

Metodología del descuento de flujos de caja (DCF). Aplicación a una empresa de distribución minorista

SANTI ALCOVER

Profesor de la Universitat Internacional de Catalunya

Resumen

Para calcular el valor de una empresa, uno de los métodos más utilizados es el descuento de flujos de caja (*Discounted Cash Flow* o DCF). Dicho método analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar el precio de las acciones en el presente a partir de la actualización de dichos flujos descontándolos a una tasa media ponderada de los recursos utilizados.

En nuestro caso aplicamos dicha metodología teniendo en cuenta que la valoración de empresas consiste más en aplicar el sentido común a la información de la que se dispone, apoyándose en la racionalidad de la interpretación de los resultados obtenidos que no en la aplicación de una fórmula matemática. Por ello definimos la metodología utilizada, el objetivo perseguido por la valoración, definiendo en profundidad el negocio y el mercado donde opera, así como la información en la que basa la proyección de los flujos de caja y el cálculo de la tasa de descuento. Con esta metodología se puede proporcionar un rango de valoración de la empresa analizada, que en este caso se trata de una empresa de distribución minorista.

Palabras clave

Valoración de Empresas, Flujos de Caja Descontados, Empresas de Distribución Minorista.

1. Introducción

El valor justo de un activo puede definirse como aquel que se llega mediante el acuerdo entre comprador y vendedor con la información necesaria para que sus decisiones puedan considerarse tomadas libremente.

Con independencia de lo que pueda decir cualquier valoración teórica, en la práctica un negocio o un activo sólo vale lo que un comprador está dispuesto a pagar por él.

Diferentes categorías de compradores (por ejemplo, compradores estratégicos/corporativos frente a compradores financieros) pueden estar dispuestos a pagar distintos precios.

Una valoración no debería considerarse un ejercicio mecánico. Antes de iniciar el ejercicio, es importante conocer la finalidad para la que se utilizará dicha valoración.

La bondad de una valoración está en función de la información en la que se basa. Es por ello que debería conocerse en profundidad el negocio que se quiere valorar y los mercados en los que opera. La calidad de las proyecciones es la base para una buena valoración a partir del descuento de flujos de caja.

Antes de realizar cualquier consideración acerca de la valoración, además del análisis del perfil de flujo de caja y de los beneficios de una empresa, es importante llevar a cabo un análisis financiero exhaustivo de la empresa o del negocio que se va a valorar.

En la práctica encontramos diferentes métodos de valoración de empresas que podemos clasificar en función de si consideran el presente o el futuro del negocio, a ambos a la vez. Enmarcado en los métodos simples que consideran el futuro del negocio, encontramos el Descuento de flujo de caja libre, basado en los flujos de caja operativos, sin tener en cuenta su financiación, ni los impuestos. Pretende medir la tesorería disponible en la empresa con posterioridad a la reinversión en activos tanto fijos como de capital circulante, así como las necesidades operativas de fondos.

Para su correcta aplicación deberemos llevar a cabo un análisis histórico de la empresa y el sector, realizar una predicción de supuestos y escenarios futuros, así como una estimación de la tasa de actualización, para poder finalmente actualizar los flujos e interpretar los resultados.

2. Descuento de flujos de caja

2.1. Visión general

El flujo de caja descontado es una técnica de valoración que valora la compañía como la suma de los valores presentes de sus *cash flows* libres previstos descontados a una tasa de descuento (WACC).

$$V.A.N. = CF_1 / (1+WACC)^1 + CF_2 / (1+WACC)^2 + \dots + (CF_n + V_{rn}) / (1+WACC)^n \quad [1]$$

De dicha expresión podemos determinar las dos variables clave en la valoración de empresas a partir del método del DCF.

- Flujo de Caja Libre
- Tasa de Descuento

1ª La determinación del flujo de caja libre: EBIT una vez gravados los impuestos más depreciaciones y amortizaciones, impuestos diferidos y otros gastos que no son en efectivo menos inversiones en capital fijo, cambios en el capital circulante y otros cambios en los activos netos.

Tenemos que distinguir:

- Flujos de caja libre que no tienen en cuenta la estructura de capital antes de los costes financieros, durante un período de tiempo previsto (normalmente, entre 5 y 10 años), que se realizará a partir del siguiente cálculo:

$$BAIDI + \text{Amort} - \text{Inv AF y NCT} = \text{FCF} \quad [2]. \text{ y}$$

- Valor terminal al final del período previsto (año 5 o 10), considerando este como el valor proyectado de la compañía al final del período para el que se ha realizado la previsión. Se pueden obtener los valores terminales suponiendo que el negocio se vende por un múltiplo (normalmente, de EBIT o EBITDA) al final del período para el que se ha realizado la previsión. Como alternativa, se pueden calcular los valores terminales sobre la base del valor de «perpetuidad» en curso de los flujos de caja de la compañía más

allá del período para el que se ha realizado la previsión. El valor terminal suele representar una proporción elevada del valor del negocio. Es preciso descontar el valor terminal del valor presente.

- 2ª La tasa de descuento es la tasa anualizada de rentabilidad exigida por un inversor para el nivel de riesgo asociado con cualquier inversión. El nivel mínimo de la tasa de descuento debería reflejar el coste de oportunidad de una inversión con el mismo riesgo. Dicha tasa se basa generalmente en el coste de capital medio ponderado de compañías en negocios similares para reflejar el nivel de riesgo relativo (la variabilidad) de los flujos de caja del proyecto.

La calcularemos a partir de la siguiente expresión:

$$WACC = K_e * FP / (FP+D) + K_d * D / (FP+D) * (1-t) \quad [3]$$

2.2. Pasos en el cálculo de un flujo de caja descontado

Paso 1:

Proyecciones de los resultados de explotación y los flujos de caja libres de la empresa con el plazo suficiente para que se pueda alcanzar un nivel maduro o normalizado de flujos de caja antes de obtener un valor terminal. En el caso de los negocios cíclicos, debería terminar el período para el que se realiza la previsión en un punto medio del ciclo. Además, si la compañía para la cual realiza las previsiones espera tener una ventaja competitiva, el período establecido por usted debería ser lo suficientemente prolongado para capturar el período completo de la ventaja competitiva.

Paso 2:

Valores terminales: calcular la tasa de crecimiento de perpetuidad y los múltiplos de salida del negocio al final del período para el que se realiza la previsión, suponiendo un nivel de flujos de caja normalizado.

Paso 3:

Tasa de descuento: utilizar el coste medio de capital ponderado para determinar el rango de tasa de descuento apropiado. Principalmente, los flujos de caja nominales no apalancados deberían descontarse con arreglo a una tasa nominal y los flujos reales, en función de la tasa real.

Paso 4:

Valor presente: determinar un rango de valores para la empresa descontando los valores terminales y los flujos de caja libres proyectados de los presentes.

Paso 5:

Ajustes: ajustar en su valoración todos los activos y los pasivos, por ejemplo, pasivos y activos no fundamentales, no contabilizados en las proyecciones de flujo de caja.

2.3. Flujo de caja libre

Las proyecciones de flujo de caja descontado deberían basarse en:

- El historial de rentabilidad
- Proyecciones de la compañía o del equipo de gestión
- Cálculos de los analistas de investigación en renta variable
- Datos del sector
- Datos macroeconómicos (por ejemplo, las previsiones de la tasa de crecimiento y de la inflación a largo plazo)
- El sentido común

La determinación del flujo de caja libre se realizará a partir del siguiente cálculo:

Ventas
- Coste de la venta
= Margen bruto
- Gastos operativos
- Amortización
= B^º antes de intereses e impuestos
- Impuestos
= B^º antes de intereses después de impuestos
+ Amortizaciones
= Flujo de caja operativo
- Variación de las necesidades de capital trabajo
- Inversiones en activo fijo
= Flujo de caja libre

A la hora de prever flujos de caja futuros, debería tener en cuenta la sensibilidad de los conjuntos de flujos de caja durante el período para el que se realiza la previsión. El método tradicional de descuento de flujos de caja supone que los flujos de caja se producen al final de cada período anual. En ocasiones, puede ser más preciso prever los flujos de caja suponiendo que se producen regularmente a lo largo de los años. Un método para reflejar esta suposición consiste en descontar flujos de caja cada medio año.

El análisis del flujo de caja descontado constituye un intento de obtener los resultados operativos puros de una compañía, libres de elementos extraordinarios, operaciones descontadas, gastos puntuales, etc. También es sumamente importante fijarse en el historial de rentabilidad de una compañía o un negocio (márgenes, crecimiento) para entender qué relación guardan los flujos de caja futuros con el rendimiento pasado.

El flujo de caja descontado de una compañía representa la rentabilidad disponible para las dos fuentes de su capital (poseedores de títulos de deuda e inversores en renta variable). Como resultado de ello, se proyectan flujos de caja libres sobre una base que no tenga en cuenta la estructura de capital, antes de restar los gastos de intereses. En otras palabras, el flujo de caja libre refleja el efectivo generado por los activos de un negocio sin tener en cuenta cuestiones como el modo de financiación de dichos activos.

2.4. Valor terminal

Dado que el análisis del flujo de caja descontado se basa en un período de previsión limitado, debe utilizarse un valor terminal para capturar el valor de la compañía al final del período. El valor terminal se suma al flujo de caja del último año de las proyecciones y se resta del presente junto con todos los demás flujos de activos.

El valor terminal puede calcularse utilizando dos métodos: el valor de perpetuidad o el múltiplo de salida.

La mayoría de los modelos incorporarán ambos enfoques de valoración y, a menudo, incluirán sensibilidades que muestran valores aplicando distintas tasas de descuento, tasas de crecimiento y múltiplos terminales lo que nos acaba definiendo un rango razonable que varía según la compañía, el sector, la situación económica, etc. Resulta útil calcular los múltiplos de EBIT y EBITDA implicados por un valor terminal de crecimiento perpetuo y viceversa, como prueba de lo que es razonable.

El valor terminal representa el valor presente en el año final de la proyección de los flujos de caja libres de la compañía tras el último año proyectado.

En el caso que consideremos un crecimiento perpetuo y que se utilice la perpetuidad estaremos suponiendo que el crecimiento del negocio continuará y que el nuevo capital necesario generará una rentabilidad superior a su coste. La fórmula de un crecimiento perpetuo es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Crecimiento perpetuo} &= \text{Flujo de caja libre año } N \times (1+g) / \text{WACC} - g \text{ [4]} \\ \text{Sin crecimiento perpetuo} &= \text{EBIT descontados los impuestos del año } N / \\ &\quad \text{WACC [5]} \end{aligned}$$

La tasa de crecimiento nominal suele ser el componente de la tasa de inflación del descuento más un crecimiento real esperado (o menos una deflación) en el negocio.

Un rango razonable de inflación para el crecimiento perpetuo es del 1-3% más cualquier cambio real. Como ejemplo, si la inflación es del 2%, y se supone un crecimiento perpetuo del 3%, eso implica una tasa aproximada del 1% de crecimiento real de los flujos de caja.

Es importante ajustar los flujos de caja nominales con las tasas de descuento nominal.

2.4.1. FLUJO DE CAJA LIBRE NORMALIZADO

Las proyecciones de flujo de caja deberían realizarse año por año hasta alcanzar un nivel maduro y constante. Así, el último año N el flujo de caja libre debería representar un nivel «normalizado». Si el último año de las proyecciones no representa un estado constante de cara al futuro, debería ajustarse el año N para que reflejara niveles normalizados a perpetuidad. Ello es particularmente relevante, por ejemplo, en el caso de un sector con crecimiento cíclico o variable. Este importe normalizado se utiliza en el numerador de la fórmula anterior [4], [5].

Para normalizar el flujo de caja libre del año N (si todavía no alcanza dicho nivel) debe presentarse la relación entre ingresos, EBIT y gasto de capital que se espera a perpetuidad. Eso puede conllevar el ajuste de la relación entre la inversión en capital fijo y la depreciación o el ratio entre capital circulante neto y ventas. Por ejemplo, no suele ser realista creer que la depreciación será mayor que la inversión en capital fijo a perpetuidad, toda vez que se necesita inversión en capital fijo para generar depreciación.

2.4.2. MÚLTIPLO DE SALIDA

Este enfoque utiliza la suposición subyacente de que el negocio se valorará sobre una base de múltiplos de mercado al final del año N. Suele determinarse un valor como un múltiplo de EBIT o EBITDA. (En el caso de los negocios cíclicos, se utiliza un EBIT o un EBITDA medio a lo largo de un ciclo más que el importe del año N).

Al seleccionar un múltiplo, debería utilizarse un nivel normalizado. En otras palabras, debería aplicarse un múltiplo del sector que estuviera ajustado para tener en cuenta las variaciones cíclicas, en lugar de aplicarse un múltiplo actual que puede estar distorsionado por el ciclo del sector o por el ciclo económico. Normalmente, los múltiplos deberían estar basados en un análisis de transacciones y/o compañías comparables.

2.5. Análisis de la sensibilidad

Una vez establecida una base, siempre debería comprobarse un análisis de flujo de caja descontado dadas diferentes situaciones de sensibilidad. Dicha comprobación incluye el examen del efecto incremental de distintos cambios en las suposiciones (menor crecimiento de los ingresos, mayores necesidades de capital, etc.) sobre el valor del flujo de caja descontado y varias estadísticas pro forma. Se puede comprobar la sensibilidad utilizando tanto un enfoque estático (con una sola variable) como dinámico (con múltiples variables).

Algunas preguntas que su modelo debería ser capaz de responder de una forma sencilla son:

- ¿Qué pasaría si el crecimiento de las ventas fuera un 1% mayor de lo proyectado? ¿Y si fuera un 5% inferior?
- ¿Qué sucedería si la competencia recortara el margen de explotación dos puntos porcentuales?
- ¿Qué pasaría si las necesidades de capital fueran más altas o más bajas?
- ¿Qué sucedería si las ventas crecieran más rápido o más despacio y los márgenes cambiaran?
- ¿Cómo cambia el valor según distintas suposiciones en cuanto a las tasas de descuento o las tasas de crecimiento perpetuo?

Deberían utilizarse la razón y el sentido común al elaborar casos de sensibilidad razonables y útiles. Y debería adjuntar los resultados de dichos

casos a su análisis del flujo de caja descontado utilizando un formato claro y conciso.

2.6. Coste del capital medio ponderado

La tasa de descuento es una función del riesgo inherente en cualquier negocio y sector, el grado de incertidumbre relativa a los flujos de caja proyectados y la estructura de capital tomada como suposición. Cuanta mayor sea la incertidumbre sobre el flujo de caja proyectado, mayor será la tasa de descuento apropiada y menor el valor actual de los flujos de caja.

El coste de capital medio ponderado parte de la hipótesis de que los inversores de los mercados de capital (tanto deuda como renta variable) de cualquier sector exigen unos rendimientos acordes con el grado de riesgo percibido de su inversión.

La ecuación de la media ponderada del coste después de impuestos de la deuda de una compañía y el coste de sus fondos propios es la siguiente:

$$WACC = D/E \times K_d (1-t) + E/TC \times [R_f + (\beta \times (R_m - R_f))] \quad [6]$$

D = Valor de mercado de la deuda (se puede utilizar el valor contable si no está disponible el de mercado)

E = Valor de mercado de los fondos propios

TC = Valor de mercado de la deuda más valor de mercado de los fondos propios.

K_d = Coste de mercado de la deuda

R_f = Tasa de rentabilidad sin riesgo (por ejemplo deuda pública a 10 años – el plazo depende del período de previsión del flujo de caja descontado)

R_m = Tasa de rentabilidad de una cartera de valores

β = Beta de las acciones de la compañía (teniendo en cuenta la estructura de capital a largo plazo esperada)

t = Tipo impositivo marginal de la compañía

$(R_m - R_f)$ = Prima de riesgo del mercado

La deuda suele ser más barata que la renta variable por ello es preferible para la estructura de capital óptima de una compañía incluir los niveles de deuda apropiados.

2.6.1. COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS

2.6.1.1. Riesgo de renta variable

Los inversores en acciones de una compañía exigen una tasa de rentabilidad apropiada al riesgo que soportan al poseer dichos títulos. Ese coste refleja la incertidumbre de los flujos de caja asociados con la acción, principalmente la combinación de sus dividendos y los beneficios del capital.

El riesgo de una acción determinada para un inversor está compuesto por riesgo diversificable y no diversificable. El diversificable es el riesgo que un inversor puede evitar si posee la acción en cuestión dentro de una cartera junto con otras acciones. El efecto de la diversificación consiste en que los riesgos diversificables de distintas acciones pueden compensarse entre sí. El riesgo que queda después de que el resto se haya diversificado es el riesgo no diversificable o sistemático.

Los inversores no pueden evitar el riesgo sistemático. Los inversores exigen una rentabilidad a cambio de dicho riesgo ya que no pueden evitarlo mediante la diversificación.

El método más habitual de cálculo del coste de los fondos propios es la utilización del Modelo de Valoración de Activos de Capital. Dicho modelo se define como:

$$\text{Coste de los fondos propios} = R_f + (\beta \times (R_m - R_f)) [7]$$

Así, los inversores exigen una rentabilidad a cambio del riesgo sistemático asociado con una acción (medida por su variabilidad en comparación con el mercado) superior a la rentabilidad exigida a una inversión sin riesgo. La Beta mide la correlación entre la volatilidad de una acción concreta y la volatilidad del conjunto del mercado.

La Beta es una medición estadística de la variabilidad del precio de la acción de una compañía en relación con el conjunto del mercado bursátil. Beta se calcula restando el cambio porcentual en una acción o una cartera del cambio porcentual en el mercado (normalmente, definido por un índice). Así, un beta de uno (1) implica que una acción se mueve exactamente como el mercado. Si se aplica un beta de uno (1) al Modelo de Valoración de Activos de Capital se obtiene una prima por encima de la tasa sin riesgo igual a la prima media de la renta variable. Un beta más elevado (inferior) da como resultado una rentabilidad exigida superior (inferior). La mayoría de los betas se sitúan entre 0,1 y 2,0, aunque también es posible que sean números negativos o más altos.

La prima de riesgo tiene dos componentes: la prima de riesgo inheren-

te a los activos del negocio y el riesgo asociado al apalancamiento aplicado a esos activos. El riesgo del negocio, el riesgo sistemático de los flujos de caja que no tiene en cuenta cómo se financia el negocio, refleja, entre otras cosas, el apalancamiento operativo del negocio (costes fijos frente a variables).

Coste de los fondos propios = $R_f + (\text{Prima de riesgo del negocio} + \text{Prima de riesgo financiero}) / (\beta \times \text{prima de riesgo del mercado})$ [8]

2.6.1.2. Apalancamiento y desapalancamiento de beta

Un beta observada (que incluya los efectos del apalancamiento) debe desapalancarse para obtener un beta del activo o beta desapalancado. Ello elimina el efecto de la estructura de capital en una empresa. Este número desapalancado puede ser apalancado de nuevo para reflejar un nivel de deuda esperado u objetivo. Y esta beta apalancada de nuevo se utiliza en la fórmula del Modelo de Valoración de Activos de Capital.

Los empréstitos crean apalancamiento financiero que impulsa el beta de los fondos propios o las acciones ordinarias de las compañías por encima del beta de sus activos. Por ello, debemos desapalancar el beta.

$$\beta_a = \beta_e / [1 + (1-t) \times D/E \text{ (objetivo)}] \text{ [9]}$$

β_a = La beta del activo o desapalancado del negocio

β_e = La beta de los fondos propios o apalancado (que refleja el riesgo del negocio y sistemático observado en los movimientos del precio de la acción)

D = Valor de mercado de la deuda (suele indicarse el valor contable como valor aproximado)

t = Tipo impositivo marginal

A continuación, apalancamos de nuevo el beta utilizando una estructura de capital óptima tal como lo definen los parámetros del sector o las expectativas del equipo de gestión.

$$\beta_e = \beta_a \times [1 + (1 - t) \times D/E \text{ (objetivo)}] \text{ [10]}$$

2.6.1.3. Cálculo de la β basado en datos histórico

El hecho de utilizar el historial de resultados de la renta variable para obtener una prima de riesgo parte de la hipótesis de que las rentabilidades pasadas del mercado constituyen la mejor indicación de la prima que los

inversores exigirán por encima de la tasa sin riesgo para las inversiones futuras.

Al calcular una media aritmética o geométrica de las primas de riesgo pasadas, este método suele considerarse objetivo ya que sus resultados son fácilmente observables. Sin embargo, la elección del horizonte de tiempo del historial es bastante subjetiva ya que resulta difícil saber qué período pasado ofrece el mejor cálculo para las primas futuras.

Al buscar la prima sobre la tasa sin riesgo para una inversión a largo plazo, suele utilizarse un largo plazo (por ejemplo, Bonos u Obligaciones del Estado a 10 años) como valor aproximado para la tasa sin riesgo. Dichos bonos tienen en cuenta las expectativas de inflación, son menos volátiles y están menos sujetos a los movimientos del mercado bursátil que las letras a corto plazo, y su compraventa es activa.

2.6.1.4. Cálculo de la β basado en datos previstos

En lugar de suponer que los mercados de renta variable de ayer se parecerán a los de mañana, se puede calcular la prima del mercado prevista haciendo un esfuerzo por contabilizar los cambios estructurales en los mercados de renta variable. El objetivo de calcular dicha prima es modificar o sustituir los datos históricos para tener en cuenta el conocimiento actual y las expectativas futuras.

Para obtener un dato de cara al futuro, se resta una tasa sin riesgo prevista a una rentabilidad del mercado prevista. Las tasas sin riesgo actuales suelen considerarse un indicador de las tasas sin riesgo futuras, ya que la curva de rentabilidad de valores del Tesoro influye en dichas expectativas. Además, esas tasas a largo plazo pueden bloquearse hoy y realizarse más adelante. Igual que sucede con el historial de las primas, suele utilizarse el largo plazo (papel del Estado a 10 años) como valor más aproximado para la tasa sin riesgo.

Realizar una previsión de la rentabilidad del mercado es algo mucho más subjetivo. Normalmente, se aplica al mercado bursátil un enfoque de valoración de renta fija. Así, se puede obtener la tasa de descuento que equipara el precio de mercado actual con las proyecciones de los analistas en cuanto al crecimiento de los dividendos y los repartos a perpetuidad. Esa tasa de descuento es la rentabilidad esperada del mercado.

3. Caso práctico

3.1. *El sector de la distribución alimentaria en España*

3.1.1. CARACTERÍSTICAS GENERALES

La principal característica del entorno competitivo en el sector de la distribución española es la regionalización. El nivel de concentración del sector de distribución alimentaria en España es muy inferior al de otros mercados europeos, donde el más del 75% de la superficie de venta del mercado se concentra en muy pocas empresas. Sin embargo, junto a las grandes multinacionales del sector, encontramos líderes regionales, con una fuerte presencia local y niveles de rentabilidad aceptables, gracias a cuotas de mercado relativamente protegidas.

A pesar de las operaciones corporativas realizadas en los últimos años, el sector de distribución alimentaria en España, especialmente en el formato de proximidad, se encuentra en plena fase de consolidación, y existe aún un universo fragmentado de operadores regionales o locales. De hecho, los cinco primeros grupos de distribución del formato de supermercados alcanzan una cuota de mercado conjunta en torno al 40%, muy inferior al nivel de concentración de otros formatos como hipermercados, en el cual los tres primeros grupos representan un 78% y en el segmento de descuento en el que sólo los tres primeros suman el 96%.

Este proceso de consolidación, donde Supermercados XX, S.A. es uno de los operadores más activos, se ha visto estimulado por un aumento significativo de la intensidad de capital (inversión por metro cuadrado) motivado por la escasez de suelo, especialmente en ubicaciones urbanas con precios más elevados, una mayor sofisticación de las tiendas (sistemas informáticos más complejos, cadena de frío y todas las mejoras derivadas de la cadena de suministro a tiendas) y el aumento de la competencia.

En la actualidad, se puede afirmar que en el sector de distribución alimentaria en España todavía conviven tanto formatos tradicionales como modernos. Entre los canales tradicionales se encuentran las tiendas convencionales y los autoservicios, que han visto disminuir de forma progresiva su cuota de mercado en favor de los canales modernos, especialmente el supermercado de proximidad. Entre los canales modernos hay que destacar:

- **Hipermercados:** Establecimientos con una superficie que oscila entre los 4.000 m² y los 10.000 m², y que requieren una mayor inversión en su puesta en marcha que los demás formatos. Incluyen un

mayor surtido, especialmente en secciones de no alimentación (bazar, textil, electrodomésticos, automóvil, bricolaje, etc). Además, por su tamaño y servicios, pueden atraer a clientes más allá de su zona de influencia directa.

- **Supermercados:** Su superficie varía desde los 400 m² a los 4.000 m², con una amplitud y profundidad de surtido creciente en proporción a su tamaño. Los supermercados siguen concentrando la mayor cuota de mercado (un 45% de la superficie de venta total) y los mayores niveles de crecimiento gracias a la creciente profesionalización de los equipos directivos, el uso de herramientas de gestión más sofisticadas, las mejoras sustanciales en la cadena del valor, la competitividad en precio y una amplia oferta de productos, que han producido un desarrollo notable de la oferta comercial del formato supermercado en España. Esta categoría es muy heterogénea en términos de tamaño y surtido, comprendiendo desde los supermercados pequeños (hasta 700 m²) que atraen fundamentalmente a clientes de su zona de influencia, hasta los establecimientos que compiten en clientela, ubicaciones y surtido con los hipermercados.
- **Tiendas de descuento:** Con una superficie de tamaño medio y pequeño, basan su argumento de venta en unos precios bajos apoyados en unos servicios mínimos, un surtido reducido y elevada presencia de marcas propias o de segunda línea. Este formato ha tenido crecimientos significativos en los últimos años y se encuentra muy concentrado en pocos jugadores.

3.1.2. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR

La situación del sector de distribución alimentaria en España ha cambiado radicalmente en los últimos siete años a raíz de la transformación de la oferta y servicios del formato de proximidad, así como cambios en la legislación del comercio minorista.

A mediados de los noventa, la Ley de Ordenación del Comercio Minorista prohibió la «venta a pérdidas». Hasta la aparición de esta ley, una proporción muy significativa de las ventas de los hipermercados provenía de productos de alto consumo, vendidos con margen bruto negativo.

Estos productos se concentraban en una pequeña parte del surtido (whiskys, detergentes, colas) que representaba una proporción muy significativa de las ventas totales. La venta a pérdidas era una estrategia clave de los hipermercados, que permitía generar un enorme tráfico en las tiendas,

incluyendo muchos pequeños operadores atraídos por unos precios inalcanzables para ellos.

Además, acentuó si cabe aún más, las diferencias entre supermercados e hipermercados, al distorsionar el balance tradicional entre proximidad (conveniencia) y surtido (elección).

La nueva legislación tuvo consecuencias visibles en el sector:

- **A corto plazo**, provocó una fuerte caída de los volúmenes de venta de los hipermercados (5% – 6% en productos de gran consumo y hasta el 30% en algunas categorías) y por otro lado un aumento de los márgenes brutos (entre 1-2%). En cualquier caso, el número de clientes bajó significativamente en este formato, que ha ido perdiendo progresivamente cuota de mercado a lo largo de los últimos siete años.
- **A largo plazo**, se ha producido un cambio estructural en el sector, ya que permitió al formato de proximidad recuperar su atractivo y volver a competir con los hipermercados. Como consecuencia, el sector de hipermercados en España ha dejado de ser un formato de crecimiento entrando en un período de estancamiento. Los límites a las nuevas aperturas de hipermercados y el aumento de la competencia han provocado una ralentización del crecimiento, además de una bajada significativa de las ventas por metro cuadrado. Desde entonces, la pérdida de cuota se ha situado cerca de un 4%. El crecimiento de la sala de ventas en el formato de hipermercados se ha ralentizado desde niveles del 15% a principios de los noventa, hasta niveles de crecimiento del 2-3% en los últimos años. En el cuadro siguiente, se aprecia como la ralentización del crecimiento de los hipermercados ha sido aprovechada por el formato supermercado, que a lo largo de los últimos seis años ha mantenido tasas de crecimiento del espacio de ventas de entre el 7-9%, tasa que se espera se mantenga en los próximos años. Dentro de este entorno regulador, cada uno de los distintos formatos ha seguido diferentes estrategias con el objetivo de maximizar el valor del negocio:

3.1.3. ENTORNO LEGAL

El entorno legal del sector de distribución alimentaria presenta en la actualidad una clara dicotomía entre la Administración Central y las Comunidades Autónomas. Por una parte, la Administración Central está intentan-

do potenciar una cierta liberalización del sector, especialmente en lo referido a horarios comerciales, aunque su implementación final ha de llevarse a cabo por las distintas Comunidades Autónomas. Por otro lado, las Comunidades Autónomas entienden que el actual marco normativo de 1996 y que permite unos horarios de apertura de noventa horas semanales es suficiente.

En lo que se refiere a nuevas aperturas, la Ley de Ordenación del Comercio Minorista establece la necesidad de una segunda licencia (aplicada hasta ahora al concepto de gran establecimiento: aquellos con una superficie de venta superior a los 2.500 m²), que la concede Comunidad Autónoma en virtud de razones de equipamiento y ordenación urbanística comercial.

La mayoría de las Comunidades Autónomas están aplicando políticas intervencionistas, reduciendo la superficie sobre la base de considerar al establecimiento como «gran superficie», y empleando instrumentos restringidos de ordenación de política territorial. Por lo general, cualquier endurecimiento de la legislación sobre aperturas, aceleraría el proceso de consolidación en el sector y beneficiará a los operadores como Supermercados que ya cuentan con masa crítica en las zonas más importantes como la Comunidad de Madrid y Cataluña.

Por último, aunque podrían esperarse pequeños cambios en lo referente a plazos de pago a los proveedores (mayor exigibilidad en el cumplimiento de los mismos) no se prevé un cambio significativo en el «status quo» existente en el sector.

3.2. Supermercados XX, S.A.

3.2.1. LA COMPAÑÍA

Supermercados XX, S.A. es una de las compañías líderes en el sector de distribución alimentaria en España habiéndose consolidado como una de las compañías de referencia del formato supermercado dentro de dicho sector.

A lo largo de sus más de cuarenta años de trayectoria, Supermercados XX, S.A. se ha consolidado como uno de los operadores de referencia en el formato supermercado y ha sido pionero en ampliar la gama de servicios de la distribución alimentaria en España.

Desde sus orígenes, la expansión ha estado basada en una combinación de crecimiento orgánico (en torno al 45% de la sala total de ventas) y externo (alrededor del 55%).

En lo que respecta al crecimiento orgánico, la Compañía ha implemen-

tado una política muy activa de búsqueda de buenas ubicaciones con una dimensión mínima de 700 m² y en zonas geográficas de interés donde Supermercados XX, S.A. cuenta con masa crítica.

En su estrategia de crecimiento vía adquisiciones intensificada desde los últimos diez años, la Compañía habrá incorporado a través de más de 30 adquisiciones un total superior a 370 establecimientos, equivalentes a 370.000 m² de superficie de ventas.

Un atractivo plan de negocio

La evolución de la Compañía en los próximos cinco años será una continuación del modelo de crecimiento desarrollado por Supermercados XX, S.A. hasta la fecha, basado tanto en posibles adquisiciones estratégicas como en aperturas de nuevos establecimientos. En el plan de negocio facilitado en este documento sólo se han cuantificado las aperturas de establecimientos, es decir, sólo el crecimiento orgánico esperado de Supermercados XX, S.A. para los próximos cinco años.

El plan de negocio consolidado para los próximos cinco años estima que las ventas y el EBITDA crecerán a un 8,6% y 8,9% respectivamente. La actividad de distribución representa en torno a un 95% de la cifra de negocios y aporta un 97% del EBITDA consolidado, si bien dicha actividad se beneficia del volumen de negocio inducido por los descuentos ofrecidos por la actividad de estaciones de servicio a sus consumidores en forma de descuentos en la compra en supermercados, lo cual repercute negativamente en los niveles de rentabilidad de las gasolineras.

Las cifras de Supermercados XX, S.A. para los próximos cinco años en la actividad de la distribución están basadas únicamente en un crecimiento orgánico que supondrá más de 200 aperturas de tiendas durante el período contemplado por lo que se espera que la cifra de negocios y el EBITDA crezcan a una tasa anual de crecimiento compuesto de 8.2% y 8.6% respectivamente. Las hipótesis de crecimiento de venta comparable y los niveles de rentabilidad estimados son conservadores y consistentes con el crecimiento histórico de Supermercados XX, S.A.

Los accionistas de Supermercados XX, S.A. están actualmente analizando una ampliación de capital que les permita continuar con su proyecto de crecimiento para consolidarse como el mejor operador nacional de supermercados, manteniendo a su vez una saludable posición financiera. Consecuentemente, los accionistas están considerando abrir el capital a un inversor financiero interesado en tomar una participación minoritaria en la Compañía que le permita formar parte del proyecto líder de consolidación nacional en el sector.

Los fondos aportados a través de la ampliación de capital se destinarían de forma inmediata a la financiación de futuras adquisiciones.

3.2.2. PLAN DE NEGOCIO DE SUPERMERCADOS XX, S.A.

3.2.2.1. Análisis cuenta de resultados proforma año 1

A continuación se realiza un análisis comparativo del presupuesto de Supermercados XX, S.A. para el año 1, en el cual no se han tenido en cuenta las adquisiciones, con una cuenta de resultados proforma que asume las adquisiciones desde el 1 de enero del 1º año. Asimismo, se han considerado unas sinergias de 18 millones de euros en base a ahorros por igualación de las plantillas y por la mejora de las condiciones de compra al incrementarse los volúmenes de negocio en aproximadamente 450 millones de euros. Se han considerado sinergias derivadas por ahorros en la estructura de costes fijos.

Por lo que se refiere a la financiación de las adquisiciones, hay que asumir un endeudamiento adicional de 360 millones de euros incluyendo la deuda existente de dichas adquisiciones, de los que 180 millones corresponden a avales bancarios como garantía del aplazamiento del pago.

Este endeudamiento será financiado parcialmente con la entrada en el capital de un inversor financiero. La incorporación de las adquisiciones supone un empeoramiento del margen comercial, por tener unos niveles de rentabilidad significativamente inferiores a Supermercados XX, S.A. Sin embargo, a nivel de EBITDA, el efecto es el contrario por los ahorros en coste de estructura al incrementar la cifra de negocio de la Compañía en un 23%. El fondo de comercio resultante de la adquisición y las aperturas previstas en año 1, aumentan sustancialmente la partida de amortizaciones, haciendo que el margen a nivel de EBIT entre el proforma y el presupuesto sean iguales.

Para ser consistentes con los ejercicios posteriores, el plan de negocio de Supermercados XX, S.A. para los próximos cinco años se ha construido a partir del proforma año 1 y no incluye ninguna adquisición, por lo que todo el crecimiento esperado es orgánico y resulta de la apertura de nuevos establecimientos.

3.2.2.2. Hipótesis generales

El plan de negocio de la Compañía para los próximos cinco años se ha realizado bajo las siguientes hipótesis generales:

- **Entorno macroeconómico:** La Compañía considera unas tasas de crecimiento económico moderadas en el largo plazo en torno al 2 - 2.5%, dado el grado de madurez alcanzado por la economía española. Igualmente, se consideran escenarios de inflación a largo plazo del 2% y tipos de interés consistentes con los parámetros económicos asumidos. También se contempla una convergencia de las principales variables macroeconómicas hacia la media europea en el largo plazo.
- **Entorno sectorial:** Supermercados XX, S.A. no espera cambios legislativos ni competitivos sustanciales en los próximos años.
- **Crecimiento orgánico:** El plan de negocio se centra exclusivamente en crecimiento orgánico.
- **Período de maduración:** Supermercados XX, S.A. asume que el período medio de maduración de la tienda nueva es de cuatro años, es decir, transcurren cuatro años hasta que el establecimiento ha alcanzado el 100% de potencial de ventas estimado.
- **Período de maduración de los establecimientos**

Período	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
% venta vs. objetivo	70%	75%	90%	100%

- **Inversiones:** Supermercados XX, S.A. no ha asumido ninguna inversión significativa en los próximos cinco años. Las inversiones se limitan principalmente a ampliar y mejorar el parque de tiendas a través de aperturas y mejoras.
- **Endeudamiento:** El crecimiento de la cifra de negocios está basada exclusivamente en crecimiento orgánico que es financiado íntegramente por el *cash flow* generado. En el plan de negocio no se ha previsto ningún reparto de dividendos ni inversiones extraordinarias que requieran endeudamiento adicional para la Compañía.
- **Fondo de Maniobra:** Si bien, el plan de negocio asume una leve mejora en el nivel de inventarios derivados de las importantes inversiones realizadas en sistemas de información. Por otro lado, se han asumido cambios en las condiciones generales con los proveedores que se traducirán en reinversiones en precios, a pesar de que el aumento en la cifra de negocios de Supermercados XX, S.A. le ayudará a mejorar el margen comercial.

El plan de negocio consolidado para los próximos cinco años estima que las ventas y el EBITDA crecerán a un 8,6% y 8,9% respectivamente. La actividad de distribución representa en torno a un 95% de la cifra de

negocios y aporta un 97% del EBITDA consolidado, si bien dicha actividad se beneficia del volumen de negocio inducido por los descuentos ofrecidos por la actividad de estaciones de servicio a sus consumidores en forma de descuentos en la compra en supermercados, lo cual repercute negativamente en los niveles de rentabilidad de las gasolineras.

Las cifras del negocio de distribución de Supermercados XX, S.A. para los próximos cinco años están basadas únicamente en un crecimiento orgánico que supondrá más de 200 aperturas de tiendas durante el período contemplado por lo que se espera que la cifra de negocios de y el EBITDA crezcan a una tasa anual de crecimiento compuesto de 8% y 9% respectivamente. Las hipótesis de crecimiento de venta comparable y los niveles de rentabilidad estimados son conservadores y consistentes con el crecimiento histórico de Supermercados XX, S.A.. Aunque no se haya considerado ninguna adquisición en los próximos años, la Compañía está analizando distintas oportunidades estratégicas que se podrían considerar en un futuro próximo.

3.2.2.3. Previsión de ventas

La cifra de negocios de distribución alimentaria crecerá a una tasa de crecimiento anual compuesta de 8,2% a lo largo de los próximos cinco años (año 1 - año 5), basado únicamente en crecimiento orgánico, donde se espera llevar a cabo la apertura de más de 200 nuevas tiendas durante dicho período.

El plan de negocio contempla para el año año 1, 50 nuevas. En año 2 y año 3 la compañía estima un total de 45 aperturas por año. El ritmo de aperturas se ralentiza a partir del año año 3, asumiendo que las condiciones para abrir nuevos establecimientos pudieran endurecerse en un futuro próximo.

Por lo que respecta a la evolución de la venta de superficie comparable, la Compañía asume un crecimiento del 2%, en línea con la inflación en los territorios donde el negocio de Supermercados XX, S.A. alcanza un mayor grado de madurez (Cataluña y Baleares). Para el resto de regiones donde Supermercados XX, S.A. está presente desde hace poco tiempo, la Compañía estima un crecimiento del 3% anual.

3.2.2.4. Previsión Margen Comercial

En relación con la mejora del margen comercial, Supermercados XX, S.A. espera una mejora anual del orden de 10- 20 puntos básicos sobre la cifra de ventas. Estas mejoras derivan, por una parte, del aumento del volumen de ventas y de las consecuentes sinergias obtenidas en la negociación

con proveedores, y por otra, de la mejora en el mix de ventas, cada vez con una mayor proporción de producto fresco y de marca propia.

3.2.2.5. Previsión Gastos Operativos

3.2.2.5.1. Personal

Supermercados XX, S.A. espera que los gastos de personal crezcan por encima de la inflación (al menos 1,5 puntos) siendo una de las variables clave del plan de negocio.

3.2.2.5.2. Alquileres

Los alquileres reflejan un aumento moderado en la intensidad de capital como consecuencia de la mayor dificultad para encontrar buenas ubicaciones y el mayor precio pagado por éstas. La Compañía asume que las nuevas buenas ubicaciones tendrán un alquiler en torno al 5% de la venta neta por lo que se espera un crecimiento progresivo de los alquileres como porcentaje de ventas. La Compañía es consciente de este hecho, y ha aumentado progresivamente esta línea, estabilizándola en un 4,2% de las ventas netas en el período año 2 - año 5. En año 1 y año 2, las adquisiciones desvirtúan significativamente la evolución normal de los alquileres.

3.2.2.5.3. Gastos de Marketing

Por lo que respecta a los gastos de marketing, Supermercados XX, S. A. ha mantenido el gasto en función del volumen de ventas (1,4% de las ventas) con un moderado efecto de apalancamiento por el significativo aumento del volumen de venta.

3.2.2.5.4. Otros gastos operativos

Por lo que respecta a los gastos de estructura y logística, la Compañía mantiene como una de sus prioridades prioritaria el control de las posibles desviaciones resultantes de duplicidades de costes como resultado de las integraciones de las compañías adquiridas. Supermercados XX, S.A. asume que existirán unas sinergias de estructura por efecto del nuevo volumen de ventas, y que los gastos de estructura y logística se diluirán desde el 5,2% hasta niveles inferiores al 5% de la cifra de ventas. Las recientes inversiones en logística y sistemas de información, ayudarán a reducir los gastos en la estructura de costes de Supermercados XX, S.A. durante los próximos cinco años.

3.2.2.6. Previsión EBITDA

A lo largo de los próximos cinco años el EBITDA del negocio de la distribución alimentaria, crecerá a una tasa de crecimiento anual compuesto del 9%. El EBITDA proforma esperado en el año 1 aumentará en casi un 40% en el año 5 hasta alcanzar los 251 millones de euros. El margen proforma de EBITDA se situará por encima del 7% manteniéndose en el 7,5% a partir del año 3 como consecuencia de la mejora del margen comercial y por el ahorro en gastos de estructura a medida que crece el volumen de ventas de Supermercados XX, S.A.

3.2.2.7. Amortizaciones previstas

Las amortizaciones de inmovilizado (3-3.5%) reflejan el aumento marginal en el parque de tiendas, las nuevas inversiones en equipos informáticos y la puesta en marcha de la plataforma logística.

3.2.2.8. EBIT previsto

A lo largo de los próximos cinco años, el EBIT de Supermercados XX, S.A. referente al negocio de la distribución alimentaria crecerá a una tasa del 11% hasta alcanzar los 102 millones de euros en año 5. El resultado de explotación después de amortizaciones y antes de gastos financieros e impuestos se mantendrá estable en torno al 3% de las ventas, debido a la alta amortización de inmovilizado, principalmente debido al significativo volumen de inversiones en aperturas y reformas acometidas en los tres primeros años (4-5% de la cifra de ventas) y a la amortización del fondo de comercio generado con las últimas adquisiciones (en torno a 1% de la cifra de ventas).

3.2.2.9. Fondo de Maniobra previsto

Supermercados XX, S.A. mantiene un nivel de rotación de stocks en torno a 35 días que prevé reducir en 5 días en los próximos 2 años como consecuencia de la inversión en sistemas de información y gestión de inventarios. Esta reducción de inventario será un efecto conjunto de la centralización de operaciones logísticas, el rediseño del surtido y la racionalización de la cadena de suministro. La inversión necesaria para llevar a cabo esta reducción de stocks será financiada por la mejora del fondo de maniobra durante este mismo período de tiempo.

En lo que se refiere al pasivo circulante, el plazo medio de pago a proveedores está entre 55 y 60 días, lo que permite a Supermercados XX, S.A. beneficiarse de muy buenas condiciones. En general, la Compañía cuenta con 20-25 días de venta de financiación de proveedores, lo que se mantendrá en los próximos cinco años (en torno a un 5-6% de la cifra de ventas).

3.2.2.10. Plan de Inversiones previsto.

Las inversiones de Supermercados XX, S.A. (4% de la cifra de ventas aproximadamente) se destinan principalmente al parque de tiendas, ya sea en las aperturas o en la reforma de los establecimientos.

Por lo que respecta a la tienda nueva, las inversiones se centran únicamente en mobiliario e instalaciones. La intensidad de capital en el período año 1-año 5 debería tender a descender ligeramente debido al mayor tamaño de las aperturas que proporcionalmente diluyen la inversión requerida por tienda (de orden del 1% al año), si bien esta hipótesis no ha sido contemplada por la Compañía en su plan de negocio.

La inversión en mantenimiento (básicamente reforma de tiendas) se basa en hipótesis, de renovación completa del parque de tiendas de Supermercados XX, S.A. cada cuatro años, es decir, renovación de unas 60-100 tiendas al año (debido a que el parque de tiendas de Supermercados XX, S.A. es bastante nuevo), o dedicar una inversión equivalente al 1.5% de las ventas netas para la renovación de tiendas más otros 25 millones de euros por año para renovar otros elementos de inmovilizado, principalmente almacenes.

El plan de centralización logística contempla inversiones en Cataluña de unos 7 millones de euros por año para año 1 y año 2, para acondicionar las plataformas existentes.

3.3. Aplicación de la metodología del DCF a la valoración de Supermercados XX, S.A.

A continuación presentamos la cuenta de pérdidas y ganancias tanto a nivel histórico como provisional. A nivel histórico se han elegido los últimos tres años, y la proyección de los cuatro siguientes. En la última columna, del cuadro 1, se ha calculado la Tasa Anual de Crecimiento Compuesto. Todas las cifras presentadas en los cuadros siguientes están expresadas en millones de euros.

	SUPERMERCADOS XX, S. A.							TACC
	DATOS HISTÓRICOS			DATOS PREVISTOS				
	200t-2	200t-1	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4	
Ventas								
Distribución	1.717	2.067	2.435	2.724	2.954	3.138	3.315	8,0%
Ventas no Comparables	208	399	589	263	124	93	93	
Ventas Comparables	1.509	1.668	1.846	2.461	2.830	3.045	3.222	
Servicios	0	0	0	0	0	0	0	
E-business	11	19	26	26	27	27	28	1,9%
Otros	2	2	2	2	2	2	2	0,0%
Total ventas	1.730	2.088	2.463	2.652	2.983	3.167	3.345	8,0%
% incremento		20,7%	17,9%	11,7%	8,4%	6,2%	5,6%	

Coste de ventas comercial	1.475	1.783	2.031	2.266	2.453	2.601	2.743	7,8%
Beneficio bruto comercial	255	305	432	486	530	566	602	8,6%
<i>Margen bruto comercial (%)</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,6%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,0%</i>		
Mejoras, pérdidas y otros ajustes								
Mejoras comerciales	0	0	17	25	26	27	28	13,3%
<i>Mejora margen comercial (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,8%</i>	
Pérdidas comerciales	0	0	-52	-57	-59	-58	-56	1,9%
<i>Pérdidas margen comercial (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-1,7%</i>	
Rappels	63	69	115	128	138	146	154	7,6%
<i>Rappels (%)</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,6%</i>	
Publicidad	107	141	186	210	229	244	259	8,6%
<i>Publicidad (%)</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	
Central de compras	42	57	66	74	81	87	92	8,7%
<i>Central de compras (%)</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,8%</i>	
Confirming	6	7	11	12	13	14	15	8,1%
<i>Confirming (%)</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	
Descuentos	-16	-18	-24	-27	-30	-32	-34	9,1%
<i>Descuentos (%)</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>	
Margen bruto (pre-sinergias comerciales)	457	561	751	851	928	994	1.060	9,0%
<i>Margen bruto (pre-sinergias comerciales) (%)</i>	<i>26,4%</i>	<i>26,9%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,9%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,4%</i>	<i>31,7%</i>	
Sinergias comerciales			17	18,3	19,1	19,9	20,5	
Margen bruto (post-sinergias comerciales)	457	561	768	869	947	1.014	1.081	8,9%
<i>Margen bruto (post-sinergias comerciales) (%)</i>	<i>26,4%</i>	<i>26,9%</i>	<i>31,2%</i>	<i>31,6%</i>	<i>31,7%</i>	<i>32,0%</i>	<i>32,3%</i>	
Gastos de personal								
Tienda	172	216	270	290	306	323	340	
Estructura	19	25	28	29	29	30	30	
Almacenes	0	0	23	24	25	25	26	
Total gastos de personal	191	241	321	343	360	378	396	5,4%
<i>% sobre ventas</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,8%</i>	
Gastos Alquileres	58	76	85	110	123	130	138	12,9%
<i>% sobre ventas</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	
Gastos Logísticos	34	53,5	36,9	35,8	38,8	41,2	43,5	4,2%
<i>% sobre ventas</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	
Gastos de Marketing	23,1	26,8	36,9	44	47,7	50,7	53,5	9,7%
<i>% sobre ventas</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	
Otros Gastos	61,2	94,8	99,4	100	108,9	116	122,4	5,3%
<i>% sobre ventas</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	
EBITDA (pre-sinergias de estructura)	90	69	189	237	269	298	327	14,7%
<i>EBITDA (pre-sinergias de estructura) (%)</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,8%</i>	
Sinergias de estructura			10	11	11	12	12	
EBITDA (post-sinergias de estructura)	90	69	199	248	280	310	339	14,3%
<i>EBITDA (post-sinergias de estructura) (%)</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,1%</i>	
Depreciaciones			-46,6	-54,1	-56,5	-58,9	-65,3	
Amortizaciones			-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-4,9	
Fondo de Comercio			-18,1	-18,1	-18,1	-18,1	-18,1	
Fondo de Comercio próxima adquisición			-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	
EBIT			114	155	185	213	236	19,9%
<i>Margen (%)</i>			<i>4,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,1%</i>	
Amortización gastos de establecimiento			-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	
Gastos a distribuir en varios ejercicios			-0,8	-0,9	-0,9	-1	-1	
Ingresos a distribuir en varios ejercicios			0,9	1	1,1	1,1	1,2	
Dotación a la provisión para riesgos y gastos			-5,1	-5,7	-6,2	-6,6	-6,9	
PBT			106	147	176	204	227	
Impuestos			-36,7	-51,3	-61,6	-70,9	-78,8	
Beneficio Neto			70	96	115	133	148	

En el cuadro 2, se presenta el balance de la empresa tanto a nivel histórico como provisional.

ACTIVO	SUPERMERCADOS XX, S. A.							
	DATOS HISTÓRICOS		DATOS PREVISTOS					
	200t-1	Ajustes	200t-1 PF	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4
Inmovilizado								
Gastos de establecimiento	14,5		14,5	11,6	8,7	5,8	2,9	0,0
Inmovilizado Inmaterial	217,7		217,7	201,3	184,8	168,3	151,8	135,9
Inmovilizado material	366,0		366,0	435,9	495,4	540,2	585,3	626,6
Inmovilizado financiero	14,5		14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Total Inmovilizado	612,7		612,7	663,3	703,4	728,8	754,5	777,0
F. Comercio de Consolidación	141,4		141,4	134,3	127,3	120,2	113,1	106,1
F. Comercio de Consolidación nueva adquisición	290,0		290,0	275,5	261,0	246,5	232,0	217,5
Gastos a distribuir en varios ejercicios	1,3		1,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Activo circulante	425,4		425,4	466,9	497,0	541,6	495,0	468,8
Existencias	225,4		225,4	251,7	280,9	303,9	322,3	339,9
Deudores	49,9		49,9	42,1	47,2	51,2	54,3	57,6
Cientes por ventas y prestaciones de servicios	4,9		4,9	4,5	5,1	5,5	5,8	6,2
Empresas vinculadas deudoras	0,3		0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Deudores varios	26,4		26,4	21,5	24,0	26,0	27,6	29,2
Administraciones públicas	19,0		19,0	16,5	18,4	20,0	21,2	22,4
Provisiones	-0,7		-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Inversiones financieras temporales	2,9		2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Tesorería	145,3		145,3	169,1	164,8	182,3	114,1	66,9
Ajustes por periodificación de activos	1,9		1,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
TOTAL ACTIVO	1.470,8		1.470,8	1.540,8	1.589,6	1.638,0	1.595,6	1.570,4
PASIVO								
Fondos propios	159,9		159,9	228,1	323,3	437,7	569,4	715,7
Capital suscrito	22,2		22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Reserva Legal	3,2		3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Otras reservas	120,4		120,4	134,5	202,7	297,9	412,3	544,0
Reservas en Sociedades Consolidadas	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pérdidas y Ganancias	14,1		14,1	68,2	95,2	114,4	131,7	146,3
Minoritarios	0,1		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	1,5		1,5	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Provisiones para riesgos y gastos	8,7		8,7	5,1	5,7	6,2	6,6	6,9
Acreedores a largo plazo	458,7		757,5	753,0	613,9	474,9	242,3	9,9
Deuda de adquisición	324,1	421,4	745,5	745,5	605,7	466,0	233,0	0,0
Deudas con entidades de crédito a l/p	122,6	-122,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fianzas y depósitos recibidos a l/p	1,0		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Administraciones públicas	7,8		7,8	4,6	5,1	5,6	5,9	6,3
Otros acreedores a l/p	3,2		3,2	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6
Acreedores a corto plazo	841,9		543,1	553,6	645,6	718,0	776,1	836,6
Deudas con entidades de crédito a c/p	298,8	-298,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6
Deudas con empresas vinculadas	0,1		0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Acreedores comerciales	420,5		420,5	435,3	495,2	552,4	593,2	622,4
Otras deudas no comerciales	122,5		122,5	118,2	150,3	165,4	182,7	209,4
Acreedores inmovilizado	31,8		31,8	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Administraciones públicas	30,9		30,9	39,8	53,7	59,6	67,1	69,3
Otras deudas	59,8		59,8	74,1	92,2	101,4	111,2	135,7
TOTAL PASIVO	1.470,8		1.470,8	1.540,8	1.589,6	1.638,0	1.595,6	1.570,4

En el cuadro 3, se procede al cálculo de los diferentes flujos de caja tanto operativo, de actividades de inversión y de financiación del período 200t – 200t+4.

	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4
CASH FLOW OPERATIVO					
Beneficio neto de la Compañía	68,2	95,2	114,4	131,7	146,3
+ Depreciación	46,6	54,1	56,5	58,9	65,3
+ Amortización	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9
+ Amortización del fondo de comercio	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
+ Amortización de gastos de establecimiento	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
– Incremento de gastos a distribuir en varios ejercicios (ejercicio)	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
+ Cancelación gastos a distribuir en varios ejercicios (ejercicio anterior)	1,3	0,8	0,9	0,9	1,0
+ Incremento de ingresos a distribuir en varios ejercicios (ejercicio)	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
– Cancelación ingresos a distribuir en varios ejercicios (ejercicio anterior)	-1,5	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
+ Provisión para riesgos y gastos	-3,6	0,6	0,5	0,4	0,4
– Aumento / + Disminución del Fondo de Maniobra	9,7	28,8	22,7	18,3	17,5
– Aumento / + Disminución ajustes por periodificación de activos	0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
+ Aumento / – Disminución de Administraciones públicas a largo plazo	-3,2	0,5	0,4	0,3	0,3
+ Aumento / – Disminución de Otros Acreedores a largo plazo	-1,3	0,2	0,2	0,2	0,1
+ Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
– Aumento / + Disminución del Fondo de Maniobra	9,7	28,8	22,9	18,3	17,5
– Aumento / + Disminución otros activos a corto plazo					
Cash Flow Operativo	167,7	249,0	258,5	268,8	287,8
CASH FLOW ACT. DE INVERSIÓN					
Capex	-116,5	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7
Inversiones en activos intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones en inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones en activos financieros a corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones en activos financieros a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores de Inmovilizado	-27,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow de actividades de inversión	-143,9	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7
CASH FLOW DISPONIBLE (o REQUERIDO)	23,8	135,5	157,3	164,8	181,1
CASH FLOW ACT. FINANCIACIÓN					
Emisión (Repago) de deuda financiera a corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7
Emisión (Repago) de deuda financiera a largo plazo	0,0	-139,8	-139,8	-233,0	-233,0
Emisión de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pago de dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow de las actividades de financiación	0,0	-139,8	-139,8	-233,0	-228,3
Tesorería a principio del ejercicio	145,3	169,1	164,8	182,3	114,1
Variación de la tesorería en el ejercicio	23,8	-3,4	17,5	-68,2	-47,2
Tesorería a finales del ejercicio	169,1	164,8	182,3	114,1	66,9

En el siguiente cuadro 4, se lleva a cabo el cálculo del coste medio ponderado de los recursos, para su posterior aplicación como tasa de descuento en el DCF.

Coste de la deuda		Coste del Equity			
Coste de la deuda (a)	7,5%	Tasa libre de riesgo (b)	4,20%	Deuda / Total Capital	60%
Tasa impositiva	35%	Prima de mercado (c)	6%	Equity / Total Capital	40%
Coste de la deuda post-tax	4,9%	Beta de la compañía (d)	1,2%	WACC (f)	7,5%
		Coste del Equity (e)	11,40%		

- (a) Fuente: Tipos de endeudamiento a largo plazo de Supermercados XX, S. A.
 (b) Basado en el Bono español a 10 años vencimiento 30/7/2013
 (c) Prima de riesgo de mercado
 (d) Beta reapalancada de la media de empresas del sector de la distribución minorista cotizadas a nivel europeo
 (e) Modelo CAPM: Tasa libre de riesgo + (Beta × Prima de riesgo de mercado)
 (f) Basado en Modigliani / Miller, el coste del capital medio ponderado es igual a (coste de la deuda × (deuda/total capital) + (coste equity × (Equity/total capital))

Finalmente en el **cuadro 5**, procedemos al cálculo del valor de los fondos propios de la empresa, a partir de la actualización de los flujos de caja libres hallados a partir del BAIDI sumando las amortizaciones y restando las inversiones y considerando un último flujo de caja como un *free cash flow* normalizado, es decir, igualando amortizaciones e inversiones y considerando constante la variación de *working capital*, todo ello actualizado como una renta perpetua con un crecimiento g constante que oscila entre el -1% y el 0,5% a una tasa WACC. Una vez determinado el valor actual de dichos flujos de caja para cada uno de los escenarios planteados (análisis de sensibilidad), es decir después de calcular el valor de la empresa, le restamos la deuda neta para obtener el valor de los fondos propios.

	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4	Normalizado
BAII	155,0	184,9	212,0	234,8	267,4
Impuestos	-54,2	-64,7	-74,2	-82,2	-93,6
BAIDI	100,8	120,2	137,8	152,6	173,8
+ Amortizaciones	92,1	94,5	96,9	102,9	102,9
- Inversiones en Activo Fijo	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7	-102,9
+ Disminución / - Aumento Working Capital	28,8	22,9	18,2	17,5	17,5
Free Cash Flow	108,2	136,4	148,9	166,3	191,3
Tasa Descuento (WACC) 7,5%	Método crecimiento perpetuo				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	
Valor actual <i>Cash Flows</i>	478,1				
Valor actual del Valor Terminal	1.551,8	1.657,1	1.776,4	1.912,9	
Total valor Empresa	2.029,9	2.135,2	2.254,5	2.391,0	
- Deuda	-745,5	-745,5	-745,5	-745,5	
+ Tesorería	148,2	148,2	148,2	148,2	
Valor de los Fondos Propios	1.432,6	1.537,9	1.657,2	1.793,7	
<i>Cash Flows</i> en % del Total valor Empresa	23,6%	22,4%	21,2%	20,0%	
Valor Terminal en % del Total valor Empresa	76,4%	77,6%	78,8%	80,0%	

Como resultado de la aplicación de la metodología del descuento de flujo de caja como método para valorar la empresa Supermercados XX, S. A., y teniendo en cuenta los diferentes escenarios planteados en función de la tasa de crecimiento g , en el cálculo del valor actual del valor terminal, podemos determinar que el valor de los fondos propios de dicha compañía oscilaran de entre 1.450 millones de € y 1.800 millones de €.

Bibliografía

- AECA: Principios de valoración de empresas (Documento de la AECA), Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1994.
- AECA: «Métodos Prácticos de Valoración de Empresas», *Documento sobre Valoración de Empresas*, núm.3. 1995.
- AECA: Serie Valoración de Empresas, *Documento valoración de Pymes*, Documento núm. 7. 2005.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S.: Fundamentos de Financiación Empresarial, McGraw-Hill/Interamericana de España, 5ª Edición. 2000.
- DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc 1994.
- FERNANDEZ, P.: Valoración de Empresas, Gestión 2000. 1999
- GRINBLATT, M. Y TITMAN, S.: Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. 2003.