

Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas: Sector Alimentación y
bebidas. Grupo DIA y MERCADONA, S.A.

Autor

José Daniel Gómez Salazar

Director

Luis Alberto Fabra Garcés

Facultad de Economía y empresa/ Universidad de Zaragoza
2015-2016

Información

Autor del trabajo: José Daniel Gómez Salazar

Director del trabajo: Luis Alberto Fabra Garcés

Título del Trabajo: Valoración de empresas por sectores.

Titulación: Grado de Finanzas y Contabilidad (GFICO)

Resumen

El Presente trabajo está fundamentado sobre la base de la asignatura Valoración de empresas. En él encontraras una breve introducción a la valoración de empresas y los diferentes métodos de valoración más utilizados por los inversores. Se centra en el análisis y valoración del sector alimentación y bebidas. Para ello, se han estudiado dos grandes empresas que son representativas del sector en España: el Grupo DIA y Mercadona, S.A.

Con las hipótesis planteadas en este estudio se marca una pauta a seguir por las empresas que servirá como guía de la gestión de ambas. Además, se detallan aspectos macroeconómicos de las áreas de influencia de estas empresas que están enmarcados en la coyuntura geopolítica actual. Se incluyen datos de PIB por países, nº de empresas en el sector alimentación y bebidas, producción total del sector, etc.

Un análisis financiero de ambas empresas para plantear una situación inicial de su estructura económica y financiera, que servirá de base para la determinación de las estimaciones de sus estados contables. A partir de dicho análisis se ha procedido a determinar y evaluar la eficacia de los diferentes métodos de valoración, tanto los basados en el balance como los basados en la cuenta de resultados.

Se hace especial atención al método de valoración por descuento de flujos de caja, que es uno de los más utilizados para valorar empresas, dada su funcionalidad como herramienta de gestión del valor gracias a la utilización de los generadores de valor (value drivers), donde veremos que cuando se cambian variables como el crecimiento de las ventas, márgenes de costes, etc. respecto a una hipótesis inicial, cambia el valor de la empresa y nos determina cuánto valor se ha creado o destruido.

Finalmente, una conclusión del trabajo donde se comenta una opinión de los resultados obtenidos y una comparación económica y financiera de ambas empresas en el momento actual.

Objetivos del trabajo

- Conocer las bases y el concepto de valoración.
- Conocer el proceso de valoración de una empresa a grandes rasgos.
- Conocer y evaluar la eficiencia de los métodos de valoración de empresas más utilizados.
- Entender cómo le afectan los riesgos geopolíticos a las actividades de una empresa.
- Dar a conocer y comparar la situación financiera del Grupo DIA y la de Mercadona, S.A. mediante un profundo análisis de sus estados contables.

- Entender que ningún método de valoración es verdadero o falso sino que cada uno puede usarse con diferentes propósitos.
- Crear una herramienta de gestión del valor mediante los flujos de fondos y los value drivers.

Summary

This assignment is based on the matter business valuation. Inside, you discover an introduction in business valuation and the most used ways to estimate the value of companies. It is focus on the valuation of groceries and beverages sector in Spain through the analysis of Grupo DIA and Mercadona, S.A.

There are been established some hypothesis for estimate the new figures of the annual statements of both companies. Furthermore, these hypotheses are useful to get a guideline of the future records. Also include some key indicators about the sector and the country like GDP, number of the companies in groceries and beverages sector...

It has been done a deep analysis of their financial statements to achieve the outlooks. Moreover, are described the methods to value enterprises and compare the different outcomes between them. This process has revealed that the best method to estimate the enterprise value is the discounting cash flows. Finally, it is include a conclusion about all of the outcomes of the two companies analyzed.

Índice

Información	1
Resumen	1
Objetivos del trabajo.....	1
Summary.....	2
Índice	3
Introducción del trabajo.....	5
Capítulo 1. Introducción a la valoración de empresas.....	6
1.1. Concepto de valoración de empresas.....	6
1.2. Teoría del valor	6
1.3. El valor como aproximación del precio	8
1.4. Métodos de valoración más utilizados.....	8
1.4.1. Basados en el balance (Valor patrimonial).....	9
1.4.2. Basados en la cuenta de resultados.....	9
1.4.3. Métodos mixtos basados en el fondo de comercio (Goodwill)	10
1.4.4. Descuento de flujos de caja (DFC).....	10
Capítulo 2. Análisis macroeconómico.....	11
2.1. Situación económica y geopolítica actual. Riesgos de mercado	11
2.2. Sector alimentación, bebidas y tabaco	12
2.3. Evolución del sector en España vs IGBM	14
2.3.1. Sensibilidad respecto al mercado (beta). Sector defensivo	14
2.4. Presentación de las empresas analizadas. DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.	15
2.5. Planteamiento de la hipótesis base.....	16
Capítulo 3. Análisis financiero DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.	18
3.1. Balance de situación	18
3.2. Balance reducido.....	18
3.2.1. Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y Fondo de Maniobra (FM)..	19
3.2.2. Activos Fijos Netos (AFN) y CAPEX.....	20
3.2.3. Patrimonio Neto.....	21
3.2.4. Deuda financiera neta	22
3.3. Ratios financieros	23
3.4. Cuenta de resultados	24
3.4.1. Cuenta de resultados reducida	24
3.4.2. Rentabilidad económica (ROA)	24
3.4.3. Rentabilidad financiera (ROE)	25
3.5. Ratios económicos	26
Capítulo 4. Métodos de valoración de empresas. DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.	28
5.1. Métodos basados en el balance. Valor patrimonial	28
4.1.1. Valor contable ajustado	28
4.1.2. Valor sustancial	29
4.1.3. Valor de liquidación	30
5.2. Métodos de valoración basados en la cuenta de resultados	31
5.2.1. Price earnings ratio (PER)	31
5.2.2. Valor de los dividendos	33
5.2.3. Valor por múltiplos de las ventas y otros múltiplos	35
5.3. Métodos de valoración mixtos. Goodwill o fondo de comercio	36
5.3.1. Método indirecto	36
5.3.2. Método Directo	36

5.3.3. Unión de Expertos Contables Europeos (U.E.C.)	37
5.3.4. Método de los CPNE	38
Capítulo 5. Valoración por descuento de flujos de caja. DIA, S.A. y MERCADONA, S.	
A.	39
5.1. Introducción al método DFC	39
5.2. Expresión general del método DFC.....	39
5.3. Desarrollo del proceso de la valoración por DFC.....	40
5.4. Value Drivers. Impulsores del valor	42
Conclusiones del trabajo realizado	43
ANEXOS.....	45
Anexo I. Cuentas anuales completas	45
Anexo II. Hipótesis base.....	50
Anexo III. Tablas descuento de flujos de caja.....	56
Bibliografía.....	58

Introducción del trabajo

En los mercados financieros el valor de las empresas se mueve y varía cada minuto con las cotizaciones de sus acciones. Todas estas empresas/acciones son objeto de compra-venta entre la multitud de inversores de todo tipo que existen en los mercados. Quizás, la pregunta más frecuente en los mercados de valores es si X valor o empresa está cara o barata. Sin esta duda existencial no existiría mercado. Esto quiere decir que el valor es subjetivo y cada inversor puede darle uno distinto al mismo bien o activo sin que ninguno de los dos esté equivocado.

En este trabajo podrás ver y comprobar por ti mismo cómo se valora una empresa desde su parte operativa o negocio hasta su parte económica y financiera. Podrás saber qué significa eso de crear valor para el accionista y qué es un cash flow.

A partir del análisis de dos empresas comparables entre sí como el Grupo DIA y Mercadona, S.A. podrás saber la situación en la que se encuentran y cómo funciona el sector alimentación y bebidas en España. Se ha realizado un profundo análisis económico y financiero de estas dos empresas para compararlas entre sí y determinar la posición de cada una dentro del sector. Para ello se ha analizado y proyectado hasta 2025 la estructura de sus balances de situación y cuenta de resultados. Esto nos ayudará a tener una visión más concreta de la evolución de cada una con el paso de los años.

También se describen y realizan métodos de valoración de empresas comúnmente utilizados en los mercados financieros, a través de los cuales se toman decisiones de compra o venta. Sin embargo, también pueden ser utilizados para evaluar la gestión llevada a cabo por la directiva de la empresa, que normalmente se traduce en el seguimiento de la evolución de ciertos ratios. Algunos de los ratios más importantes también son descritos en el presente estudio.

Otra forma de evaluar la creación o destrucción del valor en las empresas es a través de los flujos de caja (cash flows) esperados, los cuales son muy utilizados por los grandes inversores. Los cash flows forman parte de uno de los métodos de valoración estudiados en este trabajo, y que es sin duda el método más utilizado para la determinación del valor y evaluación de la creación y gestión del mismo mediante los llamados impulsores del valor (value drivers).

En este trabajo se incluye una herramienta de gestión del valor que sirve para comparar y evaluar cómo afectan ciertas variables al valor de una empresa, ya que la herramienta es extrapolable a cualquier empresa de cualquier sector, lo único que es preciso hacer es cambiar los parámetros de la hipótesis base.

Un trabajo completo lleno de sentido económico y con una herramienta real y utilizable por cualquier usuario. Espero que disfruten tanto como lo ha hecho el autor mientras lo realizaba.

Capítulo 1. Introducción a la valoración de empresas

1.1. Concepto de valoración de empresas

¿Qué es?

Es un proceso económico-financiero mediante el cual, partiendo de datos históricos y futuros proyectados, trata de cuantificar el valor de los activos, pasivos y patrimonio neto, además de todo el conjunto de actividades presentes y futuras llevadas a cabo por la empresa. A menudo, la valoración de una empresa se efectúa teniendo en cuenta el supuesto de continuidad de sus operaciones (absorción o fusión). Sin embargo, hay ocasiones en las que, la valoración sirve con el propósito de liquidar la compañía (escisión).

¿Para qué sirve?

Sirve para fines puramente económicos, mayoritariamente, adquisiciones, fusiones o escisiones de empresas. Cuando un inversor está interesado en adquirir una compañía o parte de ella, deberá realizar una tasación de todos sus negocios o parte de ellos. Por otra parte, el vendedor, querrá saber cuánto está dispuesto a aceptar por su empresa para comenzar la negociación. Aquí distinguimos entre el valor para el comprador y el valor para el vendedor.

¿Quiénes la realizan?

Normalmente, las valoraciones son encargadas a agencias de inversión con equipos cualificados en el análisis de empresas, que conocen bien el sector o tipo de negocio objeto de valoración. Dicho esto, hay que tener en cuenta que una valoración es una opinión bien fundamentada sobre el valor, medido en unidades monetarias, que puede tener algo (empresa, marca, activo, etc.) en el mercado, por tanto, no está exenta de cometer errores, y mucho menos, de ser verdadera.

1.2. Teoría del valor

A lo largo de la historia, el pensamiento económico ha ido cambiando y corrigiendo sus errores. No es exagerado decir que la teoría del valor ha sido fundamental para que la ciencia económica exista.

Economía clásica:

Adam Smith y David Ricardo son los autores más influyentes de esta corriente de pensamiento económico.

En el pensamiento económico clásico, la mayoría de los modelos, se posicionan en el lado de la oferta para explicar el valor de los bienes producidos por una economía; ya sea a través de la utilidad real de dichos bienes, del coste para el empresario por la producción, del tipo de trabajo utilizado, o de la cantidad de este trabajo acumulado. Siendo todos estos factores aparentemente objetivos para valorar un producto.

Adam Smith, es considerado el padre de la economía moderna gracias a su obra *La Riqueza de las naciones*, publicada en 1776, donde expone y desarrolla sus teorías económicas sobre el trabajo, los salarios, el mercado, el valor de las mercancías, las formaciones de precios, las causas de riqueza de ciertos países, etc.

“Debe notarse, que la palabra Valor tiene dos distintas inteligencias; porque a veces significa la utilidad de algún objeto particular, y otras aquella aptitud, o poder que tiene para cambiarse por otros bienes a voluntad del que posee la cosa. El primero podremos llamarle valor de utilidad; y el segundo valor de cambio.” [Adam Smith, La riqueza de las naciones, 1976, Tomo 1. Edit. Viuda e Hijos de Santander]

“El precio real de cualquier cosa, lo que realmente cuesta al hombre que ha de adquirirla, es la fatiga y el trabajo de su adquisición. Lo que vale realmente para el que la tiene ya adquirida, y ha de disponer de ella, o ha de cambiar por otra, es la fatiga y el trabajo que a él le ahorra, o que con ella quede habilitado a canjear.” [Adam Smith, La riqueza de las naciones, 1976, Tomo 1. Edit. Viuda e Hijos de Santander]

“Si con una mejor máquina yo puedo, con la misma cantidad de mano de obra, producir dos pares de medias en vez de uno, de ninguna manera menoscabo la utilidad de un par de medias, aunque disminuye su valor” [David Ricardo, ibídem, p.210]

Economía neoclásica

Los principales autores de esta corriente son William Stanley Jevons, Alfred Marshall, Carl Menger, Leon Walras e Irving Fisher.

En el pensamiento neoclásico y finales del clásico, se empieza a introducir la demanda como factor más relevante para explicar la formación de precios; además, de las necesidades y el crecimiento de la población a largo plazo como factores intrínsecos del valor de un producto.

El equilibrio entre la oferta y la demanda del mercado; incluyendo los costes de producción, las necesidades satisfechas y el grado de satisfacción de agentes económicos racionales, marcan realmente el valor de un bien o servicio producido.

[...] *“el valor de cambio de cualquier elemento de riqueza representa exactamente lo que esta riqueza acrecienta la felicidad o el bienestar”* [...] [A. Marshall, Principios de economía política. Edit. Nova Cultural]

Economía Keynesiana:

Corriente de pensamiento económico promulgada por John Maynard Keynes. Aquí se abandonan los planteamientos de la teoría del valor, remitiendo solamente a las valoraciones asignadas por el mercado, que son eficientes debido a que toda la información disponible es sabida por todos los agentes económicos.

Las principales aportaciones de esta corriente para la ciencia económica están en su obra *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, en ella introdujo las bases de la macroeconomía moderna.

Keynes hace un distinto tratamiento para el dinero, que lo considera como un activo además de cómo elemento de cambio. Intenta buscar así la relación entre el dinero (atesoramiento) y el tipo de interés (coste del dinero).

El modelo neoclásico cierra la preocupación por el problema de asignación de valor a los bienes, estando ausente en el modelo keynesiano, economía del bienestar o nueva economía.

1.3. El valor como aproximación del precio

Como hemos podido observar, el valor es algo subjetivo y puede explicarse desde diferentes enfoques, ya sea desde el lado de la oferta o de la demanda. Sin embargo, es difícil de cuantificar, ya que el valor de utilidad de algo puede que no sea el mismo para dos personas o agentes económicos distintos.

Siguiendo esta afirmación, dos sujetos económicos racionales que tienen intereses contrapuestos en una transacción (comprador-vendedor), darán distinto valor a la misma mercancía. Es decir, el comprador tendrá en cuenta la utilidad que podría darle él mismo al objeto de transacción. El vendedor valorará toda la utilidad que le estaría reportando en el momento de negociación.

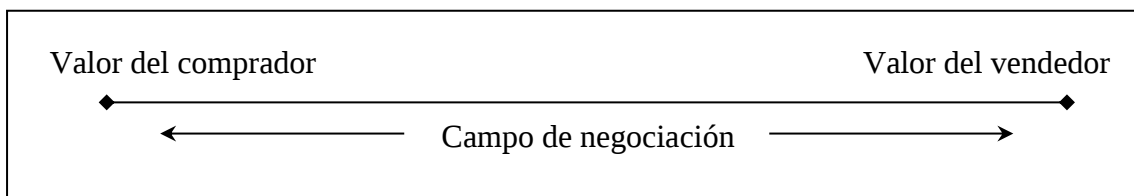
El precio es la cantidad a la que el comprador y vendedor acuerdan realizar una operación de compra-venta. Podemos decir así, que valor y precio no son lo mismo.

Ejemplo:

Un inversor que está interesado en comprar una empresa por el fondo de comercio que ésta posee, valorará la oferta de compra asignando más importancia a esta parte de la empresa. Todos los demás activos (instalaciones, maquinaria, equipos, etc.) quedan en un segundo plano por la baja utilidad que representan para el comprador.

El vendedor valorará toda su empresa; incluyendo su utilidad, el valor de mercado de sus activos y el potencial de sus recursos materiales en situación de seguir produciendo.

Estos dos extremos entre comprador y vendedor suponen un punto de partida para la negociación:



En este diagrama puede verse claramente el punto de partida de una negociación entre dos partes contrapuestas. En el caso de realizarse la transacción, el resultado final será un precio pactado por ambas partes, el cual es punto de equilibrio de la negociación. Si una de las partes no está de acuerdo con el precio pactado, no se llegará al punto de equilibrio, y puede que la transacción no se haga efectiva.

Ahora ya sabemos diferenciar entre valor y precio. Sabemos que toda valoración es subjetiva y cuantificable desde muchos enfoques. Entonces, ¿Cómo se puede estar seguro de que una valoración es correcta? ¿Estoy sobrevalorando o infravalorando un activo? Este tipo de preguntas mueven el mercado de valores a diario.

1.4. Métodos de valoración más utilizados

A continuación, haré una breve descripción de los métodos de valoración más utilizados entre los gestores de carteras y analistas del mercado. De esta forma, podremos acercarnos un poco más a los mercados financieros, saber cómo valoran una com-

pañía y qué variables son más importantes que otras. Sobre esto profundizaremos en los capítulos siguientes valorando DIA, S.A. y MERCADONA, S.A., ambas pertenecientes al sector de alimentación y comercio al por menor.

Los métodos de valoración más utilizados pueden clasificarse en distintos grupos. En este trabajo me centraré en los cuatro primeros grupos, ya que suelen ser los más utilizados, siendo el más fiable el método por descuento de flujos (Capítulo 7)

MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta abreviada	Capital cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	AVP		Usos alternativos

1.4.1. Basados en el balance (Valor patrimonial)

(Capítulo 4). Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Son métodos comúnmente usados y que consideran que el valor de una compañía radica en su balance; en sus activos e inversiones.

Teniendo en cuenta que el balance de situación de la empresa es una fotografía de la estructura de sus inversiones (activo) con su respectiva financiación (pasivo y patrimonio neto), podemos decir que este método nos proporciona el valor de la empresa desde una perspectiva estática. Esto es una limitación, ya que no tiene en cuenta la posible evolución de la empresa, el valor temporal del dinero y otros factores como problemas internos (con los trabajadores, de gestión eficiente, etc.) que no aparecen reflejados contablemente.

1.4.2. Basados en la cuenta de resultados

(Capítulo 4). Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Este método es el más rápido de realizar. Se basa en utilizar el valor de una magnitud de la cuenta de resultados (EBITDA, ventas, etc.) y multiplicarla por un coeficiente.

Dichos coeficientes dependen del sector y del tipo de negocio principalmente. En esta categoría se incluye el método basado en el PER (Price Earnings Ratio): Según el cual, el precio de las acciones de una compañía es un múltiplo del beneficio neto.

El método de los múltiplos también sirve para analizar el endeudamiento, de forma que, la deuda financiera neta sea un múltiplo del EBITDA. Este indicador del endeudamiento es útil para empresas pequeñas que están en procesos de renegociación de su deuda y con capacidad de crecimiento. Se desarrollará más sobre este tipo de ratios en el capítulo 4.

1.4.3. Métodos mixtos basados en el fondo de comercio (Goodwill)

(Capítulo 4). Este método nos dice que el valor de una empresa es la suma del valor de sus activos netos y el fondo de comercio o goodwill. Dependiendo de qué método se emplee (clásico, UEC, UEC simplificado, otros) el goodwill se calcula de distinta manera.

1.4.4. Descuento de flujos de caja (DFC)

(Capítulo 5). Trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego actualizarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Es el método más utilizado por ser el único conceptualmente correcto. Considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, por tanto es un método de valoración dinámico que tiene en cuenta la evolución futura de la empresa a través de las estimaciones. Los flujos de fondos estimados son actualizados a una tasa de descuento apropiada.

Para estimar dichos flujos de fondos se debe hacer un pronóstico detallado de cada partida del balance y cuenta de resultados de acuerdo a unas bases preestablecidas, por ejemplo, el crecimiento de las ventas. El procedimiento es similar al de un presupuesto de tesorería.

Cada tipo de flujo de fondos (FCF, CFacc, CFd, CCF) se debe descontar a una tasa de descuento adecuada a ese tipo de flujo de fondos.

Capítulo 2. Análisis macroeconómico.

2.1. Situación económica y geopolítica actual. Riesgos de mercado

En la Eurozona, a pesar de los esfuerzos de los estados miembros y del apoyo de los bancos centrales para mantener la estabilidad económica, se ha detectado una ralentización del crecimiento en términos de PIB para los próximos años respecto a 2014-2015. Fue en junio de 2014 cuando el BCE (Banco Central Europeo) llevó a cabo el mayor plan de estímulos monetarios visto en la Eurozona. Estas son algunas de las medidas implantadas e instrumentos utilizados:

- Reducción de **Tipos de interés** de referencia, ahora en **0,00%**.
- Reducción de **facilidad de crédito**, ahora en **0,25%**.
- Reducción de **facilidad de depósito**, ahora en **-0,40%**.
- Compra de **deuda pública**, por un montante de **955.000 millones de euros**.
- Compra de **deuda corporativa**, por un montante de **13.200 millones de euros**.

El objetivo de estas medidas de política monetaria expansiva, es incidir sobre las variables que forman la demanda agregada para que ésta crezca. Sin embargo, hay que tener en cuenta la sensibilidad de estas medidas en la economía real. El principal objetivo de la Zona Euro, según Mario Draghi, es aumentar la inflación y mantenerla cerca del 2% para evitar la inestabilidad económica. El IPC en 2016 parece que está saliendo del terreno negativo en términos interanuales.

Los componentes a grandes rasgos de la oferta y demanda agregadas:

$$\text{DA: } Y = C + I + GP$$

$$\text{OA: } Y = Y_{pe} + \alpha (P - P_e)$$

DA: Demanda Agregada de un país o economía.

OA: Oferta Agregada de un país o economía.

Y: Renta Nacional Total.

Y_{pe} : Renta Nacional Total en situación de pleno empleo (% de paro < 5%).

P: Nivel de precios.

P_e : Nivel de precios en situación de pleno empleo (% de paro > 5%).

α : Coeficiente que relaciona el precio de los salarios y la inflación.

C: Consumo de los hogares y empresas. Depende de la propensión marginal a consumir como coeficiente de sensibilidad.

I: Inversión de los hogares y demás agentes económicos. Depende de la propensión marginal a invertir como coeficiente de sensibilidad, y está relacionada con los tipos de interés.

GP: Gasto público de la administraciones y el Estado.

Principales riesgos de la Zona Euro:

- Estancflación¹ prolongada.
- Consecuencias del Brexit².
- Conflictos armados en Europa del este.
- Depreciación excesiva del euro y de la libra.
- Sector financiero en reestructuración. Banca italiana muy perjudicada.

¹ Estancflación es un estado de la situación económica medido a nivel macroeconómico en el cual no hay crecimiento de la demanda ni inflación por un período prolongado de tiempo.

² Acrónimo de British Exit. Hace referencia a la salida del Reino Unido de la Unión Europea en 2016

- Inestabilidad política para el próximo año. Gobierno en España. Elecciones en Francia y Alemania.

En Asia y Oceanía, Japón está en una situación parecida a la europea; el BOJ (Banco Central de Japón) está utilizando medidas e instrumentos de política monetaria expansiva con menos éxito si cabe que el BCE. Y China, en un proceso de desaceleración económica debido al fuerte impacto de la demanda exterior a la baja. Contra esto, El PBC (Banco Popular de China) está llevando a cabo medidas para amortiguar la caída del crecimiento de su balanza comercial, reforzando la demanda interna del país. Muchos son los analistas que dictaminan que China ha entrado en estancamiento, y su economía se contraerá con fuerza. Sin embargo, El PIB chino sigue creciendo a ritmos superiores al 7%.

En Estados Unidos la situación económica está algo mejor que en el resto del mundo. Habiendo finalizado su programa de políticas expansivas con éxito, ahora se está preparando una nueva subida de tipos de referencia. Todo depende de que los indicadores de empleo, producción, mercado inmobiliario, etc., muestren que la economía estadounidense es sólida y está preparada para afrontar esa subida de tipos con inflaciones cercanas al 2%. Simultáneamente, esto llevará aparejado un fortalecimiento del dólar que podría aumentar el riesgo de divisa en el frente europeo.

En América Latina, al ser economías emergentes, la sensibilidad respecto al mercado es mayor que en el viejo continente o USA. Esto se traduce a fuertes varapalos en sus divisas (peso argentino), abaratamiento de las materias primas (petróleo), inflaciones desorbitadas (como el caso de Brasil), aumento de primas de riesgo y escasez de alimentos (Venezuela), etc. Estas economías dependen mucho de las grandes potencias, ya que estas últimas representan más del 70% de sus exportaciones.

Es importante para este trabajo tener en cuenta los riesgos particulares que presenta cada economía o país, ya que en un entorno cada vez más globalizado, el efecto de una economía sobre otra se hace patente con la incertidumbre y los riesgos geopolíticos. En los mercados financieros, esto se traduce en volatilidad y valoraciones distorsionadas. España por ejemplo está muy relacionada con América Latina, de modo que hay que tener muy en cuenta la evolución su economía.

2.2. Sector alimentación, bebidas y tabaco

Según la clasificación CNAE 2009, este sector comprende los códigos CNAE 10, 11 y 12 que se corresponden con estas actividades: Industria cárnica y procesados de pescado, procesado de frutas y hortalizas (frescos), industria conservera, aceites y grasas vegetales y animales, panadería y pastelería, industria láctea, elaboración de café y derivados, elaboración de bebidas y destilados e industria del tabaco entre otras.

Este sector se centra en satisfacer las necesidades básicas de los consumidores; alimentación y bebidas, bienes de consumo básico y del hogar, y distribución a los puntos de venta. Por este motivo, muchas empresas deciden colocarse en estos mercados, para no sufrir los condicionantes cíclicos de la economía.

Según el Informe Económico Anual de 2015 del FIAB (Federación Española de la Industria de Alimentación y Bebidas), el valor de la producción del sector, ha ascendido a su máximo histórico en 94.935 millones de euros, haciendo así, que España se coloque como la 4ª economía de la Unión Europea en producción bruta.

El sector presenta por octavo año consecutivo una balanza comercial positiva, donde la unión Europea sigue siendo el mercado de destino favorito de las empresas exportadoras españolas, con Francia a la cabeza le siguen Italia, Portugal, Reino Unido y Alemania. Los principales productos exportados son todos los relacionados con la industria cárnica, las bebidas y el aceite.

A continuación se exponen algunos indicadores del sector en España (2015):

Producción agregada	94.935 millones de euros
Cifra de negocios	4,5% con base 2010
Nº de empresas	28.343 empresas
Empleo	469.018 afiliados
Exportaciones	25.422 millones de euros
Gasto en I+D+i	578 millones de euros

Principales mercados de destino de las exportaciones de alimentos y bebidas:

Unión Europea	68,7% del total exportado
Estados Unidos	5,1% del total exportado
China y Hong Kong	3,6% del total exportado
Japón	2,4% del total exportado

Fuente: FIAB, INE y elaboración propia

A pesar de ser un sector maduro, con poca capacidad de innovación en sus productos, la globalización y el Internet de las cosas permite a este tipo de sectores incrementar y mejorar sus servicios mediante el e-commerce³ o comercio electrónico.

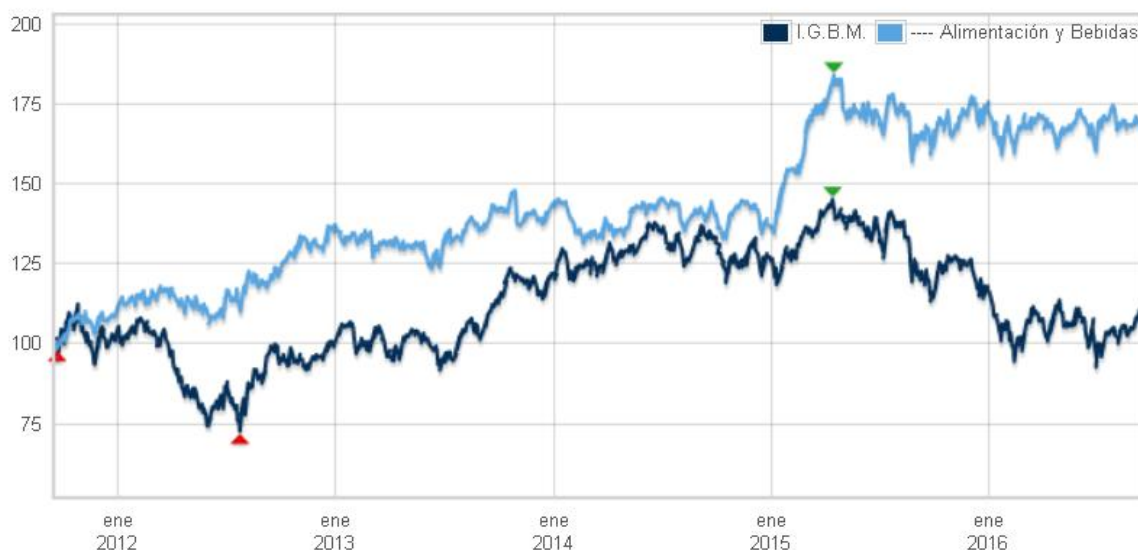
Es importante destacar que la calidad del servicio marcará el grado de satisfacción del consumidor, por tanto, un esfuerzo de inversión en TIC (Tecnologías de la Información y Comunicación) está más que justificado en este tipo de sectores. El gasto en I+D+i realizado por las empresas españolas del sector en 2015 ha aumentado un 3,5% hasta los 578 millones de euros, mientras que para el tejido empresarial español ha descendido un -3,2%.

La competitividad en el sector es elevada, de modo que reducir costes o mejorar la calidad del producto o servicio se ha convertido en una lucha entre las grandes cadenas de distribución de alimentos. Conseguir una buena posición estratégica dentro del país donde centralizar las operaciones de distribución (centros logísticos) es fundamental para mantener ventajas competitivas prolongadas. En este sentido, MERCADONA, S.A. tiene la mayor cuota de mercado en España seguida por DIA, S.A. En los capítulos siguientes se analizarán las dos compañías mencionadas con mayor profundidad.

³El e-commerce permite a comprador y vendedor ejecutar una transacción íntegramente por medios electrónicos, sin necesidad de contacto personal, lo cual añade mayor comodidad para ambas partes.

2.3. Evolución del sector en España vs IGBM

Gráfico 2.3. Cotización del sector alimentación y bebidas vs IGMB



Fuente: Bolsa de Madrid, Gráfico histórico IGBM

En el gráfico podemos observar el buen comportamiento del sector respecto al mercado (IGBM) en los últimos 4 años. Esto es debido principalmente a que en los mercados financieros, la incertidumbre de cualquier índole, se penaliza. Partiendo de esa premisa podemos deducir que los sectores con mayores incertidumbres sobre su evolución futura, serán más castigados por el mercado que otros.

2.3.1. Sensibilidad respecto al mercado (beta). Sector defensivo

Ya se han descrito las razones que explican por qué el sector de Alimentación y Bebidas es un sector maduro y estable en cuanto a su evolución, pero ahora veremos las consecuencias que tiene eso sobre la sensibilidad del sector respecto al mercado (beta del sector).

La beta del sector es un parámetro que mide la sensibilidad de dicho sector ante los cambios en el mercado. Sectores con betas mayores que 1 (agresivos/cíclicos) serán más sensibles a los cambios del mercado que los sectores con betas menores que 1 (defensivos/anti cíclicos).

La beta calculada de DIA, S.A. es: **0,787**

En nuestro caso, el sector de alimentación y bebidas, muestra un grado de correlación elevado (cercano a 1), ya que vemos que la dirección del sector y el mercado es la misma en todo momento. Sin embargo, se puede observar que las variaciones en la cotización no son proporcionales entre ambos índices. Si se analiza más detalladamente, se puede ver que ante cambios de cotización en el IGBM, el sector alimentación y bebidas amortigua esos movimientos. Un ejemplo de esto se visualiza claramente cuando a mediados de 2015, momento en el que se revisaron a la baja las proyecciones de crecimiento de la Zona Euro, el IGBM comenzó a caer con fuerza hasta un -36,1%, mientras que el sector de Alimentación y Bebidas lo hacía de una manera más suavizada hasta un -14,72%. Desafortunadamente, ocurre lo mismo con períodos de aumento de las cotizaciones donde el mercado sube más rápido. Esto nos lleva a deducir que el sector Ali-

mentación y Bebidas tiene una beta menor que 1, y por lo tanto, es considerado un sector **defensivo al ciclo**.

En el capítulo 3 se dan más detalles sobre la beta y métodos para calcularla.

2.4. Presentación de las empresas analizadas. DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.

Una vez explicado el sector en el que operan, se hará una introducción de las empresas elegidas. Ambas se dedican principalmente a la distribución y comercio de productos de alimentación, bebidas y otros bienes de consumo cotidiano (productos de limpieza, parafarmacia, etc.).

DIA, S.A.

Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. se constituyó en España el 24 de junio de 1966 como sociedad anónima, por un período de tiempo indefinido. Su domicilio social está situado en Las Rozas de Madrid.

Su actividad principal es el comercio al por menor de productos de alimentación a través de auto servicios, propios o en régimen de franquicia, que utilizan el rótulo de la marca del Grupo DIA en sus establecimientos. Sus operaciones están diversificadas por países siendo España el área más importante seguida de Argentina, Brasil, Portugal, China y como primer año, Suiza.

Su modelo de comercio minorista está basado en establecimientos de descuento con bajos precios donde, a través de una tarjeta de afiliación, los clientes se benefician de ofertas especiales y personalizadas por antigüedad. Se persigue la fidelidad a la marca y a sus establecimientos. Es decir, su estrategia de negocio es el liderazgo en costes⁴ con fidelización de clientes.

Actualmente, el Grupo DIA utiliza las enseñas de DIAS Market, DIA fresh, DIA Maxi, La plaza de DIA, Max Descuento, Clarel, El Árbol, Cada DIA, Minipreço y Mais Perto.

La sociedad es cabecera de un grupo de sociedades, la cuales están integradas por el método de integración Global.

MERCADONA, S.A.

MERCADONA, S.A. es una compañía de supermercados de capital 100% español y familiar con sede en Tebernes Blanques en Valencia. Desde su fundación, el objetivo es satisfacer plenamente todas las necesidades de alimentación, limpieza del hogar e higiene personal de sus clientes, así como las necesidades relacionadas con el cuidado de sus mascotas.

Su estrategia de negocio y su modelo de gestión, en el que basa todas sus decisiones, persigue satisfacer con la misma intensidad a los cinco componentes de toda la Cadena Agroalimentaria Sostenible de MERCADONA: el cliente, el trabajador, el proveedor, la sociedad y el capital.

⁴ Estrategia de negocio que se basa en ofrecer bienes y servicios de bajo coste con una calidad aceptable para hacerse con una posición en el mercado importante. La estrategia contraria sería la estrategia en calidad, la cual ofrece bienes y servicios a un precio mayor que la competencia pero con mayor calidad.

Gracias a su modelo, plantea objetivos y estrategias en común con toda la Cadena Agroalimentaria. Cuida de sus proveedores que a su vez cuidan de satisfacer las necesidades de su grupo. Esto permite a MERCADONA responder con agilidad ante cambios en las necesidades de sus clientes (demanda) y plantear objetivos conjuntos con sus proveedores. El objetivo final, ir todos en la misma dirección; el crecimiento conjunto y sostenible.

Todos sus establecimientos tienen el mismo rótulo de su enseña MERCADONA. Actualmente, domina el mercado español de alimentación con una cuota de mercado del 22,9%.

A continuación se muestra una tabla resumen comparativa con datos representativos de 2015:

Tabla 2.4. Datos analíticos de 2015 (Unidades y miles de euros)

	Grupo DIA	MERCADONA
Capital social	62.246 €	15.921 €
Nº de acciones	622.457.000	623.715.000
Nº de tiendas	7.718	1.574
Nº empleados	42.624	75.000
Cifra de negocios	9.021.669 €	19.059.157 €
Cuota de mercado	8,90%	22,90%

Fuente: Informe financiero anual 2015 DIA, S.A.; Memoria anual Mercadona 2015 y elaboración propia

2.5. Planteamiento de la hipótesis base

En el presente trabajo se han utilizado las cuentas anuales desde el 2010 hasta el 2015 en ambas empresas. A partir de éstas, se han elaborado las proyecciones, que son necesarias para realizar el análisis financiero así como la valoración mediante los diferentes métodos explicados en los capítulos siguientes.

La formulación de las cuentas anuales proyectadas de ambas empresas ha sido elaborada a través de una hipótesis base. La hipótesis base con sus principios y planteamientos está detalladamente explicada en el Anexo II.

Las premisas más importantes que se han tenido en cuenta para la realización de la hipótesis base son las siguientes:

- El análisis y las valoraciones llevadas a cabo en este trabajo se han hecho en el supuesto de empresa en funcionamiento.
- El crecimiento de los ingresos está referenciado, entre otros factores, al crecimiento de PIB del país de origen de los mismos.
- Se mantiene la estructura de balance y cuenta de resultados para todo el período analizado. Con esto se quiere mostrar que la empresa sigue siendo la misma, ya que estructuralmente no ha cambiado.
- A partir de 2018 se considera leve repunte de los precios de materias primas y aprovisionamientos con una respectiva reducción de márgenes brutos.
- Tipos de interés a la baja hasta 2018, momento en el que podrían subir y aumentar así el coste de la deuda (gastos financieros).

- Se ha considerado que no hay ampliaciones ni reducciones de capital para el período proyectado.
- Se ha considerado un crecimiento residual del 2% anual a partir del año 2020.

Capítulo 3. Análisis financiero DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.

3.1. Balance de situación

De acuerdo con el artículo 35 del Código de Comercio, el balance comprende con la debida separación el activo, el pasivo y el patrimonio neto.

Desde una perspectiva patrimonialista, el balance, se define como el estado contable que refleja la situación patrimonial de las personas físicas o jurídicas en un momento dado, con el fin de proporcionar la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera.

Desde otra perspectiva más funcional, el balance, representa el origen de los recursos (financiación) y su aplicación (inversión). Así, el activo representa la aplicación de los recursos obtenidos, mientras que el pasivo y el patrimonio neto representan el origen de dichos recursos, mostrando la situación en un momento dado.

Inversiones

Activo no corriente
Activo corriente

FM

Financiación

Patrimonio neto
Pasivo no corriente
Pasivo corriente

El balance y la cuenta de resultados proyectados con todas sus partidas se encuentran recogidos en el Anexo I.

3.2. Balance reducido

Para facilitar la visualización de la estructura patrimonial de ambas empresas se ha elaborado el balance reducido. Esto permite hacer análisis financieros más rápidos. Sin embargo, para la realización de los ratios se han utilizado las partidas correspondientes del balance completo, el cual se encuentra en el Anexo I.

Tabla 3.2.1. Balances reducidos Grupo DIA (millones de €)

	2014	2015	2016
Caja	199	155	549
Deudores y existencias	798	784	756
Otro activo c/p	133	149	149
AFN	1.303	1.407	1.484
Otro activo l/p	694	948	948
TOTAL ACTIVO	3127	3443	3887
NOF	-895	-1.364	-1.176
Goodwill	465	558	558

	2014	2015	2016
Acreedores	1.693	1.519	1.725
Deudas c/p	200	374	382
Otros pasivo c/p	227	243	234
PN	378	313	508
Deuda l/p	533	921	967
Otros pasivo l/p	96	73	71
TOTAL PASIVO	3.127	3.443	3.887
FM	-990	-1.048	-886
Deuda neta	401	991	651

Tabla 3.2.2. Balances reducidos MERCADONA, S.A. (millones de €)

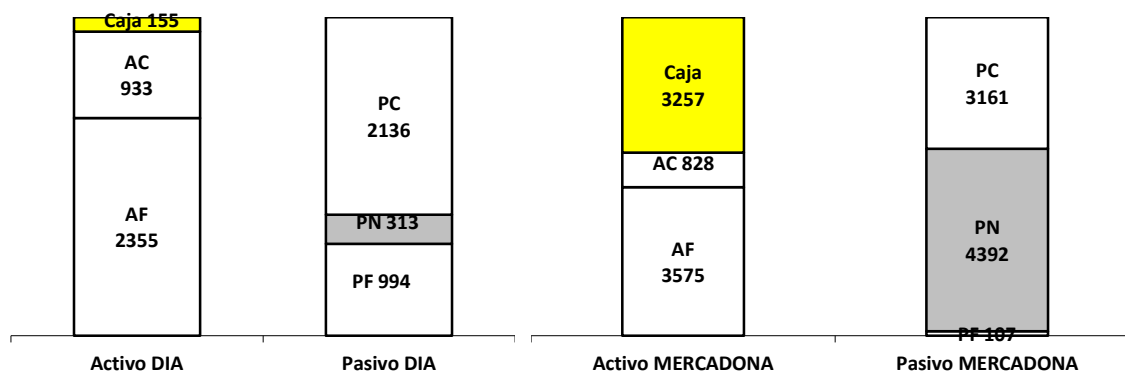
	2014	2015	2016
Caja	2.883	3.257	3.262
Deudores y existencias	691	753	809
Otro activo c/p	34	75	33
AFN	3.008	3.213	3.429
Otro activo l/p	444	362	391
TOTAL ACTIVO	7.060	7.660	7.925

	2014	2015	2016
Acreeedores	2.096	2.225	2.305
Deudas c/p	0	0	0
Otro pasivo c/p	944	936	944
PN	3.884	4.392	4.569
Deuda l/p	11	11	11
Otro pasivo l/p	124	96	96
TOTAL PASIVO	7.060	7.660	7.925

NOF	-1.405	-1.472	-1496
Goodwill	-	-	-

FM	567	924	856
Deuda neta	0	0	0

Figura 3.2. Estructura patrimonial Grupo DIA y MERCADONA 2015



3.2.1. Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y Fondo de Maniobra (FM)

A menudo, estos dos términos contables son tratados como sinónimos, sin embargo, hay ciertas diferencias entre ellos que me gustaría exponer.

Si consideramos que inversión es igual a financiación, las NOF representan las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes que realiza la empresa (realizable sin contar inversiones a corto plazo), una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones (acreedores y proveedores). Por tanto, las NOF son un exceso de inversión, es decir, un activo. También puede calcularse a través del período medio de maduración⁵ (PMM).

$$\text{NOF} = \text{Saldo deudores} + \text{existencias} - \text{saldo acreedores}$$

El FM también recibe el nombre de capital circulante, fondo de rotación, capital trabajo, working capital o working capital requirements. Conceptualmente, el fondo de maniobra está formado por los recursos financieros de carácter permanente que quedan después de financiar el activo fijo afecto a la actividad. La forma más común de calcularlo es restar al activo corriente el pasivo corriente. Sin embargo, calcular el FM de esta manera puede inducir a error, ya que parece que está ligado activo corriente, cuando en realidad hace referencia a recursos financieros, es decir, al pasivo.

⁵ El Período medio de maduración de una empresa es el tiempo que tarda en recuperar una unidad monetaria invertida en sus operaciones corrientes. Suele determinarse por la suma del período medio de cobro más el período de rotación de existencias menos el período medio de pago a proveedores.

Fondo de Maniobra = Recursos permanentes – Activo fijo

Para alcanzar y mantener la situación de solvencia de una empresa se requiere disponer de un volumen de inversiones corrientes superior a los recursos financieros corrientes, con el objetivo de tener garantizada la cobertura de pagos incluso en circunstancias de retraso de cobros y conversión en disponible de las partidas corrientes del activo.

Por tanto, tener un fondo de maniobra positivo es fundamental para garantizar el la solvencia y la continuidad normal de la actividad. Sin embargo hay ciertos sectores de negocio en los cuales no es raro ver fondos de maniobra negativos; el comercio minorista es uno de ellos.

La razón que explica que las NOF sean negativas en estos sectores está en el período medio de maduración de estas empresas, las cuales tienen largos aplazamientos de pago a sus proveedores.

En la tabla 3.2.1 vemos como el Grupo DIA presenta unas NOF negativas para 2015 de -1.364 millones de euros, así como un fondo de maniobra de -1.048 millones de euros mientras.

En la tabla 3.2.2, MERCADONA, presenta unas NOF en 2015 de -1.472 millones de euros y un fondo de maniobra positivo de 924 millones de euros. Esta diferencia en el FM respecto a DIA, se debe al mayor peso del patrimonio neto sobre el total del pasivo que tiene MERCADONA, esto puede observarse en la figura 1.

Tabla 3.2.1. Período medio de maduración financiero (PMM)

PMM Grupo DIA	2014	2015	2016 ...
Días de rotación existencias	31,8	29,3	28,0
Días de cobro deudores	11,1	9,0	8,4
Días de pago proveedores	97,3	79,0	88,1
PMM	-54,4 días	-40,7 días	-51,8 días

PMM Mercadona, S.A.	2014	2015	2016 ...
Días de rotación existencias	16,1	16,6	16,3
Días de cobro deudores	1,5	1,9	1,8
Días de pago proveedores	55,0	56,5	57,9
PMM	-37,4 días	-38,0 días	-39,7 días

El período medio de maduración (PMM) de una empresa es el tiempo que se tarda en recuperar una unidad monetaria invertida en circulante. El PMM de ambas empresas es negativo debido al sector en el que operan. Al ser empresas comerciales minoristas los cobros son casi instantáneos y los proveedores se negocian a más días que en empresas de otros sectores, de ahí que sus fondos de maniobra sean también negativos.

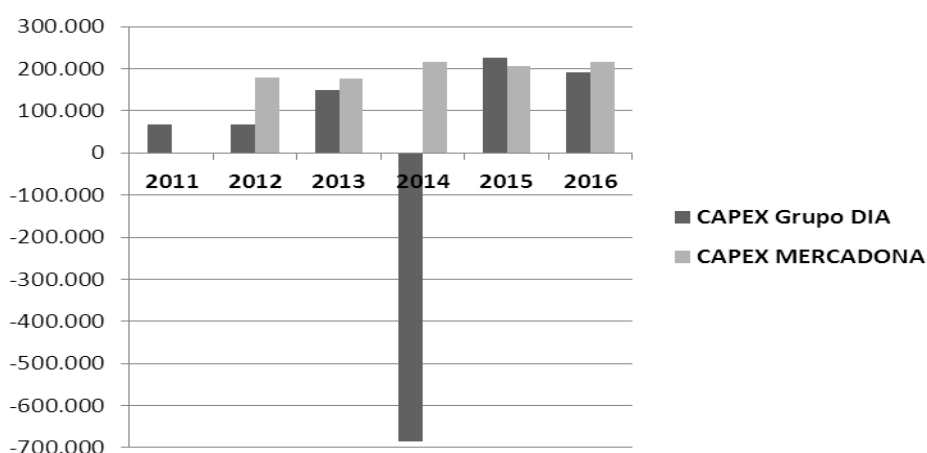
3.2.2. Activos Fijos Netos (AFN) y CAPEX

El AFN hace referencia a los activos fijos que son necesarios para llevar a cabo de la empresa, es decir, terrenos, instalaciones, maquinaria, EPI's, softwares de control de inventarios, etc. Hay que tener en cuenta que todos estos activos, menos los terrenos, son depreciables con el paso del tiempo y requieren de gastos de mantenimiento.

En la figura 3.2 puede verse el peso que tienen estos bienes para el total del activo en las empresas analizadas.

El CAPEX (capital expenditures) o inversiones en capital son gastos que la empresa realiza en inmovilizado para aumentar su capacidad de producción. Pueden ser gastos para adquirir nuevos activos (instalaciones, maquinaria, etc.) o para mejorar los que ya posee. Por tanto, en términos de contabilidad, un gasto se considera como CAPEX cuando aumenta la capacidad productiva de la empresa o alarga la vida útil de un activo productivo ya existente.

Gráfico 3.2.2. Evolución CAPEX 2010-2016 del Grupo DIA y MERCADONA, S.A.



El gráfico 3.2.2 muestra la evolución de las inversiones brutas en activo fijo (CAPEX) para ambas empresas. También se incluyen las estimaciones realizadas para dichos conceptos del año. 2016.

La media de CAPEX para el Grupo DIA es de 137 millones de euros anuales, más que suficiente para mantener su capacidad productiva. La bajada de CAPEX en 2014 se debe al proceso de desinversión y salida de su actividad en Francia, llevada a cabo en dicho año.

La media de CAPEX para MERCADONA, S.A. es de 222 millones de euros anuales. MERCADONA, S.A. destina mayores cantidades a este concepto por tener mayor activo fijo en su balance.

En este aspecto, las dos empresas son semejantes, dado que la cantidad que destinan este tipo de inversiones viene siendo en torno al 6% de su inmovilizado afecto a la producción (Inmovilizado material e inmovilizado intangible sin tener en cuenta el fondo de comercio).

3.2.3. Patrimonio Neto

El patrimonio neto constituye la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye la aportaciones de realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten. Incluye:

- Capital social
- Resultado del ejercicio
- Reservas
- Autocartera

- Remanentes

- Subvenciones, etc.

Constituye la fuente de financiación más importante de la empresa, ya que es la única parte del pasivo que no es exigible. Cuanto más activo se financie con fondos propios, mayor será la estabilidad y la solvencia de la empresa, ya que podrá responder en todo momento por dichos activos. La situación ideal de cualquier empresa es tener prácticamente la totalidad del pasivo como patrimonio neto.

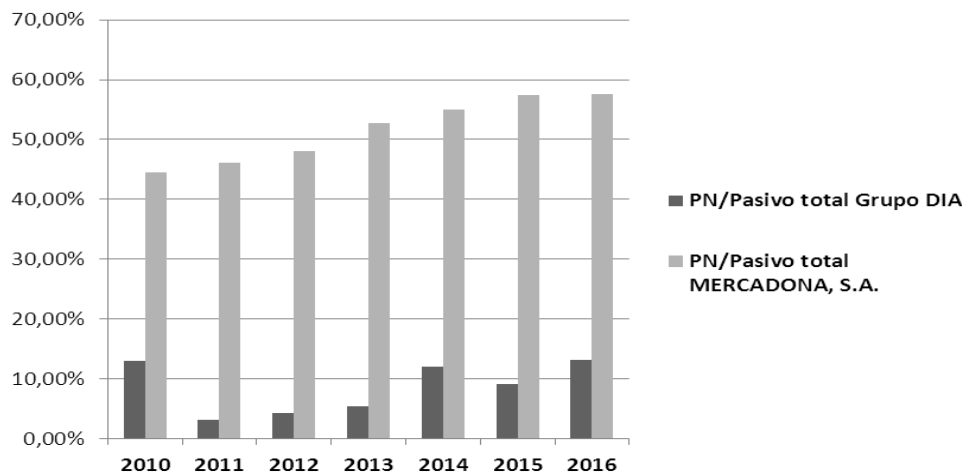
En la figura 3.2 puede verse con claridad que la estructura del pasivo de MERCADONA, S.A. es mucho más atractiva que la del Grupo DIA, con un 57,3% de patrimonio neto sobre el total del pasivo.

El Gráfico a continuación representa la evolución del peso del patrimonio neto sobre el total del Pasivo para ambas empresas durante el período 2010 – 2016. Podemos ver como MERCADONA, S.A. goza de una estructura de pasivo mucho más cómoda, que le permite financiar parte del activo corriente con recursos permanentes.

Debido a esta estructura de pasivo, MERCADONA, S.A. tiene un fondo de maniobra positivo. Cabe destacar el hecho de que no es lo mismo tener un fondo de maniobra positivo por tener recursos ajenos (con coste explícito) que con recursos propios.

Si analizamos el balance del Grupo DIA, se puede ver que tiene un patrimonio neto escuálido y un fondo de maniobra negativo. Esto significa, que está financiando parte del activo fijo (inversiones permanentes) con recursos ajenos a corto plazo.

Gráfico 3.2.3. Evolución PN/Pasivo total 2010-2016 del Grupo DIA y MERCADONA, S.A.



3.2.4. Deuda financiera neta

Las deudas financieras son deudas no operativas, fruto de una negociación (plazos, intereses, garantías, etc.), que la empresa contrae principalmente con entidades financieras, es decir, préstamos. Pueden ser a corto o a largo plazo dependiendo del destino o aplicación de los fondos recibidos. No son deudas espontáneas, ya que no surgen de la actividad como sucede con los proveedores. Se caracterizan por tener costes explícitos (pago de intereses, comisiones, etc.), que como veremos más adelante, pueden ser una ventaja debido al ahorro de impuestos que permite la Ley con este tipo de gastos.

En el análisis financiero es habitual identificar la deuda financiera neta para saber la posición deudora real de la empresa frente a los bancos. Para ello, parten de la deuda no operativa total (deuda financiera) y le restan la tesorería y los activos líquidos equivalentes a tesorería, estos suelen ser inversiones financieras temporales en activos líquidos (acciones, derivados, cobros inmediatos, etc.). De esta manera se obtiene un saldo veraz de lo que realmente la empresa debe a los bancos en un momento determinado.

Deuda financiera neta = Deudas financieras – Tesorería – IFT

En la tabla 3.2.1 y la tabla 3.2.2 puede verse el resultado de la deuda financiera neta de ambas empresas.

3.3. Ratios financieros

Los ratios financieros se usan para evaluar la estructura y el equilibrio de la empresa. Su cálculo se realiza dividiendo unas partidas del balance con otras. La directiva de las empresas fija y controla la evolución de estos ratios, ya que los utilizan como indicadores de la salud, la solvencia y el equilibrio patrimonial de la compañía.

Algunos de los más representativos, así como su explicación, se muestran en la siguiente tabla.

Tabla 3.3. Ratios financieros más representativos y media sectorial

		2014		2015	
	SECTOR	DIA	MERCADONA	DIA	MERCADONA

Estructura:

Estos ratios tratan de medir la ponderación de cada uno de los componentes del balance.

<u>Realizable + Existencias</u> Activo total	0,18	0,26	0,10	0,23	0,10
<u>PC + PNC</u> Pasivo total	0,75	0,88	0,45	0,91	0,43

Equilibrio:

Relacionan elementos de activo y pasivo. Non proporcionan una evaluación global de la situación de equilibrio.

<u>Financiación básica</u> Activo fijo	0,70	0,50	1,16	0,55	1,26
<u>Pasivo corriente</u> Activo corriente	1,74	1,88	0,84	1,96	0,77

Liquidez:

Relacionan partidas o masas patrimoniales de la estructura corriente. Tratan de evidenciar una situación estática de capacidad para afrontar las deudas que la empresa tiene a corto plazo.

<u>Disponible + Realizable</u> PC	0,41	0,21	0,99	0,18	1,09
<u>Disponible</u> Pasivo corriente	0,35	0,10	0,96	0,08	1,05
<u>Activo total</u> PC+PNC	1,43	1,14	2,22	1,10	2,34

En estos ratios podemos ver como Mercadona, S.A. mejora con creces todos los del sector, destacando en los ratios de equilibrio y liquidez.

DIA, S.A. esta algo más cerca de los ratios del sector, destacando para mal los ratios de estructura y liquidez.

3.4. Cuenta de resultados

Según el Plan General de Contabilidad de 2007, la cuenta de pérdidas y ganancias recoge el resultado del ejercicio, formado por los ingresos y los gastos del mismo, excepto cuando proceda su imputación directa al patrimonio neto de acuerdo con lo previsto en las normas de registro y valoración.

El resultado final es el beneficio neto, el cual es un excedente económico resultante de la diferencia entre flujos económicos de diferente signo que se producen en un período.

3.4.1. Cuenta de resultados reducida

Para realizar el proceso de valoración ha sido necesario hacer proyecciones de los estados contables de las dos empresas. Los criterios seguidos para la realización de la hipótesis base, así como las proyecciones, queda explicado en el Anexo II. A continuación se muestra la cuenta de resultados reducida que se utilizará para la realización del análisis financiero.

Tabla 3.4.1. Cuenta de resultados reducida Grupo DIA (millones de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total ingresos	9.673	9.843	9.839	8.040	8.116	9.022	9.155
Aprovisionamientos	-7.622	-7.753	-7.754	-6.312	-6.351	-7.019	-7.143
RESULTADO BRUTO	2.051	2.091	2.085	1.727	1.766	2.003	2.012
EBITDA AJUSTADO	479	508	595	549	526	512	535
EBIT	138	217	308	354	324	274	307
EBT	125	182	283	321	283	218	249
BENEFICIO NETO (BDT)	117	94	146	196	329	299	174

Tabla 3.4.2. Cuenta de resultados reducida MERCADONA, S.A. (millones de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total ingresos	15.243	16.448	17.523	18.034	18.442	19.059	19.374
Aprovisionamientos	-11.411	-12.359	-13.159	-13.604	-13.908	-14.377	-14.531
RESULTADO BRUTO	3.832	4.089	4.364	4.430	4.534	4.682	4.844
EBITDA AJUSTADO	969	1.026	1.039	1.020	1.006	1.137	1.250
EBIT	560	641	656	660	675	765	863
EBT	564	669	710	718	738	810	907
BENEFICIO NETOS (BDT)	398	474	508	515	543	611	635

3.4.2. Rentabilidad económica (ROA)

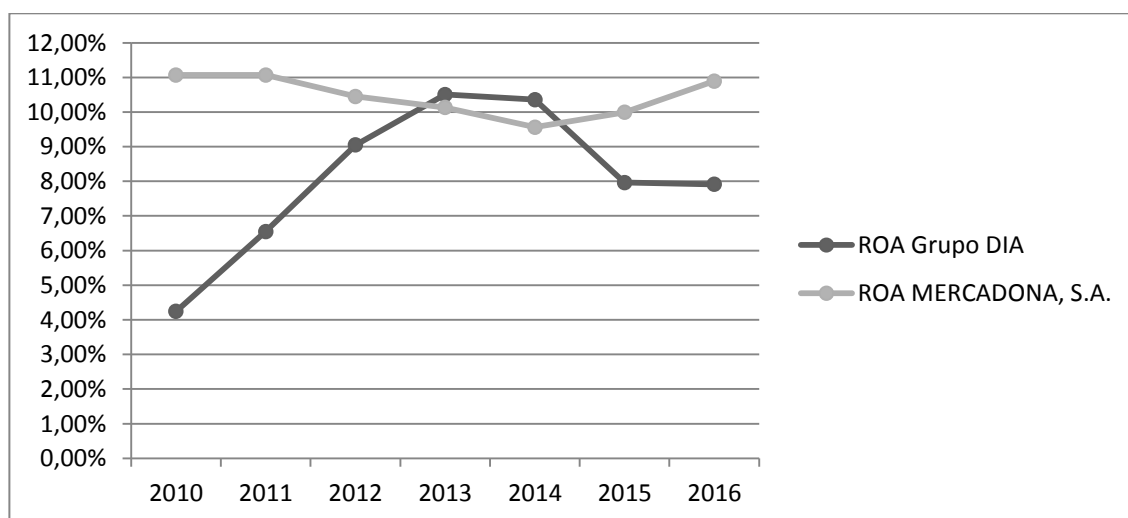
La rentabilidad económica o R.O.A. (Return on assets) es la tasa con la que se remunera la estructura productiva de la empresa, es decir, sus inversiones, que están representadas por el activo total neto. Ésta es una tasa independiente de la estructura financiera de la empresa, la cual origina gastos fijos por intereses y comisiones principalmente.

De modo que si queremos saber cuál es la rentabilidad económica tendremos que partir de un “beneficio” o excedente económico. En las tablas 3.4.1 y 3.4.2 el beneficio neto (BDT) representa el excedente neto de intereses e impuestos. Por tanto, podemos deducir, que este excedente no sirve para calcular la rentabilidad económica del negocio (parte productiva y de distribución).

El EBIT (Earnings before interests and taxes en inglés) o BAIT (Beneficio después de impuestos en español) es el excedente económico de la empresa sin tener en cuenta la estructura financiera.

$$ROA = \frac{EBIT}{Activo\ total\ neto}$$

Gráfico 3.4.2. Evolución ROA Grupo DIA vs MERCADONA, S.A. 2010-2016



3.4.3. Rentabilidad financiera (ROE)

La Renta financiera o ROE (Return On Equity) se refiere a la tasa con la que se remuneran los recursos propios, es decir, a los accionistas o copropietarios de una compañía. Para calcularla hay que tener en cuenta la estructura financiera de la empresa, por tanto, el excedente que se utiliza en este ratio es el beneficio neto después de intereses e impuestos (BDT) y el patrimonio neto que representa, principalmente, la financiación aportada por los socios (capital social + prima de emisión) y las reservas acumuladas.

$$ROE = \frac{Beneficio\ Neto}{Fondos\ propios}$$

La ROE también está relacionada con la ROA, ya que también puede expresarse de la siguiente forma:

$$ROE = ROA + ROA - id \times \frac{Recursos\ ajenos}{Recursos\ propios} \times (1 - t)$$

id: Coste de la deuda

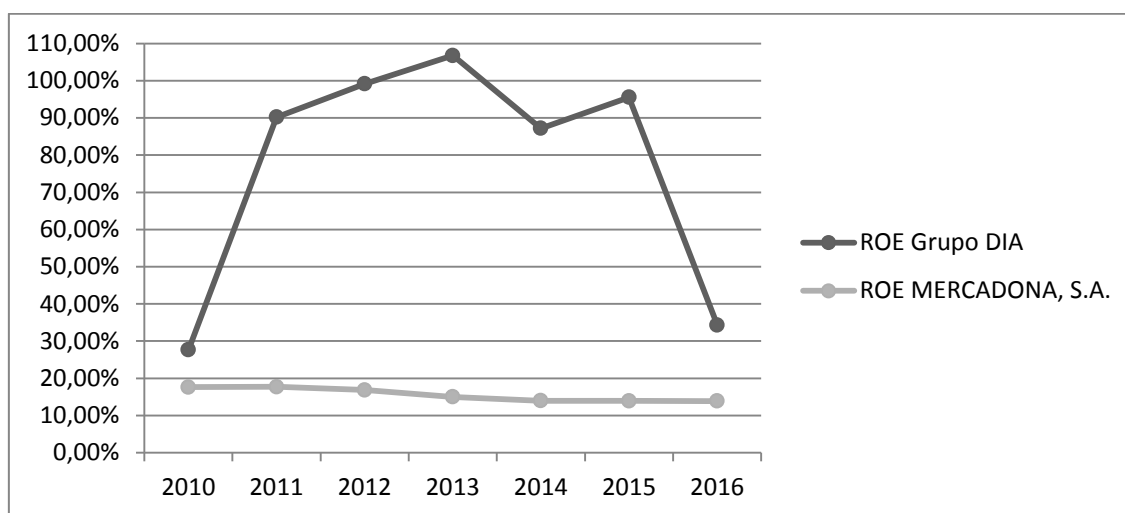
t: Tasa impositiva

$\frac{Recursos\ ajenos}{Recursos\ propios}$: Representa el endeudamiento

De acuerdo con esta ecuación podemos decir que la rentabilidad financiera depende de:

- La rentabilidad económica.
- Diferencial de la rentabilidad económica y el coste del endeudamiento.
- Nivel de endeudamiento de la empresa (estructura de capital).

Gráfico 3.4.3. Evolución ROE Grupo DIA vs MERCADONA, S.A. 2010-2016



3.5. Ratios económicos

Al igual que en el balance, en la cuenta de resultados también es habitual el uso de ratios para tener un mayor control de la gestión de la empresa. Sirven para evaluar y comparar los niveles de actividad y márgenes. Existen ratios que relacionan partidas de la cuenta de resultados entre sí, y ratios que relacionan partidas de la cuenta de resultados con partidas o masas patrimoniales del balance.

Estos ratios son muy utilizados por analistas y gestores de fondos, ya que comparando compañías de un mismo sector, es casi inmediato ver alguna fortaleza y/o debilidad en su actividad, por ejemplo; reducidos márgenes sobre ventas, elevado apalancamiento, endeudamiento, etc.

El PER (Price Earnings Ratio), que es uno de los métodos de valoración más utilizados para empresas cotizadas, es un ratio que relaciona la capitalización bursátil con el beneficio neto. Se ahondará sobre este término en el capítulo 5

A continuación se muestran algunos de los ratios económicos más utilizados

Tabla 3.4.4. Ratios económicos más representativos y media sectorial

		2014		2015	
	SECTOR	DIA	MERCADONA	DIA	MERCADONA
<u>Relacionados con la actividad:</u>					
Corresponderán cualquiera de los que podamos establecer como relación entre un gasto vinculado con la actividad y la propia actividad. Tratan de ponderar cada concepto de gasto con la actividad realizada.					
<u>Aprovisionamientos</u> ventas	0,775	0,78	0,75	0,78	0,75
<u>Gastos de personal</u> ventas	0,094	0,09	0,13	0,09	0,13

Relacionan beneficio - inversión:

Estos ratios son los de rentabilidad, cuyas expresiones ya están detalladas en los apartados 3.4.2 y 3.4.3.

<u>EBIT</u> Activo total	5,92%	10,4%	9,6%	8,0%	10,0%
<u>BDT</u> Fondos propios	31,80%	87,2%	14,0%	95,5%	13,9%

Relacionados con resultados y otros:

Estos ratios relacionan partidas de beneficio con las con la actividad y otras partidas, ya sean de la cuenta de resultados o del balance.

<u>EBIT</u> Gastos financieros	5,585	5,66	0,00	4,20	0,00
<u>Deuda neta</u> EBITDA	0,077	0,99	-2,89	2,20	-2,92

En los ratios económico no se ve nada destacable en las don empresas respecto al sector. Sí cabe mencionar el ratio de endeudamiento negativo que tiene Mercadona, S.A. esto le confiere una gran ventaja frente a la competencia a pesar de que no se pueda aprovecha del apalancamiento para aumentar su rentabilidad fianciera más.

Las dos tienen una rentabilidad fiananciera por encima de la media del sector.

La media sectorial ha sido calculada con las mismas empresas utilizadas para hacer la hipótesis base. La podrás encontrar en el Anexo II.

Capítulo 4. Métodos de valoración de empresas. DIA, S.A. y MERCADONA, S.A.

4.1. Métodos basados en el balance. Valor patrimonial

Para comenzar con el proceso de valoración suele ser habitual empezar por el análisis de su valor patrimonial. Para ello. Existen varios métodos, los cuales se describirán en los apartados. También se mostrarán los resultados obtenidos en la aplicación de estos métodos para las empresas objeto de estudio en este trabajo, que son el Grupo DIA y MERCADONA, S.A.

Los métodos de valoración basados en el balance tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Son tradicionalmente utilizados por considerar que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Sin embargo, muestran limitaciones, ya que proporcionan el valor desde una perspectiva estática (balance de situación), por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la compañía, el valor temporal del dinero, además de otros factores relacionados con la empresa o el sector como potenciales conflictos en áreas geográficas de negocio de la empresa, cambios arancelarios para exportaciones, problemas internos de personal, etc.)

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes:

- Valor contable ajustado
- Valor sustancial
- CPNE (Capitales permanentes necesarios para la explotación)
- Valor de liquidación

4.1.1. Valor contable

El valor contable de las acciones se conoce también como valor teórico del balance o valor en libros, y es el valor de los fondos propios que aparecen en el balance.

Los fondos propios o patrimonio netos es, Según el Plan General de Contabilidad, la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos.

$$\text{Fondos propios} = \text{Activo total} - \text{Pasivo exigible}$$

El valor teórico por acción se calcula dividiendo el valor realizable de los fondos propios a precios de mercado entre el número de acciones de la sociedad.

$$N^{\circ} \text{ de acciones} = \frac{\text{Capital social}}{\text{Valor nominal}}$$

$$\text{Valor contable teórico} = \frac{\text{Fondos propios}}{N^{\circ} \text{ de acciones}}$$

En el presente trabajo se ha supuesto que el valor contable del patrimonio neto es una aproximación fiable del valor real. Al no efectuarse ampliaciones ni reducciones de capital en el período proyectado, el número de acciones permanece constante.

- N° acciones DIA,S.A.: 622.457.000 acciones
- N° acciones MERCADONA, S.A.: 623.715.000 acciones

A continuación se muestran los resultados obtenidos del valor teórico contable para los años proyectados según la hipótesis base.

Tabla 4.1.1. Valor contable ajustado proyectado (millones de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Valor contable	313,2	508,2	581,5	637,0	652,4	664,3	686,6	699,9	713,5	727,3	741,4
Valor por acción	0,50 €	0,82 €	0,93 €	1,02 €	1,05 €	1,07 €	1,10 €	1,12 €	1,15 €	1,17 €	1,19 €
MERCADONA, S.A.											
Valor Contable	2.255	2.673	3.019	3.438	3.884	4.392	4.569	4.775	4.992	5.172	5.368
Valor por acción	7,04 €	7,32 €	7,66 €	8,00 €	8,29 €	8,61 €	8,92 €	9,10 €	9,28 €	9,47 €	9,66 €

4.1.2. Valor sustancial

El valor sustancial puede entenderse como el valor de reposición de la empresa en un momento determinado, bajo el supuesto de continuidad. Representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no están afectos a la explotación.

Se pueden distinguir tres tipos de valor sustancial:

- **Valor sustancial bruto:** es el valor de los activos afectos a la explotación a precios de mercado. Se ha supuesto que el valor proporcionado por los estados contables es una aproximación fiable del valor real. Además, se han excluido las inversiones en empresas del grupo y las inversiones financieras.

$$VSB = \text{Activo total} - \text{Inversiones no operativas}$$

- **Valor sustancial neto:** es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible.

$$VSN = VSB - \text{Pasivo exigible}$$

- **Valor sustancial bruto reducido o CPNE:** es el valor sustancial bruto reducido sólo por la deuda sin coste (Acreedores y proveedores). Representa los capitales permanentes necesarios para la explotación, que son la financiación básica (patrimonio neto y deudas a largo plazo) y la financiación a corto plazo con coste.

$$CPNE = VSB - \text{Deuda sin coste explícito}$$

Algunos analistas y autores de finanzas consideran el valor sustancial como el valor mínimo de una empresa en funcionamiento, mientras que otros consideran el valor contable ajustado como valor mínimo de las acciones.

A continuación se muestran los resultados obtenidos de los distintos tipos de valor sustancial para los años proyectados según la hipótesis base.

Tabla 4.1.2. Valor sustancial proyectado (millones de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Valor Sustancial Bruto:	3.302	3.746	3.917	4.074	4.205	4.338	4.434	4.522	4.613	4.704	4.798
Valor por acción	4,89 €	4,75 €	4,86 €	5,03 €	4,65 €	5,30 €	6,02 €	6,29 €	6,54 €	6,76 €	6,97 €
Valor Sustancial Neto:	340,3	19,0	44,0	86,8	277,5	172,2	367,2	440,5	495,9	511,3	523,3
Valor por acción	0,52 €	0,03 €	0,06 €	0,13 €	0,43 €	0,28 €	0,59 €	0,71 €	0,80 €	0,82 €	0,84 €
CPNE:	1.445	1.444	1.542	1.487	1.334	1.783	2.021	2.140	2.244	2.309	2.372
Valor por acción	2,23 €	2,13 €	2,27 €	2,28 €	2,05 €	2,86 €	3,25 €	3,44 €	3,60 €	3,71 €	3,81 €

MERCADONA, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Valor Sustancial Bruto:	7.269	7.548	7.849	8.157	8.433	8.728	9.010	9.190	9.374	9.561	9.752
Valor por acción	11,65 €	12,10 €	12,58 €	13,08 €	13,52 €	13,99 €	14,45 €	14,73 €	15,03 €	15,33 €	15,64 €
Valor Sustancial Neto:	4.001	4.192	4.371	4.558	4.705	4.869	5.034	5.135	5.237	5.342	5.449

Valor por acción	6,41 €	6,72 €	7,01 €	7,31 €	7,54 €	7,81 €	8,07 €	8,23 €	8,40 €	8,56 €	8,74 €
CPNE:	5.044	5.243	5.457	5.679	5.864	6.066	6.265	6.390	6.518	6.648	6.781
Valor por acción	8,09 €	8,41 €	8,75 €	9,11 €	9,40 €	9,73 €	10,04 €	10,25 €	10,45 €	10,66 €	10,87 €

En el caso del valor sustancial neto podría interpretarse como un valor mínimo de la empresa. De todos ellos yo prefiero los CPNE, ya que hace referencia al valor de aquellos bienes que sirven para la explotación.

4.1.3. Valor de liquidación

Es el valor de una empresa en el caso de que proceda a su liquidación. El proceso de liquidación de una empresa se refiere a la realización o venta conjunta o separada de todos los activos de la empresa en el mercado. Con la liquidez obtenida se cancelan todas las deudas y se amortizan las acciones, en caso de que el saldo sea positivo, se procede al reparto los fondos entre los propietarios. El resultado es la extinción de parte o de la totalidad de la compañía.

Este método de valoración supone la interrupción indefinida de la actividad de la empresa. Cuando una empresa entra en concurso de acreedores o quiebra, normalmente se utiliza este método para valorar unidades de negocio rentables de la empresa y venderlas por separado (Despiece por UGE's). Aunque parezca contradictorio, a veces para un inversor, es más conveniente comprar una compañía quebrada y vender en el mercado las UGE's (Unidad generadora de efectivo) todavía rentables, que mantenerla en funcionamiento con pérdidas generales. Esto es a lo que se dedican los Fondos buitre.

La liquidación de una empresa lleva unos gastos asociados a la liquidación, entre los cuales están:

- **Indemnizaciones a empleados:** en este trabajo se ha supuesto un 20% de los gastos de personal por este concepto.
- **Gastos fiscales:** se ha supuesto 1.500.000 € más 1% por año transcurrido por este concepto.
- **Gastos de asesoría y cierre de cuentas:** Se ha supuesto 500.000 € por este concepto.

$$VL = \text{Valor Contable} - \text{gastos de liquidación}$$

A continuación se muestran los resultados obtenidos del valor de liquidación para los años proyectados según la hipótesis base.

Tabla 4.1.3 Valor de liquidación proyectado (millones de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Valor de liquidación	141,7	343,3	415,0	466,3	477,4	485,0	503,7	513,4	523,3	533,3	543,6
Valor por acción	0,23 €	0,55 €	0,67 €	0,75 €	0,77 €	0,78 €	0,81 €	0,82 €	0,84 €	0,86 €	0,87 €
MERCADONA, S.A.											
Valor de liquidación	3.912	4.082	4.270	4.473	4.635	4.817	4.988	5.088	5.190	5.293	5.399
Valor por acción	6,27 €	6,54 €	6,85 €	7,17 €	7,43 €	7,72 €	8,00 €	8,16 €	8,32 €	8,49 €	8,66 €

Estos resultados no tienen mucha utilidad en el presente trabajo, ya que se está suponiendo en todo momento la continuidad de la empresa. De modo que este método es solamente testimonial. Sin embargo, vemos que estos valores son menores que el valor contable y el valor sustancial neto, en un primer análisis esto debería ser así ya que una empresa en funcionamiento es más valorada que una empresa cerrada.

4.2. Métodos de valoración basados en la cuenta de resultados

Esos métodos tratan de valorar la empresa a través de la cuenta de resultados, ya sea mediante las ventas, el EBITDA, los beneficios netos u otra magnitud. A diferencia de los métodos basados en el balance, este método utiliza dichas magnitudes a modo de múltiplo, de forma que el resultado de la valoración es igual al número de veces que la magnitud utilizada está contenida en la valoración. En definitiva es similar a un ratio.

Por poner algunos ejemplos; es común valorar una farmacéutica multiplicando los establecimientos que tiene por un número. Aseguradoras, multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo. Aerolíneas por el número de plazas disponibles, etc.

Los analistas utilizan diferentes múltiplos según el sector o actividad de las empresas. En el caso del sector alimentación y bebidas, se utiliza con frecuencia el PER relativo del sector teniendo en cuenta las expectativas del ciclo económico.

Los métodos basados en la cuenta de resultados más utilizados son:

- PER (price earnings ratio)
- Valor de los dividendos
- Múltiplo de las ventas
- Múltiplo del EBITDA
- Otros

4.2.1. Price earnings ratio (PER)

Es el ratio bursátil más utilizado por analistas e inversores para la valoración relativa entre empresas. Su modelo se basa en que el precio por acción o capitalización de una empresa es un múltiplo de su BPA (beneficio por acción) o beneficio neto. Una razón por la que es muy utilizado es por la facilidad de sus estimaciones dado que el BPA es uno de los indicadores más seguidos y proyectados.

Ejemplo:

Si una empresa capitaliza por 200.000 euros y ha obtenido un beneficio de 10.000 euros, su PER será 20. Si suponemos que tiene 1000 acciones, su precio será de 200 euros por acción y su BPA será de 10 euros.

En términos financieros, el PER nos viene a decir el número de años que tardaremos en recuperar la inversión inicial suponiendo unos beneficios constantes.

$$PER = \frac{\text{Capitalización}}{\text{Beneficio neto}} \text{ o } \frac{\text{Precio por acción}}{\text{BPA}}$$

Por otra parte, este método de valoración, aunque indiscutiblemente rápido, presenta muchas limitaciones entre las que cabe destacar:

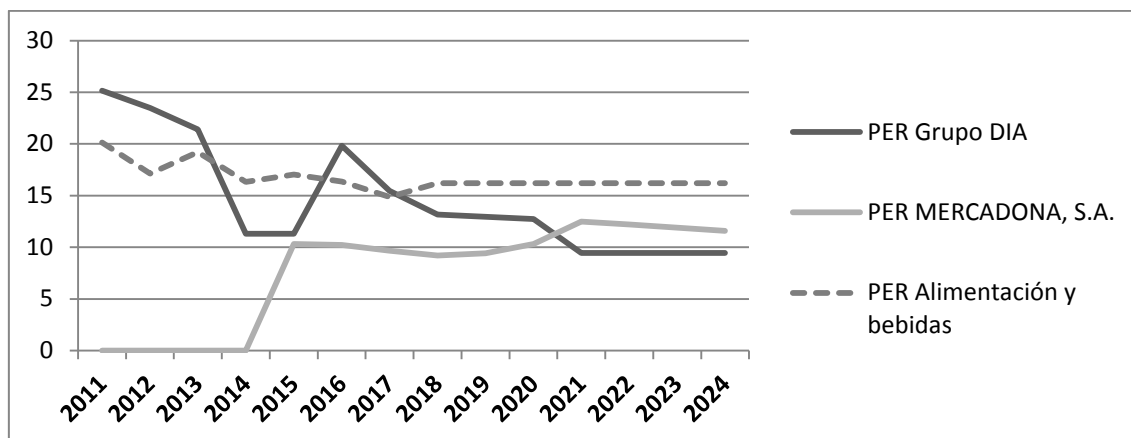
- El Beneficio neto es una cifra contable fácilmente manipulable.
- En ocasiones un PER alto está descontando expectativas de crecimiento y no quiere decir que el valor esté caro. Y en otras, un PER bajo en la parte alta del ciclo económico podría parecer atractivo, pero si los beneficios se reducen el PER subirá, convirtiéndose así en una empresa cara.
- Elevada dispersión en sus resultados históricos por empresas y por sectores.

A continuación se muestran los resultados de PER obtenidos para el Grupo DIA y MERCADONA, S.A. en los años proyectados según la hipótesis base.

Tabla 4.2.1. Valoración por beneficios. PER proyectado 2011 - 2025

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PER Grupo DIA	25,16	23,48	21,42	11,31	11,32	19,83	15,45	13,17	12,95	12,74
PER MERCADONA, S.A.	-	-	-	-	10,31	10,21	9,68	9,20	9,42	10,31
PER Alimentación y bebidas	20,14	17,12	19,20	16,32	17,03	16,37	14,86	16,19	16,19	16,19

Gráfico 4.2.1. Evolución del PER en el sector de alimentación y bebidas vs Grupo DIA y MERCADONA, S.A. para el período analizado y proyectado (2010 – 2025)



Para el cálculo del PER del Grupo DIA en el período 2011 - 2014 se ha utilizado información histórica de cotizaciones, ya que cotiza en el IBEX 35 (precio por acción/BPA). Para los años posteriores se ha utilizado el valor de las acciones obtenido por descuento de flujos de caja con una tasa de crecimiento residual del 2% (g) a partir de 2020. En siguientes apartados se describe el método DFC⁷ realizado para ambas empresas.

En el caso de MERCADONA, S.A. no se ha podido determinar el PER para el período 2011- 2014 por la dificultad de estimar el valor de las acciones de una empresa que no cotiza en bolsa. De igual modo, para el período 2015 – 2025 se ha utilizado el valor de las acciones estimado por DFC de acuerdo a la hipótesis base.

La media del sector Alimentación y bebidas ha sido obtenida por medio de fuentes secundarias de información. Se ha escogido a varias empresas representativas del sector Alimentación y bebidas en Europa con cierta vocación por la distribución, el comercio y la internacionalización. Las empresas escogidas han sido: el Grupo Carrefour (Francia), Danone, S.A. (Francia), Viscofan, S.A. (España) y Baron de Ley (España).

Según esta valoración por beneficios se puede decir que tanto el Grupo DIA como MERCADONA, S.A. tienen un PER por debajo de la media del sector, de modo que en teoría tienen más potencial de crecimiento en sus cotizaciones-valoraciones que el resto del sector.

En el gráfico 4.2.1. de arriba se puede observar que el PER del sector no está muy lejos de 15 veces, múltiplo a partir del cual, salvando las diferencias entre sectores, un valor es considerado “caro” en la Bolsa española según datos históricos de PER.

4.2.2. Valor de los dividendos

El dividendo es la parte del beneficio que la empresa otorga a sus accionistas. Representa un pago periódico para los poseedores de sus acciones, es decir los propietarios. Puede ser en efectivo, que es lo más común, o acciones con cargo a reservas (script dividend), contablemente esto es una ampliación capital (ampliación liberada), con abono a la cuenta capital social y cargo la cuenta de reservas de libre disposición.

Según este método, el valor de una empresa es el valor actual de los dividendos esperados en forma de renta perpetua. En el caso de que los dividendos se mantengan constantes la expresión es:

$$\text{Valor } E^a \text{ por dividendos} = \frac{DPA \text{ esperado}}{K_e}$$

Si se supone una tasa de crecimiento g para los dividendos esperados, entonces:

$$\text{Valor } E^a \text{ por dividendos} = \frac{DPA \text{ esperado}}{K_e - g}$$

En este trabajo se ha supuesto una tasa de crecimiento residual del 2% para los dividendos esperados.

La tasa de descuento K_e también se denomina coste de capital o de los recursos propios. Podría entenderse como la rentabilidad que los accionistas deberían exigir por ser propietarios de la empresa y asumir los riesgos que conlleva formar parte del capital.

K_e se suele determinar a través del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que es una herramienta muy utilizada en el ámbito financiero para valorar rentabilidades de activos. La expresión del CAPM para el cálculo de K_e es:

$$\text{CAPM} \Rightarrow K_e = R_f + (R_m - R_f)\beta_c$$

K_e : Rentabilidad exigida de los accionistas

R_f : Tasa de rentabilidad de la renta fija libre de riesgo (Bonos y obligaciones del estado)

$R_m - R_f$: Representa la prima de riesgo del mercado

R_m : Rentabilidad esperada del mercado

β_c : Representa la sensibilidad de los recursos propios de la empresa ante cambios el mercado

La beta β es un parámetro muy utilizado en gestión de carteras que sirve para medir el riesgo de una acción/empresa y la sensibilidad de ésta ante cambios en el mercado. Para determinarla debemos conocer la volatilidad del mercado y de la empresa, medido por la varianza de sus rentabilidades (σ^2). Para establecer la relación de sensibilidad se incluye la covarianza de la empresa con el mercado.

La expresión de la beta así como el resultado obtenido para el Grupo DIA es:

$$\beta_{\text{Grupo DIA}} = \frac{\sigma_{mdo; \text{Grupo DIA}}}{\sigma^2_{mdo}} = 0,79$$

El proceso para la determinación de las distintas variables (varianza, covarianza, etc) está explicado en el Anexo III.

A continuación se exponen los datos obtenidos para la determinación del coste de capital K_e .

I.G.B.M. Total (Rm)	9,83%
Bono 10 años 2016 (Rf)	1,071%
$\beta_{\text{Grupo DIA}}$	0,79

Se ha utilizado el índice IGBM total (Índice General de Bolsa de Madrid con rentabilidad por dividendos) como rentabilidad el mercado.

Como activo libre de riesgo se ha utilizado para la hipótesis base la rentabilidad del Bono del Estado español a 5 años, habiéndose emitido en una de las subastas de julio 2016 Bonos a 10 años con una rentabilidad del 1,071% anual. Se considera libre de riesgo por ser deuda del estado, aspecto que no deja nada claro que por eso sea libre de riesgo.

$K_e = R_f + (R_{\text{IGBM}} - R_f) \beta_{\text{DIA}}$	7,97%
--	--------------

La rentabilidad exigida por los accionistas del Grupo DIA calculado por el modelo CAPM es de 7,97%.

Tanto la beta como K_e del Grupo DIA han sido también utilizados en la valoración por dividendos de MERCADONA, S.A. ya que al no cotizar en bolsa la determinación de estas variables es más compleja.

A continuación se exponen los resultados obtenidos la valoración por dividendos del Grupo DIA y MERCADONA, S.A.

Tabla 4.2.2. Valoración por dividendos Grupo DIA y MERCADONA, S.A. (millones de euros)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor por dividendos Grupo DIA	1.887	1.179	1.541	1.823	1.862	1.897
Valor por acción	3,03 €	1,89 €	2,48 €	2,93 €	2,99 €	3,05 €
Valor por dividendos MERCADONA, S.A.	1.024	1.063	1.143	1.222	1.217	1.241
Valor por acción	1,64 €	1,71 €	1,83 €	1,96 €	1,95 €	1,99 €

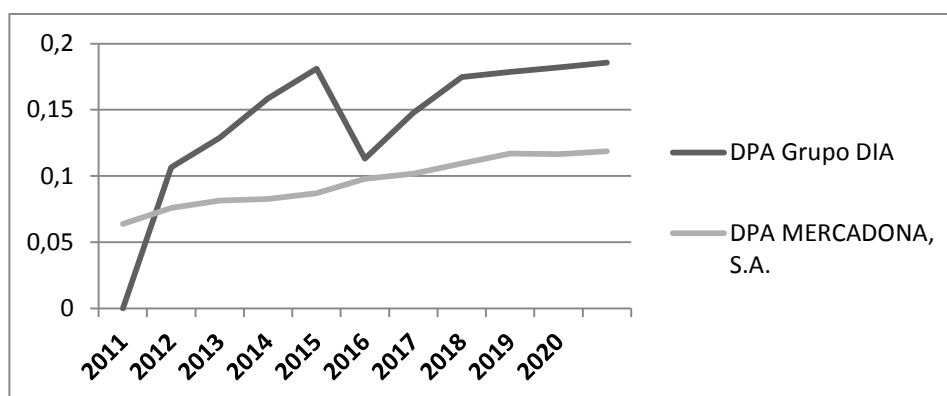
En la tabla podemos apreciar que existe poca diferencia entre las dos empresas en comparación con otros métodos aplicados. Sin embargo, el valor por dividendos de MERCADONA, S.A. es menor en todos los años proyectados, aspecto que parece incoherente desde el valor real de la empresa, ya que es mucho más grande que el Grupo DIA.

La diferencia de valoración entre ambas se debe a la cantidad de dividendos pagados y el coste de los recursos propios.

Tabla 4.2.2.1. Pay out del Grupo DIA y MERCADONA, S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pay Out Grupo DIA	49,5%	42,8%	31,4%	37,6%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%
Pay Out MERCADONA, S.A.	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Gráfico 4.2.2. Evolución DPA del Grupo DIA vs MERCADONA, S.A.



El Pay out de ambas empresas ha sido calculado en base a su memoria anual consolidada.

El DPA estimado de 2016 del Grupo DIA se ve reducido por la reducción del beneficio neto en ese año según la hipótesis base planteada.

4.2.3. Valor por múltiplos de las ventas y otros múltiplos

El múltiplo de las ventas consiste en determinar el valor de la empresa multiplicando sus ventas anuales por un número. De igual manera se pueden usar otras magnitudes de la cuenta de resultados (EBITDA, EBIT, etc)

En el caso de DIA, S.A. se ha utilizado la capitalización bursátil hasta el año 2015, en los años siguientes se ha utilizado el valor de las acciones obtenido por DFC

En el caso de MERCADONA, S.A. no se ha podido determinar el valor de las acciones en años anteriores a 2015. Para los años posteriores se ha utilizado el valor de las acciones obtenido por DFC.

Tabla 4.2.3 Valoración por ventas y otros múltiplos Grupo DIA y MERCADONA, S.A.

Grupo DIA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ratio Valor/INGRESOS	0,24	0,35	0,52	0,46	0,38	0,38	0,37	0,36	0,35	0,34
Ratio Valor/EBITDA	4,68	5,77	7,65	7,09	6,62	6,47	5,62	5,05	4,89	4,73
Ratio Valor/EBIT	10,95	11,16	11,86	11,50	12,36	11,25	9,12	7,93	7,77	7,63
MERCADONA, S.A.										
Ratio Valor/INGRESOS	-	-	-	-	0,33	0,33	0,33	0,32	0,32	0,31
Ratio Valor/EBITDA	-	-	-	-	5,54	5,18	4,95	4,74	4,79	4,75
Ratio Valor/EBIT	-	-	-	-	8,24	7,51	7,09	6,72	6,88	6,87

Podemos ver que los ratios son semejantes entre ambas empresas, no obstante MERCADONA, S.A. presenta múltiplos menores para las mismas magnitudes de la cuenta de resultados, esto nos dice que a pesar de tener un mayor valor de las acciones está más “barata” que DIA, S.A. El ratio más representativo de este sector son el ratio por ventas y el ratio EBITDA. Los dos muy utilizados en procesos de comparación de empresas.

4.3. Métodos de valoración mixtos. Goodwill o fondo de comercio

Este método dice que el valor de una empresa es su activo más el fondo de comercio. El fondo de comercio en consolidación se representa es la diferencia entre lo pagado por adquirir los activos y pasivos de una empresa y su valor contable reflejado en la compra. Se trata de un ajuste para cuadrar el balance. También se dice que el fondo de comercio son los activos intangibles referidos al valor de la clientela, la imagen, la cuota de mercado, etc. Según qué método se utilice se calcula de distinta manera.

Son métodos mixtos porque parten del valor de los activos o valor sustancial (perspectiva estática) y le añaden el componente de dinamicidad teniendo en cuenta la evolución de los beneficios futuros actualizados a diferentes tasas según el método

4.3.1. Método indirecto

$$EV = VS + \frac{B - VS \cdot i}{2i}$$

EV: Equity Value (Valor de las acciones)

VS: Valor sustancial

$(B - VS \cdot i)$: Representa el superbeneficio

B: Beneficio medio de los últimos 3 años

i: Tasa de interés sin riesgo

Tabla 4.3.1. Valoración estimada del Grupo DIA y Mercadona, S.A. por el método indirecto (miles de euros)

Grippo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto	3.301.577	3.745.536	3.916.933	4.073.689	4.204.743	4.338.476
Beneficio medio 3 años	223.889	274.844	267.657	233.968	224.160	257.852
$(B - VS \cdot i)/2i$	8.801.561	10.958.402	10.537.212	8.886.052	8.362.621	9.868.689
Valor acciones	12.103.138	14.703.938	14.454.145	12.959.741	12.567.365	14.207.166

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto:	7.268.897	7.548.097	7.848.544	8.157.424	8.433.425	8.727.677
Beneficio medio 3 años	522.341	556.643	596.493	642.934	682.278	712.769
$(B - VS \cdot i)/2i$	20.751.235	22.213.004	23.923.193	25.936.880	27.635.655	28.912.008
Valor acciones	28.020.132	29.761.101	31.771.737	34.094.303	36.069.080	37.639.684

Para el cálculo del goodwill por el método indirecto se ha utilizado la expresión de arriba. El beneficio medio ha sido calculado como el promedio de 3 años, es decir, el beneficio de 2015 es la media del beneficio neto de los años 2012, 2013, 2014.

Los resultados obtenidos por el método indirecto del cálculo del goodwill son irreales y exagerados. Prácticamente en ningún caso, las acciones del Grupo DIA o Mercadona, S.A. podrían alcanzar un valor tan elevado con unos activos y una estructura financiera igual a la que tienen en este momento.

4.3.2. Método Directo

$$EV = VS + \frac{B - VS \cdot i}{k}$$

k: Tasa de interés sin riesgo multiplicada por un coeficiente de riesgo

La diferencia de este método respecto al método indirecto reside en la tasa de actualización k. Esta se ha determinado en base a la rentabilidad del bono a 5 años es-

pañol multiplicada por el coeficiente de riesgo 1,5. Normalmente se utiliza un coeficiente en 1,25 y 1,5

Tabla 4.3.2. Valoración estimada del Grupo DIA y Mercadona, S.A. por el método directo (miles de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto:	3.301.577	3.745.536	3.916.933	4.073.689	4.204.743	4.338.476
Beneficio medio 3 años	223.889	274.844	267.657	233.968	224.160	257.852
(B - VS*i)/k	11.735.415	14.611.203	14.049.617	11.848.069	11.150.162	13.158.253
Valor acciones	15.036.992	18.356.739	17.966.549	15.921.758	15.354.905	17.496.729

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto:	7.268.897	7.548.097	7.848.544	8.157.424	8.433.425	8.727.677
Beneficio medio 3 años	522.341	556.643	596.493	642.934	682.278	712.769
(B - VS*i)/k	27.668.313	29.617.339	31.897.591	34.582.506	36.847.540	38.549.343
Valor acciones	34.937.210	37.165.436	39.746.135	42.739.930	45.280.965	47.277.020

De igual forma que el anterior, la valoración por el método directo es muy exagerada por sobrevaloración. En cualquier caso, no los considero un método fiable de valoración de empresas.

4.3.3. Unión de Expertos Contables Europeos (U.E.C.)

$$EV = VS + (B - VS \cdot i) a_{n-k}$$

a_{n-k} : Valor actual de una renta de n períodos a un tipo k

El método U.E.C. no actualiza el superbeneficio como una renta perpetua sino que lo hace como renta periódica. En este trabajo se ha supuesto un período n de 5 años (2015 – 2020) para la estimación del valor de las acciones y del goodwill.

Tabla 4.3.3. Valoración estimada del Grupo DIA y Mercadona, S.A. por el método U.E.C (miles de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto	3.301.577	3.745.536	3.916.933	4.073.689	4.204.743	4.338.476
Beneficio medio 3 años	223.889	274.844	267.657	233.968	224.160	257.852
(B – VS*i)	188.529	234.729	225.707	190.339	179.127	211.387
a_{n-k}	1,000000000	0,984189004	0,968627995	0,953313021	0,938240193	0,923405680
VAN superbeneficio	188.529	231.018	218.626	181.453	168.064	195.196
Valor acciones	4.295.934	4.521.139	4.479.289	4.454.740	4.412.789	

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor Sustancial Bruto	7.268.897	7.548.097	7.848.544	8.157.424	8.433.425	8.727.677
Beneficio medio 3 años	522.341	556.643	596.493	642.934	682.278	712.769
(B – VS*i)	444.491	475.803	512.435	555.568	591.956	619.295
a_{n-k}	1,000000000	0,984189004	0,968627995	0,953313021	0,938240193	0,923405680
VAN superbeneficio	444.491	468.280	496.359	529.630	555.397	571.861
Valor acciones	9.890.423	9.735.935	9.559.095	9.339.887	9.042.929	

Los valores obtenidos del goodwill y de las acciones por este método son mucho más realistas que los obtenidos por los métodos anteriores. Se han tomado 5 años para actua-

lización del superbeneficio con la misma tasa de descuento k utilizada en el método directo.

4.3.4. Método de los CPNE

$$EV = CPNE + (B - CPNE \cdot i)a_{n-k}$$

Este método es similar al U.E.C. pero utiliza los CPNE (capitales permanentes necesarios para la explotación) en vez del valor sustancial.

Tabla 4.3.4. Valoración estimada del Grupo DIA y Mercadona, S.A. por el método de los CPNE (miles de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CPNE	1.782.734	2.020.526	2.140.172	2.243.626	2.308.798	2.372.381
Beneficio medio 3 años	223.889	274.844	267.657	233.968	224.160	257.852
(B – CPNE <i>*i</i>)	204.796	253.204	244.736	209.939	199.433	232.444
a_{n-k}	1,000000000	0,984189004	0,968627995	0,953313021	0,938240193	0,923405680
VAN superbeneficio	204.796	249.200	237.058	200.138	187.116	214.640
Valor acciones	2.870.887	2.872.956	2.761.561	2.665.058	2.537.567	

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CPNE	5.044.253	5.242.834	5.456.753	5.679.445	5.864.075	6.066.065
Beneficio medio 3 años	522.341	556.643	596.493	642.934	682.278	712.769
(B – CPNE <i>*i</i>)	468.317	500.492	538.051	582.107	619.473	647.801
a_{n-k}	1,000000000	0,984189004	0,968627995	0,953313021	0,938240193	0,923405680
VAN superbeneficio	468.317	492.579	521.171	554.930	581.215	598.183
Valor acciones	7.792.331	7.534.568	7.247.253	6.916.602	6.501.634	

Los resultados son bastante coherentes con los obtenidos por el método de DFC y con la estructura de cada empresa. Es por eso por lo que, de todos los métodos de valoración mixtos realizados este es el más fiable en cuanto al valor obtenido.

Capítulo 5. Valoración por descuento de flujos de caja. DIA, S.A. y MERCADONA, S. A.

5.1. Introducción al método DFC

Se ha querido presentar este método en un capítulo aparte por ser el método de valoración más utilizado para valorar empresas. El DFC (descuento de flujos de caja) trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará, para ser actualizados a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Para llevar a cabo la estimación de los flujos de caja (cash flow) es necesario hacer estimaciones detalladas de las partidas del balance y cuenta de resultados que forman los cash flow. Por ejemplo, estimación de las ventas, márgenes, períodos medios de pago y cobro para determinar las NOF, inversiones en activos fijos (CAPEX), etc

Es el más utilizado por las siguientes razones:

- Los métodos basados en el balance son estáticos en DFC tiene en cuenta el paso del tiempo por las estimaciones de beneficios y valor temporal del dinero.
- Los métodos basados en la cuenta de resultados son dinámico sí, pero no tienen en cuenta el valor temporal del dinero. Además, las partidas de la cuenta de resultados son cifras contables fácilmente manipulables. El cash flow es un hecho, ya que nos dice si la empresa ha generado dinero y valor o lo ha destruido.
- Los métodos mixtos son dinámicos y tienen en cuenta el valor del dinero en el tiempo pero no nos dicen cómo ha generado o destruido valor la empresa y no diferencia entre sectores ni actividades.
- Con la tasa de descuento apropiada para cada flujo de caja, podemos saber qué tipo de inversiones nos harán generar valor y cuáles no, ya que sirven como rentabilidad mínima exigida.

También tiene inconvenientes, como el laborioso proceso necesario para elaborar las estimaciones y los cash flows y compararlos con los de otras empresas.

En este trabajo se ha querido analizar dos empresas del sector alimentación y bebidas: el Grupo DIA y Mercadona S.A. En este capítulo se expone el proceso de estimación de todas las partidas de balance y cuenta de resultados de estas empresas de acuerdo con la hipótesis base. Después, se harán algunos cambios sobre los generadores de valor (value drivers) para verificar como varía el valor de ambas empresas.

5.2. Expresión general del método DFC

$$EV = \frac{CF_1}{(1+K)} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

CF_i : Cash flow generado por la empresa en el período i

K : Tasa de descuento apropiada al cash flow analizado

VR_n : Valor residual de la empresa en el año n

Existen diferentes tipos de flujos de fondos:

CFacc: Cash flow de las acciones	Ke
CFd: Cash flow de la deuda	Kd
FCF: Cash flow libre	WACC
CCF: Cash flow del capital	WACC antes de impuestos

En este trabajo se ha dedicado especial atención al FCF (Free Cash Flow) y al CFd para la el proceso de valoración de las dos empresas. El FCF es el flujo de fondos libre de la empresa sin tener en cuenta la deuda financiera, es decir, en el caso de que la empresa no estuviera endeudada. El CFd hace referencia al flujo de fondos que recibirán los poseedores de la deuda. En los siguientes apartados se detalla el proceso llevado a cabo así como los resultados.

5.3. Desarrollo del proceso de la valoración por DFC

Todas las tablas aquí expuestas se encuentran desarrolladas en el Anexo III.

1º.- De acuerdo con la hipótesis base se han estimado las partidas del balance y cuenta resultados necesarias para la determinación de los FCF estimados hasta 2025.

Tabla 5.3.1 Estimaciones de los componentes relativos a los flujos de fondos (millones de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAPEX	227	192	204	217	231	246	215	222	228	235	241
Amortización	225	215	228	243	258	274	280	285	291	297	303
NOF	-787	-1.019	-1.047	-1.076	-1.113	-1.152	-1.175	-1.199	-1.223	-1.247	-1.272
Deuda financiera	1.295	1.349	1.395	1.443	1.493	1.544	1.575	1.607	1.639	1.672	1.705
Intereses	-65,3	-67,4	-69,8	-72,2	-74,6	-77,2	-78,8	-80,3	-82,0	-83,6	-85,3
BDT	299,2	174,5	228,2	269,8	275,6	280,8	286,4	292,1	298,0	303,9	310,0
Tasa impositiva		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAPEX	205,1	215,2	223,5	240,3	256,7	255,7	260,8	266,0	271,3	276,8	282,3
Amortización	372,1	387,0	402,4	418,5	435,3	452,7	470,8	480,2	489,8	499,6	509,6
NOF	-1.485	-1.509	-1.563	-1.619	-1.679	-1.738	-1.792	-1.828	-1.865	-1.902	-1.940
Deuda financiera	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Intereses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BDT	611,3	634,9	682,6	729,4	726,3	740,9	752,7	767,8	783,1	798,8	814,8
Tasa impositiva	25%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

CAPEX: Se han incluido los aumentos estimados del activo material bruto y el activo intangible bruto sin tener en cuenta el fondo de comercio.

Amortización: Es la amortización y el deterioro de los activos fijos.

NOF: Se han incluido las existencias y los deudores, y se han restado los acreedores y las provisiones. No se ha tenido en cuenta la tesorería.

Deuda financiera: Es el nominal de la deuda financiera. La deuda que aparece en el balance de Mercadona, S.A. no devenga intereses de acuerdo con su cuenta de resultados.

Intereses: Es la deuda financiera por el coste de la deuda (Kd). El coste de la deuda se ha supuesto del 5% de acuerdo con la evolución de los períodos analizados.

BDT: Es el beneficio neto estimado.

Tasa impositiva: Se ha supuesto una tasa impositiva del 30% de acuerdo con la normativa del impuesto de sociedades en España.

2º.- Para la determinación de la tasa de descuento de los FCF se ha utilizado el modelo CAPM. Como rentabilidad del mercado se ha utilizado el IGBM total, como rentabilidad libre de riesgo el Bono español a 10 años (la diferencia entre ambas ha sido considerada la prima de riesgo de mercado) y como beta se utilizado inicialmente la beta des apalancada (beta = 1). A la tasa de descuento des apalancada se le ha llamado Ku (unlevered rate). Se ha supuesto una Ku de 9,83%

3º.- Se ha estimado el Cash Flow de las acciones, el Cash Flow de la deuda y el Free Cash Flow a partir de las estimaciones presentadas en la tabla 5.3.1. En la tabla siguiente se muestran los resultados obtenidos para dichos flujos de fondos.

Tabla 5.3.3. Flujos de caja esperados 2016 – 2025 para el Grupo DIA y Mercadona, S.A. (millones de euros)

Grupo DIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BDT	174,5	228,2	269,8	275,6	280,8	286,4	292,1	298,0	303,9	310,0
(+) Amortización	225,0	214,9	228,4	242,7	258,0	274,3	279,8	285,4	291,1	296,9
(-) CAPEX	-191,9	-204,0	-217,0	-230,8	-245,6	-215,3	-221,6	-228,1	-234,6	-241,3
(-) Δ NOF	232,6	27,7	28,7	37,2	39,7	23,0	23,5	24,0	24,5	24,9
(+) Δ Deuda	53,5	46,3	48,0	49,8	51,6	30,9	31,5	32,1	32,8	33,4
CFac (Cash Flow acciones)	493,8	313,0	357,9	374,4	384,5	399,3	405,3	411,4	417,6	424,0
(-) Δ Deuda	-53,5	-46,3	-48,0	-49,8	-51,6	-30,9	-31,5	-32,1	-32,8	-33,4
(+) Intereses*(1-T)	47,2	48,8	50,5	52,3	54,1	55,1	56,2	57,4	58,5	59,7
FCF (Free Cash Flow)	487	316	360	377	387	424	430	437	443	450
CFd (Cash Flow deuda)	13,9	23,4	24,1	24,9	25,6	47,9	48,8	49,8	50,8	51,8

Mercadona, S.A.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BDT	634,9	682,6	729,4	726,3	740,9	752,7	767,8	783,1	798,8	814,8
(+) Amortización	387,0	402,4	418,5	435,3	452,7	470,8	480,2	489,8	499,6	509,6
(-) CAPEX	-215,2	-223,5	-240,3	-256,7	-255,7	-260,8	-266,0	-271,3	-276,8	-282,3
(-) Δ NOF	24,2	54,4	55,7	59,5	60,0	53,9	55,0	56,1	57,2	58,4
(+) Δ Deuda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CFac (Cash Flow acciones)	830,8	916,0	963,4	964,3	997,9	1.016,6	1.037,0	1.057,7	1.078,9	1.100,4
(-) Δ Deuda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Intereses*(1-T)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF (Free Cash Flow)	830,8	916,0	963,4	964,3	997,9	1.016,6	1.037,0	1.057,7	1.078,9	1.100,4
CFd (Cash Flow deuda)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

4º.-A través de los flujos de fondos esperados de la tabla 5.3.3 y las tasa de descuento Ku y Kd mencionadas anteriormente, se ha calculado el valor actual de la empresa sin endeudar (Vu) y el valor actual de la deuda (D).

5º.-una vez estimado el valor actual de la empresa sin endeudar y el valor actual de la deuda, se ha procedido a calcular el Value Tax Shield (VTS), que no es otra cosa que el valor actual del ahorro de impuestos debido al pago de intereses. La tabla desarrollada puede verse en el Anexo III.

6º.-Según una de las teorías del método por DFC, el valor total de la empresa (acciones + deuda) es el valor de la empresa sin endeudar más el valor actual del ahorro de impuestos debido al endeudamiento, por tanto tenemos que:

$$Vu + VTS = E + D$$

Si despejamos E en la expresión obtenemos el valor de las acciones que dividido entre el número de acciones debería darnos el valor por acción al que cotizaría dicha empresa. Hemos supuesto que no hay ampliaciones ni reducciones de capital, por tanto el número de acciones permanece constante en el período estimado.

Tabla 5.3.5. Valoraciones estimadas por el método DFC. Grupo DIA y Mercadona, S.A. (millones de euros)

Grupo DIA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
$Vu = VA[Ku_1; FCF]$	4.278	4.211	4.309	4.373	4.426	4.474	4.491	4.502	4.508	4.508
$D = VA[Kd; CFd]$	888	918	941	964	987	1.011	1.013	1.015	1.016	1.016
$VTS = VA[D * T * Ku_1; Ku_1]$	176	167	157	144	130	114	95	75	52	27
$VTS + Vu = D + E$	4.454	4.378	4.466	4.517	4.556	4.588	4.586	4.577	4.561	4.536
$E = VTS + Vu - D$	3.566	3.460	3.525	3.553	3.569	3.577	3.573	3.562	3.544	3.519
Precio por acción	5,73 €	5,56 €	5,66 €	5,71 €	5,73 €	5,75 €	5,74 €	5,72 €	5,69 €	5,65 €

Mercadona, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
$Vu = VA[Ku_1; FCF]$	11.648	11.963	12.223	12.462	12.723	12.977	13.236	13.501	13.771	14.046
$D = VA[Kd; CFd]$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$VTS = VA[D * T * Ku_1; Ku_1]$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$VTS + Vu = D + E$	11.651	11.965	12.226	12.464	12.726	12.979	13.239	13.503	13.773	14.049
$E = VTS + Vu - D$	11.643	11.957	12.218	12.457	12.718	12.971	13.231	13.496	13.766	14.041
Precio por acción	18,7 €	19,2 €	19,6 €	20,0 €	20,4 €	20,8 €	21,2 €	21,6 €	22,1 €	22,5 €

Los datos de la tabla 5.3.5 son los resultados finales estimados de la valoración por descuento de flujos del Grupo DIA y Mercadona, S.A. par los años 2015 – 2025.

- Se ha estimado que el valor de las acciones de DIA, S.A. es de **3.565.999 miles de euros.**
- Se ha estimado que el valor de las acciones de Mercadona, S.A. es de **11.642.800 miles de euros.**

El valor residual se ha calculado a partir del último flujo (2025) con una tasa de crecimiento residual del 2%.

La fiabilidad del método es imposible corroborarla al 100%, pero éste es el método más utilizado por gestores e inversores y el valor es subjetivo, por tanto valorar un bien como lo hace la mayoría del mercado es una aproximación al valor que podría llegar en el mercado de valores.

Además, la capitalización del Grupo DIA hoy (26/09/2016) es de 3.498.828 miles de euros, bastante aproximado a la estimación realizada. Para Mercadona, S.A. es imposible hacer dicha comparación porque no cotiza en bolsa.

5.4. Value Drivers. Impulsores del valor

Una vez que se han expuesto las valoraciones, hay que analizar su evolución con respecto a la realidad. Esto se hace a través de los generadores o impulsores de valor (value drivers).

Los value drivers son indicadores o tasas de crecimiento que al variarlas, el valor de la empresa (Vu) y de sus partes (E + D) también cambiará. Los más utilizados suelen ser la cifra de ventas, los precios de las materias primas, el coste de la deuda (tipos de interés), además de otros ratios de estructura financiera o económica.

Principalmente, se usan para controlar y gestionar el valor de la empresa, de ahí su nombre. En este trabajo se ha querido hacer una demostración al variar alguno de los campos de la hipótesis base para ver cómo afecta al valor final de la empresa en 2016.

Estos son algunos de los cambios realizados en la hipótesis base junto con su repercusión final sobre el valor:

Grupo DIA:

- Si la cifra de ventas crece en 2016 un 2% en vez de 1,48% (+389.385 miles de euros).
- Si el coste por empleado es de 20 € en 2018 en vez de 19,38 € (- 14.242 miles de euros)
- Si los consumos de las materias primas aumentan un 6% en vez de un 3% como consecuencia de subida de precios (- 1.427.808 miles de euros).
- Si el crecimiento residual es del 3% en vez del 2% (+ 108.057 miles de euros).

Mercadona, S.A.:

- Si las ventas aumentan un 5% en 2018 en vez de un 3,8 (+ 106.320 miles de euros)
- Si a partir de 2017 la tasa impositiva del IS se reduce un 5% (+ 391.981 miles de euros)
- El porcentaje del beneficio destinado a reinversión es del 30% en vez del 40% y suponiendo que las ventas se mantienen (+ 745.408 miles de euros)
- El plazo de cobro a deudores es de 10 días en vez de 2 días (- 539.761 miles de euros)

Conclusiones del trabajo realizado

Este trabajo me ha servido como una buena aplicación de los conocimientos aprendidos en el Grado de Finanzas y Contabilidad y sobre todo en la asignatura de valoración de empresas.

Sobre los métodos de valoración aplicados se puede decir que ninguno es verdadero o falso, ya que toda valoración es subjetiva. No obstante hay métodos que difieren mucho de la realidad del mercado. Por ejemplo, el método indirecto y método directo del cálculo del goodwill no se acercan a lo que de verdad podrían valer alguna de las dos empresas analizadas.

En realidad cada método de valoración es correcto en función de lo que analiza. De este modo es necesario interpretarlos para darles una buena utilización. Por ejemplo, el método patrimonial del valor contable puede ser una buena valoración mínima de la cotización de una empresa, ya que la contabilidad, aunque fácilmente mani-

pulable, nos da una perspectiva bastante prudente por sí misma debido a los principios y normas de valoración contable.

Respecto a las empresas analizadas. Después de haber realizado el análisis financiero y las estimaciones de valoración por los métodos descritos se puede decir que Mercadona, S.A. está mejor posicionado que el Grupo DIA. Su bajo ratio de endeudamiento y su gran cuota de mercado en España convierten a Mercadona, S.A. en una gran empresa a nivel europeo con mucho potencial de crecimiento. Su abultada tesorería le confiere una solvencia y liquidez excelente que junto a un patrimonio neto que representa más del 50% del pasivo total, la convierte en una empresa casi perfecta financieramente hablando. Chapó por Juan Roig.

Es verdad que el Grupo DIA tiene más diversificada su cartera de negocios convirtiéndose en una multinacional de la distribución de alimentación y bebidas, pero en mi opinión, eso no hace más que enturbiar su posición financiera debido al gran impacto que tienen los tipos de cambio en sus cuentas, sobre todo en economías emergentes como Brasil y Argentina. Su salida de Francia le ha costado un fuerte varapalo a sus cuentas y especialmente al patrimonio neto, ya que la dirección se ha visto obligada a hacer reducciones de capital mediante amortización de acciones propias desde el 2013. Eso la deja con unos fondos propios muy escasos que obligan a contraer deudas a largo plazo y adquirir otros activos o UGE's como son el Grupo El Árbol y parte del grupo Eroski. De esta manera puede sostener la red empresarial en España siendo la segunda por cuota de mercado. A pesar de todo ello el Grupo DIA sigue funcionando y creando valor para el accionista, ya que presenta flujos de fondos crecientes.

En definitiva, se puede decir que el mejor método para valorar y comparar empresas es el método por descuento de flujos de caja, porque además de que nos da una estimación razonable del valor de la empresa, hemos visto que sirve como herramienta de gestión del valor, que a fin de cuentas es lo que quiero llegar a conseguir con este trabajo.

ANEXOS

Anexo I. Cuentas anuales completas

Balance de situación Grupo DIA (miles de euros)	Período analizado						Hipótesis Base					Crecimiento residual				2%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVO																
ACTIVO NO CORRIENTE	2.141.522	2.206.310	2.202.117	2.239.747	1.996.980	2.355.102	2.432.041	2.507.681	2.581.954	2.654.788	2.726.111	2.769.472	2.824.862	2.881.359	2.938.986	2.997.766
Inmovilizado material Bruto (I.M.B.)	3.197.398	3.260.943	3.329.734	3.464.631	2.801.437	3.018.396	3.199.500	3.391.470	3.594.958	3.810.655	4.039.295	4.238.692	4.444.077	4.655.570	4.873.292	5.097.367
- Terrenos	184.017	184.027	185.275	186.735	139.180	146.839	159.975	169.573	179.748	190.533	201.965	211.935	222.204	232.779	243.665	254.868
- Construcciones	760.945	799.841	864.345	1.271.665	1.101.611	1.200.319	1.279.800	1.356.588	1.437.983	1.524.262	1.615.718	1.695.477	1.777.631	1.862.228	1.949.317	2.038.947
- Inst. técnicas, maquinaria y otros activos fijos	2.252.436	2.277.075	2.280.114	2.006.231	1.560.646	1.671.238	1.759.725	1.865.308	1.977.227	2.095.860	2.221.612	2.331.281	2.444.242	2.560.564	2.680.311	2.803.552
(-) Amortización acumulada, deterioro y bajas I.M.	1.599.977	1.634.983	1.711.103	1.862.980	1.531.081	1.646.386	1.751.954	1.869.856	2.000.832	2.145.666	2.305.191	2.469.906	2.639.916	2.815.325	2.996.242	3.182.777
- Amortización y deterioro del período I.M.	294.732	283.257	276.620	184.996	184.429	217.270	205.568	217.902	230.976	244.835	259.525	264.715	270.009	275.410	280.918	286.536
- Bajas y traspasos I.M.	220.041	248.251	200.500	33.119	516.328	101.965	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.001	100.002
Inmovilizado material neto (I.M.)	1.597.421	1.625.960	1.618.631	1.601.651	1.270.356	1.372.010	1.447.546	1.521.614	1.594.126	1.664.989	1.734.104	1.768.786	1.804.161	1.840.245	1.877.050	1.914.590
Fondo de Comercio	414.435	416.543	422.966	454.388	464.642	558.063	558.063	558.063	558.063	558.063	558.063	558.063	569.224	580.609	592.221	604.065
Activos ctivos intangibles brutos (I.L.B.)	85.633	89.733	87.822	102.185	80.124	89.850	100.632	112.708	126.233	141.381	158.346	174.273	190.517	207.087	223.988	241.227
(-) Amortización acumulada y deterioro I.L.	40.214	45.357	49.445	56.572	47.557	55.087	64.466	74.970	86.734	99.910	114.668	129.720	145.074	160.735	176.708	193.002
- Amortización y deterioro del período I.L.	8.462	10.550	7.634	7.102	6.821	9.096	9.379	10.504	11.765	13.176	14.757	15.053	15.354	15.661	15.974	16.293
Activos intangibles netos (I.L.)	45.419	44.376	38.377	45.613	32.567	34.763	36.166	37.738	39.499	41.470	43.679	44.552	45.443	46.352	47.279	48.225
Inversiones en empresas del grupo L/P	108	1.599	1.303	787	-	92	92	92	92	92	92	94	96	98	100	102
Inversiones financieras no corrientes	51.665	57.668	65.253	79.086	81.162	118.236	118.236	118.236	118.236	118.236	118.236	120.601	123.013	125.473	127.982	130.542
Créditos al consumo de empresas financieras	3.191	1.973	1.037	555	363	458	458	458	458	458	458	467	477	486	496	506
Activos por impuesto diferido	29.283	58.191	54.550	57.667	147.890	271.480	271.480	271.480	271.480	271.480	271.480	276.910	282.448	288.097	293.859	299.736
ACTIVO CORRIENTE	1.111.866	1.103.273	1.202.526	1.130.840	1.130.007	1.087.527	1.454.547	1.550.304	1.632.787	1.691.007	1.753.417	1.808.631	1.844.373	1.880.832	1.918.018	1.955.948
Existencias	539.303	521.926	527.066	544.867	553.119	562.489	547.166	563.581	580.488	601.386	623.637	636.110	648.832	661.809	675.045	688.546
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	178.983	191.254	179.556	209.661	244.592	221.193	209.105	216.769	224.508	232.312	240.558	245.369	250.276	255.282	260.387	265.595
Créditos al consumo de actividades financieras	5.634	5.364	5.444	5.698	6.362	6.548	6.548	6.548	6.548	6.548	6.548	6.679	6.813	6.949	7.088	7.230
Activos por impuestos corrientes	38.392	61.705	80.218	77.651	106.940	119.137	119.137	119.137	119.137	119.137	119.137	121.520	123.950	126.429	128.958	131.537
Inversiones financieras corrientes	21.615	18.981	30.643	10.714	12.144	15.718	15.718	15.718	15.718	15.718	15.718	16.032	16.353	16.680	17.014	17.354
Otros activos corrientes	11.097	14.100	15.299	14.112	7.836	7.815	7.815	7.815	7.815	7.815	7.815	7.971	8.131	8.293	8.459	8.628
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	316.842	289.943	350.425	262.037	199.004	154.627	549.058	620.736	678.574	708.091	740.004	774.950	790.018	805.390	821.067	837.058
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	13.875	6.100	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587	3.126.987	3.442.629	3.886.588	4.057.985	4.214.741	4.345.795	4.479.528	4.578.103	4.669.235	4.762.191	4.857.004	4.953.713

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PATRIMONIO NETO	422.489	104.616	147.663	183.636	377.570	313.225	508.204	581.535	636.974	652.366	664.336	686.607	699.909	713.478	727.317	741.433
Capital	3.899	67.934	67.934	65.107	65.107	62.246	62.246	62.246	62.246	62.246	62.246	62.246	62.246	62.247	62.247	62.247
Nº de acciones	-	-	-	-	-	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457	622.457
Prima de emisión	848.533	618.157	618.157	618.157	618.157	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reservas	-565.396	-648.968	-624.624	-659.648	-553.059	87.323	375.340	375.340	375.340	375.340	375.340	382.847	390.503	398.314	406.280	414.405
Acciones propias	-	-	-	-	-	-58.864	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-40.770	-40.770	-40.770	-40.770	-40.770
Otros instrumentos de patrimonio propio	-	-37.066	-53.089	-10.510	22.827	11.647	11.647	11.647	11.647	11.647	11.647	11.880	12.118	12.360	12.607	12.859
Beneficio neto del ejercicio	122.149	98.462	157.884	209.259	329.229	299.221	174.499	228.157	269.824	275.576	280.799	286.415	292.143	297.986	303.946	310.024
Diferencias de conversión (Moneda extranjera)	4.594	86	-13.516	-37.909	-45.836	-93.683	-65.578	-45.905	-32.133	-22.493	-15.745	-16.060	-16.381	-16.709	-17.043	-17.384
Cobertura de flujos de efectivo	-20	167	-647	-820	55	50	50	50	50	50	50	50	50	51	51	51
Otros instrumentos de patrimonio	16.524	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimonio neto de la dominante	430.283	98.772	152.099	183.636	377.616	313.243	508.204	581.535	636.974	652.366	664.336	686.607	699.909	713.478	727.317	741.433
Participaciones no dominantes	-7.794	5.844	-4.436	-	-46	-18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVO NO CORRIENTE	222.804	854.245	769.251	839.465	628.920	993.553	1.037.499	1.076.178	1.116.406	1.158.242	1.201.752	1.225.787	1.250.302	1.275.308	1.300.815	1.326.831
Deuda financiera no corriente	27.994	599.656	553.112	700.672	532.532	920.951	966.999	1.005.678	1.045.906	1.087.742	1.131.252	1.153.877	1.176.954	1.200.493	1.224.503	1.248.993
- Bonos y Obligaciones	-	-	-	-	494.701	495.862	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000	495.000
- Préstamos sindicados y otros préstamos bancarios	-	-	-	700.672	37.831	425.089	471.999	510.678	550.906	592.742	636.252	658.877	681.954	705.493	729.503	753.993
Provisiones	184.433	168.975	100.630	72.570	86.100	51.503	50.500	50.500	50.500	50.500	50.500	51.510	52.540	53.591	54.663	55.756
Otros pasivos financieros no corrientes	-	-	-	8.245	7.539	17.906	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.300	15.606	15.918	16.236	16.561
Pasivos por impuesto diferido	10.377	85.614	115.509	57.978	2.749	3.193	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.100	5.202	5.306	5.412	5.520
PASIVO CORRIENTE	2.608.095	2.350.722	2.487.729	2.347.486	2.120.497	2.135.851	2.340.886	2.400.271	2.461.362	2.535.188	2.613.441	2.665.710	2.719.024	2.773.404	2.828.872	2.885.450
Deuda financiera corriente	540.459	266.146	426.623	212.328	199.912	374.279	381.765	389.400	397.188	405.132	413.234	421.499	429.929	438.528	447.298	456.244
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.726.110	1.780.233	1.758.570	1.786.884	1.693.113	1.518.843	1.725.010	1.776.760	1.830.063	1.895.945	1.966.095	2.005.417	2.045.526	2.086.436	2.128.165	2.170.728
Refinanciación de los créditos al consumo	480	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos por impuestos corrientes	106.820	117.313	118.460	141.837	82.440	92.939	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000	91.800	93.636	95.509	97.419	99.367
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	23.489	6.851	7.208	18.702	8.747	4.111	4.111	4.111	4.111	4.111	4.111	4.193	4.277	4.363	4.450	4.539
Otros pasivos financieros	208.190	178.287	154.687	156.679	136.189	145.679	140.000	140.000	140.000	140.000	140.000	142.800	145.656	148.569	151.541	154.571
Pasivos asociados con AMV	2.547	1.892	22.181	31.056	96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	2.830.899	3.204.967	3.256.980	3.186.951	2.749.417	3.129.404	3.378.384	3.476.450	3.577.768	3.693.430	3.815.192	3.891.496	3.969.326	4.048.713	4.129.687	4.212.281
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587	3.126.987	3.442.629	3.886.588	4.057.985	4.214.741	4.345.795	4.479.528	4.578.103	4.669.235	4.762.191	4.857.004	4.953.713

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

Cuenta de resultados Grupo DIA (miles de euros)	Período analizado						Hipótesis base					Crecimietnto residual				2%	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
1. Ventas	9.588.045	9.728.544	9.707.554	7.945.581	8.010.967	8.925.454	9.057.096	9.389.038	9.724.244	10.062.300	10.419.437	10.627.826	10.840.382	11.057.190	11.278.334	11.503.900	
2. Otros ingresos	84.951	114.953	131.793	94.260	105.250	96.215	98.139	101.083	104.116	107.239	110.457	112.666	114.919	117.217	119.562	121.953	
TOTAL INGRESOS	9.672.996	9.843.497	9.839.347	8.039.841	8.116.217	9.021.669	9.155.235	9.490.122	9.828.360	10.169.540	10.529.894	10.740.492	10.955.301	11.174.407	11.397.896	11.625.854	
3. Consumo de m.p. y otros consumibles	7.621.858	7.752.534	7.754.444	6.312.374	6.350.654	7.018.881	7.143.107	7.357.400	7.578.122	7.850.934	8.141.419	8.304.247	8.470.332	8.639.739	8.812.534	8.988.784	
4. N° medio empleados	45.489	45.285	44.125	45.369	43.244	42.624	42.837	43.265	43.482	43.699	43.918	44.796	45.692	46.606	47.538	48.489	
5. Gastos de personal	796.007	803.687	781.545	628.497	704.940	847.233	813.905	822.044	842.678	863.829	885.511	903.221	921.286	939.711	958.506	977.676	
6. Gastos de explotación	776.408	779.770	708.094	549.847	535.029	644.034	663.355	683.256	703.753	724.866	746.612	761.544	776.775	792.311	808.157	824.320	
A.1) EBITDA AJUSTADO	478.723	507.506	595.264	549.123	525.594	511.521	534.868	627.421	703.807	729.911	756.352	771.479	786.908	802.647	818.700	835.074	
7. Amortización y deterioro	300.321	286.410	276.588	187.450	190.129	225.039	214.946	228.406	242.741	258.011	274.282	279.768	285.363	291.070	296.892	302.830	
8. Resultados procedentes de inmovilizado	40.359	4.295	10.539	7.636	11.558	12.340	12.463	12.588	12.714	12.841	12.969	13.229	13.493	13.763	14.039	14.319	
TOTAL GASTOS	-9.534.953	-9.626.696	-9.531.210	-7.685.804	-7.792.310	-8.747.527	-8.847.777	-9.103.694	-9.380.007	-9.710.481	-10.060.793	-10.262.009	-10.467.249	-10.676.594	-10.890.126	-11.107.929	
A.2) RESULTADOS DE EXPLOTACION (EBIT)	138.043	216.801	308.137	354.037	323.907	274.142	307.458	386.427	448.353	459.059	469.100	478.482	488.052	497.813	507.769	517.925	
9. Ingresos financieros	5.945	8.614	26.211	13.310	16.447	9.265	9.265	9.265	9.265	9.265	9.265	9.450	9.639	9.832	10.029	10.229	
10. Gastos financieros	18.628	44.006	52.052	46.209	57.259	65.291	67.438	69.754	72.155	74.644	77.224	78.769	80.344	81.951	83.590	85.262	
11. Resultado procedente de instrumentos financieros	-	-	-85	-	103	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
12. Resultado de sociedades por el método de la participación	-600	870	1.070	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS A.C. (EBT)	124.760	182.279	283.281	321.138	283.198	218.116	249.285	325.939	385.463	393.680	401.141	409.164	417.347	425.694	434.208	442.892	
13. Impuesto sobre beneficios	-87.207	-83.449	-101.839	-100.811	-74.556	82.610	-74.785	-97.782	-115.639	-118.104	-120.342	-122.749	-125.204	-127.708	-130.262	-132.868	
RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS A.C.	37.553	98.830	181.442	220.327	208.642	300.726	174.499	228.157	269.824	275.576	280.799	286.415	292.143	297.986	303.946	310.024	
Beneficio/Pérdida de las actividades interrumpidas	79.341	-4.456	-35.056	-24.269	120.582	-1.477	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)	116.894	94.374	146.386	196.058	329.224	299.249	174.499	228.157	269.824	275.576	280.799	286.415	292.143	297.986	303.946	310.024	

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

BALANCE MERCADONA, SA (expresados en miles de euros) ACTIVO	Período analizado						Hipótesis Base						Crecimiento residual				2%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
A) ACTIVO NO CORRIENTE	2.523.123	2.562.140	2.973.782	3.236.426	3.452.266	3.575.406	3.819.944	4.073.894	4.346.927	4.638.677	4.929.216	5.225.590	5.330.102	5.436.704	5.545.438	5.656.347	
I. Inmovilizado material	2.371.547	2.372.204	2.557.468	2.727.255	2.912.943	3.106.235	3.314.092	3.529.950	3.762.028	4.010.016	4.256.973	4.508.892	4.599.069	4.691.051	4.784.872	4.880.569	
II. Inmovilizado intangible	64.863	62.518	55.973	63.853	95.289	107.091	114.427	122.046	130.237	138.989	147.705	156.597	159.728	162.923	166.181	169.505	
III. Inversiones en empresas del grupo a largo plazo	30.000	33.200	108.535	133.925	134.265	104.820	117.047	129.745	143.396	157.984	172.511	187.329	191.076	194.898	198.795	202.771	
IV. Inversiones financieras a largo plazo	40.184	67.064	219.242	270.529	271.215	211.737	226.409	241.646	258.028	275.533	292.965	310.748	316.963	323.302	329.768	336.363	
V. Activos por impuesto diferido	16.529	27.154	32.564	40.864	38.554	45.523	47.968	50.508	53.238	56.156	59.061	62.025	63.265	64.531	65.821	67.138	
B) ACTIVO CORRIENTE	2.537.435	3.226.153	3.308.156	3.280.907	3.608.120	4.084.708	4.104.642	4.179.073	4.244.954	4.261.297	4.296.969	4.315.287	4.401.593	4.489.625	4.579.417	4.671.005	
I. Existencias	560.003	558.503	571.769	557.299	612.458	654.578	713.088	739.854	766.515	794.779	823.318	849.142	866.125	883.448	901.117	919.139	
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	75.837	78.470	91.086	107.425	78.260	98.477	96.392	101.747	105.566	109.212	112.983	116.733	119.067	121.449	123.878	126.355	
III. Inversiones financieras a corto plazo	4.817	8.884	42.667	33.178	33.988	74.660	33.032	33.032	33.032	33.032	33.032	33.032	33.693	34.367	35.054	35.755	
IV. Periodificaciones a corto plazo	6.552	4.245	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
V. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.890.226	2.576.051	2.602.634	2.583.005	2.883.414	3.256.993	3.262.129	3.304.440	3.339.841	3.324.275	3.327.636	3.316.380	3.382.707	3.450.362	3.519.369	3.589.756	
TOTAL ACTIVO	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333	7.060.386	7.660.114	7.924.586	8.252.967	8.591.880	8.899.974	9.226.185	9.540.877	9.731.695	9.926.329	10.124.855	10.327.352	
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
A) PATRIMONIO NETO	2.255.241	2.672.886	3.019.232	3.438.110	3.884.206	4.392.263	4.568.628	4.775.056	4.992.495	5.171.809	5.367.985	5.565.013	5.676.313	5.789.839	5.905.636	6.023.749	
A-1) Fondos propios	2.253.934	2.671.118	3.019.232	3.438.110	3.884.206	4.392.263	4.568.628	4.775.056	4.992.495	5.171.809	5.367.985	5.565.013	5.676.313	5.789.839	5.905.636	6.023.749	
I. Capital escriturado	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	
II. Prima de emisión	1.736	1.736	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
III. Reservas	1.845.312	2.186.237	2.494.870	2.906.865	3.325.026	3.764.997	3.917.833	4.076.552	4.247.197	4.429.542	4.611.128	4.796.362	4.892.289	4.990.135	5.089.938	5.191.737	
IV. Acciones en patrimonio propias	-6.968	-6.968	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
V. Resultado del ejercicio	397.933	474.192	508.441	515.324	543.259	611.345	634.874	682.583	729.376	726.347	740.935	752.729	767.170	781.900	796.924	812.248	
A-2) Ajustes por cambios de valor	464	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
I. Activos financieros disponibles para la venta	464	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	843	1.768	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
B) PASIVO NO CORRIENTE	200.874	253.263	223.051	185.801	135.498	106.888	106.888	106.888	106.888	106.888	106.888	106.888	109.026	111.206	113.430	115.699	
I. Provisiones	23.446	13.824	14.723	13.159	17.166	13.174	13.174	13.174	13.174	13.174	13.174	13.174	13.437	13.706	13.980	14.260	
II. Deudas a largo plazo	19.937	18.044	10.503	10.904	11.029	11.029	11.029	11.029	11.029	11.029	11.029	11.029	11.250	11.475	11.704	11.938	
III. Pasivos por impuesto diferido	157.491	221.395	197.825	161.738	107.303	82.685	82.685	82.685	82.685	82.685	82.685	82.685	84.339	86.025	87.746	89.501	
C) PASIVO CORRIENTE	2.604.443	2.862.144	3.039.655	2.893.422	3.040.682	3.160.963	3.249.069	3.371.023	3.492.498	3.621.277	3.751.313	3.868.977	3.946.356	4.025.283	4.105.789	4.187.905	
I. Deudas a corto plazo con entidades de crédito	2.371	2.412	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
II. Acreedores comerciales	1.893.403	2.091.246	2.170.701	1.990.475	2.096.411	2.224.644	2.305.263	2.391.791	2.477.979	2.569.350	2.661.612	2.745.097	2.799.998	2.855.998	2.913.118	2.971.381	
III. Otras cuentas a pagar	708.669	768.486	868.954	902.947	944.271	936.319	943.806	979.232	1.014.519	1.051.927	1.089.701	1.123.880	1.146.358	1.169.285	1.192.671	1.216.524	
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	2.805.317	3.115.407	3.262.706	3.079.223	3.176.180	3.267.851	3.355.957	3.477.911	3.599.386	3.728.165	3.858.201	3.975.865	4.055.382	4.136.490	4.219.219	4.303.604	
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333	7.060.386	7.660.114	7.924.586	8.252.967	8.591.880	8.899.974	9.226.185	9.540.877	9.731.695	9.926.329	10.124.855	10.327.352	

CUENTA DE RESULTADOS MERCADONA, SA
(expresados en miles de euros)

	Período analizado						Hipótesis Base						Crecimiento residual				2%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
1. Importe neto de la cifra de negocios	15.242.859	16.448.101	17.522.881	18.033.983	18.441.861	19.059.157	19.374.299	20.140.261	20.896.225	21.617.876	22.364.448	23.106.621	23.568.753	24.040.128	24.520.931	25.011.349	
2. Aprovisionamientos	-11.411.277	-12.358.854	-13.158.848	-13.603.765	-13.907.913	-14.376.994	-14.530.725	-15.076.135	-15.619.403	-16.195.338	-16.776.894	-17.303.119	-17.649.181	-18.002.165	-18.362.208	-18.729.452	
3. Gastos de personal	-1.876.569	-2.042.672	-2.217.803	-2.273.939	-2.329.392	-2.391.368	-2.421.787	-2.512.689	-2.586.147	-2.675.459	-2.745.535	-2.873.883	-2.931.361	-2.989.988	-3.049.787	-3.110.783	
4. Otros ingresos de explotación	27.287	28.232	29.737	28.467	17.106	18.324	19.339	20.411	21.542	22.296	23.076	23.884	24.362	24.849	25.346	25.853	
5. Otros gastos de explotación	-1.013.107	-1.048.349	-1.137.281	-1.164.262	-1.216.019	-1.171.680	-1.191.054	-1.238.142	-1.295.566	-1.340.308	-1.397.778	-1.451.229	-1.480.254	-1.509.859	-1.540.056	-1.570.857	
A.1) EBITDA AJUSTADO	969.193	1.026.458	1.038.686	1.020.484	1.005.643	1.137.439	1.250.073	1.333.707	1.416.652	1.429.066	1.467.317	1.502.274	1.532.319	1.562.965	1.594.225	1.626.109	
6. Amortización del inmovilizado	-406.328	-380.342	-375.755	-360.902	-330.375	-372.076	-386.959	-402.437	-418.535	-435.276	-452.687	-470.795	-480.211	-489.815	-499.611	-509.603	
7. Subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	369	629	-	727	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
8. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-3.087	-5.974	-6.580	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
A.2) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	560.147	640.771	656.351	660.309	675.268	765.363	863.114	931.269	998.117	993.789	1.014.630	1.031.479	1.052.108	1.073.151	1.094.614	1.116.506	
9. Ingresos financieros	40.593	73.379	88.093	87.551	61.665	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	33.849	
10. Gastos financieros	-23.192	-26.311	-28.347	-30.253	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
11. Deterioro y resultado por enajenaciones de IF	-14.000	-19.102	-5.882	-12	982	11.053	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	
A.3) RESULTADO FINANCIERO	3.401	27.966	53.864	57.286	62.647	44.902	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	43.849	
A.4) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	563.548	668.737	710.215	717.595	737.915	810.265	906.963	975.118	1.041.966	1.037.638	1.058.479	1.075.328	1.095.957	1.117.000	1.138.463	1.160.355	
12. Impuesto sobre beneficios	-165.615	-194.545	-201.774	-202.271	-194.656	-198.920	-272.089	-292.535	-312.590	-311.292	-317.544	-322.598	-328.787	-335.100	-341.539	-348.106	
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)	397.933	474.192	508.441	515.324	543.259	611.345	634.874	682.583	729.376	726.347	740.935	752.729	767.170	781.900	796.924	812.248	

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A. y elaboración propia

Anexo II. Hipótesis base

Para la estimación de las cuentas anuales proyectadas se han supuesto ciertas hipótesis en cuanto a su evolución. En este anexo se muestran todas las claves para entender las proyecciones realizadas.

Grupo DIA:

Hipótesis base del balance:

Anexo II. Tabla 1

Tabla. Estructura y amortización I.M.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Estructura	Amort.
I.M.B.	3.197.398	3.260.943	3.329.734	3.464.631	2.801.437	3.018.396		
- Terrenos	184.017	184.027	185.275	186.735	139.180	146.839	5%	-
- Construcciones	760.945	799.841	864.345	1.271.665	1.101.161	1.200.319	40%	
- Inst. técnicas, maquinaria y otros activos fijos	2.252.436	2.277.075	2.280.114	2.006.231	1.560.646	1.671.238	55%	
Amortización y deterioro del período I.M.	294.732	283.257	276.620	184.996	184.429	217.270		
- Amortización construcciones	37.979	35.723	40.024	46326	51.013	66.646		3%
Coefficiente de amortización	4,99%	4,47%	4,63%	3,64%	4,63%	5,55%		
- Amort. Inst. técnicas, maquinaria y otros	256.753	247.534	236.596	138.670	133.416	150.624		10%
Coefficiente de amortización	11,40%	10,87%	10,38%	6,91%	8,55%	9,01%		
- Bajas y trasposos I.M.	220.041	248.251	200.500	33.119	516.328	101.965		
I.I.B.	85.633	89.733	87.822	102.185	80.124	89.850		
Amortización y deterioro del período	8.462	10.550	7.634	7.102	6.821	9.096		
Coefficiente de amortización	9,88%	11,76%	8,69%	6,95%	8,51%	10,12%		9%
TOTAL AMORTIZACIÓN Y DETERIORO	303.194	293.807	284.254	192.098	191.250	226.366		

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

En la tabla1 se muestra la estructura del inmovilizado bruto así como las amortizaciones y deterioros del Grupo DIA de acuerdo con sus memorias anuales. Los datos recopilados en esta tabla se han utilizado para estimar las inversiones en activos fijos y las amortizaciones correspondientes.

Anexo II. Tabla 2

Proyecciones Activo y Pasivo no corriente	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inversión anual en I.M.	216.959	181.104	191.970	203.488	215.697	228.639
Tasa crecimiento inversión anual en I.M.	7,74%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Inversión anual en I.I.	9.726	10.782	12.076	13.525	15.148	16.966
Tasa crecimiento inversión anual en I.I.	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Deuda financiera no corriente	73%	5%	4%	4%	4%	4%
Deuda financiera corriente	87%	2%	2%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 2 se muestran las estimaciones realizadas de la inversión en activos fijos que serán utilizados como CAPEX en el método de descuento de flujos de caja. También muestra el crecimiento de la deuda financiera proyectado.

Anexo II. Tabla 3

Períodos de pago y cobro (PMM)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ...
Días de rotación existencias	26	25	25	32	32	29	28
Días de cobro deudores	7	7	7	10	11	9	8
Días de pago proveedores	83	84	83	103	97	79	88

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y Elaboración propia

La tabla 3 ha sido utilizada para la estimación de las partidas de existencias, deudores (activo corriente) y proveedores (pasivo corriente).

$$\text{La rotación de existencias: } PMA = \frac{\text{Existencia} \times 365}{\text{Aprovis}}$$

$$\text{El período medio de cobro: } PMC = \frac{\text{Deudores} \times 365}{\text{Ventas}}$$

$$\text{El período medio de pago: } PMP = \frac{\text{Proveedores} \times 365}{\text{Aprovis}}$$

Hipótesis base de la cuenta de resultados:

Anexo II. Tabla 4

Cifra de ventas por país (miles de euros)	2014	2015	Cartera/País
España	4.496.878	5.076.646	56,9%
Portugal	724.680	678.027	7,6%
Argentina	1.096.027	1.532.301	17,2%
Brasil	1.523.741	1.435.627	16,1%
China	169.641	202.853	2,3%
Suiza			0,0%
Totales	8.010.967	8.925.454	100,0%

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

En la tabla 4 se muestra la cifra de negocios del Grupo DIA por segmentos geográficos y el peso de cada uno de ellos para el total de sus negocios. Se ha utilizado para estimar el crecimiento de las ventas de acuerdo con el crecimiento del PIB de cada región o país.

Anexo II. Tabla 5

Crecimiento PIB por país	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
España	1,4%	3,2%	2,5%	2,3%	2,1%	1,8%	1,8%
Portugal	0,9%	1,5%	1,3%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%
Argentina	0,5%	2,1%	0,5%	3,1%	3,0%	2,8%	2,8%
Brasil	0,1%	-3,8%	-3,3%	0,5%	0,8%	1,6%	2,1%
China	7,3%	6,9%	6,7%	6,5%	6,3%	6,2%	6,2%
Factor de crecimiento PIB	1,13%	1,84%	1,23%	2,19%	2,10%	2,00%	2,07%
Crecimiento medio sector	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%
Crecimiento vtas. DIA	2,61%	3,32%	1,47%	3,66%	3,57%	3,48%	3,55%

Fuente: Estimaciones PIB del Banco Mundial y el FMI. y elaboración propia

En la Tabla 5 están recogidas las estimaciones de PIB del Banco Mundial y del FMI para los años 2016-2020. Estos datos se han utilizado para las estimaciones de la cifra de ventas del Grupo DIA de acuerdo con la tabla 4 y la tabla 6 del anexo II. La relación existente entre esas tablas reside en que el crecimiento de las ventas de DIA, S.A. depende por un lado del crecimiento de PIB de la zona de origen de los ingresos y por otro, depende de una constante que ha sido calculada por el crecimiento medio ponderado histórico (2010 – 2015) de las ventas del sector. Esto último queda explicado en la tabla 6 del anexo II

Anexo II. Tabla 6

Tabla. Estimación del crecimiento medio ponderado del sector

Empresa/Fecha (miles de euros)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	Media Geométrica	Cuota de mercado	crecimiento ponderado
MERCADONA, S.A.									
Ingresos por ventas	15.242.859	16.448.101	17.522.881	18.033.983	18.441.861	19.059.157			
Coste de ventas	13.287.846	14.401.526	15.376.651	15.877.704	16.237.305	16.768.362			
Resultado bruto	1.955.013	2.046.575	2.146.230	2.156.279	2.204.556	2.290.795			
Δ Ingresos		1,079	1,065	1,029	1,023	1,033	4,57%	36,18%	1,65%
GRUPO DIA									
Ingresos por ventas	9.588.045	9.779.473	9.707.554	9.844.338	8.010.967	8.925.454			
Coste de ventas	7.621.858	7.752.534	7.754.444	6.312.374	6.350.654	7.018.881			
Resultado bruto	1.966.187	2.026.939	1.953.110	3.531.964	1.660.313	1.906.573			
Δ Ingresos		1,020	0,993	1,014	0,814	1,114	-1,42%	19,29%	-0,27%
CARREFOUR ESPAÑA									
Ingresos por ventas	7.720.527	7.897.178	7.975.010	7.798.140	7.787.621	7.923.210			
Coste de ventas	6.165.815	6.064.445	5.366.363	5.254.279	5.187.178				
Resultado bruto	1.554.712	1.832.733	2.608.647	2.543.861	2.600.443				
Δ Ingresos		1,023	1,010	0,978	0,999	1,017	0,52%	16,27%	0,08%
EROSKI DISTRIBUCION SA									
Ingresos por ventas	6.938.311	6.639.075	6.221.790	5.449.862	5.331.924	5.279.290			
Coste de ventas	5.084.262	4.895.349	4.577.477	4.052.258	3.966.541	3.906.499			
Resultado bruto	1.854.049	1.743.726	1.644.313	1.397.604	1.365.383	1.372.791			
Δ Ingresos		0,957	0,937	0,876	0,978	0,990	-5,32%	12,39%	-0,66%
LIDL SUPERMERCADOS, S.A.									
Ingresos por ventas	3.885.098	4.082.897	4.195.832	4.320.142	4.557.827	4.875.613			
Coste de ventas	2.656.007	2.795.080	2.865.645	2.907.907	3.116.946	3.263.094			
Resultado bruto	1.229.091	1.287.817	1.330.187	1.412.236	1.440.880	1.612.519			
Δ Ingresos		1,051	1,028	1,030	1,055	1,070	4,65%	8,95%	0,42%
GRUPO AUCHAN									
Ingresos por ventas	3.324.272	3.244.382	3.216.411	3.139.226	3.125.054	3.981.040			
Coste de ventas	2.222.162	2.225.156	2.183.694	2.135.019	2.124.697				
Resultado bruto	1.102.110	1.019.226	1.032.717	1.004.207	1.000.357				
Δ Ingresos		0,976	0,991	0,976	0,995	1,274	3,67%	6,92%	0,25%
Tasa promedio de crecimiento sector comercio									1,47%

Fuente: Base de datos Amadeus y elaboración propia

La tabla 6 muestra los ingresos por ventas de las principales empresas competidoras de DIA, S.A. y Mercadona, S.A. en el mercado español. Se ha calculado la media geométrica de los crecimientos de sus ventas y la cuota de mercado que ostentarían si sólo estuviesen estas empresas en todo el sector. Se ha calculado la suma de la media ponderando con a sus respectivas cuotas para estimar un crecimiento endógeno de las ventas del sector Alimentación y bebidas. Esta tasa de crecimiento servirá de base para el crecimiento de la cifra de negocios del Grupo DIA y Mercadona, S.A.

Anexo II. Tabla 7

Resumen de proyecciones. Tasas de crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ...
1. % Crecimiento de ventas	11,4%	1,5%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	2%
2. % Crecimiento de otros ingresos	-8,6%	2,0%	3%	3%	3%	3%	2%
3. % Crecimiento de consumo de m.p.	10,5%	1,8%	3,0%	3,0%	3,6%	3,7%	2%
4. % crecimiento de n° medio empleados	-1,4%	0,5%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	2%
5. Coste por empleado	19,00	19,00	19,00	19,38	19,77	20,16	2%
6. % Crecimiento de gastos de explotación	20,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2%
8. % Crecimiento de resultados procedentes de inmovilizado	6,8%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
10. Coste de la deuda	5,0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
13. Tasa Impositiva	38%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

La tabla 7 es una de las más importantes de todo el trabajo, ya que engloba las estimaciones de crecimiento de las partidas de casi toda la cuenta de resultados del Grupo DIA. Esta tabla es además muy importante porque la mayoría de estas partidas puede

ser utilizada como value driver para el control y gestión del valor de la empresa. A continuación un pequeño resumen de las hipótesis planteadas

- **1. Crecimiento de ventas:** Crecimiento endógeno del sector + PIBpaís x cartera/país.
- **2. Crecimiento de otros ingresos:** Crecimiento estable coherente con ventas.
- **3. Crecimiento aprovisionamientos:** A partir de 2018 los aprovisionamientos crecen más que las ventas como consecuencia de aumentos de precios de materias primas.
- **4. Crecimiento nº medio de empleados:** prácticamente estable de acuerdo con su política de empresa.
- **5. Coste por empleado:** A partir de 2018 crece a ritmo de la inflación del 2%.
- **6. Crecimiento gastos de explotación:** Estable y coherente con ventas.
- **8. Crecimiento de rtdos. procedentes de inmovilizado:** Estable y coherente con ventas.
- **10. Coste la deuda:** Coherente con Kd histórico analizado.
- **13. Tasa impositiva:** Tasa teórica según el Impuesto de Sociedades.

Anexo II. Tabla 8

Márgenes s/ventas. Hipótesis inicial proyectada	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ...
1. Ventas	11,4%	1,5%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	2,0%
2. Otros ingresos s/ventas	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
3. Consumo de m.p. s/ventas	78,6%	78,9%	78,4%	77,9%	78,0%	78,1%	78,1%
4. N° medio empleados	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
6. Gastos de explotación s/ventas	7,2%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
8. Resultados procedentes de inmovilizado s/ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Fuente: Memorias anuales DIA, S.A. y elaboración propia

La Tabla 8 es una simple recreación de la tabla 7 del anexo II y de las relaciones que guardan las partidas de la cuenta de resultados con las cifra de ventas.

Mercadona, S.A.:

Hipótesis base del balance:

Anexo II. Tabla 9

Tabla. Estructura del activo no corriente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016...
I. Inmovilizado material	94%	93%	86%	84%	84%	87%	85%
II. Inmovilizado intangible	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
III. Inversiones en empresas del grupo a largo plazo	1%	1%	4%	4%	4%	3%	5%
IV. Inversiones financieras a largo plazo	2%	3%	7%	8%	8%	6%	6%
V. Activos por impuesto diferido	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A. y elaboración propia

La tabla 9 muestra la estructura del activo no corriente de Mercadona, S. A. Esta estructura será la utilizada para la estimación y proyección de las partidas no corrientes del balance de Mercadona, S.A. hasta 2025

Anexo II Tabla 10

	Dividendos	Reinversión	Primas	Reservas
Reparto del resultado	10%	40%	25%	25%

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A.

La tabla 10 es el reparto del beneficio de la empresa. Esta información ha sido obtenida directamente de su memoria anual. El 40% de reinversión en la empresa ha sido considerado el CAPEX para la estimación de los flujos de caja esperados.

Anexo II. Tabla 11

Tabla. Períodos de pago y cobro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ...
Días de rotación existencias	18	16	16	15	16	17	16
Días de cobro deudores	2	2	2	2	2	2	2
Días de pago proveedores	61	62	60	53	55	56	58
Días de pago otras cuentas a pagar	23	23	24	24	25	24	24

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A. y elaboración propia

Al igual que en el caso de DIA, S.A., la tabla 11 muestra los periodos medios de la empresa para su actividad. La forma de calcularlos ha sido la misma. Han sido utilizados para estimar las partidas corrientes del balance.

Hipótesis base de la cuenta de resultados:

Anexo II. Tabla 12

Tabla 2. Proyecciones de crecimiento de ventas	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento orgánico ponderado MERCADONA (2010-2020)	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
PIB nominal de España (FMI)	2,5%	2,3%	2,1%	1,8%	1,8%	1,67%

Fuente: Estimaciones de PIB FMI y elaboración propia

La tabla 12 se relaciona con las tablas 5 y 6 del anexo II. Se ha utilizado para estimar el crecimiento de la cifra de ventas de Mercadona, S.A.

Anexo II. Tabla 13

Resumen proyecciones. Margen s/ventas	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 ...
1. % crecimiento ventas MERCADONA	3,3%	1,7%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,3%	2%
2. Aprovisionamientos s/ventas	-75,4%	-75,0%	-74,9%	-74,7%	-74,9%	-75,0%	-74,9%	-74,9%
3. Gastos de personal s/ventas	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,4%	-12,4%	-12,3%	-12,4%	-12,4%
4. Otros ingresos de explotación s/ventas	0,10%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
5. Otros gastos de explotación s/ventas	-6,1%	-6,1%	-6,1%	-6,2%	-6,2%	-6,3%	-6,3%	-6,3%
12. Impuesto sobre beneficios	24,5%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A. y elaboración propia

Al igual que la tabla 8, la tabla 13 carece de importancia. La importante es la tabla 14.

Anexo II. Tabla 14

Hipótesis inicial. Tasas de crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 ...
1. % crecimiento ventas MERCADONA	3,35%	1,7%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,3%	2,0%
2. % crecimiento de aprovisionamientos	3,37%	1,1%	3,8%	3,6%	3,7%	3,6%	3,1%	2,0%
3. % crecimiento gastos de personal	2,66%	1,3%	3,8%	2,9%	3,5%	2,6%	4,7%	2,0%
4. % crecimiento otros ingresos de explotación	7,12%	5,5%	5,5%	5,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
5. % crecimiento otros gastos de explotación	-3,65%	1,7%	4,0%	4,6%	3,5%	4,3%	3,8%	2,0%
6. % crecimiento amortización	12,62%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
12. Impuesto sobre beneficios	24,55%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Fuente: Memorias anuales Mercadona, S.A. y elaboración propia

La tabla 14 es la más importante para el caso de Mercadona, S.A., ya que refleja las estimaciones de crecimiento de casi todas las partidas de la cuenta de resultados. El resumen es el siguiente:

- **1. Crecimiento de ventas:** Crecimiento endógeno + PIB España
- **2. Crecimiento aprovisionamientos:** A partir de 2018 los precios de las materias primas suben.
- **3. Crecimiento gastos de personal:** A partir de 2018 se gana productividad en trabajo.
- **4. Crecimiento otros ingresos de explotación:** Llevan un ritmo algo mayor que el de las ventas.
- **5. Crecimiento otros gastos de explotación:** A partir de 2018 suben otros costes de explotación por el aumento de precios esperado.
- **6. Crecimiento amortización:** Coherente con CAPEX
- **12. Tasa impositiva:** Tasa teórica según el Impuesto de Sociedades.

Anexo III. Tablas descuento de flujos de caja

Grupo DIA:

Anexo III. Tabla 1

Tabla. Rentabilidad Mercado y Rf	2011	2012	2013	2014	2015	Media	Volatilidad	$\sigma_{IGBM;DIA}$	Crecimiento residual a partir de 2020 (g)	2%
Nº acciones (free float) x 1000		679.336	651.071	651.071	622.457					
Rentabilidad acciones GRUPO DIA		1,344	1,287	0,876	0,952	9,575%	20,369%	1,104%		
Cotización I.G.B.M. Total	2.276,28	2.390,34	3.099,99	3.386,95	3.312,66	-	-			
Rentabilidad I.G.B.M. Total		5,011%	29,688%	9,257%	-2,193%	9,83425%	11,842%			
		1,050	1,297	1,093	0,978					
Rentabilidad Bono 5 años (Rf) 2016	1,071%									

Fuente: Cotizaciones Bolsa de Madrid y elaboración propia

Anexo III. Tabla 2

Tabla 8. Valoración acciones DIA, S.A.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
β_u (Beta unlevered)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Rf (Renta fija)	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%
Rm - Rf (Prima de mercado)	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%
Ku_1	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
$1/(1+Ku)*(1+Ku)*(1+Ku)$	1,000000	0,910462797	0,828942506	0,754721313	0,687145677	0,625620576	0,56960426	0,5186035	0,4721692	0,4298925	0,3914011
FCF		487.435	315.557	360.382	376.902	386.915	423.560	430.031	436.631	443.365	4.951.740
VAN FCF		443.791	261.579	271.988	258.986	242.062	241.261	223.015	206.164	190.599	1.938.117
Vu = VA[Ku₁; FCF]	4.277.562	4.210.794	4.309.337	4.372.746	4.425.872	4.474.208	4.490.653	4.502.245	4.508.375	4.508.375	
Kd	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
$1/(1+Kd)*(1+Kd)*(1+Kd)$	1,000000	0,9523810	0,9070295	0,8638376	0,8227025	0,7835262	0,7462154	0,7106813	0,6768394	0,6446089	0,6139133
CFd		13.905	23.439	24.140	24.864	25.612	47.879	48.837	49.813	50.810	1.067.002
VAN CFd		13.243	21.260	20.853	20.455	20.068	35.728	34.707	33.716	32.752	655.047
D = VA[Kd; CFd]	887.829	918.315	940.792	963.692	987.013	1.010.752	1.013.410	1.015.244	1.016.193	1.016.193	
D*T*Ku		26.193	27.093	27.756	28.432	29.120	29.820	29.898	29.952	29.980	29.980
VAN D*T*Ku		23.848	22.458	20.948	19.537	18.218	16.986	15.505	14.143	12.888	11.734
VTS (Value Tax Shield) = VA[D*T*Ku₁; Ku₁]	176.265	167.406	156.777	144.439	130.211	113.897	95.278	74.750	52.148	27.296	
VTS + Vu = D + E	4.453.828	4.378.200	4.466.114	4.517.185	4.556.083	4.588.105	4.585.931	4.576.994	4.560.524	4.535.672	
E = VTS + Vu - D	3.565.999	3.459.885	3.525.322	3.553.493	3.569.070	3.577.354	3.572.521	3.561.750	3.544.331	3.519.479	
Precio por acción	5,73 €	5,56 €	5,66 €	5,71 €	5,73 €	5,75 €	5,74 €	5,72 €	5,69 €	5,65 €	

Mercadona, S.A.:

Anexo III. Tabla 3

Tabla 8. Valoración acciones MERCADONA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
β_u (Beta unlevered) = β_e	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Rf (Renta fija)	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%	1,071%
Rm - Rf (Prima de merdado)	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%	8,763%
Ku_1	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
$1/(1+Ku)^*(1+Ku)^*(1+Ku)$	1,000000	0,910463	0,828943	0,754721	0,687146	0,625621	0,569604	0,518603	0,472169	0,429892	0,391401
FCF		830.833	915.952	963.350	964.344	997.900	1.016.626	1.036.958	1.057.697	1.078.851	15.427.730
VAN FCF		756.443	759.271	727.061	662.645	624.307	579.074	537.770	499.412	463.790	6.038.431
Vu = VA[Ku₁; FCF]	11.648.204	11.962.885	12.223.393	12.462.122	12.723.334	12.976.679	13.236.213	13.500.937	13.770.956	14.046.375	
Kd	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
$1/(1+Kd)^*(1+Kd)^*(1+Kd)$	1,000000	0,999990	0,999980	0,999970	0,999960	0,999950	0,999940	0,999930	0,999920	0,999910	0,999900
CFd		0	0	0	0	0	0	0	0	0	7.720
VAN CFd		0	0	0	0	0	0	0	0	0	7.720
D = VA[kd; CFd]	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	7.720	
D*T*Ku		228	228	228	228	228	228	228	228	228	2.544
VAN D*T*Ku		207	189	172	157	142	130	118	108	98	996
VTs (Value Tax Shield) = VA[D*T*Ku₁; Ku₁]	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	2.316	
VTs + Vu = D + E	11.650.520	11.965.201	12.225.709	12.464.438	12.725.650	12.978.995	13.238.529	13.503.253	13.773.272	14.048.691	
E = VTs + Vu - D	11.642.800	11.957.480	12.217.989	12.456.717	12.717.930	12.971.275	13.230.808	13.495.533	13.765.551	14.040.970	
	18,7 €	19,2 €	19,6 €	20,0 €	20,4 €	20,8 €	21,2 €	21,6 €	22,1 €	22,5 €	
Ku₂	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
$1/(1+Ku)^*(1+Ku)^*(1+Ku)$	1,000000	0,894180	0,799559	0,714950	0,639294	0,571644	0,511153	0,457063	0,408697	0,365449	0,326777
FCF		830.833	915.952	963.350	964.344	997.900	1.016.626	1.036.958	1.057.697	1.078.851	15.427.730
VAN FCF		742.915	732.357	688.747	616.499	570.444	519.651	473.955	432.278	394.265	5.041.429
Vu= VA[Ku₂; FCF]	10.212.541	10.590.285	10.927.614	11.257.465	11.625.358	12.003.232	12.407.099	12.838.429	13.300.063	13.795.175	
Ku₃	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
$1/(1+Ku)^*(1+Ku)^*(1+Ku)$	1,000000	0,878470	0,771710	0,677924	0,595536	0,523161	0,459581	0,403728	0,354663	0,311561	0,273697
FCF		830.833	915.952	963.350	964.344	997.900	1.016.626	1.036.958	1.057.697	1.078.851	15.427.730
VAN FCF		729.862	706.849	653.079	574.302	522.062	467.222	418.649	375.127	336.128	4.222.527
Vu = VA[Ku₃; FCF]	9.005.808	9.420.860	9.808.214	10.201.756	10.648.749	11.124.024	11.646.324	12.220.548	12.853.471	13.552.802	
Ku₄	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
$1/(1+Ku)^*(1+Ku)^*(1+Ku)$	1,000000	0,863303	0,745291	0,643412	0,555459	0,479529	0,413979	0,357389	0,308535	0,266359	0,229948
FCF		830.833	915.952	963.350	964.344	997.900	1.016.626	1.036.958	1.057.697	1.078.851	15.427.730
VAN FCF		717.261	682.651	619.831	535.654	478.522	420.861	370.597	326.336	287.362	3.547.579
Vu = VA[Ku₄; FCF]	7.986.654	8.420.447	8.837.810	9.273.861	9.777.963	10.328.330	10.947.119	11.643.555	12.429.527	13.318.798	

Bibliografía

Pablo Fernández (2014), Métodos de valoración de empresas.

Adam Smith, La riqueza de las naciones (1976), Tomo 1. Edit. Viuda e Hijos de Santander.

David Ricardo, ibídem, p.210.

A. Marshall, Principios de economía política. Edit. Nova Cultural.

Pablo Fernández (2001), valoración de empresas. Cómo medir y gestionar el valor, Ediciones Gestión 2000, pp 193-203; 215-234

Pablo Fernández (13 de febrero 2016), WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores

Pablo Fernández (13 de febrero 2016), Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías.

Julián González Pascual (2011), Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones, 4ª edición, Pirámide

Banco de España, Eurosistema, “Nota informativa: Proyecciones macroeconómicas de la economía española 2016-2017”

http://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/Proyecciones_macroeconomicas.html

World Bank Group (June 2016), “global economic prospects. Divergences and risks”. World bank flagship report

<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>

Fondo Monetario internacional (2016), IMF cuts global growth forecasts on Brexit warns of risks to outlook, FMI, (internet)

<http://www.imf.org/es/news/articles/2016/07/18/18/11/na07192016-imf-cuts-global-growth-forecasts-on-brex-it-warns-of-risks-to-outlook>

La Vanguardia (2016), El banco de Portugal rebaja sus previsiones de crecimiento entre 2016 y 2018 (Internet).

<http://www.lavanguardia.com/vida/20160608/402367155636/el-banco-de-portugal-rebaja-sus-previsiones-de-crecimiento-entre-2016-y-2018.html>

Expansión.es (2016), PIB de España (Internet)

<http://www.datosmacro.com/pib>

Bankia, “revisión informe de previsiones del FMI julio 2016” (Pdf)

<http://www.bankia.com/recursos/doc/estudios/20160701/julio/revision-informe-de-previsiones-del-fmi-julio-2016.pdf>

Gobierno de España (2016), “Presentaciones sectoriales Alimentación” (Pdf)

<http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Presentaciones%20sectoriales/Alimentaci%C3%B3n.pdf>

Otras páginas Web y documentos consultados:

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2016/02/estructura-de-la-economia-espanola-por-sectores-economicos-y-empleo.php>

<http://web.iese.edu/pablofernandez/Plantillas/tablas.htm>

<http://www.academiadeinversion.com/valoracion-descuento-de-flujos-de-caja-formula-metodo/>

<http://finanzasenconfianza.com/metodo-de-valoracion-de-descuento-de-flujos-de-caja/>

<http://www.is-lm.com/tag/calculo-del-capex/>

<http://www.fiab.es/es/>

http://www.idepa.es/sites/web/idepaweb/productos/cifras/sectores/Sector_Industrial/alimentacion.jsp?menu=2

<http://www.encyclopediainfinanciera.com/definicion-capex.html>

<http://www.economia48.com/spa/d/valor-de-liquidacion-de-la-empresa/valor-de-liquidacion-de-la-empresa.htm>

http://app.bde.es/rss_www/