al menos, el año 2018, el Grupo DIA presenta resultados negativos ya desde las pérdidas de explotación. Por tanto, parece más prudente no utilizar los resultados como magnitud para la valoración de la sociedad.

El EBITDA se ha tomado por ser la magnitud que incluye las partidas más “homogéneas” para todas las empresas. Al no incluir amortizaciones ni tener en cuenta más que los resultados estrictamente provenientes de la actividad principal de la empresa, parece la magnitud más relevante y significativa a efectos de valoración.

Por motivos similares se ha seleccionado el múltiplo EV/Ventas. Se ha tomado el importe neto de la cifra de negocios como magnitud para este método porque es una cifra objetiva y comparable entre empresas y una variable muy relevante en el sector aquí analizado. No incluye elementos adicionales que empañen su comparabilidad. Además, a efectos de valorar un negocio, las ventas indican cuáles son los ingresos netos que genera la actividad principal de la sociedad.

6.4. Aplicación de los múltiplos a la empresa.

Para llevar a cabo la valoración del Grupo DIA mediante el método de múltiplos comparables, se han tomado los valores siguientes de cada una de las empresas: Capitalización bursátil, EBITDA y Ventas.

En el caso de DIA, la información de EBITDA se había calculado en apartados anteriores (al realizar el método de descuento de flujos de caja). Para las demás sociedades esta

información se ha obtenido de datos publicados en Google Finance y Yahoo Finance y provenientes de Morningstar Inc.

Una vez organizados los datos, se ha procedido a calcular los múltiplos. Para ello, se ha dividido la capitalización bursátil de cada empresa entre sus correspondientes EBITDA y Ventas, respectivamente.

Además, se ha calculado la media y la mediana de los múltiplos de las sociedades empleadas como comparables, para poder analizar a continuación cómo se posiciona el Grupo DIA con respecto a ellas.

La tabla que se presenta a continuación incluye los datos y los resultados obtenidos con la realización de este análisis.

COMPAÑÍA	PAÍS	Cap. Bursátil	EBITDA	VENTAS	CB/EBITDA	CB/VENTAS
Tesco	Reino Unido	22.938.794,47	985.768,00	19.215.306,30	23,26997	1,19378
Carrefour	Francia	11.560.000,00	1.109.500,00	21.590.000,00	10,41911	0,53543
Companhia Brasileira de Distribuição	Brasil	168.932,72	-103.226,60	2.504.514,30	-1,63652	0,06745
Groupe Casino	Francia	120.920,00	883.000,00	8.938.000,00	0,13694	0,01353
MEDIA					8,04737	0,45255
MEDIANA					5,27802	0,30144
DIA	España	973.640,00	270.297,00	6.524.320,00	3,60211	0,14923

Tabla 10

Fuente: *Elaboración propia*

De esta tabla podemos obtener conclusiones relevantes a efectos de valoración del Grupo DIA. En primer lugar, se debe aplicar el múltiplo obtenido al grupo analizado. Se considera que la mediana da una información más relevante que la media, por lo que, aunque ambas se han calculado, el múltiplo del grupo DIA se calcula multiplicando su EBITDA y sus ventas, respectivamente, por la mediana obtenida para ambos múltiplos.

De esta manera, multiplicando 5,28 (múltiplo CB/EBITDA) por el EBITDA de DIA, obtenemos un valor de **1.426.634,316 miles de €**. Este valor indica que las empresas del sector tienen (como valor de mediana) un valor (a efectos de este método) que representa 5,28 veces su EBITDA. En el caso del grupo DIA, aplicando este múltiplo resulta un valor superior a su valor de capitalización bursátil. La implicación de este resultado es que el mercado valora el grupo DIA por debajo de cómo valora en general las empresas del sector.

De igual manera, se multiplica el múltiplo obtenido como mediana de CP/Ventas (0,3) por la cifra de ventas del grupo DIA. El valor resultante es de **1.966.705,25 miles de €**.

Ocurre de nuevo lo mismo, esta cifra es superior a la capitalización bursátil del grupo. El grupo DIA está valorado en el mercado bursátil por debajo de la valoración general (mediana) del sector al que pertenece.

7. CONCLUSIONES.

A lo largo del presente Trabajo, se ha analizado el valor del grupo “Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.” a través de la aplicación de diversos métodos.

Valorar una sociedad implica estimar su valor de mercado, utilizar procedimientos diversos para tratar de calcular cuándo estaría dispuesto a pagar un potencial comprador por hacerse con el negocio estudiado. No se trata de conocer el precio, que, en todo caso, sería una cuestión de negociación entre comprador y vendedor, sino de estimar el valor.

Para ello, ha sido necesario, en primer lugar, estudiar la situación del grupo, para aplicar posteriormente los métodos con mayor seguridad.

La valoración obtenida es diferente para cada uno de los tres métodos aplicados: Patrimonio Neto Ajustado, descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos.

Cabe resaltar, por tanto, que una valoración no deja de ser una estimación, un cálculo hipotético. Si bien es cierto que ningún método es completamente certero, ya que las hipótesis y las estimaciones son inherentemente imprecisas, el más fiable es el descuento de flujos de caja. Este método utiliza proyecciones construidas utilizando información histórica real de la empresa, por lo que su margen de error es menor que el soportado por otros métodos. Sin embargo, al no ser absolutamente exacto, lo aconsejable es complementarlo con otros métodos. Así, con una combinación de procedimientos de valoración, se puede obtener una visión aceptablemente completa y amplia del valor de la sociedad.

En este trabajo, las valoraciones obtenidas para el grupo DIA han sido de 1.844.557 miles de € por el método del Patrimonio Neto Ajustado y de 12.788.220,26 miles de € como EV y 11.863.668,80 miles de € de EqV por el método de descuento de flujos de caja.

Como se ha indicado anteriormente, la valoración es muy diferente en ambos métodos. Lo acertado será priorizar el valor obtenido por el segundo método.

También se ha realizado en este trabajo la valoración por múltiplos, en la que DIA se sitúa por debajo de la mediana en los dos múltiplos seleccionados (CB/EBITDA y CB/Ventas). El primer múltiplo obtenido a partir de los datos de las compañías comparables es de 5,28 veces el EBITDA. Según este múltiplo, el grupo DIA tendría una valoración de 1.426.634,316 miles de €. Por su parte, el segundo múltiplo valora el grupo en un total de 1.966.705,25 miles de €, ya que se ha obtenido que el valor por este método será de 0,3 veces las ventas. Si se comparan estos valores con el valor de capitalización bursátil real del grupo DIA, se observa que dicha capitalización es inferior a ambos. Se puede deducir así, por el método de múltiplos comparables, que el grupo DIA está valorado por debajo de cómo se valoran, en general, las sociedades de su sector.

La valoración de empresas es una actividad compleja y que arroja resultados que sirven como referencia para, por ejemplo, llevar a cabo la transmisión de la sociedad. El punto clave de esta afirmación es la palabra “referencia”. Los expertos independientes que realizan el informe de valoración cuentan con herramientas muy valiosas como la información contable histórica de la empresa y un profundo conocimiento del sector y de la coyuntura económica. Sin embargo, no puede ignorarse el hecho de que, en la actualidad, en el mundo globalizado y cambiante en el que vivimos, la situación económica se ve afectada por multitud de factores externos a las empresas que les afectan profundamente. Un acontecimiento inesperado en la otra punta del mundo puede provocar un cambio repentino en la coyuntura económica nacional; una nueva norma europea puede modificar el valor de las empresas de un determinado sector; y así con multitud de circunstancias de difícil previsión.

La economía es cambiante y recibe la influencia de factores muy dispares. Es por ello que la valoración de empresas no puede calificarse de ciencia exacta. Sin embargo, sí podemos decir que es una actividad que arroja estimaciones con un alto grado de corrección, sobre todo si se realiza con exhaustividad y aplicando el principio de prudencia e incluyendo diversos métodos que puedan analizarse conjuntamente. Estos son los criterios que se han tratado de aplicar en la realización de este Trabajo, con el fin de que se aproxime en la mayor medida posible a la práctica profesional efectiva.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEMANY, J. (2006). *La relevancia del valor de los datos contables en el mercado de valores español: un estudio empírico para el periodo 1986-2003*. Tesis Doctoral. Universitat Politècnica de Catalunya.
- BANCO DE ESPAÑA (2023). *España. Indicadores financieros. Series diarias*. URL: https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/datos/pdf/si_1_2.pdf
Consultado el 10 de noviembre de 2023.
- CAMPOS MASIPE, C. (2022). *Aumenta el valor financiero de las marcas españolas según Brand Finance*. URL: https://www.hosteltur.com/comunidad/nota/028730_aumenta-el-valor-financiero-de-las-marcas-espanolas-segun-brand-finance.html. Consultado el 24 de septiembre.
- DAMODARAN, A. (2005). “Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. Foundations and Trends”. *Finance*, 8, vol. 1, 693-784.
- DAMODARAN ONLINE (2023). *Levered and unlevered Betas by Industry* URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Consultado el 24 de septiembre de 2023.
- FABREGAT, J. (2009). “Introducción a los métodos de valoración de empresas”. *Revista de Contabilidad y Dirección*. Vol. 8, año 2009, pp. 11-29.
- FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Madrid: IESE Business School – Universidad de Navarra.
- GRUPO DIA (2021). *Memoria de Sostenibilidad*. URL: <https://diacorporate.com/proposito/plan-de-sostenibilidad-grupo-dia/>. Consultado el 15 de septiembre de 2023.
- GRUPO DIA (2022). *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado 2022*. URL: <https://diacorporate.com/estados-financieros/>. Consultado 15 de septiembre de 2023.

- GRUPO DIA (2021). *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado 2021*. URL: <https://diacorporate.com/estados-financieros/>. Consultado 15 de septiembre de 2023.
- GRUPO DIA (2020). *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado 2020*. URL: <https://diacorporate.com/estados-financieros/>. Consultado 15 de septiembre de 2023.
- GRUPO DIA (2019). *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado 2019*. URL: <https://diacorporate.com/estados-financieros/>. Consultado 15 de septiembre de 2023.
- GRUPO DIA (s.d.). *Nuestra Historia*. URL: <https://diacorporate.com/nuestra-historia/>. Consultado el 20 de septiembre.
- GUIJARRO, E. *et al.* (s.d.). *Métodos tradicionales de valoración de empresas*. Universitat Politècnica de València. URL: <https://m.riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/83001/Guijarro%3BBabiloni%3BCanós%20-%20Métodos%20tradicionales%20de%20valoración%20de%20empresas.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Consultado el 24 de septiembre de 2023.
- LAÍNEZ GADEA, J.A. (s.d.). *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*. Universidad de Zaragoza.
- MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A. (2017). *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja*. Madrid: Registro de Expertos Contables.
- PENMAN, S. (2007). *Financial statement analysis and security analysis*. McGraw Hill.
- PALEPU, K, HEALY P. y BERNARD V. (2002): *Análisis y valuación de negocio mediante estados financieros*. International Thomson. Mexico.
- RT VALORACIONES ARQUITECTURA (s.d.). *Valoración de empresas*. URL: <https://www.rtvaloraciones.com/valoracion-de-empresas/>. Consultado el 20 de septiembre de 2023.

WEB OFICIAL TESCO. URL: <https://www.tescopl.com>. Consultado el 9 de octubre de 2023.

WEB OFICIAL CARREFOUR. URL: <https://www.carrefour.com/fr/implantations-du-groupe-carrefour>. Consultado el 9 de octubre de 2023.

WEB OFICIAL COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO. URL: <https://es.marketscreener.com/cotizacion/accion/COMPANHIA-BRASILEIRA-DE-D-10697848/empresa/>. Consultado el 9 de octubre de 2023.

WEB OFICIAL GROUPE CASINO. URL: <https://www.groupe-casino.fr/en/group/presentation/>. Consultado el 9 de octubre de 2023.

ANEXO 1. Información adicional para el descuento de flujos de caja.

Tabla (elaboración propia) de detalle del cálculo de las amortizaciones proyectadas:

	2022	2021	2020	2019	2018	Medias variación
ANC	1.903.166	2.018.223	2.044.620	2.448.162	2.159.101	
Amtz. %	8,60%	8,33%	9,25%	9,28%	11,38%	8,86%
Variación ANC	-5,70%	-1,29%	-16,48%	13,39%		-2,52%
	2023	2024	2025	20226	2027	
Proyec. ANC	1855171,03	1808386,42	1762781,65	1718326,97	1674993,36	
Proyec. Amtz.	164429,584	160282,918	156240,826	152300,668	148459,876	

Tabla (elaboración propia) de detalle del cálculo del coste de los recursos propios (Ke):

ke		
Prima de riesgo	Tasa libre de riesgo	4,00%
Riesgo de mcdo.	β DAMODARAN	0,45
	prima riesgo mcdo.	5%
Riesgo específico	Riesgo bajo	1%

ANEXO 2. Cuentas Anuales 2022.



(I) ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO

Al 31 de diciembre de 2022

(Expresado en miles de euros)

ACTIVO	Notas	2022	2021
		31 de diciembre	31 de diciembre
Inmovilizado material	5	904.315	898.398
Fondo de comercio	6.1	326.297	451.102
Derechos de uso	6.2	492.677	505.318
Otros activos intangibles	6.3	37.289	24.434
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	8	430	484
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	7.1	11.316	15.386
Otros activos financieros no corrientes	7.2	60.476	61.772
Activos por impuestos no corrientes	16.2	70.366	61.329
Activos no corrientes		1.903.166	2.018.223
Existencias	10	417.641	452.003
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	7.1	199.087	178.031
Créditos al consumo de actividades financieras		908	1.010
Activos por impuestos corrientes	16.2	49.704	46.548
Activos por impuestos sobre ganancias corrientes	16.2	8.303	1.681
Otros activos financieros corrientes	7.2	7.673	4.879
Otros activos	9	9.627	7.382
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	11	215.819	361.065
Activos no corrientes mantenidos para la venta	12	309.012	—
Activos corrientes		1.217.774	1.052.599
TOTAL ACTIVO		3.120.940	3.070.822

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	Notas	2022	2021
		31 de diciembre	31 de diciembre
Capital	13.1	580.655	580.655
Prima de emisión	13.2	1.058.873	1.058.873
Reservas	13.4	(1.443.547)	(1.185.937)
Acciones propias	13.5a)	(3.150)	(3.842)
Otros instrumentos de patrimonio propio	13.5b) y 17	250	416
Pérdida neta del periodo	13.4	(123.848)	(257.331)
Diferencias de conversión	13.8	(64.960)	(99.264)
Ajustes de valor por operaciones de cobertura		3.284	—
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante		7.557	93.570
Total Patrimonio neto		7.557	93.570
Deuda financiera no corriente	14.1	1.009.544	1.023.183
Provisiones	15	83.515	94.412
Otros pasivos financieros no corrientes	14.2	710	—
Pasivos por impuesto diferido	16	50.742	36.453
Pasivos no corrientes		1.144.511	1.154.048
Deuda financiera corriente	14.1	278.877	272.454
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14.3	1.329.274	1.274.612
Pasivos por impuestos corrientes	16	56.072	46.909
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	16	14.191	8.062
Otros pasivos financieros	14.4	212.727	221.167
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	12	77.731	—
Pasivos corrientes		1.968.872	1.823.204
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		3.120.940	3.070.822

(II) CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA

Correspondiente al ejercicio anual terminado en 31 de diciembre de 2022
(Expresada en miles de euros)

CUENTA DE RESULTADOS	Notas	Reexpresada (*)	
		2022 31 de diciembre	2021 31 de diciembre
Importe neto de la cifra de negocios	4 y 18.1	6.524.320	5.900.055
Otros ingresos	19.1	35.746	30.379
TOTAL INGRESOS		6.560.066	5.930.434
Consumo de mercaderías y otros consumibles	19.2	(4.850.148)	(4.353.371)
Gastos de personal	19.3	(705.061)	(709.263)
Gastos de explotación	19.4	(710.567)	(613.063)
Amortizaciones	19.5	(354.323)	(341.044)
Deterioro de activos no corrientes	19.5	(40.756)	(50.723)
Deterioro de deudores comerciales	7.1	(4.286)	1.587
Resultados por bajas de activos no corrientes	19.6	(24.003)	(22.843)
PÉRDIDA DE EXPLOTACIÓN		(129.068)	(158.286)
Ingresos financieros	19.7	65.523	35.208
Gastos financieros	19.7	(129.616)	(139.870)
Resultado derivado de la posición monetaria neta	19.9	100.818	42.262
Resultado procedente de instrumentos financieros		—	110
Beneficio/(pérdida) de sociedades por el método de la participación	19.10	(55)	11
PÉRDIDA ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS		(92.398)	(220.565)
Impuesto sobre beneficios	16	(33.860)	(13.875)
PÉRDIDA DESPUÉS DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS		(126.258)	(234.440)
Pérdida de las actividades interrumpidas		2.410	(22.891)
PÉRDIDA NETA DEL PERIODO		(123.848)	(257.331)
Atribuido a:			
Tenedores de instrumentos de patrimonio neto de la dominante		(123.848)	(257.331)
Resultado por acción básicas y diluidas, en euros			
Pérdida de las actividades continuadas		(0,002)	(0,004)
Pérdida de las actividades interrumpidas		—	—
Pérdida del periodo		(0,002)	(0,004)