



Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.

Autor: Miguel Ángel Chicharro Rodríguez

Tutor: María Luisa Garayalde

Abstract: El proceso de una salida a bolsa de una empresa siempre es algo complejo. Son multitud los apartados que deben ser estudiados y valorados para que la misma sea un éxito y permita a la compañía lograr sus objetivos. En este trabajo se va a realizar un estudio en profundidad del desarrollo del proceso para la empresa Mercadona S.A., desde el planteamiento inicial del mismo y las ventajas e inconvenientes que plantea, pasando por el diseño de la operación en el seno de la empresa hasta la realización de la misma mediante la formalización de procesos con reguladores y otra serie de entidades, dedicando especial atención a la valoración objetiva de la compañía mediante diversos métodos de cálculo. Todo esto va a establecer una evaluación global de cómo sería el acceso al mercado organizado para Mercadona, tratada desde todos los aspectos clave para este mismo.

Palabras clave: Salida a bolsa; OPV, Mercadona; Valoración de empresa; Múltiplos; Descuento de flujos; PER.

ÍNDICE

1) Introducción.....	página 4
2) Historia de Mercadona.....	página 5
3) Ventajas e inconvenientes de una salida a bolsa.....	página 8
a) Ventajas.....	página 8
b) Inconvenientes.....	página 13
c) Ventajas e inconvenientes para Mercadona, S.A.....	página 15
4) Diseño de la salida a bolsa.....	página 18
a) Elección de la tipología de salida a bolsa.....	página 18
b) Elección del mercado en el que llevar a cabo la cotización.....	página 19
c) Análisis de la situación de la empresa.....	página 22
d) Situación actual del mercado.....	página 24
e) Establecimiento del “Free-float”	página 26
5) Realización de la salida a bolsa.....	página 28
a) Preparación del folleto informativo.....	página 28
b) Comunicación y aprobación de la CNMV.....	página 29
c) Fijación de plazos.....	página 31
d) Valoración de la compañía.....	página 32
e) Distribución de las acciones de la compañía.....	página 33
f) Selección y acuerdos con entidades coordinadoras.....	página 34
g) Estrategia de marketing y roadshows.....	página 36
h) Fijación de la banda de precios.....	página 38
i) Admisión a negociación de los valores en el mercado regulado.....	página 38
j) Cuadro resumen.....	página 39
6) Valoración de Mercadona, S.A.	página 40
a) Métodos estáticos de valoración.....	página 40
b) Métodos de valoración por múltiplos.....	página 44
c) Valoración mediante el descuento de flujos de caja libres.....	página 51
d) Resumen de las valoraciones.....	página 61
7) Conclusión.....	página 63
8) Bibliografía.....	página 64

1- Introducción:

En el presente trabajo se va a analizar el caso de la salida a bolsa de la empresa Mercadona. Una salida a bolsa es un proceso complejo en el cual no sólo interviene la empresa que desea entrar al mercado regulado de valores, sino que otra serie de participantes son esenciales en la operación, como pueden ser los bancos de inversión o los reguladores. Para comenzar con el estudio, en un primer momento se presentará a la compañía mediante la historia y el desarrollo que ésta misma ha tenido durante todo su periodo de vida. A continuación se enumerarán las principales ventajas e inconvenientes que conllevan las salidas a bolsa, para posteriormente centrar el foco de atención en las ventajas e inconvenientes que en particular tendría esta operación para Mercadona. Seguidamente, se van a establecer las características principales que van a dar forma a la salida a bolsa, como pueden ser el tipo de salida, el mercado donde va a realizarse, la situación del mercado o el free-float que va a establecerse. Después de esto se procederá con los requisitos de formalización de la salida a bolsa, entre los que consta la elaboración del folleto informativo, la presentación del mismo ante la CNMV, el establecimiento de los plazos para la salida a bolsa, la distribución de las acciones en los distintos tramos, la estrategia de marketing de la empresa y la fijación del precio. Para continuar, y tratado como un punto a parte debido a su extensión y complejidad, se encuentra la valoración de la compañía. En este apartado se exponen los principales métodos que son usados para la valoración de las empresas por los analistas, para posteriormente aplicar éstos mismos a Mercadona para de esta manera conseguir una valoración real y objetiva de la compañía, que permita a su vez establecer un precio de salida a bolsa para la empresa. Por último se extraerá una conclusión del estudio realizado sobre la entrada en el mercado organizado de la compañía.

2- Historia de Mercadona:

Antes de entrar a diseñar y valorar la salida a bolsa de la empresa Mercadona, es necesario conocer la historia de la compañía, su evolución en el mercado a través de los años y cómo ha ido formándose hasta convertirse en la empresa que es actualmente. Mercadona es una empresa dedicada a la distribución alimentaria en España. La sede de la empresa está localizada en Tabernes Blanques, una localidad perteneciente a la Comunidad Valenciana.

La compañía fue creada en el año 1977 por el matrimonio compuesto por Francisco Roig Ballester y Trinidad Alfonso Mocholí, y comenzó su andadura dentro del Grupo Cárnicas Roig. Este grupo cárnico fue evolucionando hacia el sector de las tiendas de ultramarinos. Tan solo cuatro años más tarde, los hijos del matrimonio Roig Ballester, Juan, Fernando, Trinidad y Amparo, junto a la mujer de Juan Roig, adquirieron la empresa Mercadona a Francisco Roig. Por aquel entonces la empresa contaba con un total de 8 empresas, con una superficie aproximada de 300 m² cada una de ellas. Comienza la andadura de Mercadona de manera independiente, con Juan Roig como director de la compañía, cargo en el que continúa actualmente. En el año 1982, se comienza a utilizar el código de barras en todas las tiendas de la empresa, siendo la compañía pionera en implantar esta medida en España. Cuatro años después, la sociedad crea una tarjeta gratuita de compra para el uso de los clientes.

Se crea un centro logístico en la localidad de Riba-roja del Turia (Valencia) en el año 1988. La principal novedad que posee este centro es la total automatización del mismo, lo que ayuda a mejorar la eficiencia, la rapidez y el control de la compañía sobre sus productos. En ese mismo año, la firma adquiere la cadena de supermercados "Superette", que contaba con 22 tiendas distribuidas en Valencia. Un año más tarde adquiere "Cesta Distribución" y "Desarrollo de Centros Comerciales", dos empresas de supermercados que le permitieron empezar a tener presencia en Madrid. En el año 1990 el matrimonio formado por Juan Roig y su esposa Hortensia María Herrero deciden comprar parte de la compañía al resto de hermanos Roig y adquieren la mayoría del capital de Mercadona. Al año siguiente la sociedad adquiere otras dos cadenas de supermercados, "Dinos" y "Super Aguilar", que le permiten seguir aumentando la cuota de mercado. Ese mismo año inicia el *Intercambio Electrónico de Datos (EDI)* con todos sus proveedores, lo que le permite seguir optimizando los procesos y la eficiencia.

En el año 1992 la empresa ya cuenta con más de 10.000 trabajadores dentro de su plantilla, además de poseer 150 establecimientos de distribución. Un año más tarde, se implanta dentro

de la compañía su política de *Siempre Precios Bajos (SPB)*, que derivaría más tarde en el *Modelo de Calidad Total*. Posteriormente Mercadona crea, en el año 1996, una serie de marcas “blancas” propias, que son Hacendado, Bosque Verde, Deliplus y Compy. Se abre la tienda número 200 de la compañía en Segorbe (Castellón). Ese mismo año se crea un convenio colectivo para todos los trabajadores de la empresa. Un año más tarde tiene lugar el acuerdo de unión con los almacenes Gómez Serrano, de la localidad malacitana de Antequera.

Mercadona empieza su expansión hacia Cataluña con la adquisición en el año 1998 de los supermercados “Almacenes Paquer” y “Supermercados Vilaró”. En 1999 se finaliza el proceso iniciado cuatro años antes de convertir en trabajadores fijos a todos los miembros de la plantilla, que en ese momento superaba los 16.000 trabajadores. Se crea a su vez un nuevo bloque logístico, esta vez en la localidad de Antequera (Málaga). También en este año se inicia un proyecto destinado al desarrollo e implantación de las perfumerías. Con la llegada del nuevo siglo, la firma construye un nuevo centro logístico, esta vez en la localidad de Sant Sadurní d’Anoia (Barcelona). Además, ese mismo año, se celebra una reunión interproveedores de la compañía. Del mismo modo, se firma un convenio colectivo de los trabajadores con vigencia hasta el año 2005. Un año más tarde, la compañía crea dentro del centro logístico de Sant Sadurní d’Anoia un centro educativo gratuito para los hijos de los trabajadores de este mismo centro. Ese año se abre además la tienda número 500 de Mercadona, en la localidad de Linares (Jaén).

En el año 2003 se convierte en la empresa pionera en realizar una auditoría ética. Se lanza la nueva línea de perfume llamada Hortensia H. La empresa a su vez inaugura otro centro logístico en la ciudad de San Isidro, en Alicante. Este centro contará también con el servicio de centro educativo, convirtiéndose en el segundo centro logístico con esta característica. Al año siguiente se inaugura otro centro logístico, esta vez en Huelva (Sevilla). Este centro será el tercero que cuente con centro educativo para los hijos de los trabajadores. A su vez, el comité de dirección decide como norma general no abrir los supermercados los domingos. En 2005 se inaugura un nuevo centro logístico en Granadilla de Abona, en la isla de Tenerife. Tiene lugar en ese mismo año la firma del convenio colectivo para el periodo 2006-2009. Al año siguiente, y coincidiendo con el vigesimoquinto aniversario de la empresa, se inaugura la tienda número 1000 en Calp (Alicante).

Se inaugura en el año 2007 la primera parte del bloque logístico *Almacén Siglo XXI* en Ciempozuelos (Madrid). Ese año es valorada por Reputation Institute como la cuarta empresa

mejor valorada del mundo en reputación corporativa. Al año siguiente se inaugura el gran bloque logístico de Ingenio, en la isla de Gran Canaria. A su vez se produce una reconducción en el *Modelo de Calidad Total*, y se ofrece el *Carro Menú*, el carro de la compra más barato y con mayor calidad del mercado. En 2009 se firma de nuevo un convenio colectivo, esta vez para los años 2010 – 2013. En 2012 se superan las 1.400 tiendas en todo el estado español y la plantilla alcanza la cifra de 74.000 empleados. Se crean acuerdos con las cofradías marineras para que el pescado le sea directamente suministrado a Mercadona. En 2013 se firma el nuevo convenio colectivo que durará hasta el año 2018, además de abrirse un nuevo centro logístico en Guadix (Granada).¹

¹ Para la elaboración de la historia de Mercadona se ha utilizado la información disponible en las memorias anuales de la compañía.

3- Ventajas e inconvenientes de las salidas a bolsa y su aplicación a Mercadona S.A.:

En el apartado anterior se ha realizado una pequeña introducción a la historia de la compañía, que ha servido para poner al lector en situación e ir centrándolo a su vez en el tema sobre el cual versa el presente estudio. Una vez se ha presentado la compañía, y antes de entrar de lleno en el tema del diseño de la operación de salida a bolsa, se van a exponer en primer lugar los motivos que hacen que una empresa elija salir o no a bolsa, es decir, las ventajas e inconvenientes que acarrea convertirse en una empresa que cotiza en el mercado público, para después estudiar cuáles serían los pros y los contras que la empresa Mercadona tendría si decidiera pasar a ser una empresa cotizada en un mercado regulado.

A. Ventajas de ser una empresa cotizada:

Las principales ventajas que posee una empresa que está dentro de la negociación bursátil son las siguientes:

- **Proporcionar liquidez a los accionistas:** Muchas veces, los accionistas de una compañía buscan llevar a cabo una desinversión en la misma por diversas razones (diversificación del riesgo, acometer otras inversiones, vender su participación en empresas familiares, materializar los beneficios obtenidos por la empresa u otra serie de razones) y esta tarea no resulta sencilla si se trata de una empresa no cotizada, ya que este tipo de acciones suelen tener mucha menos liquidez que las acciones de las empresas cotizadas. Por lo tanto, el acceso a la cotización otorga liquidez a las acciones de la empresa a un precio justo de mercado (que variará según el momento), permitiendo obtener la liquidez que cada accionista considere necesaria en el momento que elija, mediante un acceso al mercado tanto de clientes minoristas como mayoristas que buscarán invertir en la compañía.

- **Fuente de captación de recursos:** Uno de los objetivos fundamentales que poseen las empresas es el crecimiento y la expansión en el mercado. A la hora de llevar a cabo este crecimiento necesitan una serie de recursos que les permitan financiar este mismo. Si la empresa no cotiza en bolsa, tiene principalmente tres fuentes de financiación. En primer lugar una autofinanciación a sí misma, que muchas veces no es suficiente debido a que no se cuentan con los recursos necesarios para acometer las inversiones requeridas. Otra alternativa es la financiación a través de entidades de crédito, lo cual entraña un riesgo al tener un pasivo en la empresa que debe ser

devuelto y que puede llevar a un desequilibrio financiero dentro de la empresa. Y en tercer lugar la aportación de capital de nuevos socios, lo cual resulta muchas veces complicado debido al desconocimiento de la empresa y sus características por parte de los posibles nuevos accionistas. Por otro lado, si una empresa cotiza en bolsa, obtiene por ello una serie de ventajas. El coste de financiación se suele ver reducido, debido a que las empresas cotizadas se someten a un mayor control por parte de los reguladores que hacen que el riesgo que presentan sea menor que una no cotizada. La empresa puede decidir a su vez si amplía capital y coloca las acciones en el mercado para de esa forma obtener recursos con los que acometer sus inversiones. También puede acceder a los mercados de capitales mediante la emisión de renta fija corporativa, que le permite el acceso de nuevos inversores a la empresa, tanto nacionales como internacionales.

- **Mejora de la visibilidad de la compañía:** Sin duda alguna, convertirse en una empresa cotizada hace que el nombre y la imagen de la compañía mejoren notablemente. Muchas compañías, a pesar de tener un tamaño grande, no son conocidas hasta que no comienzan a cotizar en bolsa. Hoy en día el marketing de una empresa es fundamental para vender sus productos y darse a conocer, y una salida a bolsa puede ser el complemento perfecto para el negocio. La empresa que cotiza ofrece una imagen de seriedad, organización, transparencia, solvencia y disciplina, características necesarias todas ellas a la hora de afrontar el paso de introducirse en el mercado bursátil. En todos los ámbitos de la empresa es algo que se valora muy positivamente, sobre todo en la alta dirección y el accionariado. A su vez, al tratarse de una empresa cotizada, va a estar sometida al estudio de la misma por parte de analistas e inversores, que van a tener mayor interés en la compañía que si se tratara de una no cotizada. Por último, pero no menos importante, el hecho de cotizar va a repercutir en que la empresa aparezca en medios de comunicación especializados, ya sea por decisión propia o no, lo que va a conllevar un mayor prestigio y repercusión de la misma. Esta publicidad muchas veces tiene un efecto mayor que el propio marketing de la empresa, además de ser frecuentemente gratuita.
- **Valoración de la empresa en el mercado:** Cuando una empresa se convierte en cotizada está sometida al escrutinio diario del mercado. La determinación del precio vendrá calculado a través de la oferta y la demanda del mismo. A su vez, esta oferta y demanda está condicionada tanto por la situación que está viviendo actualmente la

empresa como por las expectativas futuras de la misma. Los analistas e inversores hacen sus estimaciones objetivas de valoración y en función de estas valoraciones realizan órdenes de compra y/o venta. Existen una variedad de métodos de valoración de empresas, pero podríamos distinguir entre los más usados el método de flujos de caja descontados (a través de flujos de caja futuros establecer el precio actual de la empresa) y la valoración por múltiplos, que nos da un precio a través de ciertos valores de la compañía (ebitda, valor contable y otra serie de medidas).

- **Adecuación de la estructura accionarial:** Todas las compañías, durante su ciclo de vida, experimentan distintas situaciones, muchas veces muy diferentes unas de otras. Según el momento en el cual se encuentre la compañía, tanto el estilo de dirección como la composición del accionariado cambiará de manera sustancial, debido a que la situación lo va a requerir. Un momento crucial se da en las empresas familiares cuando deben enfrentarse al momento de la sucesión o deciden tomar el camino hacia la profesionalización (debido a diversas razones). Cuando dichas empresas deciden reorientar la empresa y tomar nuevas formas y/o caminos de negocio, el cambio estructural a través del mercado bursátil es una buena idea, ya que va a permitir la entrada de inversores institucionales o minoristas, que van a apoyar esta nueva gestión dentro del seno de la empresa. De esta manera, en la empresa familiar se solucionan muchos problemas a la hora de la sucesión, que habitualmente suele crear disputas, sobre todo si no todos los accionistas de la empresa son los que trabajan en la misma. Por otro lado, si se pretende llevar a cabo la profesionalización de la misma, la salida al mercado bursátil y su escrutinio por parte de los inversores y accionistas hará que la dirección de la misma trate de actuar de la mejor manera posible y por consiguiente se tratará de contratar a profesionales del sector para que la gestión sea lo más eficiente posible.
- **Mejora de la liquidez de las acciones:** El mercado bursátil es un mercado al cual acuden diariamente accionistas e inversores procedentes de todas las partes del mundo, los cuales realizan intercambios de compraventa de acciones y otros productos cotizados. Si una empresa cotiza en bolsa, los distintos agentes del mercado van a comprar y/o vender los títulos de la misma (en función de las expectativas que posean sobre el futuro del título), lo cual va a otorgarle a los títulos de la empresa liquidez, permitiendo que el accionista que lo desee pueda deshacer su posición en cualquier momento. En cambio, cuando se trata de una empresa no cotizada,

deshacerse de las participaciones es muchas veces complicado, debido a la falta de compradores o la falta de liquidez o de interés del resto de accionistas para hacerse con más acciones.

- **Facilidad de acceso a los mercados de capitales:** Cuando una empresa cotiza en bolsa, se abre camino hacia un mayor número de posibilidades que ofrece el mercado bursátil y de las cuales están excluidas aquellas compañías que no forman parte de un mercado público organizado. A la hora de acometer nuevas inversiones y proyectos que mejoren el crecimiento y la rentabilidad de la empresa, si ésta misma es cotizada puede acudir al mercado regularmente como fuente de financiación, para de esta manera crear valor tanto para la empresa como para los accionistas. En el mercado bursátil se suelen valorar muy positivamente los nuevos proyectos, estrategias y sobre todo los éxitos obtenidos a través de las políticas de desarrollo de la empresa, lo que va a permitir una mayor facilidad para la obtención futura de mayores cantidades de capital. Por otro lado, si la empresa ya cotiza en bolsa, las distintas ampliaciones de capital o emisiones de renta fija que haga en un futuro tenderán a ser, por lo general, de más fácil colocación y a un precio menor, sobre todo si la empresa presenta buenos resultados en los últimos tiempos.
- **Facilita la realización de operaciones corporativas:** Si bien durante los últimos años no se han visto apenas procesos de fusiones y adquisiciones, durante los años del “boom” de la economía española este tipo de actividades estaban a la orden del día, produciéndose numerosas operaciones de este tipo². Muchas veces las empresas buscan el crecimiento o la ampliación de su cuota de mercado a través de la adquisición o fusión con otras empresas. Estas empresas pueden ser del mismo sector de actividad, ser complementarias en los procesos o ser de sectores distintos, siendo en este último caso el principal motivo la diversificación. Se ha de tener cuidado con este tipo de operaciones, estudiar bien las sinergias que se van a desarrollar y ver si la diversificación tiene sentido, dado que muchas veces se adquieren compañías por pura decisión de los directivos y no siempre es la mejor opción. El mercado bursátil favorece la realización de este tipo de operaciones, que para las empresas tienen un alto valor estratégico, ya que al valorar el mercado las empresas diariamente, una empresa

² García Coto, D.J. y Sánchez García, A. (2010) Las salidas a bolsa como eje de transformación política y social. Bolsas y Mercados Españoles. Primer trimestre de 2010.

puede realizar una OPA sobre otra para adquirir el control sobre la misma, o a la hora de fusionarse, establecer un precio objetivo para la creación de acciones de la nueva compañía en función de la proporción de cada una de las anteriores. A su vez, proporciona liquidez a los accionistas, ya que estos proyectos suelen despertar interés entre los inversores, además del aumento de la demanda de los títulos de las compañías que están en proceso de fusión o adquisición.

- **Incentivar a los directivos y empleados:** La salida a bolsa es sin duda alguna un aliciente para los directivos de una empresa, debido a que al cotizar la empresa los requisitos que se les exigirán a los mismos van a ser mucho mayores, por lo que deberán actuar con mayor profesionalidad y disciplina. Es común en las compañías establecer a los directivos pluses por objetivos basados en la rentabilidad de la empresa y retribuidos en acciones, con lo que se consigue eliminar en parte el problema de agencia entre accionista y directivos, ya que estos últimos van a tratar de buscar siempre la obtención de los mejores resultados posibles para la empresa y una mayor valoración bursátil, para así de esta manera obtener mayores resultados personales. Este tipo de compensación a su vez motivan al empleado y hacen que se involucre más aún en la empresa y en el futuro de la misma. Por su parte, a la hora de seleccionar nuevo personal de alto nivel para la empresa, el número y la calidad de los candidatos será mayor si la empresa cotiza en bolsa, debido a que esto siempre otorga prestigio a los directivos, y la remuneración además suele ser mayor.
- **Ventajas fiscales:** A pesar de que la materia fiscal es muy amplia y cada caso concreto difiere del resto, por lo general la inversión en acciones cotizadas posee incentivos fiscales frente a la inversión en acciones no cotizadas. Cabe mencionar algunas ventajas como son el tiempo de espera para evitar la norma anti aplicación de pérdidas³, que en el caso de acciones cotizadas en algún mercado regulado de la Unión Europea es de 2 meses y en el caso de acciones no cotizadas es de un año.

³ Norma que evita la venta de una acción con pérdidas a final de un ejercicio, para recomprarla posteriormente al inicio del ejercicio siguiente, con el único objetivo de conseguir una ventaja fiscal en el ejercicio pasado.

B. Inconvenientes de las salidas a bolsa:

En el apartado anterior se han descrito las principales ventajas que una empresa podría obtener por el hecho de cotizar en bolsa. Sin embargo, también surgen a su vez una serie de inconvenientes que la empresa ha de estudiar en profundidad a la hora de decidir si toma la decisión de convertirse en una empresa participativa del mercado de valores regulado. Las principales razones que afectan negativamente en la decisión de salida a bolsa de una empresa son las siguientes:

- **Requisito de publicación de información y transparencia:** Este punto es sin duda uno de los más importantes dentro de los aspectos negativos de la salida a bolsa. Las empresas que deciden salir a bolsa están obligadas por ley a presentar periódicamente requisitos de información a los distintos reguladores, que posteriormente será expuesta de manera pública para el interés general de accionistas e inversores. En ningún caso estos reguladores dejarán de exigir el cumplimiento de esta normativa, y su no cumplimiento por parte de las corporaciones conlleva consecuencias muy graves (tanto en materia de sanciones como por el propio “castigo” que el mercado le impondría). Este requerimiento solo tiene lugar en los mercados regulados, que tratan de imponer transparencia y seguridad a sus actividades, distinguiéndose de esta manera de los mercados no regulados (Over The Counter⁴). En el caso de las distintas bolsas de valores que actúan en España, es necesario que las empresas auditen sus cuentas y presenten la información relativa a las mismas con cierta periodicidad. En concreto se les imponen los siguientes plazos: Relativo a cada trimestre y con un plazo de entrega de un mes vencido el mismo, deberán presentar un avance de resultados de la empresa así como un informe de los hechos relevantes que le hubieran acontecido a la misma. Semestralmente, y con un plazo de 60 días, deberán presentar los estados financieros consolidados e individuales. Y por último, con periodicidad anual y con 6 meses de plazo, las empresas deberán presentar las cuentas anuales individuales y consolidadas. A su vez, es obligatorio que todas las empresas informen de aquellos hechos relevantes que puedan afectar sensiblemente a la cotización, como pueden ser: Reparto de dividendos, ampliaciones/reducciones de capital, emisiones de renta fija, fusiones, adquisiciones, OPV's, OPA's, juntas de accionistas, salida a

⁴ Los mercados OTC son una serie de mercados extrabursátiles, no regulados y de carácter privado, en los cuales no existe un órgano de compensación y liquidación entre las partes. Son propios de agentes muy solventes y con gran volumen de contratación. Definición extraída de www.expansion.com

negociación en otras bolsas, etc. En la mayoría de los casos, a su vez las empresas suelen crear un departamento de relaciones con accionistas, donde se realizan informes y publicaciones de utilidad para los inversores, relaciones con medios de comunicación especializados y otra serie de instituciones, analistas, etc. Aunque cabe mencionar que esta última parte no debería ser vista como algo negativo sino como algo positivo, ya que genera disciplina y ayuda a profesionalizar la gestión dentro del seno de la empresa.

- **Valoración diaria del mercado:** A partir de que una empresa comienza su andadura en bolsa, va a estar sometida al escrutinio público diario del mercado. Toda la operativa que realice la misma y su evolución diaria van a ser estudiadas por los distintos accionistas e inversores. En algunos casos se ha dado la situación en la cual una empresa decide rechazar proyectos o inversiones a más largo plazo y acometer proyectos a corto plazo debido a que así serían más fácilmente aceptados por la junta de accionistas, y el mercado lo valoraría más y mejor, ya que los beneficios serían obtenidos en el corto plazo. Las operaciones de reestructuración, fusiones y adquisiciones tienen a su vez un efecto elevado en la cotización, lo cual afecta en muchos casos negativamente a la empresa. Además, cualquier noticia negativa provoca una caída instantánea en la bolsa, aunque muchas veces el precio vuelve a recuperarse en el corto plazo.
- **Surgimiento de problemas de agencia:** Cuando una compañía entra en el mercado bursátil, se produce por un lado un efecto dilución en la propiedad de la empresa, que pasa a tener muchos más accionistas, y por otro en muchos casos la profesionalización en muchos casos permite la entrada a la empresa de directivos que no son accionistas, con lo que podría darse el caso de una aparición de un *problema de agencia* por la separación entre la propiedad y el control de la empresa. La empresa debe buscar la manera de mitigar este problema, para conseguir que los objetivos de los inversores y de los directivos sean acordes. Como se ha comentado anteriormente, remuneraciones a los directivos basadas en la empresa y sus resultados son una manera eficaz de acabar con este problema de agencia, además de la obligación de reporte de información a los reguladores que hace que los directivos tengan que ceñirse a la buena marcha de la compañía.

- **Aumento de los costes asociados a la salida a bolsa:** El hecho de que una compañía este cotizando en bolsa conlleva unos costes asociados, como pueden ser cánones que la empresa ha de pagar por permanencia en cotización, comisiones de dirección, gastos de colocación y aseguramiento de acciones, gastos de anuncio en el boletín y publicidad, gastos de envío de información, entre otros. Además, como se ha comentado anteriormente se hace casi imprescindible la creación de un departamento de relaciones con inversores, lo cual conlleva también un coste. Se le debe sumar a todo ello el coste en tiempo y recursos humanos necesarios para la gestión de todo lo relacionado con la operativa bursátil. Sin embargo, cabe mencionar que los mayores costes de la salida a bolsa tienen lugar cuando se realiza por primera vez, ya que el resto de costes que se han descrito en este apartado son mucho menores que el principal coste de salida. Además, el tiempo dedicado y la información extra aportada redundan en beneficio de la propia compañía, mejorando la imagen de la misma y la relación con los inversores.

- **Entrada en la compañía de accionistas no deseados:** Una de las mayores críticas que suscita la salida a bolsa es que ésta misma provoca la pérdida de control por parte de los accionistas mayoritarios (sobre todo en empresas familiares). No obstante, este porcentaje de la compañía que se coloca a cotización es decidido por los propios accionistas de la empresa, que pueden decidir poner a cotización (free-float) un porcentaje de acciones que no les suponga la pérdida del control de la empresa. De la estructura accionarial resultante de la cotización bursátil y de los estatutos de la empresa dependerá el que pueda tener acceso al Consejo de Administración algún accionista nuevo. También podría darse el caso de que la empresa recibiera algún tipo de OPA, hostil o no, sobre sus acciones. Sin embargo, si estas operaciones superan el 5% del capital de la empresa, la compañía que quiera realizar la OPA deberá comunicarlo a la CNMV y de manera pública.

C. Aplicación de las ventajas e inconvenientes a la empresa Mercadona S.A.:

En el caso concreto de la empresa Mercadona, la razón que más peso adquiere para propiciar la salida de la misma a bolsa es la desinversión de los accionistas. Como se ha mencionado anteriormente, se trata de una empresa de tipo familiar, en la cual el actual presidente, Juan Roig, y su mujer, son los principales accionistas de la compañía. Una salida a bolsa de parte del accionariado de la compañía sería una buena manera

de obtener una remuneración por su participación en la compañía, materializando los beneficios obtenidos por la empresa de los que han sido partícipes. La captación de recursos a día de hoy no es un problema para la compañía, ya que la empresa posee liquidez suficiente para acometer sus proyectos, debido a que tiene recursos amplios para llevarlos a cabo. Sin embargo, una salida a bolsa podría brindarle la oportunidad de conseguir recursos con miras a adquirir algún grupo alimentario en Europa u otros países con el cual comenzar a expandirse internacionalmente.

A pesar de que Mercadona tiene en España una amplia fama y es bien conocida, el salto al mercado bursátil le permitiría obtener reconocimiento sobre todo por inversores internacionales, que mostrarían su interés en la compañía. Asimismo, a nivel nacional se produciría una publicidad gratuita a través de los medios de comunicación debido a la importancia que tendría la decisión de cotización, que mejoraría aún más la imagen de la corporación.

La entrada de nuevos accionistas a la empresa puede permitir que se adecúe la estructura accionarial de la empresa al momento que esté viviendo la misma, propiciando así la entrada de nuevos profesionales dentro de la alta dirección de la empresa, asumiendo nuevos retos y nuevas posibilidades de negocio que podrían no haber sido contempladas con la empresa familiar, lo que mejoraría el crecimiento y los beneficios de la empresa, además de ser un avance a la cada vez mayor profesionalización de los directivos.

En el caso de fusiones y adquisiciones, si la empresa Mercadona estuviera cotizando en bolsa sería la mejor manera de llevar a cabo este tipo de operaciones, con una rápida valoración a precios de mercado de la compañía y una agilización de los procesos. Sería útil para casos como el mencionado anteriormente de adquisición de otras empresas del sector de la alimentación.

Por último, el aliciente que supone para los directivos y empleados de una compañía el pasar a cotizar en bolsa tendría un efecto muy positivo en Mercadona, aumentando la profesionalización y la disciplina, en busca de la obtención de mejores resultados aún.

Por otro lado, el principal inconveniente es la revelación de información, ya que la compañía hasta ahora venía publicando sus resultados de manera anual, incluidos en

la memoria, aunque con un amplio desglose. A partir de la salida a bolsa será necesario que amplíe la información necesaria para publicar y sería necesario crear un órgano dentro de la empresa de relaciones con accionistas e inversores, donde se debería suministrar más información relativa a la inversión y el funcionamiento de la compañía.

Los problemas de agencia pueden comenzar a aparecer a partir de ahora, ya que hasta entonces la alta dirección estaba compuesta del accionariado principal de la compañía con lo cual este problema era inexistente, pero con la entrada de nuevos accionistas y la posible entrada a su vez de directivos y personal altamente cualificado, es probable que surjan o puedan surgir problemas de agencia. La empresa ha de tomar esto en cuenta y establecer una serie de mecanismos como los que hemos mencionado anteriormente que reduzcan la discrepancia entre los accionistas y los directivos, para conseguir que los objetivos de ambos sean idénticos.

Para terminar, el problema de la entrada de accionistas no deseados por la compañía con la salida a bolsa se podría solucionar en parte estableciendo, dentro de la colocación de las acciones, menos ponderación al peso del reparto al sector mayorista, que es tradicionalmente el sector con mayor influencia dentro de la compañía. Al mismo tiempo, estableciendo un free-float bajo se consigue que el poder de la compañía siga quedando en manos de los accionistas principales, los cuales van a seguir controlando la misma.

4- Diseño de la operación de salida a bolsa

En el apartado anterior se ha procedido a enumerar y explicar las distintas ventajas e inconvenientes que presentan las salidas a bolsa y posteriormente se ha procedido a su aplicación al caso concreto de la empresa que está siendo analizada para su salida al mercado bursátil, la compañía Mercadona S.A.

A continuación, se van a enumerar las decisiones que la empresa debe tomar para llevar a cabo el diseño de la operación de su salida a bolsa:

A. Elección de la tipología de salida a bolsa:

En primer lugar se ha de elegir qué tipo de salida a bolsa seleccionará la empresa. En el mercado bursátil español hay cuatro posibilidades:

- **Oferta Pública Inicial de acciones (OPI):** Esta alternativa de salida a bolsa incluye a su vez dos variantes. La primera consiste en una Oferta Pública de Suscripción (OPS), es decir en realizar una emisión de acciones nuevas que entrarían a cotizar directamente en el mercado bursátil. Esta alternativa permite que la empresa reciba una inyección de fondos procedente de esta ampliación. La segunda, denominada Oferta Pública de Venta (OPV), consiste en la colocación de acciones ya existentes. Esta opción es la usada principalmente por las empresas familiares, o por aquellas cuyos accionistas desean deshacerse de las acciones que poseen total o parcialmente.
- **Introducción directa a cotización:** Esta fórmula es usada por aquellas empresas en las cuales sus accionistas no desean (de forma temporal o permanente) deshacerse de su paquete accionarial, pero sí desean que sus acciones entren a cotizar en un mercado organizado.
- **Oferta privada de acciones:** Esta operación consiste en la colocación de acciones a un grupo reducido y concreto de accionistas e inversores. Por un lado tiene la ventaja de que, al ser una colocación directa de las acciones, se evita que la especulación haga que el precio de la acción varíe notablemente. Por otro lado, existe el problema de los grupos de inversores y su control en la empresa, ya que si poseen un elevado porcentaje acciones van a tener también un porcentaje de

votos e influencia en el control de la empresa. Para evitar la pérdida de control, la empresa puede elegir el porcentaje de acciones que va a sacar a cotización, que es el denominado “free-float”. El establecimiento de un porcentaje no demasiado elevado evitaría la pérdida del control por parte de los antiguos accionistas.

- **Colocación mixta de acciones:** Es una combinación de la oferta privada de acciones con una oferta pública inicial (OPI) de acciones. De esta manera se puede satisfacer la demanda de acciones por parte de algunos grupos inversores que estén interesados y la empresa quiera darles prioridad, y por otro se satisface también parte de la demanda de otros inversores (institucionales, minoristas o de otro tipo) que quieran adquirir acciones de la compañía.

Una vez se han descrito las diferentes maneras que tiene una compañía de realizar una salida a bolsa, se ha de establecer cuál será el modelo que usará la empresa Mercadona. Según lo descrito en el apartado anterior, y observando que la principal razón que lleva a la compañía a poner en cotización parte de las acciones de la compañía es la recogida de beneficios por parte de los accionistas mayoritarios al tratarse de una empresa familiar, el tipo de colocación más conveniente para la realización de la operación sería una Oferta Pública de Venta. De esta manera los accionistas podrían poner en venta parte de su cartera y obtener rendimientos económicos a través de esta venta.

B. Elección del mercado en el cuál llevar a cabo la cotización:

Cuando ya se ha decidido cuál va a ser el tipo de salida a bolsa, la empresa ha de elegir en qué mercado va a llevar a cabo la misma. Las opciones son muy amplias (más de 100 mercados bursátiles organizados alrededor del mundo) y cada opción plantea una serie de ventajas e inconvenientes que hacen que cada una posea su atractivo. A la hora de salir a bolsa, las empresas tienen en cuenta múltiples factores, como pueden ser los costes iniciales y de mantenimiento en cotización, los requerimientos legales de cada mercado o el prestigio de cada plaza bursátil entre otros. A continuación se van a enumerar los principales mercados bursátiles que se va a plantear la empresa en su salida a bolsa:

- **Mercado de valores español:** Es el principal mercado de los inversores y accionistas españoles. La mayoría de las empresas españolas que cotizan lo hacen en este mercado. La principal ventaja que posee este mercado es la localización, ya que la empresa se sitúa, a día de hoy, solamente en España. Los inversores nacionales conocen la compañía y su salida sería, en teoría, más exitosa. Cualquier empresa que lo desee puede salir a bolsa en el mercado español, siempre que cumpla una serie de requisitos. Estos requisitos son los siguientes: Las acciones que se ponen a la venta tengan un volumen total de precio superior a los 6 millones de euros, calculado en base al precio teórico de salida a bolsa. Las acciones deben quedar repartidas entre un número considerable de accionistas para garantizar la liquidez de las mismas. Hace algunos años había un requisito de haber obtenido beneficios los tres años anteriores, sin embargo actualmente este requisito ha desaparecido. Así mismo, el regulador (Comisión Nacional del Mercado de Valores) va a exigir que se presenten documentos relativos a la escritura de constitución, los estatutos, estados financieros auditados de los tres últimos años y el folleto informativo debidamente cumplimentado⁵. Como se ha mencionado la ventaja principal es la localización y el acceso a los accionistas e inversores de carácter nacional, que son los mayores conocedores de la compañía.
- **New York Stock Exchange (NYSE):** Fue fundado en el año 1792 como su propio nombre indica en la ciudad de Nueva York. Es el mercado de acciones de compañías más líquido del mundo, con alrededor del 30% del volumen de acciones de empresas negociado en el mundo. En el año 2013 fue el mercado en el cual tuvieron lugar un mayor número de Ofertas Públicas Iniciales de acciones, con 157, lo que le permitió crecer en 59 billones de dólares, más que los siguientes tres mayores mercados juntos⁶. En el caso de las empresas extranjeras, para poder acceder a cotización deben cumplir una serie de requisitos: Poseer como mínimo 5.000 accionistas. El número de acciones de la empresa que serán puestas a cotización deben ser 2.5 millones. El precio de mercado que han de alcanzar estas acciones debe superar los 100 millones de dólares. En cuanto a los requisitos financieros, la empresa debe acumular la cifra de 100 millones de dólares antes de impuestos en los tres años anteriores a la entrada de la cotización y un mínimo de

⁵ De Vicente Lama, M. (2007) 'La financiación mediante la salida a bolsa: Ventajas e inconvenientes'. *Revista de Fomento Social*, 62, pp. 77

⁶ New York Stock Exchange (2014) New York Stock Exchange. 2014. Disponible en: <https://www.intercontinentalexchange.com/about/overview#ice>

25 millones antes de impuestos en cada uno de los dos años anteriores a esta entrada. Además se le exigirán a la empresa unos requisitos de valoración mínimos para autorizar su entrada⁷. La principal ventaja que ofrece este mercado es el prestigio y la publicidad, ya que las compañías que cotizan en el NYSE son conocidas en todo el mundo, a diferencia de las que cotizan en otros mercados o no cotizan, que suelen ser conocidas normalmente más a nivel local.

- **London Stock Exchange:** La bolsa de Londres es una de las bolsas más antiguas del mundo, fundada en 1698. En ella cotizan tanto empresas británicas como internacionales. Posee más de 1.400 compañías cotizando de 60 países diferentes, con una capitalización de 3.7 trillones de libras⁸. En esta bolsa se admiten a cotización empresas que no sean del Reino Unido siempre que cumplan con sus estándares contables de las UKGAAP (Normas de contabilidad de este país). La principal ventaja es que en esta bolsa se permite tanto la cotización de grandes empresas como de medianas y pequeñas, con lo que sería una buena opción a estudiar. También habría que tener muy en cuenta el factor del reconocimiento y la visibilidad, dado que la bolsa de Londres ofrece también en gran parte esta “publicidad” a la compañía.
- **Otras bolsas de Europa y el mundo:** Se ha mencionado al principio la cantidad de mercados organizados que hay a día de hoy en el mundo en los que la compañía podría optar a cotizar, cada uno de ellos con sus ventajas e inconvenientes. Sin embargo, se ha estimado que los mercados que mayores ventajas le ofrecen a la compañía serían los tres mencionados anteriormente. Puede que algunos mercados tuvieran mejor localización que Londres o Nueva York por cercanía como la bolsa de París (Paris Bourse) o la Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP ahora perteneciente al grupo Euronext), o que por el contrario ofrecieran una mayor remuneración con las salidas a bolsa (como ocurre con la bolsa Hong Kong Stock Exchange), pero sin duda estas ventajas no son tan grandes como las que ofrecen las tres primeras bolsas mencionadas.

⁷ New York Stock Exchange (2014) New York Stock Exchange. 2014. Disponible en: <https://usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/worldwide-listing-standards>

⁸ London Stock Exchange (2010) A guide to listing in the London Stock Exchange. ISBN: 978-0-9565842-1-2. Noviembre de 2010. Disponible en: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/gudetolisting.pdf>

- **Cotización simultánea en varias bolsas de valores:** Este tipo de plan de cotización de la compañía posee una serie de ventajas. En primer lugar al cotizar en varias bolsas a la vez, se puede acceder a un número mayor de inversores que si se hiciera desde una sola. También proporciona a la acción una mayor liquidez y un aumento de precio, a la vez que rebaja el coste de capital a la empresa. Sin embargo, con la creciente globalización y la homogeneización de los mercados, las ventajas de las cotizaciones simultáneas se ven reducidas en su práctica totalidad⁹.

Después de haber expuesto las principales plazas bursátiles donde la compañía Mercadona podría llevar a cabo su salida a bolsa, se ha de elegir cuál es el lugar más conveniente para ello. Se ha estimado que el lugar más conveniente y que más ventajas ofrece para la empresa es mercado bursátil español, al cual se accedería a través de la Bolsa de Madrid. Sin duda el hecho de ser una empresa localizada en su totalidad en España y a día de hoy con un carácter únicamente local, lo más conveniente es acceder al mercado español y sobre todo a los inversores nacionales, que conocen la compañía y estarían dispuestos a invertir en ella. Las inversiones en otras bolsas, aunque pudieran ser más rentables o reportarle a la empresa mayor fama también corrían el peligro de convertirse a su vez en un fracaso de salida por falta de interés de los inversores internacionales debido al poco conocimiento de la empresa. Con lo cual de esta manera se descarta también la entrada a cotización en dos bolsas simultáneamente. A pesar de todo habría que tener en cuenta que si la empresa en un futuro se expande internacionalmente y gana prestigio, puede que se replantee este hecho y decida acudir a algún otro mercado organizado de los disponibles en el mundo.

C. Análisis de la situación de la empresa:

La salida a bolsa es una decisión que va a alterar drásticamente el comportamiento de la empresa, ya que ha de tomar decisiones con mayor prudencia y muchas veces pensando en el corto plazo y en la repercusión en el precio de las acciones. La empresa

⁹ Dobbs, R. y Goedhart, M. (2008) 'Why Cross-listing doesn't create value', McKinsey Quarterly (Noviembre de 2008).

va a tener que estar preparada, en el momento de salir a bolsa, para afrontar estos cambios sin que suponga un problema elevado en la misma. Para ello hay varios aspectos que ha de tener que tenerlos en cuenta:

- **Estructura de la propiedad:** Con la salida a bolsa la distribución de la propiedad de la empresa va a sufrir un cambio importante. La entrada de nuevos accionistas en la empresa puede provocar a su vez un problema de agencia entre los antiguos directivos de la empresa, que son propietarios mayoritarios y los nuevos inversores, que no van a ser directivos y puede que busquen darle un cambio a la empresa en varios aspectos. Muchas veces se producen estos problemas de agencia debido a la asimetría de información entre directivos y accionistas. Una forma de evitar este problema sería a través de una mayor información a los accionistas por parte de los directivos.

- **Plan estratégico de la compañía:** Es necesario desarrollar un plan estratégico para la compañía a medio y largo plazo, que aunque lo posea la empresa, puede verse afectado por la salida a bolsa y la entrada de nuevos accionistas. Este plan estratégico puede solventar en parte los problemas que se han descrito en el apartado anterior, ya que los accionistas van a conocer cuál va a ser la estrategia de la compañía en los próximos años. Es necesario tener en cuenta que aunque el plan sea a medio plazo, el mercado bursátil juzga a corto plazo, por lo que será necesario realizar inversiones que creen resultados en este tiempo para que el mercado tenga una buena acogida.

- **Recursos humanos:** Mientras la empresa es familiar, normalmente la alta dirección de la misma suele estar compuesta por miembros de esta familia. Sin embargo, cuando la empresa sale a bolsa va a requerir normalmente una profesionalización de esta alta dirección, con personal más cualificado (aunque puede que, como en el caso de Mercadona, la dirección sea cualificada) y con experiencia en el sector bursátil para garantizar el buen funcionamiento de la empresa. Sin embargo, esto puede acarrear tanto un impacto positivo en el mercado como negativo, ya que si se produce un cambio drástico en la compañía el mercado podría valorarlo como una mala noticia.

- **Preparación de informes:** Será necesario que la empresa realice una serie de informes, que sean claros y concisos, para los analistas del mercado y de las

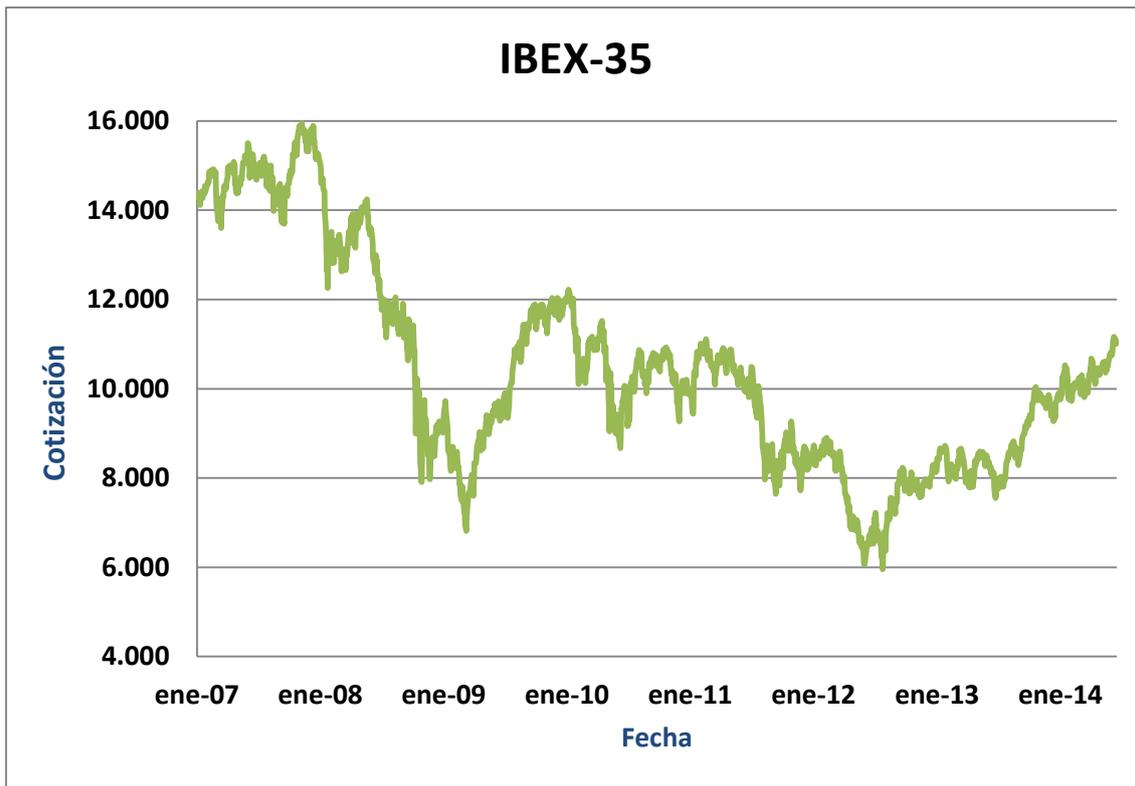
entidades que van a llevar cabo la coordinación de la salida a bolsa. Estos informes van a servir de presentación de la empresa ante los distintos inversores y van a llevar aparejada una valoración por parte de los mismos.

- **Imagen de la compañía:** La empresa debe preparar una campaña de marketing que le otorgue visibilidad y que describa la realización de la operación de acceso al mercado bursátil. Esta campaña tiene que ser realizada tanto de cara al exterior como hacia los propios trabajadores, los cuales tienen que estar informados acerca del proceso que se está desarrollando en el seno de su empresa.

D. Situación actual del mercado:

Para llevar a cabo el estudio de la situación en la cual se encuentra el mercado se ha de estudiar el desarrollo que ha tenido en estos últimos años el índice de referencia de la bolsa española, que es el Ibex-35.

A continuación se adjunta una gráfica que representa la evolución que ha tenido el índice Ibex-35



¹⁰ Elaboración propia. Datos de la web www.invertia.com

Como se puede observar en el gráfico, el Ibex-35 marcó su máximo histórico en Noviembre del año 2007, llegando casi a los 16.000 puntos. A partir de ese momento, se produce una caída del índice, que a pesar del repunte del año 2009, seguiría cayendo hasta el año 2012, en el cual comienza a recuperarse hasta el día de hoy, donde alcanza la cotización de 11.058 puntos¹¹. El mercado bursátil suele adelantar los crecimientos de la economía. La mejora de la situación económica que se está viviendo actualmente en España fue adelantada con una subida en bolsa un año antes. Todo apunta a que con esta recuperación del país, la bolsa va a continuar creciendo durante algunos años, lo que implica una situación óptima para realizar una salida a bolsa de la compañía Mercadona S.A.

Cabe mencionar, que cuanto mejor es la situación económica, mayor suele ser la cotización bursátil y mayor es a su vez el precio que el mercado paga por las compañías. En el caso español, la mayoría de las OPI que se realizaron en el mercado

¹⁰ Elaboración propia a partir de los datos obtenidos en la web:

<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/indices/ibex-35/historico-ib011ibex35>

¹¹ Bolsa de Madrid:

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000&punto=indice>

bursátil correspondían en la mayoría de los caso más a una desinversión por parte de sus propietarios que a una obtención de financiación para la empresa¹².



¹³ Elaboración propia a partir de los datos de BME

En este gráfico se refleja el efecto antes mencionado. Cuanto mejor es el rumbo de la economía, mayor es el número de salidas a bolsa que se llevan a cabo en un país. También está relacionado con la situación particular de cada empresa. Al haber un marco económico favorable, las empresas tienden a crecer y buscan aún una mayor expansión, que en muchos casos es favorecida o necesaria a través de la propia salida a bolsa de la misma, aunque en el caso de Mercadona no es necesaria la financiación para la expansión, ya que posee suficiente capacidad económica para afrontarla.

E. Establecimiento del Free-Float:

El Free-Float se define como el capital de una empresa que está negociado en bolsa y que no está en manos de accionistas mayoritarios. Es decir se excluyen del Free-Float el porcentaje de acciones de un inversor mayoritario o grupos de control. Cuanto

¹² Farinós, J. y Sanchís, V. (2008) 'Factores Determinantes de la Salida a Bolsa en España'. Departamento de Finanzas Empresariales. Universidad de Valencia.

¹³ García Coto, D.J. y Sánchez García, A. (2010) Las salidas a bolsa como eje de transformación política y social. Bolsas y Mercados Españoles. Primer trimestre de 2010

mayor es el porcentaje de acciones libres de una empresa menor es la volatilidad del precio, ya que al haber mayor cantidad de acciones disponibles para comprar y vender en el mercado, la compraventa de acciones no afecta tanto al precio como lo haría en el caso de que apenas hubiera valores para negociación.

Ahora hay que determinar cuál sería el porcentaje de Free-Float óptimo para Mercadona. Se ha de recordar que Mercadona es una empresa de tipo familiar, con lo cual el porcentaje de acciones colocadas a cotización no debería ser demasiado elevado para evitar que los antiguos accionistas puedan perder el control de la empresa. Se ha decidido que el porcentaje de Free-Float óptimo que la empresa va a establecer vendrá comprendido entre el 25% y el 40% de las acciones de la empresa. El porcentaje final de colocación vendrá determinado a su vez por la estimación de oferta que tendrá la compañía en el mercado, debido a que si la demanda no va a ser elevada puede que la emisión sea a un precio menor del esperado lo que genere un fracaso en la operación de salida.

5- Realización de la salida a bolsa

Anteriormente se han descrito los pasos previos que van a permitir llevar a cabo una salida a bolsa. En primer lugar se han descrito las ventajas e inconvenientes de la salida a bolsa para una empresa para posteriormente llevar a cabo la elaboración del diseño de esta operación.

A partir de ahora se va a proceder a enumerar los puntos relativos a tener en cuenta para llevar a cabo esta misma, tanto los que son obligatorios por requisito legal como aquellos que la empresa ha de tener en cuenta para asegurarse el éxito de la operación.

A. Preparación del folleto informativo:

El folleto informativo ha de contener información tanto del emisor como de los valores en sí que vayan a ser negociados en un mercado secundario regulado de la Unión Europea. La información que contiene este folleto ha de ser suficiente para que “los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible”¹⁴.

El contenido del folleto se va a estructurar de la siguiente manera:

- Capítulo I: Personas que asumen la responsabilidad del folleto.
- Capítulo II: Información relativa al valor cuya emisión se registra.
- Capítulo III: Información de carácter general de la sociedad.
- Capítulo IV: Información sobre la actividad de la sociedad (en el que se incluyen una descripción de las mismas, riesgos y oportunidades del negocio, cuota de mercado y competidores).
- Capítulo V: Información económico-financiera de la sociedad.
- Capítulo VI: Representación, gestión y control de la sociedad.
- Capítulo VII: Evolución reciente y perspectivas de la sociedad¹⁵.

¹⁴ Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. Real Decreto 1310/2005. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia, pag 37445

¹⁵ De Vicente Lama, M. (2007) ‘La financiación mediante la salida a bolsa: Ventajas e inconvenientes’. *Revista de Fomento Social*, 62, pp. 75

A su vez, además del folleto se ha de incluir “un resumen que será de carácter breve y escrito en un lenguaje sencillo, no técnico, que facilite su lectura e interpretación para todos los inversores y que ha de reflejar las principales características de la emisión así como los riesgos que entraña la misma, tanto por parte de los valores como del emisor y los garantes”. Este resumen actúa de complemento e introducción al folleto completo, pero nunca ha de realizarse una inversión teniendo en cuenta solamente el resumen, sino que ha de mirarse el folleto completo. Además, no se podrá exigir responsabilidad civil por el resumen a no ser que este fuera de carácter engañoso, incoherente o inexacto con las demás partes del folleto¹⁶.

El folleto puede presentarse en formato único o en formato separado. En ambas maneras, el mismo debe contener un documento de registro, una nota sobre los valores y un resumen. El documento de registro va a contener toda la información relativa al emisor de los valores, es decir, las cuentas auditadas, balance y otra serie de elementos relativos a los estados financieros. La nota sobre los valores reflejará información que atañe a los valores que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión Europea.

Por último, es obligatorio que se haga constar cualquier cambio que sea significativo o cualquier error que se haya detectado que sea relevante, en el periodo comprendido entre la aprobación del folleto y la entrada a negociación de los valores. Estas modificaciones se harán constar a través de un suplemento, que se ha de aprobar en los cinco días siguientes a que haya sido presentado y que ha de publicarse, por lo menos, en los mismos medios que fuera publicado el folleto.

B. Comunicación y aprobación de la CNMV:

Una vez la empresa haya elaborado el folleto y cumplimentado todos y cada uno de los puntos del mismo, el resumen y la nota sobre los valores, es necesario que ese mismo folleto pase un proceso de aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

¹⁶ Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. Real Decreto 1310/2005. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia, pag 37446

Cuando se presenta un folleto a la CNMV, esta da su visto bueno después de realizar un análisis en el cual comprobarán que el folleto está escrito de manera clara y comprensible para los inversores, que la información es veraz y coherente y que está completado en su totalidad. Mientras que el folleto no haya sido aprobado, la empresa no podrá publicarlo. En un plazo máximo de 10 días la CNMV comunicará al solicitante la admisión a negociación en el mercado bursátil de la empresa. Si esta comunicación no se produjera se daría por entendido que no ha sido aceptada la entrada en negociación de la empresa. En el caso de que el folleto estuviera incompleto no se deniega, sino que la CNMV requiere a la empresa la información correspondiente necesaria para completarlo, dejando de contabilizar los días hasta que la información hubiera sido remitida.

Después de haber recibido la aprobación del folleto por parte de la CNMV, la empresa deberá llevar a cabo el registro correspondiente en el registro administrativo, pasando a ser de disposición pública tan pronto como fuera posible. Para este hecho se considerará que el folleto está disponible para el público en general cuando se publique a través de periódicos, formato electrónico, copias en las oficinas de la empresa o de los intermediarios, en la web del mercado en el cual se entra a cotización o en la misma página de la CNMV. A su vez la CNMV publicará los folletos de las empresas que hayan presentado un folleto en los 12 meses anteriores, y normalmente con un enlace directo al archivo de la página web de la empresa.

El folleto que apruebe la CNMV tendrá un periodo de validez de 12 meses desde que éste es publicado, siempre y cuando el mismo haya sido actualizado cuando haya sido requerido.

Mediante lo dispuesto en el artículo 29 de la Ley 24/1988 y en la Directiva 2003/71/CE, todo folleto que haya sido aprobado por la CNMV será válido no sólo para el territorio español sino que a su vez también será válido para cualquiera de los estados miembros de la Unión Europea, siempre que la CNMV lo comunique a las autoridades pertinentes. Para ello la CNMV elabora un certificado mediante el cual garantiza que el folleto ha sido aprobado cumpliendo las normas de la Directiva anteriormente mencionada y se adjuntará una copia de dicho folleto.

C. Fijación de los plazos:

A continuación de la aprobación del folleto de la empresa por parte de la CNMV, es necesario determinar unos plazos en los cuales se van a recibir ofertas y en los cuales se va a adjudicar la emisión.

Como fechas orientativas, ya que aún no se sabe las fechas exactas en las cuales se va a desarrollar la salida a bolsa, se van a establecer los siguientes plazos:

- Recepción de las solicitudes de compra: Se abrirá el plazo un lunes de una semana concreta después de haber sido aprobado el proyecto y haber comenzado la campaña publicitaria. Este plazo se mantendrá abierto por una semana, es decir, hasta el domingo de esa misma semana. No serán aceptadas las solicitudes realizadas fuera de este mismo periodo.
- Establecimiento del precio final de la oferta: Una vez que se han recibido todas las solicitudes en el plazo, se va a fijar el precio final en el cual se establecerá la oferta final de acciones. Esta acción tendrá lugar el mismo día que finaliza el plazo de recepción de solicitudes de compra.
- Reparto de las acciones: Tendrá lugar al día siguiente del establecimiento del precio final de la oferta. Se adjudicarán al precio final y por orden de oferta de mayor a menor precio hasta llegar al marginal.
- Admisión de las acciones a negociación en bolsa: Después de haber realizado la distribución de las acciones a sus correspondientes dueños al precio fijado, se procederá a la entrada en cotización de las mismas, hecho que tendrá lugar el día posterior al reparto de las mismas.
- Liquidación de la oferta: Para terminar la operación totalmente y finalizar todos los procesos pendientes, se dejarán dos días de margen después de la admisión de las acciones a cotización. Una vez llegados a este punto la operación estaría totalmente concluida.

D. Valoración de la compañía:

La valoración de la compañía es una de las partes fundamentales de la salida a bolsa. A través de ciertos parámetros y siguiendo distintos métodos, tanto la compañía como los inversores tratan de aproximar el valor de una empresa, en función de su presente y de sus resultados futuros estimados.

Dentro de la valoración de la compañía, hay varios métodos muy diferentes entre sí y que pueden acarrear resultados muy dispares, por lo cual se ha de proceder con cautela a la hora de realizar las estimaciones de la valoración por distintos métodos.

Sin embargo, el precio final que alcanza la empresa en la cotización puede ser un buen ejemplo de un precio objetivo marcado por el mercado, que podría tomarse como un reflejo de la realidad de la empresa percibida por los inversores.

Debido a la importancia, extensión y complejidad que entraña este apartado, en el presente trabajo se le va a dedicar un apartado en exclusiva posteriormente, aunque varios de sus resultados serán mencionados y comentados en esta parte en secciones sucesivas.

E. Distribución de las acciones de la compañía:

A la hora de llevar a cabo la salida a bolsa, un punto importante que hay que tener en cuenta es como se va a realizar la distribución entre los distintos tramos del accionariado que hay en el mercado.

Para comenzar a desglosar el accionariado, en primer lugar se debe distinguir entre accionistas españoles y accionistas internacionales. Anteriormente se ha comentado el carácter nacional que posee la empresa, con reconocido prestigio dentro de España pero, sin embargo, un menor reconocimiento a nivel internacional. Todo ello se une a que la empresa entrará al mercado regulado bursátil español, lo que restringe también en parte el interés de los inversores internacionales. Así pues, tomando todo esto en conjunto, se decidirá establecer un porcentaje de acciones para el tramo internacional

del 20% de las acciones puestas en cotización por la compañía, mientras que para el mercado inversor español se reserva el 80% restante.

A su vez, dentro del mercado inversor español no todos los inversores son iguales. Hay que realizar una distinción entre los inversores minoritarios e inversores institucionales. Serán considerados inversores minoritarios aquellos que realicen una petición entre 1.500€ y 60.000€ mientras que los institucionales serán los inversores que realicen una petición por un importe superior a 60.000€. El porcentaje de acciones que va a ser asignado a cada tramo va a ser, dentro de la cantidad de acciones correspondientes al tramo nacional, la mitad para cada uno de los dos tramos, es decir, el 40% del reparto de acciones totales para cada tramo.

Posteriormente, hay que analizar la estructuración de las acciones de la compañía. La empresa Mercadona S.A. cuenta en la actualidad con un capital social de 15.921.000€, repartido a su vez en cuatro series de acciones, tres de ellas con un valor nominal por acción de 127,63€ y una última emisión con un valor de 114,92€ por acción. El total de acciones de la compañía son 131.200 acciones, divididas a su vez en 66.365 con un valor nominal de 127,63€ y 64.835, de la última emisión, con un valor de 114,92€ por acción. Sin embargo, a pesar de la existencia de diferentes tipos de acciones correspondientes a las distintas emisiones, todas y cada una de ellas tienen los mismos derechos, tanto de carácter económico como político.

Como la empresa va a realizar la salida a bolsa con un solo tipo de acciones, va a ser necesario llevar a cabo la conversión de las acciones de 114,92€ en acciones de 127,63€. Para ello bastará con calcular un porcentaje de conversión. Este porcentaje vendrá calculado de la siguiente manera: en primer lugar se calcula el montante total de las acciones, que será $114,92\text{€/acción} * 64.835 \text{ acciones} = 7.450.838,20 \text{ €}$. Una vez que tenemos el montante total, lo dividimos entre el precio por acción de las acciones resultantes obteniendo

$$7.450.838,20\text{€} / 127,63\text{€/acción} = 58.378 \text{ acciones.}$$

Por lo tanto el porcentaje de conversión sería

$$\frac{58.378 \text{ acciones nuevas}}{64.835 \text{ acciones viejas}} = 0,9004 \text{ acciones nuevas por cada acción vieja.}$$

Como resultado final de la operación, el número total de acciones de la empresa pasará a ser 124.743 acciones de 127,63€ cada una.

Debido a la alta valoración que alcanza la empresa en la valoración de la compañía en el apartado anterior, será necesaria la realización de un **Split de las acciones**. El proceso de un Split consiste en la división del nominal de las acciones en una determinada proporción, aumentando el número de acciones pero a su vez disminuyendo el nominal de cada una, por lo que el nominal final no varía. Si la empresa cotiza en bolsa, se ve reducido su precio en la proporción en la que aumenten el número de acciones. En el caso de la empresa Mercadona, debido al alto valor de los recursos propios y de la compañía, se hace necesario la realización de un Split en la proporción *5.000 acciones nuevas por 1 acción antigua*. De esta forma, se conseguiría un precio razonable para las acciones de la compañía que van a cotizar en bolsa. El número total de acciones que representarían la compañía serían de 623.715.000, lo cual conllevaría que el precio de salida de las acciones en bolsa fuera razonable.

F. Selección y acuerdos con entidades coordinadoras de la operación:

Una vez que la empresa junto con los bancos de inversión ya tienen listo el número de acciones que va a sacar a cotización, la horquilla de precio en la que se maneja, los distintos tramos de inversores y el calendario que va a seguir en su salida a bolsa, el siguiente paso que debe realizar la empresa es el contacto con los bancos de inversión. Este paso es inevitable prácticamente, ya que la empresa por sí sola tiene muy difícil la realización de la salida a bolsa, por falta de medios, conocimientos, etc. Un banco de inversión va a servir como asesor en todo momento para la empresa. Por un lado, va a realizar un análisis de la misma, de la situación actual, futura, veracidad de los datos aportados en el proyecto y también una valoración de la misma, que contrastará a su vez con la valoración que la empresa ha hecho de sí misma, y sobre la que efectuará ciertas recomendaciones. Además, un banco de inversión tiene la capacidad de redistribuir las acciones de la empresa entre sus clientes, facilitando la salida a bolsa

de la misma, e influyendo también en el precio al aumentar el número de demandantes.

Durante todo el proceso de salida a bolsa, el banco de inversión va a establecer un control sobre la empresa, asesorándole en cada momento sobre los pasos que debe seguir y ayudándole a que la operación tenga éxito.

Si bien con un solo banco de inversión es posible llevar a cabo la operación de salida a bolsa, es recomendable contar con algún otro banco más para llevar a cabo la misma, ya que de esa manera el análisis de la compañía tendrá más puntos de vista y valoraciones, se llevará un mayor control en la operación, el asesoramiento será mejor, y la competencia entre los distintos bancos de inversión hará también que las comisiones de gestión de la operación se vean disminuidas.

Para llevar a cabo esta selección, debemos elegir cuidadosamente los bancos de inversión que van a ayudar a la empresa en esta tarea. Dado que la empresa trabaja con entidades financieras de este tipo, puede que se opte por estas mismas como coordinadoras de la operación. Sin embargo sería conveniente, ya que la operación es bastante importante, que se seleccionaran grandes bancos de inversión para llevarla a cabo. La principal razón es que la operación de salida a bolsa es una operación que se realizará mediante aseguramiento, por lo que si algo saliera mal, la entidad financiera debería responder adquiriendo las acciones que faltaran por vender en el mercado, lo que supondría un desembolso elevado que no todas las entidades podrían asumir.

Por tamaño, éxito de las operaciones, capacidad económica y prestigio se han elegido los tres bancos más importantes del mercado español, es decir, Banco Santander, CaixaBank y BBVA. Además, se han elegido otras dos entidades Internacionales que desarrollarán su actividad conjuntamente, que serán Bank of America y J.P. Morgan. Estas cinco entidades van a ser las encargadas de coordinar el proceso de admisión a cotización de Mercadona.

Para finalizar, es recomendable que la empresa contrate también un buen bufete de abogados, para realizar correctamente todos los temas legales, entregas y solicitudes, además de los requisitos legales necesarios y también para el control mismo de la operación y su correcto desarrollo.

G. Estrategia de Marketing y Roadshows:

En lo relativo a la estrategia publicitaria que va a seguir la empresa para garantizar el éxito de la operación, se ha de tener en cuenta que en el Real Decreto 1310/2005, aparece regulado el apartado publicitario de la operación de entrada en negociación de la compañía.

Este Real Decreto dispone que la publicidad de la emisión podrá ser divulgada por cualquier parte interesada, ya sea la persona que solicita la admisión, los intermediarios u otra persona. El medio de comunicación usado para el desarrollo de la misma podrá ser cualquiera de los que haya disponibles, e incluso se permite que esta publicidad se desarrolle antes de que haya sido aprobado el proyecto. La información que se incluya en la publicidad debe ser veraz y no llevar a engaño, además de que la publicidad ha de ser reconocible como tal. Si la empresa ha de elaborar un folleto, se debe indicar si ya se ha publicado o todavía no lo está, y donde estará disponible el mismo para los inversores. Así mismo, la información que contenga el anuncio deberá ser coherente con el contenido del folleto. Aunque la publicidad de la operación no está sujeta a la aprobación de la misma por parte de la CNMV, el material publicitario sí que debe estar a disposición de la CNMV por si la entidad tuviera la necesidad de acceder al mismo¹⁷.

Teniendo en cuenta todas estas limitaciones, será el momento de llevar a cabo el desarrollo de la publicidad. Para la realización de la campaña publicitaria se va a contratar a una empresa especializada en la misma para que se encargue de la realización de todos los tipos de anuncio que sean necesarios en la misma, ya que la experiencia y conocimiento que una empresa de este tipo posee es mucho mayor que la que posee la compañía. La publicidad se va a llevar a cabo en tres ámbitos. El primero de ellos es la prensa escrita. Se procederá a incluir un anuncio de la emisión en primer lugar en los principales periódicos de tirada económica del país. Además, también se publicarán este mismo anuncio en los periódicos de información general de tirada nacional, ya que de esta forma se va a conseguir el acceso a un mayor número de posibles inversores minoritarios. La campaña durará entre 1 y 2 semanas con anuncios diarios en estos medios. Un segundo ámbito se desarrollará a través de

¹⁷ Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. Real Decreto 1310/2005. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia, pag 37449

anuncios televisivos en las principales cadenas de emisión del país. El anuncio, que no será muy extenso, incluirá las principales características de la emisión e incluirá una remisión a la página web de Mercadona o de las entidades coordinadoras para consultar el folleto completo de la emisión. El horario de emisión será sobre todo entre finales de la tarde y la noche, horario donde la mayoría de posibles inversores se encuentra viendo la televisión. Este tipo de publicidad durará algo menos debido a su elevado coste. En último lugar se sitúa la publicidad a través de internet. Esta tendrá lugar a través de anuncios en las páginas web de los principales periódicos, tanto de información general como de información económica. También se estudiará la inclusión del anuncio del spot publicitario en otros medios como puede ser Youtube.

Hasta aquí se ha descrito la publicidad que cubriría el entorno minorista. Para acceder al entorno institucional, se han dispuesto cuatro fechas para la realización de Roadshows (presentaciones de la compañía) en España, en concreto en las ciudades de Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao. En estas presentaciones se va a describir cómo va a ser la emisión, las características, ventajas y la importancia de invertir en la compañía Mercadona. Estos Roadshows se gestionarán con la ayuda de las entidades coordinadoras, que además de servir de ayuda en la preparación de las exposiciones van a servir también para invitar a las grandes entidades que podrían estar interesadas en la inversión en la compañía.

En cuanto a la publicidad en el ámbito internacional, para conseguir sobre todo atraer la atención de inversores institucionales a nivel principalmente europeo, se van a realizar varios Roadshows en distintas plazas europeas, que serán Londres, París, Frankfurt y Milán. De esa manera se dará a conocer la empresa a grandes inversores y se conseguirá que en un futuro inversores de nivel inversor menos cualificado vayan mostrando interés por la compañía, y así conseguir que aumente la demanda de acciones de la compañía. Por último habrá un Roadshow en las principales plazas inversoras de los EE.UU. Los Roadshow internacionales serán organizados y coordinados por los dos bancos internacionales, Bank of America y J.P Morgan

H. Fijación de la banda de precios

Una vez que se ha obtenido, mediante los métodos de valoración, el precio objetivo que debería tener la empresa, se establece la banda de precios en la que debería estar contenido. A la hora de fijar el precio para la emisión de las acciones, se ha de establecer un descuento sobre el precio objetivo, para compensar de esa manera a los accionistas que hayan decidido invertir en un primer momento en nuestra empresa. Este descuento se suele situar en los mercados europeos en torno al 15%, mientras que, por ejemplo, en la Bolsa de Nueva York, New York Stock Exchange, suele estar en torno al 7%¹⁸.

Se espera que de esta manera, al cotizar la empresa, se vaya a situar en su precio objetivo, y los primeros inversores ganen una prima por haber accedido a la empresa antes que el resto.

I. Admisión a negociación de los valores en el mercado secundario oficial

Una vez que la empresa haya elaborado correctamente el folleto y haya presentado el mismo a la CNMV, esta va a determinar su idoneidad o no para cotizar en el mercado regulado, basándose en los artículos 26.1 y 32 de la Ley 24/1988 y los requisitos que esta misma ley exige para admitir a una empresa a cotización. Además existen dos casos en los que, aun cumpliendo con estos requisitos, la CNMV podría negarse a admitir a una empresa a cotización, debido a: que la situación del emisor es perjudicial para el interés de los inversores o que los valores ya están admitidos a negociación en otro mercado de la Unión Europea y el emisor no cumple con las obligaciones derivadas de dicha admisión¹⁹.

Si la empresa pasa todos los trámites anteriormente descritos y es admitida por la CNMV para la entrada a cotización, todavía no estaría lista para cotizar, ya que aún debe cumplir con las reglas del organismo rector correspondiente sobre la admisión a negociación.

¹⁸ New York Stock Exchange (2013) *NYSE IPO Guide, Second Edition*. New York Stock Exchange. 2013

¹⁹ Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. Real Decreto 1310/2005. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia, pag 37443

Cuando la empresa cumpla con estas reglas ya sí que no existiría ningún impedimento para la entrada a negociación y los títulos podrían pasar a ser negociados en el mercado organizado español.

J. Cuadro resumen de la salida a bolsa:

A continuación se adjunta un cuadro resumen de la salida a bolsa de la compañía:

Mercadona S.A.		
Número de acciones	155.928.750 acciones (25% del capital total de la empresa) que se podrá ampliar hasta 249.486.000 acciones (40% del capital de la empresa)	
Importe de las peticiones	Tramo minorista: Entre 1.500€ y 60.000€ Tramo institucional: A partir de 60.000€	
Horquilla de precios	Desde 12,35 a 23,59€	
Desarrollo de la operación	Estas fechas son orientativas Recepción de solicitudes: Día 1 hasta día 7 Precio final: Día 7 Reparto de acciones: Día 8 Admisión a negociación: Día 9 Liquidación de la oferta: Día 11	
Precio final	18,80 €	
	Nº de acciones	%
Tramo minorista	62.371.500	40%
Tramo institucional	62.371.500	40%
Tramo internacional	31.185.750	20%

²⁰Fuente: Elaboración propia a través de los datos obtenidos en el estudio.

Hasta aquí se han descrito en este apartado los puntos relativos a la realización de la salida a bolsa, siendo algunos de ellos de carácter legal y obligatorio y otros que no son de obligado cumplimiento pero sin los cuales la empresa tendría muy difícil realizar la operación con el éxito esperado.

²⁰ Elaboración propia a través de los datos obtenidos en el estudio y en los planteamientos teóricos establecidos en el mismo.

6- Valoración de la empresa Mercadona S.A:

En los apartados anteriores se ha descrito principalmente el contenido teórico del proyecto, que incluía en primer lugar las ventajas e inconvenientes de llevar a cabo una salida a bolsa y su aplicación directa al caso de la empresa en estudio, en este caso Mercadona. Seguidamente se ha pasado al diseño de la salida a bolsa, eligiendo el tipo de salida, situación del mercado, como afectaría a la empresa, etc. Posteriormente, se ha descrito como debería llevarse a cabo la salida a bolsa para que la operación cumpliera en primer lugar con los requisitos legales y a su vez tuviera elevadas opciones de éxito.

En este punto se van a exponer los principales tipos de valoraciones de empresas que suelen ser usados habitualmente, tanto de manera teórica como práctica, y que nos van a servir de base para calcular cual sería la valoración de Mercadona S.A. según los distintos métodos aplicados. La valoración puede variar dependiendo del método utilizado y será la empresa la que, objetivamente, escoja que valor representa mejor la realidad de la empresa.

Si bien este punto podría ir incluido en alguno de los apartados anteriores, debido a su extensión y carácter práctico, se ha creído conveniente dedicarle un apartado en exclusiva.

Dentro de la valoración de empresas se pueden distinguir tres tipos de métodos de valoración de empresas: Métodos estáticos (que utilizan el balance), métodos dinámicos (descuento de flujos) y métodos de valoración por múltiplos. A continuación se van a describir cada uno de estos métodos y sus variantes, y se va a realizar una aplicación práctica a partir del balance y la cuenta de resultados de Mercadona, y también a partir de los datos disponibles para el sector en el mercado bursátil.

A. Métodos estáticos de valoración:

Este tipo de métodos se usan para valorar una empresa a través de su patrimonio, ya que utiliza el criterio contable para valorar la empresa. Se llaman métodos estáticos debido a que no tienen en cuenta la evolución futura de la empresa, ni la organización de la misma, problemas internos o sectoriales y otra serie de ámbitos que puedan afectar, tanto positiva como negativamente, a la misma. Dentro de esta misma encontramos principalmente tres métodos: Valor contable, valor contable ajustado y valor de liquidación.

- **Valor contable:** Este método sin duda es el más sencillo de calcular de todos los que se van a presentar en este trabajo. Para llevar a cabo la valoración de los recursos propios una empresa mediante este método basta con analizar el balance de la empresa y ver cuál es el valor contable de las acciones que presenta la misma. Este valor en libros de la empresa es la suma de los recursos propios de la empresa, es decir, el capital y las reservas que posee la misma. De esta definición se desprende que la valoración de la empresa dependerá de la forma que la misma haya tenido para contabilizar su valor en libros, y se ha de recordar que muchas veces la contabilidad es subjetiva y arbitraria, y por ello normalmente este valor nunca va a reflejar el valor real de las acciones de la empresa a “precio de mercado”. Además de no haber un fundamento teórico detrás de esta definición de valor de empresa como valor contable, la contabilidad, aunque esté bien hecha, solo refleja a su vez lo que ha sido la vida de la empresa, pero no tiene en cuenta el potencial futuro de la misma ni el desarrollo que podría llevarse a cabo en la misma. Aunque analizar la contabilidad sirve para ver cómo ha sido la historia de la empresa y su desarrollo, difícilmente esto nos va a servir para llevar a cabo una valoración real y objetiva de la misma.

A continuación se presenta el balance de la empresa Mercadona S.A. para el periodo 2010-2012. Los datos están en miles de euros. Si se aplica el criterio de valor contable para calcular el valor de los recursos propios de la compañía, este mismo cálculo arrojaría un valor de 3.438.110.000€, dado que sería la suma del capital propio más las reservas y el resultado del ejercicio. Este importe estaría dividido entre un total de 623.715.000 acciones en las que se reparte la compañía, como se ha mencionado en el apartado anterior, corresponde a un total de 5,51€ por acción.

Sin embargo, este método, como se ha comentado anteriormente no es muy realista y no refleja el valor de la compañía “en el mercado”. Para tratar de corregir el efecto de los precios de mercado, se creó el método que se expondrá en el siguiente apartado.

BALANCE DE MERCADONA S.A.				
AÑO	2010	2011	2012	2013
ACTIVO NO CORRIENTE	2.523.123	2.562.140	2.973.782	3.236.426
Inmovilizado	2.506.594	2.534.986	2.941.218	3.195.562
Activos por impuesto diferido	16.529	27.154	32.564	40.864
ACTIVO CORRIENTE	2.537.435	3.226.153	3.308.156	3.280.907
Existencias	560.003	558.503	571.769	557.299
Deudores	75.837	78.470	91.086	107.425
Inversiones financieras	11.369	8.884	42.667	33.178
Efectivo y otros activos líquidos	1.890.226	2.580.296	2.602.634	2.583.005
TOTAL ACTIVO	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333
PATRIMONIO NETO	2.255.241	2.672.886	3.019.232	3.438.110
Capital	15.921	15.921	15.921	15.921
Reservas	1.841.387	2.182.773	2.494.870	2.906.865
Resultado del ejercicio	397.933	474.192	508.441	515.324
PASIVO NO CORRIENTE	200.874	253.263	223.051	185.801
Provisiones y deudas a largo plazo	43.383	31.868	25.226	24.063
Pasivos por impuesto diferido	157.491	221.395	197.825	161.738
PASIVO CORRIENTE	2.604.443	2.862.144	3.039.655	2.893.422
Proveedores	1.893.403	2.091.246	2.170.701	1.990.475
Acreeedores y deudas con Administraciones Públicas	515.414	569.705	619.684	665.520
Personal	168.006	178.062	217.286	212.012
Pasivos por impuesto corriente	27.620	23.131	31.984	25.415
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333 ²¹

Fuente: Elaboración a partir de las memorias anuales de Mercadona S.A.

- **Valor contable ajustado a precio de mercado:** Una manera mediante la cual se pretende acabar con el problema que presenta el método del valor contable es a través del valor contable ajustado a precios de mercado. Este método trata de calcular

²¹ Los datos para la elaboración del balance han sido obtenidos a través de la página web de la compañía Mercadona S.A. www.mercadona.es

el valor de los recursos propios de la empresa a través del cálculo de los activos y pasivos que posee la misma a precios de mercado y no a valor contable. La diferencia entre el activo y el pasivo obtenido de esta manera nos daría el valor que teóricamente debería tener la compañía. Sin embargo, este valor seguiría sin reflejar el impacto que refleja en el precio la evolución de la compañía en el futuro y los beneficios futuros que pudiera generar la misma.

En el caso de Mercadona, se escapa del alcance de este estudio el cálculo del valor contable ajustado a precios de mercado, ya que a través de la información disponible de la compañía no se puede saber cuáles son los distintos activos y pasivos que componen el balance de la empresa, ni es posible así calcular cuál es el valor real de cada partida para conseguir un valor del patrimonio neto ajustado a precios de mercado.

Por último, cabe mencionar que algunas veces se le añade a este valor patrimonial lo que se conoce como “goodwill” de la empresa, es decir, aquello que generaría valor en una compañía que no está comprendido dentro de los activos y pasivos de la misma. Dentro de esta categoría se podría englobar a marcas, patentes, capacidad organizativa, recursos humanos u otra serie de elementos que hacen que el valor de la compañía sea mayor que el que presenta su patrimonio ajustado. No obstante, el cálculo del valor del goodwill no es algo sencillo de calcular y también puede ser a veces una cifra que contemple subjetividad dependiendo de quién esté realizando la valoración²².

- **Valor liquidativo de la compañía:** Este valor es el que se obtendría para los recursos propios en el caso en el cual la compañía fuese a ser liquidada. Para llevar a cabo esta valoración, hay que remitirse al balance de la compañía. En el balance de la misma, cada partida deberá ser ajustada por su valor de liquidación, es decir, el valor que se obtendría si hubiera que deshacerse de la misma vendiéndola al mejor precio que fuera ofrecido en el mercado. De esta manera, cuando tanto los activos y los pasivos estuvieran valorados a su correspondiente valor liquidativo, la diferencia entre ellos nos daría el valor del patrimonio neto a valor de liquidación.

²² Jenkins, M. (2012) ‘Métodos de valoración de empresas’, *Incae Business Review*. Pp 13

Hay que tener en cuenta que a la hora de estimar el valor de liquidación de los activos y pasivos surgen algunas dificultades, como pueden ser el cálculo del valor de las existencias de la empresa en función del método contable utilizado, la valoración de los pasivos de dudoso cobro, valoración de patentes, marcas, acciones de otras empresas y otra serie de partidas de difícil valoración. También surge el problema de liquidez que pueden presentar ciertos activos y que hacen más difícil aún el cálculo del valor liquidativo²³.

Una vez que se ha calculado el valor de liquidación de la empresa, habría que descontarle al mismo los gastos asociados a la liquidación de la misma, como pueden ser coste salarial de los trabajadores, gastos en abogados, gastos impositivos, indemnizaciones que hubiera que pagar y otra serie de gastos en los que la empresa tendría que incurrir debido al proceso liquidatorio²⁴.

Como ocurre en el apartado anterior, en este apartado y por las mismas razones que el anterior, se hace imposible con los datos disponibles obtener el valor liquidativo de la empresa Mercadona, ya que no se dispone ni del desglose de las distintas partidas ni se puede realizar una estimación del valor de las mismas, por lo tanto no va a ser posible centrarnos en este cálculo en el presente trabajo.

B. Métodos de valoración por múltiplos:

- **Price to Earnings Ratio (PER):** Dentro de los métodos de valoración por múltiplos, el método PER es uno de los más utilizados, debido a su rapidez y sencillez de cálculo principalmente. Como la propia terminología en inglés indica, es un ratio que mide la relación entre el precio de una acción en el periodo actual y el beneficio neto por acción que obtuvo la compañía en el año anterior. Mide cuantas veces el precio de la compañía está contenido dentro del beneficio. En castellano es conocido como ratio precio-beneficios. La fórmula que se utiliza para calcularlo sería la siguiente:

$$PER = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

²³ Jenkins, M. (2012) 'Métodos de valoración de empresas', *Incae Business Review*. Pp 12-13

²⁴ Fernández, P. (2013) *Valoración de empresas y sentido común*. Segunda edición. Madrid: Gestión 2000. Pag 4.

También podría extrapolarse al conjunto de la empresa mediante la utilización del total del valor de la capitalización bursátil de la compañía (que es el precio de las acciones por el número total de acciones) y el beneficio neto total obtenido por la misma (que se obtiene de multiplicar el beneficio neto por acción por el total de acciones), quedando de la siguiente manera:

$$PER = \frac{\text{Valor de la Capitalización Bursátil}}{\text{Beneficio Neto Total}}$$

El PER puede interpretarse como una medida de cuanto se está pagando por una compañía en función de los beneficios que ésta misma está generando. Esto viene a decir que si una compañía cotiza a un PER 5x, se está pagando por ella cinco veces más de los beneficios que ha obtenido el año de referencia del cálculo.

Sin embargo el ratio PER por sí solo no ofrece demasiada información acerca de cuán cara o barata está una empresa. En general, una cotización a un PER alto suele indicar que los inversores esperan que la compañía crezca y obtenga mayores beneficios en un futuro que aquellas compañías que cotizan a un PER más bajo. No obstante, esto tampoco refleja una verdad por sí sola. A la hora de estudiar el PER de una compañía, habría que compararlo en primer lugar con su PER histórico y el momento en el cual se encuentra la compañía actualmente. Además es muy útil y comúnmente utilizado la comparación con otras empresas del sector. Normalmente las empresas dentro de un mismo sector cotizan a unos ratios PER muy similares, y tienden a aproximarse unas a otras. También es útil realizar una comparación del PER de la compañía con el PER promedio del mercado en el cual se está moviendo. No suele ser de gran utilidad la comparación con empresas de distintos sectores, ya que muchas veces dependiendo del sector, las expectativas de crecimiento y los beneficios esperados, el ratio PER puede variar notablemente, ya que por ejemplo una empresa madura tendrá unas expectativas de crecimiento mucho menores que una empresa tecnológica que esté en su momento de expansión.

Se hace necesario añadir una serie de inconvenientes que afectan al método PER. En primer lugar el momento en el que se encuentra el mercado hace que el PER varíe. Habitualmente, en tiempos de bonanza, los ratios PER suelen ser más elevados que en los tiempos de crisis. Esto se debe principalmente a las mejoras en las expectativas de la economía y el aumento de los beneficios estimados por las compañías. Asimismo,

existe el inconveniente de usar la cifra de beneficio neto, ya que esta cifra puede estar sujeta a cierta subjetividad, debido a que alteraciones en las depreciaciones o amortizaciones llevadas a cabo por el equipo gestor hacen que se produzcan alteraciones en el beneficio neto y el PER se vea afectado.

A la hora de llevar a cabo la valoración de una compañía por múltiplos se han de usar varias valoraciones diferentes con distintos valores utilizados para ver cuál es la horquilla de valoraciones en la que se mueve la compañía y observar si hay gran discrepancia entre los distintos métodos. En esta comparación, la situación ideal sería aquella en la cual las distintas valoraciones no distaran en gran medida unas de otras. Más abajo se mostrarán otra serie de métodos que son utilizados frecuentemente para las valoraciones bursátiles.

A continuación, se realizará un análisis del método PER para posteriormente aplicarlo en la empresa Mercadona S.A. y así obtener cual debería ser su valoración bursátil mediante este método. Principalmente se realizará una valoración por comparables, estudiando los PER sectoriales tanto a nivel nacional como internacional.

En primer lugar el estudio se va a centrar en el mercado bursátil español. Dentro de este mercado y a su vez dentro del sector de la distribución alimentaria se encuentra principalmente una compañía con características similares a Mercadona S.A., la empresa Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (DIA). Para el caso de la compañía DIA, el precio actual de cotización se sitúa en 6,053€²⁵ por acción y el beneficio neto por acción se situó en 2013 en 0,40€ por acción²⁶, lo que conlleva que la compañía este cotizando actualmente a un PER de 15,34x. En España actualmente no hay más empresas de distribución alimentaria similares a Mercadona que coticen en bolsa, si bien hay otra serie de compañías (Ebro Foods, Deoleo, etc) que se dedican al sector alimentario pero solamente de una serie de productos en concreto, por lo que no son comparables.

Una vez se ha analizado el mercado de renta variable de España y el sector de la distribución alimentaria en concreto, el siguiente paso que va a desarrollarse es el

²⁵ Bolsa de Madrid:

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/fichavalor.aspx?ISIN=ES0126775032&ClvEmis=26775>

²⁶ Diario expansión (2014) Diario expansión

http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/dia_M.DIA.html día 07/08/14

estudio del sector de distribución alimentaria a nivel europeo. Para llevar a cabo este estudio, se van a utilizar los datos relativos a los 10 grupos más importantes en cuanto volumen se refiere. En el siguiente cuadro comparativo se presentan los distintos valores que se obtienen para estas mismas empresas:

Compañía	Precio	P/E
Ahold	14,20 €	15,0x
Carrefour	26,60 €	17,0x
Casino	89,60 €	16,0x
Colruyt	41,40 €	18,4x
Delhaize	53,90 €	12,9x
Jeronimo Martins	12,40 €	19,4x
Metro	28,90 €	17,9x
Morrison	£ 197,60	15,4x
Sainsbury	£ 335,80	11,8x
Tesco	£ 296,90	11,9x
Media Europea		15,1x ²⁷

Fuente: Bank of America Merrill Lynch

A través de los datos obtenidos en la tabla anterior, junto con los datos referentes a DIA, se puede afirmar que el Price to Earnings Ratio que sería acorde con la empresa Mercadona, tanto a nivel nacional como a nivel europeo debería situarse en torno a 15x.

Para realizar la estimación del cálculo de la capitalización bursátil, es decir, el valor que la empresa alcanzaría en bolsa, se ha de partir del resultado contable:

²⁷ Bank of America Merrill Lynch (2014) *Retailers: General & Food*. Bank of America Merrill Lynch. 12 de mayo.

Cuenta de Resultados Mercadona S.A.	2013
OPERACIONES CONTINUADAS	
Importe cifra de negocios	18.033.983
Aprovisionamientos	-13.603.765
Otros ingresos de explotación	28.467
Gastos de personal	-2.273.939
Otros gastos de explotación	-1.164.262
Amortización inmovilizado	-360.902
Subvenciones	727
Deterioro y resultados del inmovilizado	0
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	660.309
Ingresos financieros	87.551
Gastos financieros	-30.253
Deterioro y resultados	-12
RESULTADO FINANCIERO	57.286
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	717.595
Impuesto sobre beneficios	-202.271
RESULTADO DEL EJERCICIO	515.324 ²⁸

Fuente: Memoria anual de Mercadona 2013

De la cuenta de resultados de Mercadona, se extrae la cifra del beneficio neto de la compañía en el año 2013, es decir, 513.324.000€. Como se ha mencionado anteriormente, el PER teórico al que cotizaría la compañía vendría a ser 15x, lo cual nos da una cifra de valoración de los recursos propios de la compañía de 7.699.860.000€. Después de haber obtenido el valor de los recursos propios la empresa mediante el método PER, se procederá a calcular el precio por acción de la compañía. Se ha de recordar que el total de las acciones que poseía la empresa era de 623.715.000 acciones, lo que arroja una cifra de 12,35€ por acción, una cifra muy superior a la obtenida a través de la valoración mediante el valor contable de la empresa (5,51€ por acción).

²⁸ Cuenta de resultados extraída de la memoria anual de Mercadona 2013. Los datos están en miles de euros.

- **Ratio valor de la empresa-EBITDA:** Este es un ratio que relaciona el valor de la empresa en bolsa (Enterprise Value, EV) con su cifra de EBITDA. El EBITDA (conocido así por sus siglas en inglés, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) es el resultado obtenido por la compañía antes de los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Este ratio mide el flujo de fondos operativo de la compañía, es decir, el generado únicamente por su actividad principal. No tiene en cuenta el efecto financiero ni otra serie de costes o ingresos que pudiera tener la compañía. Se utiliza normalmente como medida de la capacidad que tiene la empresa para generar flujos a partir de su estructura productiva.

La cifra del EBITDA es una cifra que es menos sensible de sufrir subjetividad que otras como puede ser el beneficio neto, ya que cuanto más hacia abajo se mira en la cuenta de resultado más subjetiva es la cifra debido a las partidas que afectan al cálculo. Sin embargo, no se puede utilizar el EBITDA como medida de la liquidez de la compañía debido a que no tiene en cuenta otra serie de partidas que afectan a la misma y que no son contempladas en esta cifra.

El ratio valor de la empresa-EBITDA se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Ratio Valor de la empresa} - \text{EBITDA} = \frac{\text{Valor de la compañía (EV)}}{\text{EBITDA}}$$

A continuación se muestra el ratio EV/EBITDA de las principales empresas del sector de la distribución alimentaria en Europa:

Compañía	EV/EBITDA
Ahold	7,3x
Carrefour	7,2x
Casino	7,7x
Colruyt	9,1x
Delhaize	5,7x
Jeronimo Martins	9,7x
Metro	5,8x
Morrison	7,8x
Sainsbury	6,5x
Tesco	8,0x
Media Europea	7,5x ²⁹

Fuente: Bank of America Merrill Lynch

Se puede ver como el ratio promedio de valor de la compañía en función del EBITDA es 7.5 veces la cifra del EBITDA de la compañía. En el caso de Mercadona, la cuenta de pérdidas y ganancias era la siguiente:

CUENTA DE RESULTADOS MERCADONA S.A.	
2013	
OPERACIONES CONTINUADAS	
Importe cifra de negocios	18.033.983
Aprovisionamientos	-13.603.765
Otros ingresos de explotación	28.467
Gastos de personal	-2.273.939
Otros gastos de explotación	-1.164.262
EBITDA	1.020.484

Fuente: Memoria anual de Mercadona 2013³⁰

Dado que las cifras se presentan en miles de euros, el importe que supone el EBITDA es de 1.020.484.000€. Si a esta cifra se le aplica el múltiplo 7.5x de la media europea obtenemos un valor de la empresa de 7.653.630.000 €. Si se quiere obtener el valor de los recursos propios, será necesario que se descuenta al valor obtenido de la empresa la deuda financiera neta de la misma. Para el caso de Mercadona, la deuda financiera neta es -2.034.025.000€, con lo que el valor de los recursos propios sería

²⁹ Bank of America Merrill Lynch (2014) *Retailers: General & Food*. Bank of America Merrill Lynch. 12 de mayo.

³⁰ Cuenta de resultados extraída de la memoria anual de Mercadona 2013. Los datos están en miles de euros.

9.687.655.000€. Si se obtiene el valor por acción, la cifra que se alcanza es de 15,53€, una cifra superior a la obtenida en el caso anterior mediante el método PER.

- **Ratio valor de la empresa-ventas:** Este ratio es muy simple de calcular. Relaciona el valor de la compañía en bolsa (Enterprise Value, EV) con el volumen de ventas de la compañía del año anterior.

Igual que en el caso anterior, se presentará el múltiplo calculado para las principales empresas del sector distribuidor en Europa y el promedio del mismo, para posteriormente aplicarlo al caso particular de la empresa Mercadona S.A.

Compañía	EV/Ventas
Ahold	0,4x
Carrefour	0,4x
Casino	0,5x
Colruyt	0,7x
Delhaize	0,3x
Jeronimo Martins	0,7x
Metro	0,3x
Morrison	0,4x
Sainsbury	0,3x
Tesco	0,5x
Media Europea	0,5x

³¹Fuente: Bank of America Merrill Lynch

La media europea en el sector de la distribución alimentaria para el ratio EV/ventas es de 0.5 veces el volumen de ventas. Para la empresa Mercadona, la cifra de ventas del año 2013 fue de 18.033.983.000 €. Si aplicamos el ratio, el valor de la compañía debería ser 9.016.991.500 €. Una vez aplicada la deuda financiera neta, el valor total de los recursos propios sería 11.051.016.500€. El precio por acción de la empresa siguiendo este método se situaría en 17,72 €.

³¹ Bank of America Merrill Lynch (2014) *Retailers: General & Food*. Bank of America Merrill Lynch. 12 de mayo.

C. Valoración mediante el descuento de flujos de caja libres:

Según este método, el valor actual de una empresa vendrá determinado por la capacidad de generar flujos monetarios en el futuro. Estos flujos monetarios que generará la empresa, descontados a su vez a una tasa adecuada, nos darán el valor que a día de hoy presenta la compañía. Por consiguiente, mediante este método se asume la continuidad de la compañía y su valor dependerá de la capacidad de la misma para generar flujos de dinero.

Para llevar a cabo el cálculo del flujo de caja libre que va a ser usado, debe estimarse el valor de cada partida que interviene en el cálculo para los próximos años. Dado que no se conocen las estimaciones futuras que la compañía ha realizado sobre su evolución de la cuenta de resultados, se han de calcular las mismas a través de la cuenta de resultados de los años anteriores. Partiendo de esta base, se calculan todos los apuntes de los resultados de las cuentas de resultados de cada año como proporción de los ingresos obtenidos ese año. Cuando se han obtenido estos porcentajes, se estima una media de los mismos para el periodo completo, que va a servir de base para el cálculo de las estimaciones de los siguientes años. A la hora de calcular cómo evolucionarán los ingresos de la compañía, se prevé que los mismos tengan un crecimiento en promedio como la media de los años anteriores, con lo que será necesario obtener la media del crecimiento de los ingresos de los últimos años y establecer un crecimiento anual siguiendo este porcentaje. A partir de la proporción media de cada partida en función de los ingresos y con el crecimiento calculado de los mismos se van a obtener las previsiones de las cuentas de resultados de los siguientes años.

A continuación se muestran los resultados de la empresa Mercadona para los años 2010-2013 y los correspondientes porcentajes que representaban cada partida en cada año, así como el promedio calculado para el conjunto del periodo.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE MERCADONA S.A.									
	2010	% año 2010	2011	% año 2010	2012	% año 2010	2013	% año 2010	PROMEDIO
OPERACIONES CONTINUADAS									
Importe cifra de negocios	15.242.859	100,0%	16.448.101	100,0%	17.522.881	100,0%	18.033.983	100,0%	100,0%
Aprovisionamientos	-11.411.277	-74,9%	-12.358.854	-75,1%	-13.158.848	-75,1%	-13.603.765	-75,4%	-75,1%
Otros ingresos de explotación	27.287	0,2%	28.232	0,2%	29.737	0,2%	28.467	0,2%	0,2%
Gastos de personal	-1.876.569	-12,3%	-2.042.672	-12,4%	-2.217.803	-12,7%	-2.273.939	-12,6%	-12,5%
Otros gastos de explotación	-1.013.107	-6,6%	-1.048.349	-6,4%	-1.137.281	-6,5%	-1.164.262	-6,5%	-6,5%
Amortización inmovilizado	-406.328	-2,7%	-380.342	-2,3%	-375.755	-2,1%	-360.902	-2,0%	-2,3%
Subvenciones	369	0,0%	629	0,0%	0	0,0%	727	0,0%	0,0%
Deterioro y resultados del inmovilizado	-3.087	0,0%	-5.974	0,0%	-6.580	0,0%	0	0,0%	0,0%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	560.147	3,7%	640.771	3,9%	656.351	3,7%	660.309	3,7%	3,7%
Ingresos financieros	40.593	0,3%	73.379	0,4%	88.093	0,5%	87.551	0,5%	0,4%
Gastos financieros	-23.192	-0,2%	-26.311	-0,2%	-28.347	-0,2%	-30.253	-0,2%	-0,2%
Deterioro y resultados	-14.000	-0,1%	-19.102	-0,1%	-5.882	0,0%	-12	0,0%	-0,1%
RESULTADO FINANCIERO	3.401	0,0%	27.966	0,2%	53.864	0,3%	57.286	0,3%	0,2%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	563.548	3,7%	668.737	4,1%	710.215	4,1%	717.595	4,0%	3,9%
Impuesto sobre beneficios	-165.615	-1,1%	-194.545	-1,2%	-201.774	-1,2%	-202.271	-1,1%	-1,1%
RESULTADO DEL EJERCICIO	397.933	2,6%	474.192	2,9%	508.441	2,9%	515.324	2,9%	2,8%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos obtenidos en las memorias anuales de Mercadona en el periodo 2010-2013

Una vez se tienen calculados los porcentajes promedio, hay que estimar el crecimiento que han experimentado los ingresos en este periodo, que es del 7,9%, 6,5% y 2,9% para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente, con una media de crecimiento del 5,8% para el periodo. A partir de estos datos, y utilizando el promedio que representan las distintas partidas dentro de las cuentas de Mercadona, se han estimado las cuentas de resultados de los próximos cinco años.

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS ESTIMADA DE MERCADONA S.A.					
	2014	2015	2016	2017	2018
OPERACIONES CONTINUADAS					
Importe cifra de negocios	19.077.433	20.181.258	21.348.950	22.584.206	23.890.933
Aprovisionamientos	-14.333.394	-15.162.728	-16.040.047	-16.968.128	-17.949.907
Otros ingresos de explotación	32.346	34.218	36.198	38.292	40.508
Gastos de personal	-2.384.480	-2.522.447	-2.668.396	-2.822.790	-2.986.117
Otros gastos de explotación	-1.238.426	-1.310.082	-1.385.884	-1.466.071	-1.550.899
Amortización inmovilizado	-435.141	-460.318	-486.952	-515.127	-544.933
Subvenciones	490	518	548	580	614
Deterioro y resultados del inmovilizado	-4.489	-4.749	-5.024	-5.314	-5.622
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	714.339	755.671	799.394	845.648	894.577
Ingresos financieros	81.110	85.803	90.767	96.019	101.575
Gastos financieros	-30.602	-32.373	-34.246	-36.227	-38.323
Deterioro y resultados	-11.524	-12.190	-12.896	-13.642	-14.431
RESULTADO FINANCIERO	38.984	41.240	43.626	46.150	48.820
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	753.323	796.911	843.020	891.798	943.397
Impuesto sobre beneficios	-216.643	-229.178	-242.438	-256.466	-271.305
% de impuesto	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
RESULTADO DEL EJERCICIO	536.681	567.733	600.582	635.332	672.092

³²Fuente: Elaboración propia

Una vez se han obtenido las cuentas de resultados estimadas para los próximos 5 años, el siguiente paso a realizar es el cálculo de los flujos de caja libres. El flujo de caja libre (Free Cash Flow en inglés, FCF) es aquel flujo monetario o caja que genera la empresa mediante sus actividades operativas, sin tener en cuenta el efecto del endeudamiento, y todo ello después del pago de impuestos. Este flujo de caja se va a calcular a partir del resultado operativo estimado para los próximos años. Será necesario usar el BAIT

³² Elaboración propia del autor

(Beneficio Antes de Intereses e Impuestos, o en inglés Earnings Before Interests and Taxes, EBIT), que es el beneficio operativo que genera la empresa. A este beneficio antes de intereses e impuestos se le debe restar el efecto de los impuestos, que suponen una salida de caja. A su vez, se han de sumar las amortizaciones ya que no suponen una salida de caja real para la empresa y es dinero que ésta tiene disponible. Para continuar con el cálculo, se debe restar el incremento de la inversión neta que la compañía necesita realizar para continuar con su actividad operativa. Esto es lo que se conoce como Necesidades Operativas de Fondos (en inglés Working Capital Requirements, WCR). El cálculo es muy simple, ya que es la suma de las existencias de la empresa, las deudas de los clientes con la misma menos las deudas de la empresa con proveedores. Con lo cual las NOF quedarían como:

$$\begin{aligned}
 \text{NOF} &= \text{activos operativos} - \text{pasivos operativos} \\
 &= \text{clientes} + \text{inventarios} + \text{prepagos operativos} - (\text{proveedores} \\
 &\quad + \text{otros gastos operativos adeudados})^{33}
 \end{aligned}$$

Para la empresa Mercadona, la estimación de las NOF para los años futuros va a ser calculada mediante el porcentaje promedio que representaban las mismas respecto de los ingresos en los cuatro años anteriores a la estimación, para posteriormente aplicar este porcentaje a los ingresos previstos para cada año.

Además de todo lo anterior, será necesario restarle la cifra correspondiente al CAPEX (Capital Expenditure), que se corresponde con las inversiones que realiza la empresa en activos productivos (ya sea de mejora o de mantenimiento). El nivel de CAPEX dependerá fundamentalmente del sector, la madurez y la estrategia de la compañía.

Por lo tanto, la fórmula utilizada para el cálculo del flujo de caja libre para cada año es la siguiente:

$$\text{flujo de caja libre} = \text{EBIT} (1 - \text{impuestos}) + \text{amortizaciones} - \Delta\text{NOF} - \text{Capex}$$

A partir de estos fundamentos teóricos, se va a calcular el flujo de caja libre para la empresa Mercadona. Con la cuenta de pérdidas y ganancias que se ha calculado anteriormente, se obtiene la cifra correspondiente al EBIT, al cual habrá que restar el efecto de los impuestos, que para la compañía es, en promedio, un 28,8%. A esta cifra

³³ Hawawini, G. and Viallet, C. (2007) *Finance for Executives: Managing for Value Creation. 3th edition.* Mason, USA: Thomson Higher Education. Pag 79

habrá que sumarle la de las amortizaciones estimadas para los distintos años. Para el cálculo de las NOF, se estimará para cada año el porcentaje respecto a los ingresos que suponían y se calculará su media, que posteriormente se utilizará para realizar la previsión de las NOF para los próximos 5 años. De esta manera se va a calcular el incremento de las mismas que se utilizará para el flujo de caja libre. La cifra de las NOF que presenta Mercadona es negativa, ya que en el sector de la distribución alimentaria los cobros a clientes se realizan al contado mientras que los pagos a proveedores se realizan a plazo, lo que le da a las empresas un margen de maniobra elevado. En el caso del CAPEX, y ya que no se disponen de datos proporcionados por la empresa sobre esta cifra en el futuro, se realizará una aproximación de la misma otorgándole el mismo valor que suman las amortizaciones y las depreciaciones, es decir, que las inversiones que va a realizar la empresa servirán para mantener el nivel de activos actuales. Estas cifras son coherentes con la empresa Mercadona, ya que se trata de un negocio maduro, y con un mercado no demasiado expansivo. Además la situación económica actual es un espacio poco favorable para el crecimiento de las empresas.

A partir de todos los supuestos y cálculos anteriores, se ha estimado el flujo de caja libre para Mercadona en el periodo 2014-2018:

FLUJOS DE CAJA LIBRES ESTIMADOS DE MERCADONA S.A.					
	2014	2015	2016	2017	2018
OPERACIONES CONTINUADAS					
Importe cifra de negocios	19.077.433	20.181.258	21.348.950	22.584.206	23.890.933
Aprovisionamientos	-14.333.394	-15.162.728	-16.040.047	-16.968.128	-17.949.907
Otros ingresos de explotación	32.346	34.218	36.198	38.292	40.508
Gastos de personal	-2.384.480	-2.522.447	-2.668.396	-2.822.790	-2.986.117
Otros gastos de explotación	-1.238.426	-1.310.082	-1.385.884	-1.466.071	-1.550.899
Amortización inmovilizado	-435.141	-460.318	-486.952	-515.127	-544.933
Subvenciones	490	518	548	580	614
Deterioro y resultados del inmovilizado	-4.489	-4.749	-5.024	-5.314	-5.622
EBIT	714.339	755.670	799.393	845.648	894.577
EBIT*(1-T)	508.609	538.037	569.168	602.101	636.939
AMORTIZACIÓN	435.141	460.318	486.952	515.127	544.933
NOF	-2.497.506	-2.642.012	-2.794.880	-2.956.592	-3.127.661
INC NOF	-268.808	-144.506	-152.867	-161.712	-171.069
CAPEX	439.630	465.067	491.976	520.441	550.555
FCF	772.928	677.794	717.011	758.500	802.386

³⁴Fuente: Elaboración propia del autor

En el apartado anterior se ha descrito el cálculo de los flujos de caja libres para el periodo 2014-2018. Sin embargo la empresa se considera que va a seguir en funcionamiento una vez superada esa fecha. Por ello se hace necesario estimar un **flujo de caja a perpetuidad**, que será descontado junto con el del último periodo calculado. Para obtener esta cifra se va a usar la ecuación siguiente³⁵:

$$Valor\ residual\ año\ 2018 = \frac{FCF_{2018} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Siendo g la tasa de crecimiento de la empresa a futuro y $WACC$ el coste medio ponderado de capital de la empresa. En cuanto a la tasa g , las empresas en expansión suelen presentar unas tasas de crecimiento más elevadas que las empresas maduras. Una empresa madura difícilmente suele sobrepasar tasas de crecimiento superiores a

³⁴ Elaboración propia del autor

³⁵ Fernández, P. (2013) *Valoración de empresas y sentido común*. Segunda edición. Madrid: Gestión 2000.

la inflación, la cual suele situarse en torno al 2%³⁶, por lo que se va a usar una tasa de crecimiento g similar para el presente trabajo, ya que Mercadona es una empresa madura en un sector maduro. El coste medio ponderado de capital, $WACC$, se va a estimar en el apartado siguiente, por lo que el flujo de caja a perpetuidad se calculará posteriormente.

Para llevar a cabo el descuento de los flujos de caja libres, se ha de calcular en primer lugar la tasa de descuento que se ha de aplicar. Los flujos de caja libres son descontados a través del **Coste Medio Ponderado de Capital** (o WACC por sus siglas en inglés, Weighted Averaged Cost of Capital). Esta medida relaciona el coste de la deuda y el coste de los recursos propios, ambos después de impuestos, con la proporción de cada uno dentro de la empresa. La fórmula para calcularlo sería la siguiente³⁷:

$$WACC = \frac{E * K_e + D * K_D * (1 - t)}{E + D}$$

Donde E representa la proporción del Equity (o recursos propios) dentro del pasivo la empresa y D significa el porcentaje de la deuda respecto del total del pasivo. A su vez, K_e , es el coste de los recursos propios y K_d el coste de la deuda, siendo además t la tasa impositiva aplicada para la empresa.

El coste de los recursos propios va a ser estimado mediante la teoría de carteras de Markovitz. Según esta teoría, un inversor que realiza una inversión libre de riesgo obtendría una rentabilidad r_f , mientras que para invertir en otro tipo de activos va a tener que ser recompensado por este riesgo extra que va a asumir mediante una mayor rentabilidad. Esta rentabilidad adicional va a ser medida mediante la prima de riesgo que va a ser la rentabilidad media del mercado, \bar{r}_m , menos la rentabilidad libre de riesgo, r_f . El riesgo extra que va a asumir vendrá medido por la covarianza entre el título y el mercado, que se denominará β . Esta β indica la volatilidad del título respecto del mercado. Por lo tanto la fórmula que va usarse para el cálculo del coste de los recursos propios será:

$$K_e = r_f + \beta(\bar{r}_m - r_f)$$

Dado que la empresa Mercadona se encuentra en España y el mercado en el que va a cotizar es el español, tanto la prima de riesgo de mercado como la rentabilidad libre de

³⁶ Objetivos del BCE. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>

³⁷ Fernández, P. (2013) *Valoración de empresas y sentido común*. Segunda edición. Madrid: Gestión 2000.

riesgo van a ser las proporcionadas por el mercado español. Como medida de la rentabilidad libre de riesgo se va a usar la rentabilidad del bono español a 10 años, que se sitúa actualmente³⁸ en el 2,38%. Actualmente existe la discusión sobre la consideración de los bonos soberanos como deuda pública debido a los problemas acaecidos en los últimos años con los mismos, pero a falta de una mejor aproximación, se usará este valor. Para el valor de la prima de riesgo del mercado, se va a usar el valor que proporciona Pablo Fernández³⁹ como promedio de una encuesta realizada a profesores, analistas y directivos de las empresas, los cuales sitúan en promedio la prima de riesgo en el 5,9%. Además, históricamente, el valor que la prima de riesgo ha supuesto en el mercado español se situaba en los alrededores del 6%⁴⁰. Para el cálculo de la β , se van a usar las estimaciones realizadas por Damodaran, que se encuentran disponibles en su web⁴¹ y han sido elaboradas usando los datos de S&P y de Bloomberg. Hay que tener en cuenta que existen dos tipos de β , la β apalancada y desapalancada. La primera de ellas refleja el riesgo de la empresa tanto operativo como financiero mientras que la segunda solamente tiene en cuenta el riesgo operacional. Para el cálculo que hemos de estimar, se ha de trabajar con la β desapalancada, por lo que a la β apalancada que se extrae de la web de Damodaran debemos aplicarle la siguiente fórmula de transformación para desapalancarla:

$$\beta_{apalancada} = \beta_{no\ apalancada} * (1 + \frac{D}{E} * (1 - t))$$

Donde D , E y t significan lo mismo que en la ecuación anterior del WACC.

Procederemos ahora a la estimación de la $\beta_{apalancada}$ para la empresa Mercadona. Para el sector de la distribución alimentaria, Damodaran estima un coeficiente con un valor de 1,02. A partir del balance de la empresa, obtenemos que la deuda representa el 47,25% del pasivo mientras que el equity es el 52,75%. El tipo impositivo aplicable a la empresa se ha calculado anteriormente como el 28,8%. La fórmula en este caso sería:

$$\beta_{apalancada} = 1,02 * (1 + \frac{47,25\%}{52,75\%} * (1 - 28,8\%))$$

³⁸ Diario expansión (2014) <http://www.expansion.com/mercados/primaderiesgo.html> del 20/08/2014

³⁹ Fernández, P., Aguirreamalloa, J. y Corres, L. (2013) *Prima de riesgo utilizada para España: Encuesta 2011*. Universidad de Navarra

⁴⁰ Instituto de Empresa (I) *El coste del capital*. Instituto de Empresa.

⁴¹ Damodaran (2014) Damodaran. Disponible en:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

$$\beta_{apalancada} = 1,67$$

Una vez se han obtenido todas las cifras de la ecuación del coste de los recursos propios, se va a estimar la misma para Mercadona:

$$K_e = r_f + \beta(\bar{r}_m - r_f) = 2,38\% + 1,67 * 5,9\% = 12,23\%$$

Por otra parte hay que obtener el coste de la deuda que soporta la empresa Mercadona. Dado que el coste es desconocido excepto para la empresa, se utilizará el coste promedio que las grandes empresas estiman en promedio, que es del 4%⁴². En los últimos años el coste de la deuda ha disminuido debido a la bajada de tipos llevada a cabo por el BCE, que ha ocasionado una disminución del coste de la deuda bancaria para las empresas. Dado que al coste de la deuda se le debe restar el efecto impositivo, ya que se ha de tener en cuenta el escudo fiscal que conlleva el endeudamiento de la empresa. Por lo tanto el coste efectivo de la deuda sería:

$$K_d = 4\% * (1 - t) = 4\% * (1 - 28,8\%) = 2,85\%$$

Volviendo a la fórmula del WACC explicada anteriormente, calcularíamos la cifra del coste medio ponderado de capital para la empresa Mercadona como:

$$WACC = \frac{E * K_e + D * K_D * (1 - t)}{E + D}$$

$$WACC = \frac{52,75\% * 12,23\% + 47,25\% * 4 * (1 - 28,8\%)}{100\%}$$

$$WACC = 7,80\%$$

A partir del coste medio ponderado de capital se estima el flujo de caja residual del año 2018

$$Valor\ residual\ año\ 2018 = \frac{FCF_{2018} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

$$Valor\ residual\ año\ 2018 = \frac{802.386.000 * (1 + 0,02)}{(0,078 - 0,02)} = 14.110.924.000€$$

El valor residual en el año 2018 es aproximadamente 14.000 millones de euros.

⁴² Yahoo finanzas (2014) <https://es.finance.yahoo.com/noticias/las-empresas-necesitan-los-beneficios-080624754.html> 23 de julio de 2014.

Una vez que se han calculado los flujos de caja para los distintos años del periodo, se ha estimado también el flujo de caja perpetuo para la empresa en el año 2018, y se ha calculado el coste medio ponderado de capital para la empresa, se puede proceder al descuento de los flujos de caja libre que generarán el valor de la empresa.

La fórmula para el cálculo del valor de la empresa mediante el flujo de caja libre es:

$$EV = \frac{FCF_{2014}}{1 + WACC} + \frac{FCF_{2015}}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCF_{2016}}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCF_{2017}}{(1 + WACC)^4} + \frac{FCF_{2018} + VR_{2018}}{(1 + WACC)^5}$$

Donde *FCF* son los distintos flujos de caja libres que generará la empresa en los próximos 5 años, *VR* es el valor residual de la compañía en el año 2018 y el WACC es el coste medio ponderado de capital.

Como en el apartado anterior se han obtenido todas las cifras necesarias para calcular el valor de la empresa (Enterprise Value), solo quedaría sustituir en la fórmula anterior para obtener el valor de la empresa Mercadona. Por lo tanto tendríamos que el valor de Mercadona mediante el descuento de flujos de caja sería:

$$EV = \frac{772.928}{1 + 7,8\%} + \frac{677.794}{(1 + 7,8\%)^2} + \frac{717.011}{(1 + 7,8\%)^3} + \frac{758.500}{(1 + 7,8\%)^4} + \frac{14.913.310}{(1 + 7,8\%)^5}$$

Donde los flujos de caja están en miles de euros, por lo que el valor de la empresa actual sería:

$$EV = 12.678.54.000\text{€}$$

Para calcular el precio del equity, a esta cifra calculada habría que restarle el valor de la deuda financiera neta, que asciende a -2.034.025.000€, con lo que el cálculo del valor del equity es 14.712.565.978€, que calculado a precio por acción asciende a un total de 23,59€ por acción.

D. Resumen de las valoraciones:

A continuación se van a exponer dos cuadros que resumen las distintas valoraciones que han sido calculadas en esta parte del trabajo. De esta manera, y de una forma rápida, se podrán comparar los resultados de las distintas maneras de calcular el valor de una empresa o de los recursos propios de la misma.

Resumen de valoraciones		
Método	Enterprise Value	Equity Value
Valor contable		3.438.110.000 €
PER		7.699.860.000 €
EV/EBITDA	7.653.630.000 €	9.687.655.000 €
EV/VENTAS	9.016.991.500 €	11.051.016.500 €
FCF	12.678.540.978 €	14.712.565.978 €

Fuente: Elaboración propia del autor

Y a continuación se muestran las valoraciones de precio por acción

Resumen de valoraciones por acción	
Método	Precio
Valor contable	5,51 €
PER	12,35 €
EV/EBITDA	15,53 €
EV/VENTAS	17,72 €
FCF	23,59 €

Fuente: Elaboración propia del autor

Como se ha comentado anteriormente, el método del valor contable se descartaba debido a que no reflejaba la realidad de la empresa. Del resto de precios obtenidos se obtiene la horquilla de precios en la que debería establecerse el precio de la acción, que se situaría entre 12,35€ y 23,59€. El precio que va a servir de referencia para la salida a bolsa va a ser el obtenido mediante el flujo de caja libre. Aunque este precio es superior a los obtenidos mediante las valoraciones por múltiplos, esto es explicado mediante la posición en el mercado que ha logrado Mercadona en los últimos años y la ventaja competitiva que tiene respecto a sus competidores, hechos que motivan que su valoración sea superior a estos mismos. A su vez, el precio de salida va a ser de un 20% inferior al calculado para hacer atractiva la salida a bolsa de la compañía, lo que da como resultado un precio de salida de 18,8€ por acción.

7- Conclusión:

En este trabajo se han tratado en profundidad todos los aspectos relevantes y se ha descrito todo el proceso que se ha de llevar a cabo para la realización de una salida a bolsa, en este caso concretamente de la empresa Mercadona S.A. La principal razón que lleva a la compañía a salir a bolsa es la desinversión de sus principales accionistas, ya que al tratarse de una empresa familiar y no cotizada es la mejor manera para deshacer la inversión y obtener rentabilidad por la misma. El mercado elegido es el español debido a las ventajas que ofrece en cuanto a atracción por los inversores nacionales, ya que se trata de una compañía que cuenta solamente con operativa en España. El problema para una empresa familiar que sale a cotización es la pérdida del control de los actuales dueños de la compañía sobre la misma. Para evitar esta pérdida de control, el porcentaje de acciones que entrarán a cotización no será elevado, consiguiendo de esa manera evitar que otros accionistas entren en la misma y se hagan con el control. Para el establecimiento de un precio objetivo de las acciones, se ha calculado el valor de las acciones de la compañía mediante varios métodos. Se ha decidido usar el precio obtenido mediante el método del cash flow libre, que es más elevado que el resto, ya que la empresa ha obtenido un crecimiento notable en los últimos años y posee una posición muy favorable en el mercado, que le hace obtener ventaja comparativa respecto a sus competidores. El precio a su vez saldrá con un descuento para fomentar la inversión en la compañía y garantizar el éxito de la operación. Sin duda alguna esta operación generará altas expectativas en el mercado ya que posee un gran atractivo y puede generar buenos rendimientos.

8- Bibliografía:

- Álvarez Otero, S. (2001a) "Las salidas a bolsa en España: Características y rentabilidades iniciales", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 9, pp. 303–325.
- Álvarez Otero, S. y Fernández, A.I. (2003) 'La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa'. *Revista de Economía Aplicada*, 10 (33), pp. 49-64.
- Antonio Grandío Dopico. *Valoración de empresas: conceptos básicos y ejemplo práctico*. Universidade da Coruña.
- Bank of America Merrill Lynch (2014) *Retailers: General & Food*. Bank of America Merrill Lynch. 12 de mayo.
- Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. *Orden Eco/3722/2003*. (2003) Madrid: Ministerio de la presidencia.
- Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. *Real Decreto 1310/2005*. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia.
- Bolsa de Bilbao. *Salir a bolsa*. Bolsa de Bilbao. Disponible en <http://www.bolsabilbao.es/docs/BBilbao/Servicios/SaliraBolsa.pdf>
- CaixaBank (2014) *El PER (Price to Earnings Ratio)*. CaixaBank. Disponible en <http://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/AprendaConCaixaBank/aula757.pdf>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014) Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx> [acceso 28 de agosto de 2014]
- Damodaran (2014) Damodaran. Disponible en: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html [acceso 29 de agosto de 2014]
- De Vicente Lama, M. (2007) 'La financiación mediante la salida a bolsa: Ventajas e inconvenientes'. *Revista de Fomento Social*, 62, pp. 69-92.
- Dobbs, R. y Goedhart, M. (2008) 'Why Cross-listing doesn't create value', *McKinsey Quarterly* (Noviembre de 2008).
- Esteve Herrero, M. (2006), "Cuatro aspectos fundamentales sobre las salidas a Bolsa", *Revista de Estrategia Financiera*, nº 228, pp. 18–22.
- European Central Bank (2014) European Central Bank. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html> [acceso 29 de agosto de 2014]

- Farinós, J. y Sanchís, V. (2008) 'Factores Determinantes de la Salida a Bolsa en España'. Departamento de Finanzas Empresariales. Universidad de Valencia.
- Fernández Fernández, L. y Fernández López, S. (2001) 'Diseño e Impacto de una OPV en el Mercado de Valores Español: Los Casos de Iberia e Inditex'. *Revista Galega de Economía*, 2, pp.1-20.
- Fernández, P. (2013) *Valoración de empresas y sentido común*. Segunda edición. Madrid: Gestión 2000.
- Fernández, P., Aguirreamalloa, J. y Corres, L. (2013) *Prima de riesgo utilizada para España: Encuesta 2011*. Universidad de Navarra
- García Coto, D.J. y Sánchez García, A. (2010) *Las salidas a bolsa como eje de transformación política y social*. Bolsas y Mercados Españoles. Primer trimestre de 2010.
- González Nieto, J., *Las salidas a Bolsa de empresas*, Bolsa de Madrid, 25 pp.
- Hawawini, G. and Viallet, C. (2007) *Finance for Executives: Managing for Value Creation. 3th edition*. Mason, USA: Thomson Higher Education
- Instituto de Empresa. *El coste del capital*. Instituto de Empresa
- Jenkins, M. (2012) 'Métodos de valoración de empresas', *Incae Business Review*. Pp 10-18. Disponible en: <http://www.revistaincae.com/media/pdf/134-metodos-de-valoracion-de-empresas.pdf>
- London Stock Exchange (2010) *A guide to listing in the London Stock Exchange*. ISBN: 978-0-9565842-1-2. Noviembre de 2010.
- Martínez Abascal, E. (2012) *Finanzas para directivos. Segunda edición*. Madrid: Mc Graw Hill/Interamericana de España, S.L.U.
- Mercadona S.A. (2011) *Memoria anual 2010*. Mercadona S.A.
- Mercadona S.A. (2012) *Memoria anual 2011*. Mercadona S.A.
- Mercadona S.A. (2013) *Memoria anual 2012*. Mercadona S.A.
- Mercadona S.A. (2014) *Memoria anual 2013*. Mercadona S.A.
- New York Stock Exchange (2013) *NYSE IPO Guide, Second Edition*. New York Stock Exchange. 2013. Disponible en: www.nyx.com/ipo-guide
- Vázquez, J. (2014) *DIA* [Europe Equity Research]. JPMorgan Chase & Co. 9 de mayo.