

Metodologia del descompte de fluxos de caixa (DCF). Aplicació a una empresa de distribució minorista

SANTI ALCOVER

Professor de la Universitat Internacional de Catalunya

Resum

Per a calcular el valor d'una empresa, un dels mètodes més utilitzats és el descompte de fluxos de caixa (*Discounted Cash Flow* o DCF). Aquest mètode analitza i estima els resultats futurs d'una empresa per a determinar el preu de les accions en el present a partir de l'actualització d'aquests fluxos descomptant-los a una taxa mitjana ponderada dels recursos utilitzats.

En el nostre cas apliquem aquesta metodologia tenint en compte que la valoració d'empreses consisteix més a aplicar el sentit comú a la informació de què es disposa, i a recolzar-se en la racionalitat de la interpretació dels resultats obtinguts més que no en l'aplicació d'una fórmula matemàtica. Per això definim la metodologia utilitzada, l'objectiu perseguit per la valoració, definint en profunditat el negoci i el mercat on opera, així com la informació en què es basa la projecció dels fluxos de caixa i el càlcul de la taxa de descompte. Amb aquesta metodologia es pot proporcionar un rang de valoració de l'empresa analitzada, que en aquest cas es tracta d'una empresa de distribució minorista.

Paraules clau

Valoració d'empreses, descompte fluxos de caixa, empreses de distribució minorista.

1. Introducció

El valor just d'un actiu pot definir-se com aquell a què s'arriba mitjançant l'acord entre comprador i venedor amb la informació necessària perquè les seves decisions puguin considerar-se preses lliurement.

Amb independència del que pugui dir qualsevol valoració teòrica, a la pràctica un negoci o un actiu només val el que un comprador està disposat a pagar per ell.

Diferents categories de compradors (per exemple, compradors estratègics/corporatius enfront de compradors financers) poden estar disposats a pagar diferents preus.

Una valoració no hauria de considerar-se un exercici mecànic. Abans d'iniciar l'exercici, és important conèixer la finalitat per a la qual s'utilitzarà aquesta valoració.

La bondat d'una valoració està en funció de la informació en què es basa. És per això que s'hauria de conèixer en profunditat el negoci que es vol valorar i els mercats en què opera. La qualitat de les projeccions és la base per a una bona valoració a partir del descompte de fluxos de caixa.

Abans de realitzar qualsevol consideració sobre la valoració, a més de l'anàlisi del perfil de flux de caixa i dels beneficis d'una empresa, és important fer una anàlisi financera exhaustiva de l'empresa o del negoci que es vol valorar.

A la pràctica trobem diferents mètodes de valoració d'empreses que podem classificar en funció de si consideren el present o el futur del negoci, o ambdós alhora. Emmarcat en els mètodes simples que consideren el futur del negoci, vam trobar el Descompte de flux de caixa lliure, basat en els fluxos de caixa operatius, sense tenir en compte el seu finançament, ni els impostos. Pretén mesurar la tresoreria disponible a l'empresa amb posterioritat a la reinversió en actius tant fixos com de capital circulant, així com les necessitats operatives de fons.

Per a la seva correcta aplicació hauríem de portar a terme una anàlisi històrica de l'empresa i el sector, realitzar una predicció de supòsits i escenaris futurs, així com una estimació de la taxa d'actualització, per a poder finalment actualitzar els fluxos i interpretar els resultats.

2. Descompte de fluxos de caixa

2.1. Visió general

El flux de caixa descomptat és una tècnica de valoració que valora la companyia com la suma dels valors presents dels seus *cash flows* lliures previstos descomptats a una taxa de descompte (WACC).

$$V.A.N. = CF1 / (1+WACC)^1 + CF2 / (1+WACC)^2 + \dots + (CFn + Vm) / (1+WACC)^n \quad [1]$$

D'aquesta expressió podem determinar les dues variables clau en la valoració d'empreses a partir del mètode del DCF.

- Flux de Caixa Lliure
- Taxa de Descompte

1a. La determinació del flux de caixa lliure: EBIT una vegada gravats els impostos més depreciacions i amortitzacions, impostos diferits i altres despeses que no són en efectiu, menys inversions en capital fix, canvis en el capital circulant i altres canvis en els actius nets.

Hem de distingir:

- Fluxos de caixa lliure que no tenen en compte l'estructura de capital abans dels costos financers, durant un període de temps previst (normalment, entre 5 i 10 anys), que es realitzarà a partir del següent càlcul:

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

- Valor terminal al final del període previst (any 5 o 10), considerant aquest com el valor projectat de la companyia al final del període per al que s'ha realitzat la previsió. Es poden obtenir els valors terminals suposant que el negoci es ven per un múltiple (normalment, d'EBIT o EBITDA) al final del període per al que s'ha realitzat la previsió. Com alternativa, es poden calcular els valors terminals sobre la base del valor de «perpetuïtat» en curs dels fluxos de caixa de la companyia més enllà del període per al que s'ha realitzat la previsió. El valor terminal sol representar una pro-

porció elevada del valor del negoci. Cal descomptar el valor terminal del valor present.

- 2a. La taxa de descompte és la taxa anualitzada de rendibilitat exigida per un inversor per al nivell de risc associat amb qualsevol inversió. El nivell mínim de la taxa de descompte hauria de reflectir el cost d'oportunitat d'una inversió amb el mateix risc. Aquesta taxa es basa generalment en el cost de capital mitjà ponderat de companyies en negocis similars per a reflectir el nivell de risc relatiu (la variabilitat) dels fluxos de caixa del projecte.

La calcularem a partir de la següent expressió:

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

2.2. Passos en el càlcul d'un flux de caixa descomptat

Pas 1:

Projeccions dels resultats d'explotació i els fluxos de caixa lliures de l'empresa amb el termini suficient perquè es pugui arribar a un nivell madur o normalitzat de fluxos de caixa abans d'obtenir un valor terminal. En el cas dels negocis cíclics, hauria d'acabar el període per al qual es realitza la previsió en un punt mitjà del cicle. A més, si la companyia per a la que realitza les previsions espera tenir un avantatge competitiu, el període que establiu hauria de ser prou perllongat per a capturar el període complet de l'avantatge competitiu.

Pas 2:

Valors terminals: calcular la taxa de creixement de perpetuïtat i els múltiples de sortida del negoci al final del període per al que es realitza la previsió, suposant un nivell de fluxos de caixa normalitzat.

Pas 3:

Taxa de descompte: utilitzar el cost mitjà de capital ponderat per a determinar el rang de taxa de descompte apropiat. Principalment, els fluxos de caixa nominals no palanquejats haurien de descomptar-se conformement a una taxa nominal i els fluxos reals, en funció de la taxa real.

Pas 4:

Valor present: determinar un rang de valors per a l'empresa descomptant els valors terminals i els fluxos de caixa lliures projectats dels presents.

Pas 5:

Ajustaments: ajustar en la seva valoració tots els actius i els passius, per exemple, passius i actius no fonamentals, no comptabilitzats en les projeccions de flux de caixa.

2.3. Flux de caixa lliure

Les projeccions de flux de caixa descomptat haurien de basar-se en:

- L'historial de rendibilitat
- Projeccions de la companyia o de l'equip de gestió
- Càlculs dels analistes d'investigació en renda variable
- Dades del sector
- Dades macroeconòmiques (per exemple, les previsions de la taxa de creixement i de la inflació a llarg termini)
- El sentit comú

La determinació del flux de caixa lliure es realitzarà a partir del següent càlcul:

Vendes
– Cost de la venda
= Marge brut
– Despeses operatives
– Amortització
= B. abans d'interessos i impostos
– Impostos
= B. abans d'interessos després d'impostos
+ Amortitzacions
= Flux de caixa operatiu
– Variació de les necessitats de capital treball
– Inversions en actiu fix
= Flux de caixa lliure

A l'hora de preveure fluxos de caixa futurs, hauria de tenir en compte la sensibilitat dels conjunts de fluxos de caixa durant el període per al qual es realitza la previsió. El mètode tradicional de descompte de fluxos de caixa suposa que els fluxos de caixa es produeixen al final de cada període anual. En ocasions, pot ser més precís preveure els fluxos de caixa suposant que es produeixen regularment al llarg dels anys. Un mètode per a reflectir aquesta suposició consisteix a descomptar fluxos de caixa cada mig any.

L'anàlisi del flux de caixa descomptat constitueix un intent d'obtenir els resultats operatius purs d'una companyia, lliures d'elements extraordinaris, operacions descomptades, despeses puntuals, etc. També és summa-ment important fixar-se en l'historial de rendibilitat d'una companyia o un negoci (marges, creixement) per a entendre quina relació guarden els fluxos de caixa futurs amb el rendiment passat.

El flux de caixa descomptat d'una companyia representa la rendibilitat disponible per a les dues fonts del seu capital (posseïdors de títols de deute i inversors en renda variable). Com a resultat d'això, es projecten fluxos de caixa lliures sobre una base que no tingui en compte l'estructura de capital, abans de restar les despeses d'interessos. En altres paraules, el flux de caixa lliure reflecteix l'efectiu generat pels actius d'un negoci sense tenir en compte qüestions com la manera de finançar aquests actius.

2.4. Valor terminal

Atès que l'anàlisi del flux de caixa descomptat es basa en un període de previsió limitat, ha d'utilitzar-se un valor terminal per a capturar el valor de la companyia al final del període. El valor terminal se suma al flux de caixa de l'últim any de les projeccions i es resta del present juntament amb tots els altres fluxos d'actius.

El valor terminal pot calcular-se utilitzant dos mètodes: el valor de perpetuïtat o el múltiple de sortida.

La majoria dels models incorporaran ambdós enfocaments de valoració i, sovint, inclouran sensibilitats que mostren valors aplicant diferents taxes de descompte, taxes de creixement i múltiples terminals, cosa que ens acaba definint un rang raonable que varia segons la companyia, el sector, la situació econòmica, etc. Resulta útil calcular els múltiples d'EBIT i EBIT-DA implicats per un valor terminal de creixement perpetu i viceversa, com a prova del que és raonable.

El valor terminal representa el valor present en l'any final de la projecció dels fluxos de caixa lliures de la companyia després de l'últim any projectat.

En el cas que considerem un creixement perpetu i que s'utilitzi la perpetuïtat estarem suposant que el creixement del negoci continuarà i que el nou capital necessari generarà una rendibilitat superior al seu cost. La fórmula d'un creixement perpetu és la següent:

$$\begin{aligned} \text{Creixement perpetu} &= \text{Flux de caixa lliure any } N \times (1+g) / \text{WACC} - g \text{ [4]} \\ \text{Sense creixement perpetu} &= \text{EBIT descomptats els impostos de l'any } N / \text{WACC [5]} \end{aligned}$$

La taxa de creixement nominal sol ser el component de la taxa d'inflació del descompte més un creixement real esperat (o menys una deflació) en el negoci.

Un rang raonable d'inflació per al creixement perpetu és del 1-3% més qualsevol canvi real. Per exemple, si la inflació és del 2% i se suposa un creixement perpetu del 3%, això implica una taxa aproximada del 1% de creixement real dels fluxos de caixa.

És important ajustar els fluxos de caixa nominals amb les taxes de descompte nominal.

2.4.1. FLUX DE CAIXA LLIURE NORMALITZAT

Les projeccions de flux de caixa haurien de realitzar-se any per any fins a arribar a un nivell madur i constant. Així, l'últim any N el flux de caixa lliure hauria de representar un nivell «normalitzat». Si l'últim any de les projeccions no representa un estat constant de cara al futur, hauria d'ajustar-se l'any N perquè reflectís nivells normalitzats a perpetuïtat. Això és particularment rellevant, per exemple, en el cas d'un sector amb creixement cíclic o variable. Aquest import normalitzat s'utilitza en el numerador de la fórmula anterior [4], [5].

Per a normalitzar el flux de caixa lliure de l'any N (si encara no arriba a aquest nivell) ha de presentar-se la relació entre ingressos, EBIT i despesa de capital que s'espera a perpetuïtat. Això pot comportar l'ajustament de la relació entre la inversió en capital fix i la depreciació o la ràtio entre capital circulant net i vendes. Per exemple, no sol ser realista creure que la depreciació serà major que la inversió en capital fix a perpetuïtat, atès que es necessita inversió en capital fix per a generar depreciació.

2.4.2. MÚLTIPLE DE SORTIDA

Aquest enfocament utilitza la suposició subjacent que el negoci es valorarà sobre una base de múltiples de mercat al final de l'any N. Sol determinar-se un valor com un múltiple d'EBIT o EBITDA. (En el cas dels negocis cíclics, s'utilitza un EBIT o un EBITDA mitjà al llarg d'un cicle més que l'import de l'any N).

En seleccionar un múltiple, hauria d'utilitzar-se un nivell normalitzat. En altres paraules, hauria d'aplicar-se un múltiple del sector que estigués ajustat per a tenir en compte les variacions cícliques, en lloc d'aplicar-se un múltiple actual que pot estar distorsionat pel cicle del sector o pel cicle econòmic. Normalment, els múltiples haurien d'estar basats en una anàlisi de transaccions i/o companyies comparables.

2.5. Anàlisi de la sensibilitat

Una vegada establerta una base, sempre hauria de comprovar-se una anàlisi de flux de caixa descomptat donades diferents situacions de sensibilitat. Aquesta comprovació inclou l'examen de l'efecte incremental de diferents canvis en les suposicions (menor creixement dels ingressos, majors necessitats de capital, etc.) sobre el valor del flux de caixa descomptat i diverses estadístiques proforma. Es pot comprovar la sensibilitat utilitzant tant un enfocament estàtic (amb una sola variable) com dinàmic (amb múltiples variables).

Algunes preguntes que el vostre model hauria de ser capaç de respondre d'una forma senzilla són:

- Què passaria si el creixement de les vendes fos un 1% major del projectat? I si fos un 5% inferior?
- Què succeiria si la competència retallés el marge d'explotació dos punts percentuals?
- Què passaria si les necessitats de capital fossin més altes o més baixes?
- Què succeiria si les vendes creixessin més ràpid o més a poc a poc i els marges canviessin?
- Com canvia el valor segons diferents suposicions quant a les taxes de descompte o les taxes de creixement perpetu?

S'haurien d'utilitzar-se la raó i el sentit comú en elaborar casos de sensibilitat raonables i útils. I hauríeu d'adjuntar els resultats d'aquests

casos a l'anàlisi del flux de caixa descomptat utilitzant un format clar i concís.

2.6. Cost del capital mitjà ponderat

La taxa de descompte és una funció del risc inherent en qualsevol negoci i sector, el grau d'incertesa relativa als fluxos de caixa projectats i l'estructura de capital presa com a suposició. Quant més gran sigui la incertesa sobre el flux de caixa projectat, més gran serà la taxa de descompte apropiada i menor el valor actual dels fluxos de caixa.

El cost de capital mitjà ponderat parteix de la hipòtesi que els inversors dels mercats de capital (tant deute com renda variable) de qualsevol sector exigeixen uns rendiments d'acord amb el grau de risc percebut de la seva inversió.

L'equació de la mitjana ponderada del cost després d'impostos del deute d'una companyia i el cost dels seus fons propis és la següent:

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

D = Valor de mercat del deute (es pot utilitzar el valor comptable si no està disponible el de mercat)

E = Valor de mercat dels fons propis

TC = Valor de mercat del deute més valor de mercat dels fons propis

K_d = Cost de mercat del deute

R_f = Taxa de rendibilitat sense risc (per exemple, deute públic a 10 anys – el termini depèn del període de previsió del flux de caixa descomptat)

R_m = Taxa de rendibilitat d'una cartera de valors

β = Beta de les accions de la companyia (tenint present l'estructura de capital a llarg termini esperada)

t = Tipus impositiu marginal de la companyia

(R_m - R_f) = Prima de risc del mercat

El deute sol ser més barat que la renda variable. Per això és preferible per a l'estructura de capital òptima d'una companyia incloure els nivells de deute apropiats.

2.6.1. COST DELS FONTS PROPIS

2.6.1.1. Risc de renda variable

Els inversors en accions d'una companyia exigeixen una taxa de rendibilitat apropiada al risc que suporten en posseir aquests títols. Aquest cost reflecteix la incertesa dels fluxos de caixa associats amb l'acció, principalment la combinació dels seus dividends i els beneficis del capital.

El risc d'una acció determinada per a un inversor està compost per risc diversificable i no diversificable. El diversificable és el risc que un inversor pot evitar si posseeix l'acció en qüestió dins d'una cartera juntament amb altres accions. L'efecte de la diversificació consisteix que els riscos diversificables de diferents accions poden compensar-se entre si. El risc que queda després que la resta s'hagi diversificat és el risc no diversificable o sistemàtic.

Els inversors no poden evitar el risc sistemàtic. Els inversors exigeixen una rendibilitat a canvi d'aquest risc ja que no poden evitar-lo mitjançant la diversificació.

El mètode més habitual de càlcul del cost dels fons propis és la utilització del Model de Valoració d'Actius de Capital. Aquest model es defineix com:

$$\text{Cost dels fons propis} = R_f + (\beta \times (R_m - R_f)) \quad [7]$$

Així, els inversors exigeixen una rendibilitat a canvi del risc sistemàtic associat amb una acció (mesurada per la seva variabilitat en comparació del mercat) superior a la rendibilitat exigida a una inversió sense risc. La beta mesura la correlació entre la volatilitat d'una acció concreta i la volatilitat del conjunt del mercat.

La beta és una mesura estadística de la variabilitat del preu de l'acció d'una companyia en relació amb el conjunt del mercat borsari. Beta es calcula restant el canvi percentual en una acció o una cartera del canvi percentual en el mercat (normalment, definit per un índex). Així, un beta d'un (1) implica que una acció es mou exactament com el mercat. Si s'aplica un beta d'u (1) al Model de Valoració d'Actius de Capital s'obté una prima per sobre de la taxa sense risc igual a la prima mitjana de la renda variable. Un beta més elevat (inferior) dóna com a resultat una rendibilitat exigida superior (inferior). La majoria dels betas se situen entre 0,1 i 2,0, encara que també és possible que siguin nombres negatius o més alts.

La prima de risc té dos components: la prima de risc inherent als actius del negoci i el risc associat al palanquejament aplicat a aquests actius. El

risc del negoci, el risc sistemàtic dels fluxos de caixa que no té en compte com es finança el negoci, reflecteix, entre altres coses, el palanquejament operatiu del negoci (costos fixos enfront de variables).

$$\text{Cost dels fons propis} = R_f + (\text{Prima de risc del negoci} + \text{Prima de risc financer}) / (\beta \times \text{prima de risc del mercat}) \quad [8]$$

2.6.1.2. Palanquejament i despalanquejament de beta

Un beta observada (que inclogui els efectes del palanquejament) ha de despalanquejar-se per a obtenir un beta de l'actiu o beta despalanquejat. Això elimina l'efecte de l'estructura de capital en una empresa. Aquest nombre despalanquejat pot ser palanquejat de nou per a reflectir un nivell de deute esperat o objectiu. I aquesta beta palanquejada es torna a utilitzar en la fórmula del Model de Valoració d'Actius de Capital.

Els emprèstits creen palanquejament financer que impulsa el beta dels fons propis o les accions ordinàries de les companyies per sobre del beta dels seus actius. Per això, hem de despalanquejar el beta.

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

β_a = La beta de l'actiu o despalanquejada del negoci

β_e = La beta dels fons propis o palanquejat (que reflecteix el risc del negoci i sistemàtic observat en els moviments del preu de l'acció)

D = Valor de mercat del deute (sol indicar-se el valor comptable com a valor aproximat)

t = Tipus impositiu marginal

A continuació, palanquegem de nou el beta utilitzant una estructura de capital òptima tal com ho defineixen els paràmetres del sector o les expectatives de l'equip de gestió.

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

2.6.1.3. Càlcul de la β basat en dades històriques

El fet d'utilitzar l'historial de resultats de la renda variable per a obtenir una prima de risc parteix de la hipòtesi que les rendibilitats passades del mercat constitueixen la millor indicació de la prima que els inversors exigiran per sobre de la taxa sense risc per a les inversions futures.

En calcular una mitjana aritmètica o geomètrica de les primes de risc passades, aquest mètode sol considerar-se objectiu ja que els seus resultats són fàcilment observables. No obstant això, l'elecció de l'horitzó de temps de l'historial és bastant subjectiva ja que resulta difícil saber quin període passat ofereix el millor càlcul per a les primes futures.

En buscar la prima sobre la taxa sense risc per a una inversió a llarg termini, sol utilitzar-se un llarg termini (per exemple, bons o obligacions de l'Estat a 10 anys) com a valor aproximat per a la taxa sense risc. Aquests bons tenen en compte les expectatives d'inflació, són menys volàtils i estan menys subjectes als moviments del mercat borsari que les lletres a curt termini, i la seva compravenda és activa.

2.6.1.4. Càlcul de la β basat en dades previstes

En lloc de suposar que els mercats de renda variable d'ahir se semblaran als de demà, es pot calcular la prima del mercat prevista fent un esforç per comptabilitzar els canvis estructurals en els mercats de renda variable. L'objectiu de calcular aquesta prima és modificar o substituir les dades històriques per a tenir en compte el coneixement actual i les expectatives futures.

Per a obtenir una dada de cara al futur, es resta una taxa sense risc prevista a una rendibilitat del mercat prevista. Les taxes sense risc actuals solen considerar-se un indicador de les taxes sense risc futures, ja que la corba de rendibilitat de valors del Tresor influeix en aquestes expectatives. A més, aquestes taxes a llarg termini poden bloquejar-se avui i realitzar-se més endavant. Igual que succeeix amb l'historial de les primes, sol utilitzar-se el llarg termini (paper de l'Estat a 10 anys) com a valor més aproximat per a la taxa sense risc.

Realitzar una previsió de la rendibilitat del mercat és una cosa molt més subjectiva. Normalment, s'aplica al mercat borsari un enfocament de valoració de renda fixa. Així, es pot obtenir la taxa de descompte que equipara el preu de mercat actual amb les projeccions dels analistes quant al creixement dels dividendes i els repartiments a perpetuïtat. Aquesta taxa de descompte és la rendibilitat esperada del mercat.

3. Cas pràctic

3.1. *El sector de la distribució alimentària a Espanya*

3.1.1. CARACTERÍSTIQUES GENERALS

La principal característica de l'entorn competitiu en el sector de la distribució espanyola és la regionalització. El nivell de concentració del sector de distribució alimentària a Espanya és molt inferior al d'altres mercats europeus, on més del 75% de la superfície de venda del mercat es concentra en molt poques empreses. No obstant això, al costat de les grans multinacionals del sector, hi trobem líders regionals amb una forta presència local i nivells de rendibilitat acceptables, gràcies a quotes de mercat relativament protegides.

Malgrat les operacions corporatives realitzades en els últims anys, el sector de distribució alimentària a Espanya, especialment en el format de proximitat, es troba en plena fase de consolidació, i existeix encara un univers fragmentat d'operadors regionals o locals. De fet, els cinc primers grups de distribució del format de supermercats arriben a una quota de mercat conjunta al voltant del 40%, molt inferior al nivell de concentració d'altres formats com hipermercats, en el qual els tres primers grups representen un 78% i en el segment de descompte en què només els tres primers sumen el 96%.

Aquest procés de consolidació, on Supermercats XX, S.A. és un dels operadors més actius, s'ha vist estimulat per un augment significatiu de la intensitat de capital (inversió per metre quadrat) motivat per l'escassetat de sòl, especialment en ubicacions urbanes amb preus més elevats, una major sofisticació de les botigues (sistemes informàtics més complexos, cadena de fred i totes les millores derivades de la cadena de subministrament a botigues) i l'augment de la competència.

Actualment es pot afirmar que en el sector de distribució alimentària a Espanya encara conviuen tant formats tradicionals com moderns. Entre els canals tradicionals es troben les botigues convencionals i els autoserveis, que han vist disminuir de forma progressiva la seva quota de mercat en favor dels canals moderns, especialment el supermercat de proximitat. Entre els canals moderns cal destacar:

- **Hipermercats:** Establiments amb una superfície que oscil·la entre els 4.000 m² i els 10.000 m², i que requereixen una major inversió en la posada en marxa que els altres formats. Inclouen un major assor-

timent, especialment en seccions de no alimentació (basar, tèxtil, electrodomèstics, automòbil, etc). A més, per la seva grandària i serveis, poden atraure clients més enllà de la seva zona d'influència directa.

- **Supermercats:** La seva superfície varia des dels 400 m² als 4.000 m², amb una amplitud i profunditat d'assortiment creixent en proporció a la seva grandària. Els supermercats segueixen concentrant la major quota de mercat (un 45% de la superfície de venda total) i els majors nivells de creixement gràcies a la creixent professionalització dels equips directius, l'ús d'eines de gestió més sofisticades, les millores substancials en la cadena del valor, la competitivitat en preu i una àmplia oferta de productes, que han produït un desenvolupament notable de l'oferta comercial del format supermercat a Espanya. Aquesta categoria és molt heterogènia en termes de grandària i assortiment, i comprenen des dels supermercats petits (fins a 700 m²) que atreuen fonamentalment clients de la seva zona d'influència, fins als establiments que competeixen en clientela, ubicacions i assortiment amb els hipermercats.
- **Botigues de descompte:** Amb una superfície de grandària mitjana i petita, basen el seu argument de venda en uns preus baixos recolzats en uns serveis mínims, un assortiment reduït i elevada presència de marques pròpies o de segona línia. Aquest format ha tingut creixements significatius en els últims anys i es troba molt concentrat en pocs operadors.

3.1.2. EVOLUCIÓ RECENT DEL SECTOR

La situació del sector de distribució alimentària a Espanya ha canviat radicalment en els últims set anys arran de la transformació de l'oferta i serveis del format de proximitat, així com canvis en la legislació del comerç minorista.

A mitjans dels noranta, la Llei d'ordenació del comerç minorista va prohibir la «venda a pèrdues». Fins a l'aparició d'aquesta llei, una proporció molt significativa de les vendes dels hipermercats provenia de productes d'alt consum, venuts amb marge brut negatiu.

Aquests productes es concentraven en una petita part de l'assortiment (whiskys, detergents, coles) que representava una proporció molt significativa de les vendes totals. La venda a pèrdues era una estratègia clau dels hipermercats, que permetia generar un enorme tràfic en les botigues,

incloent molts petits operadors atrets per uns preus inassolibles per a ells.

A més, va accentuar potser encara més les diferències entre supermercats i hipermercats, en distorsionar l'equilibri tradicional entre proximitat (comoditat) i assortiment (elecció).

La nova legislació va tenir conseqüències visibles en el sector:

- **A curt termini**, va provocar una forta caiguda dels volums de venda dels hipermercats (5%-6% en productes de gran consum i fins al 30% en algunes categories) i d'altra banda un augment dels marges bruts (entre 1-2%). En qualsevol cas, el nombre de clients va baixar significativament en aquest format, que ha anat perdent progressivament quota de mercat al llarg dels últims set anys.
- **A llarg termini**, s'ha produït un canvi estructural en el sector, ja que va permetre al format de proximitat recuperar el seu atractiu i tornar a competir amb els hipermercats. Com a conseqüència, el sector d'hipermercats a Espanya ha deixat de ser un format de creixement i ha entrat en un període d'estancament. Els límits a les noves obertures d'hipermercats i l'augment de la competència han provocat una ralentització del creixement, a més d'una baixada significativa de les vendes per metre quadrat. Des d'aleshores, la pèrdua de quota s'ha situat prop d'un 4%. El creixement de la sala de vendes en el format d'hipermercats s'ha alentit des de nivells del 15% a principis dels noranta, fins a nivells de creixement del 2%-3% en els últims anys. En el quadre següent s'aprecia com l'alentiment del creixement dels hipermercats ha estat aprofitada pel format supermercat, que al llarg dels últims sis anys ha mantingut taxes de creixement de l'espai de vendes d'entre el 7-9%, taxa que s'espera que es mantingui en els pròxims anys. Dins d'aquest entorn regulatori, cadascun dels diferents formats ha seguit diferents estratègies amb l'objectiu de maximitzar el valor del negoci:

3.1.3. ENTORN LEGAL

L'entorn legal del sector de distribució alimentària presenta actualment una clara dicotomia entre l'Administració Central i les Comunitats Autònomes. D'una banda, l'Administració Central està intentant potenciar una certa liberalització del sector, especialment en el referit a horaris comercials, encara que la seva implementació final l'han de fer les diferents Co-

munitats Autònomes. D'altra banda, les Comunitats Autònomes entenen que l'actual marc normatiu de 1996, que permet uns horaris d'obertura de noranta hores setmanals, és suficient.

Pel que fa a noves obertures, la Llei d'ordenació del comerç minorista estableix la necessitat d'una segona llicència (aplicada fins ara al concepte de gran establiment: aquells amb una superfície de venda superior als 2.500 m²), que concedeix Comunitat Autònoma en virtut de raons d'equipament i d'ordenació urbanística comercial.

La majoria de les Comunitats Autònomes estan aplicant polítiques intervencionistes, reduint la superfície sobre la base de considerar l'establiment com «gran superfície», i emprant instruments restringits d'ordenació de política territorial. En general, qualsevol enduriment de la legislació sobre obertures, acceleraria el procés de consolidació en el sector i beneficiarà els operadors com supermercats que ja compten amb massa crítica a les zones més importants com la Comunitat de Madrid i Catalunya.

Finalment, encara que podrien esperar-se petits canvis referent a terminis de pagament als proveïdors (major exigibilitat en el seu compliment) no es preveu un canvi significatiu en el «status quo» existent en el sector.

3.2. Supermercats XX, S.A.

3.2.1. LA COMPANYIA

Supermercats XX, S.A. és una de les companyies capdavanteres en el sector de distribució alimentària a Espanya i s'ha consolidat com una de les companyies de referència del format supermercat dins d'aquest sector.

Al llarg dels seus més de quaranta anys de trajectòria, Supermercats XX, S.A. s'ha consolidat com un dels operadors de referència en el format supermercat i ha estat pioner a ampliar la gamma de serveis de la distribució alimentària a Espanya.

Des dels seus orígens, l'expansió ha estat basada en una combinació de creixement orgànic (al voltant del 45% de la sala total de vendes) i extern (al voltant del 55%).

Pel que fa al creixement orgànic, la companyia ha implementat una política molt activa de recerca de bones ubicacions amb una dimensió mínima de 700 m² i en zones geogràfiques d'interès on Supermercats XX, S.A. compta amb massa crítica.

A la seva estratègia de creixement via adquisicions intensificada des dels últims deu anys, la companyia haurà incorporat a través de més de 30

adquisicions un total superior a 370 establiments, equivalents a 370.000 m² de superfície de vendes.

Un atractiu pla de negoci

L'evolució de la companyia en els pròxims cinc anys serà una continuació del model de creixement desenvolupat per Supermercats XX, S.A. fins a la data, basat tant en possibles adquisicions estratègiques com en obertures de nous establiments. En el pla de negoci facilitat en aquest document només s'han quantificat les obertures d'establiments, és a dir, només el creixement orgànic esperat de Supermercats XX, S.A. per als pròxims cinc anys.

El pla de negoci consolidat per als pròxims cinc anys estima que les vendes i l'EBITDA creixeran un 8.6% i 8.9% respectivament. L'activitat de distribució representa al voltant d'un 95% de la xifra de negocis i aporta un 97% de l'EBITDA consolidat, si bé aquesta activitat es beneficia del volum de negoci induït pels descomptes oferts per l'activitat d'estacions de servei als seus consumidors en forma de descomptes en la compra en supermercats, la qual cosa repercuteix negativament en els nivells de rendibilitat de les gasolineres.

Les xifres de Supermercats XX, S.A. per als pròxims cinc anys en l'activitat de la distribució estan basades únicament en un creixement orgànic que suposarà més de 200 obertures de botigues durant el període contemplat. Per això, s'espera que la xifra de negocis i l'EBITDA creixin a una taxa anual de creixement compost de 8.2% i 8.6% respectivament. Les hipòtesis de creixement de venda comparable i els nivells de rendibilitat estimats són conservadors i consistents amb el creixement històric de Supermercats XX, S.A.

Els accionistes de Supermercats XX, S.A. estan actualment analitzant una ampliació de capital que els permeti continuar amb el seu projecte de creixement per a consolidar-se com el millor operador estatal de supermercats, mantenint al mateix temps una saludable posició financera. Conseqüentment, els accionistes estan considerant obrir el capital a un inversor financer interessat a prendre una participació minoritària en la companyia que li permeti formar part del projecte capdavanter de consolidació estatal en el sector.

Els fons aportats a través de l'ampliació de capital es destinarien de forma immediata al finançament de futures adquisicions.

3.2.2. PLA DE NEGOCI DE SUPERMERCATS XX, S.A.

3.2.2.1. Anàlisi compte de resultats proforma any 1

A continuació es realitza una anàlisi comparativa del pressupost de Supermercats XX, S.A. per a l'any 1, en el qual no s'han tingut en compte les adquisicions, amb un compte de resultats proforma que assumeix les adquisicions des de l'1 de gener del 1er. any. A més, s'han considerat unes sinergies de 18 milions d'euros sobre la base d'estalvis per igualació de les plantilles i per la millora de les condicions de compra en incrementar-se els volums de negoci en aproximadament 450 milions d'euros. S'han considerat sinergies derivades per estalvis en l'estructura de costos fixos.

Pel que fa al finançament de les adquisicions, cal assumir un endeutament addicional de 360 milions d'euros incloent el deute existent d'aquestes adquisicions, dels quals 180 milions corresponen a avals bancaris com garantia de l'ajornament del pagament.

Aquest endeutament serà finançat parcialment amb l'entrada en el capital d'un inversor financer. La incorporació de les adquisicions suposa un empitjorament del marge comercial, perquè té uns nivells de rendibilitat significativament inferiors a Supermercats XX, S.A. No obstant això, a nivell d'EBITDA, l'efecte és el contrari pels estalvis en cost d'estructura en incrementar la xifra de negoci de la companyia en un 23%. El fons de comerç resultant de l'adquisició i les obertures previstes a l'any 1, augmenten substancialment la partida d'amortitzacions i fan que el marge a nivell d'EBIT entre el proforma i el pressupost siguin iguals.

Per a ser consistents amb els exercicis posteriors, el pla de negoci de Supermercats XX, S.A. per als pròxims cinc anys s'ha construït a partir del proforma any 1 i no inclou cap adquisició, de manera que tot el creixement esperat és orgànic i resulta de l'obertura de nous establiments.

3.2.2.2. Hipòtesis generals

El pla de negoci de la companyia per als propers cinc anys s'ha realitzat sota les següents hipòtesis generals:

- **Entorn macroeconòmic:** La companyia considera unes taxes de creixement econòmic moderades a llarg termini al voltant del 2-2,5%, donat el grau de maduresa a què ha arribat l'economia espanyola. Igualment, es consideren escenaris d'inflació a llarg termini del 2% i tipus d'interès consistents amb els paràmetres econòmics assumits. També es contempla una convergència de les principals variables macroeconòmiques cap a la mitjana europea a llarg termini.

- **Entorn sectorial:** Supermercats XX, S.A. no espera canvis legislatius ni competitiu substancials en els pròxims anys.
- **Creixement orgànic:** El pla de negoci se centra exclusivament en creixement orgànic.
- **Període de maduració:** Supermercats XX, S.A. assumeix que el període mitjà de maduració de la botiga nova és de quatre anys, és a dir, transcorren quatre anys fins que l'establiment ha arribat al 100% de potencial de vendes estimat.
- **Període de maduració dels establiments**

Període	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4
% venda vs. objectiu	70%	75%	90%	100%

venda/m²

- **Inversions:** Supermercats XX, S.A. no ha assumit cap inversió significativa en els pròxims cinc anys. Les inversions es limiten principalment a ampliar i millorar el parc de botigues a través d'obertures i millores.
- **Endeutament:** El creixement de la xifra de negocis està basada exclusivament en creixement orgànic que és finançat íntegrament pel *cash flow* generat. En el pla de negoci no s'ha previst cap repartiment de dividendes ni inversions extraordinàries que requereixin endeutament addicional per a la companyia.
- **Fons de maniobra:** Si bé el pla de negoci assumeix una lleu millora en el nivell d'inventaris derivats de les importants inversions realitzades en sistemes d'informació, d'altra banda, s'han assumit canvis a les condicions generals amb els proveïdors que es traduiran en reinversions en preus, a pesar que l'augment en la xifra de negocis de Supermercats XX, S.A. l'ajudarà a millorar el marge comercial.

El pla de negoci consolidat per als pròxims cinc anys estima que les vendes i l'EBITDA creixeran un 8.6% i 8.9% respectivament. L'activitat de distribució representa al voltant d'un 95% de la xifra de negocis i aporta un 97% de l'EBITDA consolidat, si bé aquesta activitat es beneficia del volum de negoci induït pels descomptes oferts per l'activitat d'estacions de servei als seus consumidors en forma de descomptes en la compra en supermercats, la qual cosa repercuteix negativament en els nivells de rendibilitat de les gasolineres.

Les xifres del negoci de distribució de Supermercats XX, S.A. per als pròxims cinc anys estan basades únicament en un creixement orgànic que

suposarà més de 200 obertures de botigues durant el període contemplat pel que s'espera que la xifra de negocis de l'EBITDA creixin a una taxa anual de creixement compost de 8% i 9% respectivament. Les hipòtesis de creixement de venda comparable i els nivells de rendibilitat estimats són conservadors i consistents amb el creixement històric de Supermercats XX, S.A. Encara que no s'hagi considerat cap adquisició en els pròxims anys, la companyia està analitzant diferents oportunitats estratègiques que es podrien considerar en un futur pròxim.

3.2.2.3. Previsió de vendes

La xifra de negocis de distribució alimentària creixerà a una taxa de creixement anual composta de 8,2% al llarg dels pròxims cinc anys (any 1 - any 5), basat únicament en creixement orgànic, on s'espera portar a terme l'obertura de més de 200 noves botigues durant aquest període.

El pla de negoci contempla per a l'any 1, 50 de noves. A l'any 2 i any 3 la companyia estima un total de 45 obertures per any. El ritme d'obertures s'alenteix a partir de l'any 3, assumint que les condicions per a obrir nous establiments poguessin endurir-se en un futur pròxim.

Pel que fa a l'evolució de la venda de superfície comparable, la companyia assumeix un creixement del 2%, en línia amb la inflació en els territoris on el negoci de Supermercats XX, S.A. arriba a un major grau de maduresa (Catalunya i Balears). Per a la resta de regions on Supermercats XX, S.A. està present des de fa poc temps, la companyia estima un creixement del 3% anual.

3.2.2.4. Previsió marge comercial

En relació amb la millora del marge comercial, Supermercats XX, S.A. espera una millora anual de l'ordre de 10- 20 punts bàsics sobre la xifra de vendes. Aquestes millores deriven, d'una banda, de l'augment del volum de vendes i de les conseqüents sinergies obtingudes en la negociació amb proveïdors, i per una altra, de la millora en el *mix* de vendes, cada vegada amb una major proporció de producte fresc i de marca pròpia.

3.2.2.5. Previsió despeses operatives

3.2.2.5.1. Personal

Supermercats XX, S.A. espera que les despeses de personal creixin per sobre de la inflació (almenys 1,5 punts). És una de les variables clau del pla de negoci.

3.2.2.5.2. Lloguers

Els lloguers reflecteixen un augment moderat en la intensitat de capital com a conseqüència de la major dificultat per a trobar bones ubicacions i el major preu pagat per aquestes. La companyia assumeix que les noves bones ubicacions tindran un lloguer al voltant del 5% de la venda neta, de manera que s'espera un creixement progressiu dels lloguers com a percentatge de vendes. La companyia és conscient d'aquest fet, ha augmentat progressivament aquesta línia i l'ha estabilitzada en un 4,2% de les vendes netes en el període any 2 - any 5. A l'any 1 i any 2, les adquisicions desvirtuen significativament l'evolució normal dels lloguers.

3.2.2.5.3. Despeses de màrqueting

Pel que fa a les despeses de màrqueting, Supermercats XX, S.A. ha mantingut la despesa en funció del volum de vendes (1,4% de les vendes) amb un moderat efecte de palanquejament pel significatiu augment del volum de venda.

3.2.2.5.4. Altres despeses operatives

Pel que fa a les despeses d'estructura i logística, la companyia manté com una de les seves prioritats el control de les possibles desviacions resultants de duplicitats de costos com a resultat de les integracions de les companyies adquirides. Supermercats XX, S. A. assumeix que existiran unes sinergies d'estructura per efecte del nou volum de vendes, i que les despeses d'estructura i logística es diluiran des del 5,2% fins a nivells inferiors al 5% de la xifra de vendes. Les recents inversions en logística i sistemes d'informació, ajudaran a reduir les despeses en l'estructura de costos de Supermercats XX, S.A. durant els pròxims cinc anys.

3.2.2.6. Previsió EBITDA

Al llarg dels pròxims cinc anys l'EBITDA del negoci de la distribució alimentària, creixerà a una taxa de creixement anual compost del 9%. L'EBITDA proforma esperat l'any 1 augmentarà gairebé un 40% en l'any 5 fins a arribar als 251 milions d'euros. El marge proforma d'EBITDA se situarà per sobre del 7% i es mantindrà en el 7,5% a partir de l'any 3 com a conseqüència de la millora del marge comercial i per l'estalvi en despeses d'estructura a mesura que creix el volum de vendes de Supermercats XX, S.A.

3.2.2.7. Amortitzacions previstes

Les amortitzacions d'immobilitzat (3-3.5%) reflecteixen l'augment marginal en el parc de botigues, les noves inversions en equips informàtics i l'engegada de la plataforma logística.

3.2.2.8. EBIT previst

Al llarg dels pròxims cinc anys, l'EBIT de Supermercats XX, S.A. referent al negoci de la distribució alimentària creixerà una taxa de l'11% fins a arribar als 102 milions d'euros l'any 5. El resultat d'explotació després d'amortitzacions i abans de despeses financeres i impostos es mantindrà estable al voltant del 3% de les vendes, a causa de l'alta amortització de l'immobilitzat, principalment a causa del significatiu volum d'inversions en obertures i reformes escomeses en els tres primers anys (4-5% de la xifra de vendes) i a l'amortització del fons de comerç generat amb les últimes adquisicions (al voltant de 1% de la xifra de vendes).

3.2.2.9. Fons de maniobra previst

Supermercats XX, S.A. manté un nivell de rotació d'estocs al voltant de 35 dies que preveu reduir en 5 dies en els pròxims 2 anys com a conseqüència de la inversió en sistemes d'informació i gestió d'inventaris. Aquesta reducció d'inventari serà un efecte conjunt de la centralització d'operacions logístiques, el redisseny de l'assortiment i la racionalització de la cadena de subministrament. La inversió necessària per a portar a terme aquesta reducció d'estocs serà finançada per la millora del fons de maniobra durant aquest mateix període de temps.

Pel que fa el passiu circulant, el termini mitjà de pagament a proveïdors està entre 55 i 60 dies, cosa que permet a Supermercats XX, S.A. beneficiar-se de molt bones condicions. En general, la companyia compta amb 20-25 dies de venda de finançament de proveïdors, cosa que es mantindrà en els pròxims cinc anys (al voltant d'un 5-6% de la xifra de vendes).

3.2.2.10. Pla d'inversions previst

Les inversions de Supermercats XX, S.A. (4% de la xifra de vendes aproximadament) es destinen principalment al parc de botigues, ja sigui en les obertures o en la reforma dels establiments.

Pel que fa a la botiga nova, les inversions se centren únicament en mobiliari i instal·lacions. La intensitat de capital en el període any 1-any 5 hauria de tendir a descendir lleugerament a causa del major grandària de les obertures que proporcionalment dilueixen la inversió requerida per botiga

(d'ordre de l'1% a l'any), si bé aquesta hipòtesi no ha estat contemplada per la companyia en el seu pla de negoci.

La inversió en manteniment (bàsicament reforma de botigues) es basa en hipòtesis de renovació completa del parc de botigues de Supermercats XX, S.A. cada quatre anys, és a dir, renovació d'unes 60-100 botigues a l'any (a causa que el parc de botigues de Supermercats XX, S.A. és bastant nou), o dedicar una inversió equivalent a l'1.5% de les vendes netes per a la renovació de botigues més altres 25 milions d'euros per any per a renovar altres elements d'immobilitzat, principalment magatzems.

El pla de centralització logística contempla inversions a Catalunya d'uns 7 milions d'euros per any per a l'any 1 i any 2, per a condicionar les plataformes existents.

3.3. Aplicació de la metodologia del DCF a la valoració de Supermercats XX, S.A.

A continuació presentem el compte de pèrdues i guanys tant a nivell històric com previsional. A nivell històric s'han triat els últims tres anys, i la projecció dels quatre següents. A l'última columna, del quadre 1, s'ha calculat la Taxa Anual de Creixement Compost. Totes les xifres presentades en els quadres següents estan expressades en milions d'euros.

SUPERMERCATS XX, S.A.								
	DADES HISTÒRIQUES			DADES PREVISTES				TACC
	200t-2	200t-1	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4	
Vendes								
Distribució	1.717	2.067	2.435	2.724	2.954	3.138	3.315	8,0%
Venda no Comparabla	208	399	589	263	124	93	93	
Venda Comparabla	1.509	1.668	1.846	2.461	2.830	3.045	3.222	
Serveis	0	0	0	0	0	0	0	
E-business	11	19	26	26	27	27	28	1,9%
Altres	2	2	2	2	2	2	2	0,0%
Total vendes	1.730	2.088	2.463	2.752	2.983	3.167	3.345	8,0%
% increment		20,7%	17,9%	11,7%	8,4%	6,2%	5,6%	
Cost de vendes comercial	1.475	1.783	2.031	2.266	2.453	2.601	2.743	7,8%
Benefici brut comercial	255	305	432	486	530	566	602	8,6%
Marge brut comercial (%)	14,7%	14,6%	17,5%	17,7%	17,8%	17,9%	18,0%	
Millores, pèrdues i altres ajustaments								
Millores comercials	0	0	17	25	26	27	28	13,3%
Millora marge comercial (%)	0,0%	0,0%	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	
Pèrdues comercials	0	0	-52	-57	-59	-58	-56	1,9%
Pèrdues marge comercial (%)	0,0%	0,0%	-2,1%	-2,1%	-2,0%	-1,8%	-1,7%	

Ràpels	63	69	115	128	138	146	154	7,6%
<i>Ràpels (%)</i>	3,6%	3,3%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	
Publicitat	107	141	186	210	229	244	259	8,6%
<i>Publicitat (%)</i>	6,2%	6,8%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	
Central de compres	42	57	66	74	81	87	92	8,7%
<i>Central de compres (%)</i>	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	
Confirming	6	7	11	12	13	14	15	8,1%
<i>Confirming (%)</i>	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Descomptes	-16	-18	-24	-27	-30	-32	-34	9,1%
<i>Descomptes (%)</i>	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Marge brut (pre-sinergies comercials)	457	561	751	851	928	994	1.060	9,0%
<i>Marge brut (pre-sinergies comercials) (%)</i>	26,4%	26,9%	30,5%	30,9%	31,1%	31,4%	31,7%	
Sinergies comercials			17	18,3	19,1	19,9	20,5	
Marge brut (post-sinergies comercials)	457	561	768	869	947	1.014	1.081	8,9%
<i>Marge brut (post-sinergies comercials) (%)</i>	26,4%	26,9%	31,2%	31,6%	31,7%	32,0%	32,3%	
Despeses de personal								
Tenda	172	216	270	290	306	323	340	
Estructura	19	25	28	29	29	30	30	
Magatzems	0	0	23	24	25	25	26	
Total despeses de personal	191	241	321	343	360	378	396	5,4%
<i>% sobre vendes</i>	11,0%	11,5%	13,0%	12,5%	12,1%	11,9%	11,8%	
Despeses lloguers	58	76	85	110	123	130	138	12,9%
<i>% sobre vendes</i>	3,4%	3,6%	3,5%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	
Desp. logístiques	34	53,5	36,9	35,8	38,8	41,2	43,5	4,2%
<i>% sobre vendes</i>	2,0%	2,6%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Despeses de màrqueting	23,1	26,8	36,9	44	47,7	50,7	53,5	9,7%
<i>% sobre vendes</i>	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Altres despeses	61,2	94,8	99,4	100	108,9	116	122,4	5,3%
<i>% sobre vendes</i>	3,5%	4,5%	4,0%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	
EBITDA (pre-sinergies d'estructura)	90	69	189	237	269	298	327	14,7%
<i>EBITDA (pre-sinergies d'estructura) (%)</i>	5,2%	3,3%	7,7%	8,6%	9,0%	9,4%	9,8%	
Sinergies d'estructura			10	11	11	12	12	
EBITDA (post-sinergies d'estructura)	90	69	199	248	280	310	339	14,3%
<i>EBITDA (post-sinergies d'estructura) (%)</i>	5,2%	3,3%	8,1%	9,0%	9,4%	9,8%	10,1%	
Depreciacions			-46,6	-54,1	-56,5	-58,9	-65,3	
Amortitzacions			-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-4,9	
Fons de Comerç			-18,1	-18,1	-18,1	-18,1	-18,1	
Fons de Comerç pròxima adquisició			-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	
EBIT			114	155	185	213	236	19,9%
<i>Marge (%)</i>			4,6%	5,6%	6,2%	6,7%	7,1%	
Amortització despeses d'establiment			-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	
Despeses a distribuir en diversos exercicis			-0,8	-0,9	-0,9	-1	-1	
Ingressos a distribuir en diversos exercicis			0,9	1	1,1	1,1	1,2	
Dotació a la provisió per a riscos i despeses			-5,1	-5,7	-6,2	-6,6	-6,9	
PBT			106	147	176	204	227	
Impostos			-36,7	-51,3	-61,6	-70,9	-78,8	
Benefici Net			70	96	115	133	148	

En el quadre 2, es presenta el balanç de l'empresa tant a nivell històric com previsional.

SUPERMERCATS XX, S. A.

ACTIU	DADES HISTÒRIQUES		DADES PREVISTES					
	200t-1	Ajustes	200t-1 PF	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4
	Immobilitzat							
Despeses d'establiment	14,5		14,5	11,6	8,7	5,8	2,9	0,0
Immobilitzat immaterial	217,7		217,7	201,3	184,8	168,3	151,8	135,9
Immobilitzat material	366,0		366,0	435,9	495,4	540,2	585,3	626,6
Immobilitzat financer	14,5		14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Total immobilitzat	612,7		612,7	663,3	703,4	728,8	754,5	777,0
F. Comerç de Consolidació	141,4		141,4	134,3	127,3	120,2	113,1	106,1
F. Comerç de Consolidació nova adquisició	290,0		290,0	275,5	261,0	246,5	232,0	217,5
Despeses a distribuir en diversos exercicis	1,3		1,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Actiu circulat	425,4		425,4	466,9	497,0	541,6	495,0	468,8
Existències	225,4		225,4	251,7	280,9	303,9	322,3	339,9
Deutors	49,9		49,9	42,1	47,2	51,2	54,3	57,6
Clients per vendes i prestacions de serveis	4,9		4,9	4,5	5,1	5,5	5,8	6,2
Empreses vinculades deutores	0,3		0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Deutors diversos	26,4		26,4	21,5	24,0	26,0	27,6	29,2
Administracions públiques	19,0		19,0	16,5	18,4	20,0	21,2	22,4
Provisions	-0,7		-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Inversions financeres temporals	2,9		2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Tresoreria	145,3		145,3	169,1	164,8	182,3	114,1	66,9
Ajustaments periodificació d'actius	1,9		1,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
TOTAL ACTIU	1.470,8		1.470,8	1.540,8	1.589,6	1.638,0	1.595,6	1.570,4
PASSIU								
Fons propis	159,9		159,9	228,1	323,3	437,7	569,4	715,7
Capital subscrit	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
Altres reserves	120,4		120,4	134,5	202,7	297,9	412,3	544,0
Reserves en Societats Consolidades	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pèrdues i guanys	14,1		14,1	68,2	95,2	114,4	131,7	146,3
Minoritaris	0,1		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ingressos a distribuir en diversos exercicis	1,5		1,5	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Provisions per a riscos i despeses	8,7		8,7	5,1	5,7	6,2	6,6	6,9
Creditors a llarg termini	458,7		757,5	753,0	613,9	474,9	242,3	9,9
Deute d'adquisició	324,1	421,4	745,5	745,5	605,7	466,0	233,0	0,0
Deutes amb entitats de crèdit a l/t	122,6	-122,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fiances i dipòsits rebuts a l/t	1,0		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Administracions públiques	7,8		7,8	4,6	5,1	5,6	5,9	6,3
Altres creditors a l/t	3,2		3,2	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6
Creditors a curt termini	841,9		543,1	553,6	645,6	718,0	776,1	836,6
Deutes amb entitats de crèdit a c/t	298,8	-298,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6
Deutes amb empreses vinculades	0,1		0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Creditors comercials	420,5		420,5	435,3	495,2	552,4	593,2	622,4
Altres deutes no comercials	122,5		122,5	118,2	150,3	165,4	182,7	209,4
Creditors immobilitzat	31,8		31,8	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Administracions públiques	30,9		30,9	39,8	53,7	59,6	67,1	69,3
Altres deutes	59,8		59,8	74,1	92,2	101,4	111,2	135,7
TOTAL PASSIU	1.470,8		1.470,8	1.540,8	1.589,6	1.638,0	1.595,6	1.570,4

En el quadre 3 es procedeix al càlcul dels diferents fluxos de caixa tant operatiu, d'activitats d'inversió i de finançament del període 200t – 200t+4.

	200t	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4
CASH FLOW OPERATIU					
Benefici net de la Companyia	68,2	95,2	114,4	131,7	146,3
+ Depreciació	46,6	54,1	56,5	58,9	65,3
+ Amortització	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9
+ Amortització del fons de comerç	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
+ Amortització de despeses d'establiment	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
– Increment de despeses a distribuir en diversos exercicis (exercici)	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
+ Cancel·lació despeses a distribuir en diversos exercicis (exercici anterior)	1,3	0,8	0,9	0,9	1,0
+ Increment d'ingressos a distribuir en diversos exercicis (exercici)	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
– Cancel·lació ingressos a distribuir en diversos exercicis (exercici anterior)	-1,5	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
+ Provisió per a riscos i despeses	-3,6	0,6	0,5	0,4	0,4
– Augment / + Disminució del Fons de Maniobra	9,7	28,8	22,7	18,3	17,5
– Augment / + Disminució ajustaments per periodificació d'actius	0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
+ Augment / – Disminució d'Administracions públiques a llarg termini	-3,2	0,5	0,4	0,3	0,3
+ Augment / – Disminució d'altres creditors a llarg termini	-1,3	0,2	0,2	0,2	0,1
+ Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
– Augment / + Disminució del Fons de Maniobra	9,7	28,8	22,9	18,3	17,5
– Augment / + Disminució altres actius a curt termini					
Cash Flow Operatiu	167,7	249,0	258,5	268,8	287,8
CASH FLOW ACTIVITATS D'INVERSIÓ					
Capex	-116,5	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7
Inversions en actius intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversions en immobilitzat financer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversions en actius financers a curt termini	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversions en actius financers a llarg termini	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Creditors d'immobilitzat	-27,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow d'activitats d'inversió	-143,9	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7
CASH FLOW DISPONIBLE (o REQUERIT)					
	23,8	135,5	157,3	164,8	181,1
CASH FLOW ACTIVITATS DE FINANÇAMENT					
Emisió (repagament) de deute financer a curt termini	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7
Emisió (repagament) de deute financer a llarg termini	0,0	-139,8	-139,8	-233,0	-233,0
Emisió d'accions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagament dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow de les activitats de finançament	0,0	-139,8	-139,8	-233,0	-228,3
Tresoreria a principi de l'exercici	145,3	169,1	164,8	182,3	114,1
Variació de la tresoreria en l'exercici	23,8	-3,4	17,5	-68,2	-47,2
Tresoreria a finals de l'exercici	169,1	164,8	182,3	114,1	66,9

En el següent quadre 4, es porta a terme el càlcul del cost mitjà ponderat dels recursos, per a la seva posterior aplicació com a taxa de descompte en el DCF.

Cost del deute		Cost Equity		WACC	
Cost del deute (a)	7,5%	Taxa lliure de risc (b)	4,20%	Deute / Total Capital	60%
Taxa impositiva	35%	Prima de mercat (c)	6%	Equity / Total Capital	40%
Cost del deute post-tax	4,9%	Beta de la companyia (d)	1,2%	WACC (f)	7,5%
		Cost Equity (e)	11,40%		

- (a) Font: Tipus d'endeudament a llarg termini de Supermercats XX, S. A.
- (b) Basat en el bo espanyol a 10 anys amb venciment 30/7/2013
- (c) Prima de risc de mercat
- (d) Beta repalanquejada de la mitjana d'empreses del sector de la distribució minorista cotitzades a nivell europeu
- (e) Model CAPM: Taxa lliure de risc + (Beta × Prima de risc de mercat)
- (f) Basat en Modigliani / Miller, el cost del capital mitjà ponderat és igual a (cost del deute × (deute/total capital) + (cost equity × (Equity/total capital))

Finalment en el **quadre 5**, procedim al càlcul del valor dels fons propis de l'empresa, a partir de l'actualització dels fluxos de caixa lliures trobats a partir del BAIDI sumant les amortitzacions, restant les inversions i considerant un últim flux de caixa com un *free cash flow* normalitzat, és a dir, igualant amortitzacions i inversions i considerant constant la variació de *working capital*, tot això actualitzat com una renda perpètua amb un creixement g constant que oscil·la entre l'1% i el 0,5% a una taxa WACC. Una vegada determinat el valor actual d'aquests fluxos de caixa per a cadascun dels escenaris plantejats (anàlisi de sensibilitat), és a dir, després de calcular el valor de l'empresa, li restem el deute net per a obtenir el valor dels fons propis.

	200t+1	200t+2	200t+3	200t+4	Normalitzat
BAII	155,0	184,9	212,0	234,8	267,4
Impostos	-54,2	-64,7	-74,2	-82,2	-93,6
BAIDI	100,8	120,2	137,8	152,6	173,8
+ Amortitzacions	92,1	94,5	96,9	102,9	102,9
- Inversions en actiu fix	-113,5	-101,2	-104,0	-106,7	-102,9
+ Disminució / - Augment <i>working capital</i>	28,8	22,9	18,2	17,5	17,5
Free Cash Flow	108,2	136,4	148,9	166,3	191,3
Taxa de descompte (WACC) 7,5%	Mètode creixement perpetu				
	-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	
- Deute	-745,5	-745,5	-745,5	-745,5	
+ Tresoreria	148,2	148,2	148,2	148,2	
Valor dels fons propis	1.432,6	1.537,9	1.657,2	1.793,7	
<i>Cash Flows</i> a % del total valor empresa	23,6%	22,4%	21,2%	20,0%	
Valor terminal a % del total valor empresa	76,4%	77,6%	78,8%	80,0%	

Com a resultat de l'aplicació de la metodologia del descompte de flux de caixa com a mètode per a valorar l'empresa Supermercats XX, S.A., i tenint en compte els diferents escenaris plantejats en funció de la taxa de creixement g , en el càlcul del valor actual del valor terminal, podem determinar que el valor dels fons propis d'aquesta companyia oscil·lessin entre 1.450 milions d'€ i 1.800 milions d'€.

Bibliografia

- 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. i 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. i TITMAN, S.: Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. 2003.