



UNIVERSIDAD PONTIFICIA DE COMILLAS

VALORACIÓN Y POSIBLE SALIDA A BOLSA DE MERCADONA

Autor: Lorenzo Fabra Pastor

Director: Jorge Aracil Jordá

Madrid
18 de junio de 2019

Resumen

En este trabajo, se va a realizar una valoración de Mercadona por distintos métodos, centrándonos especialmente en el descuento de flujos de caja libre. Se realizará una valoración con la hipótesis de una salida a bolsa de Mercadona y otra valoración asumiendo que la compañía va a continuar en su estado actual. De esta forma, podremos realizar una comparación de ambos escenarios y ver que variables cambian de un modelo a otro. También se estudia la influencia que puede tener una salida a bolsa en la estrategia de Mercadona y las posibles ventajas e inconvenientes que derivan de esa decisión.

Palabras clave: Mercadona, Valoración de empresas, Descuento de flujos de Caja Libre, OPV, Pérdida de control.

Abstract

In this paper, it will be carried out a valuation of Mercadona by different methods, specially we are going to focus in the discounted free cash flow. Also, we are going to do a valuation with the hypothesis of an IPO of Mercadona and another valuation assuming that the company will continue in its current state. In this way, we can make a comparison of both scenarios and study which variables change from one model to another. The influence of an IPO on Mercadona's strategy and the possible advantages and disadvantages derived from that decision are also going to be studied in this work.

Key words: Mercadona, Enterprise valuation, Discounted free cash flows, IPO, Loss of control

Índice

Objetivo	3
Metodología.....	3
Introducción.....	4
Historia de Mercadona	5
Actualidad	5
Historia.....	6
Planteamiento estratégico de Mercadona	8
Ventajas e Inconvenientes de salir a Bolsa para las empresas.....	12
Ventajas de salir a Bolsa	12
Inconvenientes de salir a Bolsa	14
Ventajas e inconvenientes para Mercadona	15
Proceso de salida a Bolsa	17
Requisitos previos	18
Actuaciones previas	18
Información para presentar	18
Trámites y admisión a Bolsa	20
Costes asociados a la salida a Bolsa	20
Obligaciones de transparencia de la empresa cotizada.....	21
Métodos de Valoración de Empresa	24
Métodos Patrimoniales.....	24
Múltiplos/ Comparables.....	26
Método Descuento de Flujos de Caja.....	34
Flujos libres de Caja.....	35
Weighted Average Cost of Capital.....	36
Valor residual	41
Aplicación a Mercadona	41
Análisis de sensibilidad	46
Supuesto 1. Valoración de Mercadona si se produce la Salida a Bolsa.....	46
Supuesto 2: Valoración de Mercadona si no se produce la Salida a Bolsa.....	50
Conclusión.....	52
Bibliografía	54

Objetivo

Mi objetivo en este trabajo es estudiar una posible salida a bolsa de Mercadona, una compañía líder en el sector de la alimentación que aún no cotiza en el mercado de valores, por ello me parece interesante estudiar que escenario sería más beneficioso para la compañía. En el trabajo voy explicar desde un punto de vista teórico y práctico todos los pasos que tendría que llevar a cabo la compañía para cotizar en el mercado de valores. Además, quiero determinar el precio objetivo de la compañía por distintos métodos de valoración, centrándome especialmente en el descuento de flujo de caja libre.

Metodología

En cuanto a la elaboración del trabajo, la información de los datos económicos de Mercadona, que he utilizado posteriormente para realizar la valoración los he obtenido de las respectivas memorias anuales publicadas por la compañía. Por otro lado, en el marco teórico he tratado de utilizar autores de referencia en el mundo de la valoración de empresas, entre los cuales destacaría: Aswath Damodaran, Pablo Fernández, Tom Copeland y Paul Pignataro. La información que utilizada en el trabajo se ha extraído de libros, artículos y revistas científicas.

Introducción

En este trabajo he querido realizar una valoración de una compañía como Mercadona y plantear su posible salida a Bolsa debido a mi interés en profundizar en esta materia, pues durante el máster las asignaturas relacionadas con la valoración de empresas han sido las que han despertado más curiosidad en mí. Realizando este trabajo busco especializarme un poco más y seguir aprendiendo en áreas como Corporate Finance y M&A, ya que en un futuro próximo me gustaría trabajar en estos departamentos.

He decidido elegir una compañía como Mercadona porque es una de las empresas más emblemáticas del sector agroalimentario español, es una compañía que actualmente no está cotizada en ningún mercado de valores y tiene por delante grandes retos que hacer frente como la digitalización, la entrada de nuevos competidores y seguir aumentando su cuota en España, a la vez que expandiéndose en nuevos países.

El objetivo de este trabajo es hacer una valoración en profundidad de Mercadona, analizar las posibles ventajas e inconvenientes de una posible salida a Bolsa, determinar si es necesaria para hacer frente a los retos futuros y en caso afirmativo que porcentaje de la compañía debería salir a cotizar y cual sería el precio objetivo de la compañía.

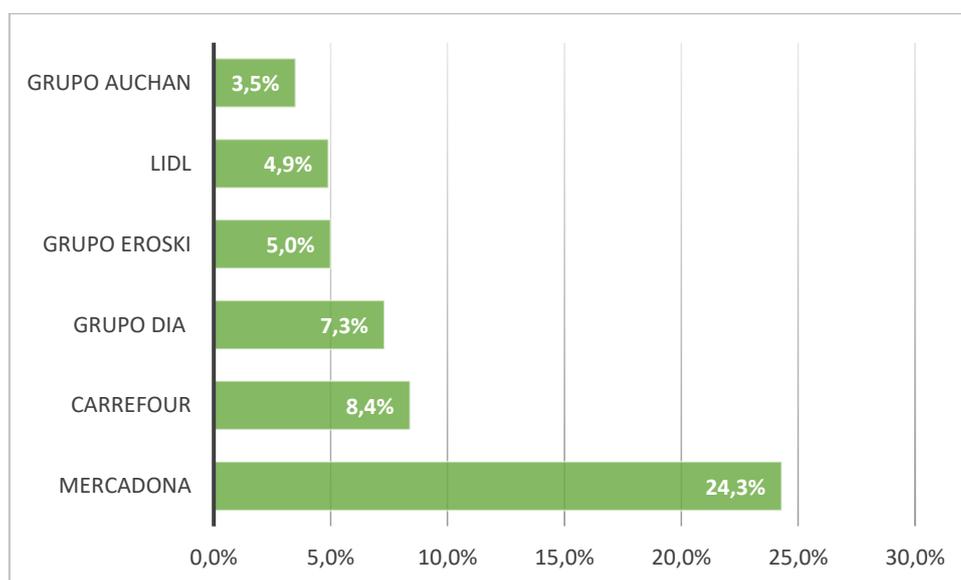
La primera parte del trabajo va a estar centrada en la parte teórica de los diferentes procesos necesarios para llevar a cabo la valoración y la salida a bolsa de una compañía, también expondré mi punto de vista sobre la situación actual de Mercadona y las medidas que puede llevar a cabo para enfrentarse a un futuro lleno de innovación e incertidumbre. En la segunda parte de trabajo, me voy a centrar en la valoración de la compañía desde un punto de vista práctico utilizando diversos métodos de valoración como el descuento de flujos de caja. También se realizará un análisis con diferentes escenarios para tener una visión más amplia de todas las situaciones que puede afrontar una compañía, de esta forma obtendré un precio objetivo de Mercadona para su posible IPO.

Historia de Mercadona

Actualidad

Hoy en día Mercadona es el supermercado líder en el sector con una cuota de mercado del 24,3% según el estudio realizado por Kantar Worldpanel (figura 1). Tiene 1.636 tiendas abiertas en estos momentos y 85.800 empleados cuyo salario base de inicio es 1.328 euros brutos al mes, es una empresa que cuida especialmente a sus trabajadores y los considera el eje fundamental de su proyecto, por eso en 2018 repartió 325 millones de euros entre toda la plantilla.

Ilustración 1. Cuota de Mercado



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de Kantar worldpanel.

Por otro lado, Mercadona es una empresa que aporta un gran valor a la sociedad pues el impacto de la cadena de montaje en España genera 630.000 empleos directos, indirectos e inducidos, además representa el 1,9% del PIB nacional aportando 22.900 millones de euros. El compromiso social de la compañía es pleno, ya que anualmente dona alrededor de 8.300 toneladas de alimentos y colabora con 170 comedores sociales y 60 bancos de alimentos.

Historia

Antes de empezar a valorar la empresa tenemos que analizar los pasos que ha dado la compañía y las decisiones que ha tomado a lo largo de su historia para llegar a ser uno de los mayores supermercados en nuestro país. Mercadona es una empresa valenciana familiar y de capital 100% español cuya actividad es la distribución alimentaria en supermercados. Sus oficinas centrales se encuentran en Tabernes Blanques, un municipio que pertenece a la provincia de Valencia.

Esta compañía nace en 1977, cuando D.Francisco Roig Ballester y Da. Trinidad Alfonso Mocholí transforman las carnicerías del negocio familiar en ultramarinos y es ahí cuando Mercadona pasa a formar parte del Grupo Cárnicas Roig. Unos años más tarde Juan Roig, el actual presidente de la compañía junto a su esposa Hortensia Herrero y sus hermanos Fernando Roig, Trinidad Roig y Amparo Roig compran Mercadona a su padre. En aquellos momentos la compañía solo disponía de 8 tiendas frente a las 1.636 tiendas del ejercicio de 2018. Juan Roig fue la persona que asumió la dirección en la nueva etapa de Mercadona, como empresa independiente de la matriz familiar.

En 1988, Mercadona empezó su plan de expansión con la adquisición de Supermercados Superette, que contaba con 22 tiendas en Valencia. Un año más tarde se adquirió Cesta Distribución y Desarrollo de Centros Comerciales, de esta forma Mercadona lograba tener presencia por primera vez en Madrid. Más tarde, la compañía apostaría por el crecimiento orgánico y la estrategia de la mancha del aceite. Consistía en la apertura de tiendas en lugares dónde no hubiera competencia, así cuando un nuevo competidor quisiera entrar en ese mercado los clientes de la zona ya tendrían la idea preconcebida que la compra se debía hacer en Mercadona. En 1991, continuando con el proceso de expansión se adquirió Dinos y Super Aguilar, y en 1998 cadenas catalanas de Magatzems Paquer, Superama y Supermercats Vilaró . También se decidió alcanzar acuerdos con Almacenes Gómez y Serrano para introducirse en el mercado andaluz.

Hay que destacar que Mercadona ha sido una de las empresas pioneras en utilizar el escáner para la lectura del código de barras en sus tiendas y también fue la primera empresa en España con un bloque logístico totalmente automatizado. En 1990, Juan Roig y su esposa Hortensia María Herrero

decidieron comprar parte de la compañía al resto de los hermanos Roig y pasa ostentar la mayoría del capital.

En 1992, Mercadona alcanza los 10.000 empleados y 150 supermercados en toda España. Un año más tarde, se implanta una nueva estrategia comercial conocida como SPB (Siempre Precios Bajos), que posteriormente se transformará en el conocido Modelo de Calidad Total. Para llegar a ello, nacen marcas tan conocidas como Hacendado, Bosque Verde, Deliplus y Compy que el cliente asocia directamente con Mercadona.

Por otro lado, en 1999 todos los trabajadores pasaron de tener un contrato temporal a uno fijo y de esta forma se termina el proceso de conversión de contratos iniciado en 1995. A lo largo del tiempo, Mercadona ha seguido con esta política de contratos fijos hasta alcanzar los 85.800 actualmente, además desde el año 2001 hasta la actualidad reparte alrededor del 25% de sus beneficios entre los trabajadores.

En los años siguientes, Mercadona abrió diferentes centros logísticos en Barcelona, Alicante, Sevilla, Tenerife, Madrid. Además, en 2003 se convierte en la primera empresa en realizar una Auditoría Ética. En ese mismo año se produce el lanzamiento de la línea de perfumes con el nombre de Hortensia H.

El 2008 es uno de los años más relevantes en la historia de Mercadona, con la llegada de la crisis económica la empresa dirigida por Juan Roig dio un giro a su estrategia y se produjo la realineación del Modelo de Calidad Total. El nuevo objetivo de la compañía era ofrecer al Jefe el carro de la compra más barato y con mayor calidad del mercado, para ello aplicaron la estrategia del Carro Menu. Un año antes, Mercadona fue nombrada la cuarta empresa del mundo en reputación corporativa según el estudio realizado el Reputation Institute de Nueva York. En 2010, implementó un modelo de gestión de Recursos Humanos basado en el Liderazgo y la Cultura del Esfuerzo, ya que considera que son dos pilares esenciales para ser una empresa líder, con alto rendimiento y productividad.

En 2013, la compañía decide reinventarse incrementando nuevas secciones de productos frescos en sus supermercados y de esta manera hacernos más tenderos. El mismo año Juan Roig pone en marcha uno de sus grandes retos la

Cadena Agroalimentaria Sostenible de Mercadona, un plan a largo plazo que tiene un compromiso de utilizar productos de origen nacional siempre que sea viable por estacionalidad y proximidad.

El anuncio del salto al extranjero llegó en 2016, con la aprobación de la expansión internacional en Portugal tras haber extendido el modelo de la mancha de aceite por toda España. Por último, en 2018 se empieza a implementar en Valencia el nuevo servicio de venta online que más adelante comentaremos con más detenimiento debido al gran impacto que puede tener en el modelo de negocio de la compañía.

Planteamiento estratégico de Mercadona

Mercadona es la mayor empresa de supermercados en España y según el informe Retail 2019 elaborado por Brand Finance se sitúa en el puesto 48 en el ranking de las marcas más valiosas de retail a nivel mundial, con una calificación de AA a tan solo dos niveles de diferencia de Tesco (AA+). En primer puesto se sitúa Amazon uno de los principales competidores de Mercadona en el e-commerce en España y en segundo lugar Walmart el gigante estadounidense que comparte algunas similitudes en su estrategia de expansión con Mercadona.

Juan Roig tiene dos grandes retos que afrontar en la actualidad y en un futuro muy próximo; la internacionalización de Mercadona a otros países de Europa y la digitalización del sector con el crecimiento del comercio electrónico. En primer lugar, Mercadona ha empezado su expansión en un país vecino como Portugal anunciando la apertura de 10 nuevas tiendas en 2019, además Juan Roig realizó unas declaraciones asegurando que entre sus planes de expansión estaba la apertura de tiendas en tres o cuatro países más, pero siempre siguiendo la estrategia de “mancha de aceite” que tan bien le ha funcionado en el terreno nacional, en sus planes no entra realizar adquisiciones de otros supermercados para entrar de una forma más rápida en los mercados, sino que van a ir abriendo tienda a tienda .

Respecto al segundo gran reto, Juan Roig ha tenido diferentes puntos de vista respecto al comercio electrónico y lo ha llegado a calificar como uno de los grandes errores de su gestión, pues en un primer momento el empresario

valenciano no creyó en la venta online para sus supermercados, pues le generaba pérdidas. Actualmente, la compañía ha dado un cambio radical en su estrategia respecto a la venta online y se ha convertido en un mercado necesario a explotar debido al cambio de costumbres que se está produciendo en la sociedad debido al alto grado de digitalización. La inmediatez y la falta de tiempo de los potenciales clientes son dos de los factores que empujan el crecimiento de la venta online. En un primer momento, el sector de la distribución alimentaria no se había visto afectado por esta tendencia, pero en los últimos años con la entrada de nuevos competidores del tamaño de Amazon, la venta online en los supermercados es una realidad y no afrontar este nuevo reto supone quedarse atrás respecto a los competidores y el nuevo modelo de negocio del futuro. Por esto, Mercadona se ha visto obligada a crear una nueva red de distribución alimentaria a domicilio y aunque aún no ha logrado generar beneficio con este nuevo servicio, de hecho, ha generado una pérdida de 30 millones a la compañía, cada vez se encuentra más de cerca del punto de equilibrio. La nueva estrategia que está implementando en Valencia de sacar de los supermercados los procesos de distribución online ha logrado cuadruplicar la eficiencia en sus pedidos. Este proceso como he comentado anteriormente sigue sin ser rentable, pero ayuda a Mercadona a incrementar su posicionamiento en este nuevo nicho de mercado mientras continúa incrementado la eficiencia.

La estrategia de expansión de Juan Roig, con la implementación del servicio de distribución de venta online se centra en las ciudades más pobladas como Madrid y Barcelona. El objetivo es tener operativos los centros de distribución a ser posible en 2020, y posteriormente expandir este modelo al resto de las ciudades más importantes de España.

En mi opinión, la estrategia de Mercadona se podría llevar a cabo con mayor celeridad si se produjera una salida a Bolsa de la compañía. Sus recursos propios incrementarían y a su vez el capital destinado a financiar la expansión en otros países. Además, el plan estratégico de venta online se implementaría con una mayor rapidez.

Podemos encontrar diferentes empresas del sector como Wal-Mart, Tesco, Carrefour y Amazon entre otras que actualmente cotizan en Bolsa y desde mi punto de vista tienen una ventaja competitiva respecto a sus competidores que

no cotizan en Bolsa, pues tienen la capacidad de incrementar con mayor facilidad sus recursos propios a través de ampliaciones de capital. Mercadona es una empresa que actualmente financia sus inversiones a través de la tesorería sin necesidad de incrementar la deuda de la compañía, pero si quiere ser capaz de competir con compañías del tamaño de Wal-Mart, Amazon, Tesco, Ahold Delhaize en el mundo del retail y al mismo tiempo enfrentarse a los retos futuros que presenta un mercado cambiante en cuanto a los hábitos y formas de comprar del consumidor, tiene que dar un salto y abrir la puerta a los mercados de capitales.

Por otro lado, no se puede hablar de la estrategia de Mercadona sin mencionar a sus proveedores, estos han sido un factor clave en el Modelo de Calidad Total que ha impulsado la compañía durante todos estos años. En 1998, Mercadona implanto la figura del interproveedor lo que suponía la producción de los productos prácticamente en exclusiva para Mercadona y la aceptación del modelo GCT. Los interproveedores tenían la seguridad de tener una demanda de productos garantizada, pues se apuesta por una relación con ellos a largo plazo en la que es imprescindible un elevado grado de confianza, para lograr que el acuerdo sea beneficioso para ambas partes. La estrategia de Mercadona era conseguir ofrecer a “los jefes” un carro de la compra de máxima calidad al menor precio posible, para lograr conseguir este objetivo es imprescindible el compromiso de los interproveedores y también es necesario que su producto tenga todas las características que necesita Mercadona para poder ofrecerlo al público bajo su propia marca.

En esta relación entre Mercadona y sus interproveedores se busca integrar los conocimientos de ambos, para que la alianza estratégica resulte positiva tanto para las dos empresas como para “el jefe”. En esta alianza Mercadona aportará todo el conocimiento que tiene sobre el jefe, los precios a los que se oferta el producto, los estándares de calidad demandados por el jefe, los volúmenes de producción, etc., y los interproveedores aportaran el conocimiento en sus productos y la elaboración de los mismos, la innovación constante y una operativa perfecta. Estas alianzas hacen que los productos de marcas propias de Mercadona sean totalmente distintos a una marca blanca convencional, pues en ellos el jefe puede observar la marca de Mercadona pero también la del

proveedor que lo fabrica, los cuales son marcas con reconocido prestigio y altos niveles de calidad.

Para poder ser interproveedor de Mercadona había que cumplir tres requisitos fundamentales:

- Los empresarios que quieran trabajar con Mercadona deben ser innovadores, demostrar pasión en su trabajo, Las tener los recursos económicos necesarios para llevar a cabo sus proyectos y tener las capacidades directivas necesarias para ejecutarlos a la perfección.
- Las empresas con las que trabaja Mercadona deben tener estabilidad accionarial para que la relación entre ambas partes tenga una mayor solidez. Por otro lado, las empresas han de tener una mentalidad abierta y estar dispuestas a compartir toda la información disponible entre ambas partes, de esta forma cada uno conoce los márgenes operativos, los procesos y los riesgos que suponen las inversiones del otro. Además, es imprescindible que las empresas estén dispuestas a implantar el modelo de Gestión de Calidad Total, esto supone si es necesario realizar cambios en la compañía para garantizar la seguridad alimentaria y medioambiental y para garantizar el cumplimiento del modelo se tendrá que aceptar auditorias periódicas por parte de Mercadona.
- Finalmente, Mercadona pone especial énfasis en la cooperación y confianza entre ambas empresas, por eso exige exclusividad en la fabricación de algunos de sus productos.

En los últimos años, Mercadona ha evolucionado el modelo de proveedor que tenía en el pasado hacia un modelo de proveedor Totaler, este cambio supondrá que Mercadona tendrá acuerdos individualizados para cada producto, de esta forma se busca una mayor variedad ya que se podrán ofertar productos de diferentes proveedores en una misma sección. Con el proveedor totaler Mercadona busca diferenciarse con productos de la máxima calidad y al menor precio, para lograrlo ha incrementado considerablemente su oferta en frescos buscando una mayor diferenciación y siempre intentando ofrecer el mejor producto posible al jefe. Esta estrategia iniciada en 2012 donde solo habías 40 Totaler en frescos frente a los 350 en

2018 ha dado los resultados esperados como se aprecia en el nivel de ventas de la compañía, las cuales se han visto incrementadas en un 30% en los últimos 4 años.

Ventajas e Inconvenientes de salir a Bolsa para las empresas

La Bolsa de Valores es un instrumento que utilizan las empresas para obtener financiación y los inversores para obtener una mayor rentabilidad de sus ahorros. Es un mercado con diversas ventajas e inconvenientes para ambos, en este caso me voy a centrar en la posición que tienen las compañías y como les puede afectar tanto positiva como negativamente la cotización en un mercado de valores.

Ventajas de salir a Bolsa

- **Financiación del crecimiento de la empresa:** una salida a Bolsa o las posteriores ampliaciones de capital que puede realizar una compañía son formas de financiación que aportan flexibilidad, solidez y reducen el riesgo financiero que asume la empresa en su etapa de expansión.
- **Liquidez para los accionistas:** el mercado bursátil es la vía más rápida que tienen los accionistas en convertir sus acciones en liquidez. En muchas ocasiones es la forma más sencilla que tienen los empresarios para vender su compañía en el momento que consideran oportuno y en empresas de carácter familiar es una salida a muchos de los problemas que puede generar las diferencias de opinión entre los socios en cuanto las estrategias que tienen que llevar a cabo la compañía en el futuro, pues siempre tienen la opción de poder vender sus acciones a un precio objetivo.

Por otro lado, quiero recalcar que los términos empresa familiar y empresa cotizada no están reñidos, se puede vender parte de la compañía en Bolsa y seguir manteniendo el control claro ejemplo de ello es una compañía del tamaño de Inditex.

- **Valoración Objetiva:** una empresa cotizada tiene en todo momento un precio objetivo que se convierte en la referencia de los accionistas.

Además, los accionistas que necesitan liquidez inmediata no se ven afectados cuando las empresas deciden reinvertir el beneficio en lugar de realizar un reparto de dividendos, pues en todo momento pueden vender las participaciones de la compañía.

- **Prestigio e imagen de marca:** para las empresas entrar a formar parte de un mercado de valores es una forma de incrementar la imagen de marca y su visibilidad en los medios de comunicación debido al mayor interés que suscita tanto en analistas como inversores. Ser admitido a cotizar en Bolsa supone garantizar que la empresa es solvente y que ha sido capaz de generar grandes beneficios en los ejercicios anteriores. Esto conlleva beneficios para la compañía cuando trata con entidades financieras o proveedores ya que su prestigio y credibilidad es mayor.
- **Acceso a toda la comunidad inversora:** es una puerta que abre a las empresas a las inversiones nacionales e internacionales. Las empresas pueden en todo momento decidir a qué tipo de inversores va dirigida la oferta pública de venta, desde empleados a inversores institucionales o minoristas.
- **Internacionalización:** uno de los grandes retos de muchas empresas es la internacionalización de su negocio a otros países. Solo el 40% de la cifra de negocio de todas las compañías que forman el Ibex proviene del mercado español, el otro 60% de mercados exteriores. Cotizar en Bolsa ayuda a las compañías acceder a inversores internacionales e incrementa su visibilidad en diferentes mercados facilitando la expansión de las empresas internacionalmente.
- **Profesionalización de la gestión empresarial:** los requisitos de información y transparencia que las empresas tienen que cumplir en la Bolsa provoca una mayor profesionalización en su gestión.
- **Incentivo para los trabajadores:** una de las políticas de incentivos que puede promover la empresa es ofrecer a sus trabajadores pasar a formar parte del capital pagándoles una parte de su salario en acciones. De esta manera los trabajadores están más implicados en la evolución de la compañía en el futuro.

Inconvenientes de salir a Bolsa

En cuanto a los inconvenientes que puede generar una salida a Bolsa en las empresas los más destacados son los siguientes:

- **La asimetría de la información y los costes asociados a la selección adversa:** cuando se realiza una transacción el nivel de información que tienen las partes es distinto y en una emisión de acciones es un factor relevante. Normalmente, cuando se realiza una OPI los inversores están peor informados que los directivos de la compañía y a consecuencia de esta asimetría de información existe un coste de selección adversa en el cual se produce un deterioro en la calidad media de las empresas que deciden salir a Bolsa y al precio al que se venden sus acciones.
Según Chemmanur y Fulghieri(1999) estos costes de selección adversa en el caso de compañías pequeñas son mayores debido a su poca visibilidad. Por esto existe una mayor probabilidad que una compañía de gran tamaño salga a bolsa de que lo haga una pequeña.
- **Costes asociados con la salida a Bolsa y la cotización bursátil:** una salida a bolsa tiene unos grandes costes que tiene que asumir la empresa para aumentar la visibilidad y resultar atractiva a los inversores. La empresa tiene que realizar un folleto público, pagar los honorarios que se estimen oportunos a las entidades colocadoras de la emisión, costes de auditoria, tasas por cotizar en un mercado secundario ,etc. La suma de todos estos costes puede resultar una cantidad elevada y son uno de los motivos por los cuales compañías pequeñas no dan el paso a cotizar en el mercado de valores.
- **Pérdida de confidencialidad:** las empresas se ven obligadas a revelar información sobre su negocio, las estrategias que llevan en el presente, las que quieren implementar en el futuro, y los distintos proyectos de investigación y desarrollo. Esta información se hace pública para que los inversores tengan el mayor conocimiento de la compañía posible ,pero a la vez se está informando también a los competidores que pueden beneficiarse de esta situación.

- **Pérdida de control y dilución del capital:** Uno de los mayores temores por parte de los dirigentes que realizan una OPI es la pérdida del control de la compañía, por eso es de vital importancia determinar el número de acciones que se colocan en el mercado. Esta decisión corresponde a los accionistas y porcentaje de acciones variara en función de si quieren tener un mayor o menor control sobre la compañía. También se puede dar que se produzca una dilución en el capital por futuras ampliaciones de capital o por una bajada en la cotización de las acciones debido a que la compañía no esta cumpliendo las expectativas fijadas por los inversores.
- **Resultados a corto plazo:** la mayoría de las personas que invierten en Bolsa buscan que la compañía aumente los dividendos a lo largo de los años y que su valoración en Bolsa sea mayor. Esto provoca que los objetivos de la compañía se centren en obtener buenos resultados en el corto plazo y puede llevar a la compañía a descuidar la estrategia en el largo plazo.

Ventajas e inconvenientes para Mercadona

En la actualidad Mercadona es una empresa que goza de una gran estabilidad financiera, según el balance de 2018 el efectivo y otros activos líquidos alcanzan los 2.699.190 millones por lo que aparentemente no necesitaría captar nuevos recursos pues tiene la liquidez suficiente para afrontar los proyectos internos de la compañía. Pero ante los retos que se le presentan a la compañía en un entorno con grandes competidores y las proyecciones de expansión a nuevos mercados la captación de nuevos recursos vía una salida a Bolsa puede ayudar a la adquisición de compañías presentes en los mercados que Mercadona busca expandirse, esto agilizaría el proceso de expansión respecto a la estrategia de mancha de aceite que Mercadona ha llevado a cabo en el pasado.

Por otro lado, como he comentado anteriormente Mercadona es una empresa familiar cuyos mayores accionistas son Juan Roig y su esposa Hortensia María Herrero, la salida a Bolsa de la compañía sería una posibilidad de desinversión por parte de los accionistas mayoritarios y de recoger los frutos de los beneficios y el crecimiento de la compañía durante todos estos años.

Para Mercadona la salida a Bolsa también podría suponer una mejora de la imagen de marca y le ayudaría a alcanzar una mayor difusión no tanto a nivel nacional ya que es la cadena alimentaria con una mayor cuota de mercado, pero si a nivel internacional ya que le dotaría de un mayor prestigio y una mayor publicidad en los medios, esto tendría un impacto muy positivo en los planes de expansión de la compañía en nuevos mercados y atraería a un mayor número de inversores internacionales.

Otro punto a favor para la compañía sería el incremento de la profesionalización que es necesario para cumplir todos los requisitos que se exigen a las compañías cotizadas. Además, esto supondría una motivación para los profesionales de la empresa que buscarían mejorar aún más los beneficios de Mercadona.

El mayor inconveniente para Mercadona que puede suponer una salida a Bolsa sería la pérdida del control de la compañía por parte de los accionistas mayoritarios, por ello es imprescindible establecer correctamente el porcentaje de acciones que se colocaran en el mercado (free-float). En el caso de Mercadona, que es una empresa familiar seguramente este factor sea de especial importancia para Juan Roig, por eso hay que destacar que salir a bolsa no implica necesariamente una pérdida del control de la compañía, un ejemplo de ello sería el caso de Inditex donde su fundador Amancio Ortega tiene el control del 59,29% del capital.

En el caso de Mercadona la pérdida de privacidad no implica un gran cambio para la compañía, debido a que todos los años se publica la memoria anual con los resultados de la compañía explicando de forma detallada los objetivos y la estrategia de la compañía. Aunque Mercadona realiza estas publicaciones anualmente, tendrán que informar de su situación económica trimestralmente, además de facilitar información a los analistas, medios de comunicación y accionistas. Esto a priori puede ser considerado como una desventaja, pero como he explicado anteriormente este proceso ayuda a profesionalizar aún más la gestión de la compañía.

Otro aspecto que puede influir de forma negativa en Mercadona si se produjera una salida a Bolsa es la búsqueda de mejores resultados en el corto plazo para

contentar a los accionistas dejando en un segundo plano los objetivos de la empresa en un largo plazo.

Por último, en el caso de Mercadona los costes y las tarifas derivadas del anuncio y salida a Bolsa no supondrían ningún problema para la compañía pues tiene una gran liquidez como se puede observar en su balance.

Proceso de salida a Bolsa

Para acceder a los mercados de valores es necesario cumplir una serie de requisitos previos y posteriormente se debe elegir el proceso más adecuado para salir a Bolsa, que puede ser más o menos complicado en función de la compañía y la dificultad de la operación. Para explicar todos estos procesos y requisitos se ha utilizado la guía para salir a Bolsa publicada por la Bolsa de Madrid en su página web.

En primer lugar, se encuentra la empresa que es la que toma las decisiones importantes durante el proceso, en el cual intervienen asesores legales para elaborar la documentación necesaria, un coordinador global elegido por la empresa, auditores para comprobar que los contenidos del folleto son veraces, un agente que lleva a cabo la gestión de compra de acciones, una agencia de comunicación que ayuda a definir mejor una estrategia y las entidades colocadoras y aseguradoras que son las encargadas de mediar en la colocación de las acciones de la compañía entre los inversores.

En segundo lugar, se encuentra la CNMV encargada de supervisar los mercados de valores españoles. Esta entidad verifica que se cumplen todos los requisitos necesarios para que la compañía pueda salir a Bolsa, es la encargada de aprobar el folleto informativo, vigilar la publicidad relacionada con la OPI y exige periódicamente la información financiera de la compañía.

En tercer lugar, se encuentra la bolsa española que lleva a cabo las admisiones y la incorporación de los valores al sistema de negociación bursátil, también realiza la inclusión de los valores en el sistema de anotaciones en cuenta y gestión de liquidación a través del Depositario Central de Valores Iberclear.

Requisitos previos

Las compañías tienen que cumplir una serie de requisitos previos para poder cotizar en el mercado de valores se pueden dividir en dos tipos, la idoneidad del emisor y la idoneidad de los valores.

En el caso del emisor es necesario que la sociedad se anónima, tenga el capital totalmente desembolsado y que no haya ningún tipo de impedimento legal para las transmisiones de las acciones. El capital social mínimo de la compañía tiene que ser de 1.202.025 € sin contar el capital de los accionistas que posean una cantidad igual o superior al 25% de las participaciones.

Por otro lado, el valor de mercado de las acciones admitidas a negociación tiene que ser superior a 6.000.000 € y además la distribución de esta tiene que ser suficiente. Esto quiere decir que las acciones repartidas entre el público alcance al menos el 25%.

Actuaciones previas

En este periodo la compañía tiene que realizar diferentes análisis económicos y legales con el objetivo de conocer mejor la compañía y resolver cualquier tipo de inconveniente que pueda surgir de los análisis realizados. También tiene que adaptar los Estatutos a la nueva situación de la compañía introduciendo su condición de empresa cotizada, el derecho a voto, la creación de una página web corporativa ,etc.

Información para presentar

Las empresas que quieran cotizar en un mercado español tienen que presentar a la CNMV una serie de documentos entre los que se encuentran las cuentas auditadas de los tres últimos años de la compañía, el folleto informativo y los documentos acreditativos del emisor y los valores al régimen jurídico que se les tenga que aplicar.

El folleto informativo tiene que ajustarse al modelo establecido por el Reglamento Delegado (UE) N°486/2012 de la Comisión de 30 de marzo de 2012).El folleto está formado por distintas partes, en el documento de registro se encuentra toda la información relacionada con el emisor y se describe minuciosamente la situación financiera, los activos y pasivos y el gobierno corporativo del emisor. La nota de valores contiene la información sobre los valores que vayan a salir a

cotizar. En el folleto tiene que haber un resumen, cuyo formato esta estandarizado y su redacción tiene que ser clara y sin tecnicismos para que los inversores entiendan perfectamente la oferta y pueden decidir correctamente si realizar una inversión o no. Por otro lado, en el apartado de suplementos hay que incluir aquellos factores relevantes que ocurran entre la aprobación del folleto y el comienzo de la negociación de las acciones, estos hechos pueden afectar la valoración de las acciones y por ello los inversores deben de estar informados. El idioma del folleto puede ser el castellano o cualquier otro aceptado por la CNMV.

El folleto informativo debe ser aprobado por la CNMV para más tarde poder ser registrado y accesible al público de forma gratuita. La publicación del folleto se puede llevar a cabo en diferentes periódicos que tengan una amplia distribución, a través de un impreso que debe ser accesible de forma gratuita a los inversores en las oficinas de Bolsa y en la sede del emisor, la compañía puede publicar el folleto informativo en su página web y en la de la CNMV si ofrece ese servicio.

Transcurridos dos meses desde la aprobación del folleto informativo, este pierde su validez para realizar ofertas públicas. Durante el proceso de colocación de la oferta serán indispensables figuras como los bancos de inversión necesarios para asesorar a las compañías. Las empresas deberán tener en cuenta diferentes aspectos para poder captar el mayor número de capitales:

- El crecimiento de la compañía debe estar acreditado, de esta forma los inversores verán potencial en la evolución de la acción.
- El valor tiene que ser una fuente de liquidez en manos de los inversores.
- El precio de la acción ha de ser competitivo respecto las empresas del mismo sector u otros sectores.
- La transparencia y la veracidad del Folleto informativo tiene que estar plenamente garantizada.
- La dirección de la compañía tiene que inspirar confianza en los inversores.

El precio de colocación de las acciones es uno de los factores determinantes del proceso de salida a bolsa. Normalmente, se fija una horquilla entre un precio máximo y mínimo, para una vez cerrado el periodo de prospección de la demanda establecer un precio final de colocación. Si la compañía tiene

preferencia por captar fondos de unos determinados inversores tiene la capacidad de marcar diferentes precios para los inversores minoristas, institucionales o los propios empleados de la empresa.

Trámites y admisión a Bolsa

Tras el registro del folleto informativo y realizada la oferta, se tiene que hacer efectiva la admisión a cotización de las acciones. Estos valores deben tener una serie de características. Tienen que estar representados por medio de anotaciones en cuenta, han de cumplir los importes mínimos de emisión y distribución.

En cuanto a la documentación hay que destacar el escrito de solicitud de admisión a negociación dirigido al Presidente del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora, esta solicitud se acompaña de la documentación pertinente que acredite el cumplimiento de todos los requisitos establecidos en la Circular 2/2016 de la Bolsa.

Para la tramitación del proceso, la Bolsa elaborará análisis y evaluará si las acciones cumplen todos los requisitos necesarios. La CNMV deberá verificar todos los trámites para que la Bolsa pueda admitir la negociación de los valores. Por último, se publicará en el Boletín de Cotización de la Bolsa aquellos acuerdos relacionados a la admisión de valores negociables por la Bolsa, también se notificará a la CNMV y a la entidad solicitante.

Todo este proceso suele tener una duración media de 4 a 6 meses, tomando como punto de partida la finalización del diseño de la operación y la aprobación de los acuerdos sociales necesarios.

Costes asociados a la salida a Bolsa

Una salida a Bolsa genera unos gastos muy elevados en las compañías los cuales se pueden sintetizar en:

- Comisión de dirección, aseguramiento y colocación: estos gastos suelen representar entre el 2% y el 4% del efectivo colocado, se reparten entre

aquellos intermediarios y asesores que ha elegido la empresa para realizar el proceso de colocación.

- Gastos de publicidad: este es un gasto variable en función de los intereses de la compañía, puede simplemente realizar los anuncios en el BORME o realizar otro tipo de anuncio en medios de comunicación para llegar a un mayor número de inversores.
- Tarifas de CNMV: el coste de esta tarifa es del 0,01% del importe efectivo de la admisión con un mínimo de 25.000€ y un máximo de 70.000. Estos gastos derivan del trabajo realizado por la CNMV verificando el cumplimiento de los requisitos necesarios para que los valores puedan salir a cotizar.
- Tarifas de admisión a Bolsa: En primer lugar, las compañías tienen que hacer frente a una cantidad fija de 1.500€ por la tramitación del expediente. Por los derechos de admisión se establece un 0,011% sobre la capitalización bursátil de las acciones en su primer precio de mercado, fijando una tarifa mínima del 0,5% de la nueva capitalización admitida o 6.000€ y un máximo de 500.000€.
- Tarifas de Iberclear: por la inclusión en el registro se cobrará una tarifa de 0,40 puntos básicos sobre el valor efectivo de la inclusión, estableciendo un mínimo de 500€ y un máximo de 50.000 por la emisión completa. Además, se realizará un pago anual de 500€ a la entidad responsable del Registro Contable.

Obligaciones de transparencia de la empresa cotizada

Una vez la compañía está cotizando en Bolsa debe cumplir una serie de obligación y compromisos con sus accionistas. Una de esas obligaciones es la publicación de información periódica por parte de la compañía, de esta forma los inversores pueden fijar un precio objetivo de la acción en cada momento.

Las compañías deben publicar la información de forma periódica y puntual. Anualmente la compañía está obligada a publicar las cuentas anuales y el informe de auditoría, semestralmente los estados financieros y trimestralmente un avance de los resultados. Además es mandatario informar a la CNMV y la Bolsa de todos aquellos cambios económicos y jurídicos que puedan alterar la cotización de las acciones.

Free float

El free float determina el porcentaje de acciones de una compañía que están en circulación en el mercado y pueden ser compradas por los inversores. El resto de acciones son las que están en manos de grupos dominantes que no tienen intención de vender las acciones. Cuanto mayor es el free float mayor liquidez tienen las acciones en el mercado y habrá más posibilidades de encontrar compradores en el mercado. Por otra parte, cuanto mayor sea el free float de la compañía en el caso de empresas familiares que aspiren a salir a Bolsa la pérdida del control será mayor.

En el caso de Mercadona, ante una salida a Bolsa habría que establecer un free float en el cual el accionista mayoritario actual que es Juan Roig conservase el control de la compañía. Nos podemos fijar en Inditex para establecer el free float pues también era una empresa familiar y después de salir a bolsa Amancio Ortega continua manteniendo el control de la compañía. Cuando Inditex salió a Bolsa el free float representaba un 22,69% del capital social que se podía ampliar hasta 26,09% al incluir el green shoe. Para Mercadona se va a establecer un free float del 35% del capital que se podrá ampliar hasta el 38% con el green shoe. El green shoe es una cláusula en los contratos que permite colocar más acciones de las previstas si la demanda es mayor de lo que inicialmente se podía. Este sistema sirve para estabilizar el precio en el caso que la demanda por las acciones de Mercadona fuera muy elevada y el precio de las acciones subiera demasiado.

Con este free float Juan Roig conseguiría mantener el control de la compañía ya que su participación sería del 62%-65% en función de la demanda en la IPO. Además, esto le permitirá tener un margen en el futuro para poder seguir vendiendo si fuera necesario parte de sus acciones manteniendo el control de la compañía.

El capital social de Mercadona actualmente es de 15.921.000€ y tiene 131.200 acciones, esto quiere decir que el precio medio de las acciones es de 121,25 euros. En función de la valoración de la compañía que se determinara principalmente por el descuento de flujos de caja libres habrá que hacer un split de las acciones para que el precio de cada acción no sea demasiado elevado.

Un split es una fórmula por la cual se incrementa el número de acciones, pero a su vez el nominal de las mismas disminuye, es decir el capital social de la compañía no varía, solo hay un mayor número de acciones a un menor precio.

En la salida a bolsa de Mercadona, la distribución de las acciones se ha dividido en diversos tramos. El tramo de los inversores internacionales se les reservara un 35% de la emisión, al tramo minorista se le asignara un 50% de la oferta inicial, el tramo de los empleados con un 2,5% y por último el tramo de los inversores institucionales españoles al cual se le asignara el 12,5% de la emisión.

Métodos de Valoración de Empresa

Métodos Patrimoniales

Como bien explica Pablo Fernández en su trabajo *Company Valuation Methods* los métodos patrimoniales buscan determinar el valor de la compañía estimando el valor de sus activos. Estos métodos consideran que el valor de la compañía básicamente se encuentra en su balance, ya que determinan el valor de la compañía desde un punto de vista estático sin tener en cuenta la evolución de la compañía en el futuro.

Los métodos más destacados son los siguientes:

Valor contable: El valor contable de una compañía es el valor de los recursos propios en el balance, formado por el capital y las reservas. El valor contable también se puede obtener mediante la diferencia entre el total de los activos y el pasivo exigible, esto es el excedente de bienes que tiene la compañía respecto el total de sus deudas.

Valor contable ajustado: El valor contable ajustado es prácticamente igual al valor contable, simplemente este método trata de ajustar el valor de los activos y pasivos al precio de mercado.

Valor de liquidación: Es el valor de la compañía si es liquidada, esto quiere decir que se venden todos sus activos y se saldan las deudas. Al valor obtenido también hay que sustraerle los costes que implica la liquidación de una compañía.

A continuación, vamos a proceder al análisis de Mercadona utilizando los métodos previamente explicados. Para ello, se utilizarán los datos del balance del año 2018 que nos proporciona la Tabla 1. Los datos del balance están en miles de euros al igual que las operaciones posteriores.

Tabla 1. Balance de Mercadona

Mercadona			
	2017	2018	Var %
Activo no corriente	4.518.292	5.495.351	22%
Inmovilizado	4.463.089	5.434.402	22%
Activos por impuesto diferido	55.203	60.949	10%
Activo corriente	3.932.262	3.641.224	-7%
Existencias	747.835	704.439	-6%
Deudores	142.973	126.957	-11%
Inversiones financieras	192.215	110.638	-42%
Efectivo y otros activos líquidos	2.849.239	2.699.190	-5%
Total Activo	8.450.554	9.136.575	8%
Patrimonio Neto	5.113.282	5.583.359	9%
Capital	15.921	15.921	0%
Reservas	4.775.136	4.974.900	4%
Resultado del ejercicio	322.225	592.538	84%
Pasivo no Corriente	82.803	66.480	-20%
provisiones y deudas a largo plazo	26.470	19.497	-26%
Pasivos por impuesto diferido	56.333	46.983	-17%
Pasivo corriente	3.254.469	3.486.736	7%
Proveedores	2.344.878	2.421.574	3%
Acreedores y deudas con Administraciones Públicas	650.211	796.136	22%
Personal	259.380	269.026	4%
Pasivos por impuesto corriente			
Total Patrimonio Neto y Pasivo	8.450.554	9.136.575	8%

Fuente : Elaboración propia. Datos extraídos de Memoria Anual Mercadona 2018

Primero, se realizará la valoración por el método de valor contable. Para obtener el valor contable de la compañía tenemos dos opciones:

1. Sumar el capital más las reservas más el resultado del ejercicio que sería igual a los recursos propios de la compañía.

$$\text{Recursos propios} = 15.921 + 4.974.900 + 592.538 = 5.583.359$$

2. Se hace la diferencia entre el total de activo y el pasivo exigible de Mercadona para obtener los recursos propios.

$$\text{Recursos propios} = 9.136.575 - 66.480 - 3.486.736 = 5.583.359$$

El Valor contable ajustado y el valor liquidativo no es posible calcularlos, debido a que no tenemos datos suficientes para poder realizar el desglose de las partidas del activo y del pasivo de la empresa Mercadona. Tampoco es posible determinar cuál debe de ser el valor de mercado de los diferentes activos y pasivos que aparecen en el balance.

Múltiplos/ Comparables

El método de valoración de empresas por comparables, consiste en la obtención del precio objetivo de una compañía, a través de la comparación de diferentes variables financieras de otras compañías cotizadas con similares características en tamaño, producto y geografía a la empresa que se está realizando la valoración. Una vez encontradas empresas comparables a la que estamos valorando, se calcularán las ratios correspondientes para mostrar la relación que existe entre las empresas que hemos escogido, para después aplicar ese múltiplo a la compañía objeto de valoración y obtener su posible valor de mercado. Si los múltiplos de los competidores son consistentemente menores que los múltiplos de la compañía que estamos valorando, puede significar que nuestra compañía está sobrevalorada. El método por comparables tiene una de las mayores ventajas sobre otros métodos de valoración:

- Es el método más actual, da una perspectiva del mercado. El análisis de una compañía por comparables está basado en el precio más reciente de la acción y los estados financieros de la compañía.

Por otro lado, el análisis por comparables puede tener algunos inconvenientes:

- Puede resultar complicado encontrar compañías para comparar. Si la compañía tiene un modelo de negocio único o el tamaño no es el mismo que el de las empresas cotizadas, se pueden encontrar dificultades para escoger los competidores correctos.
- Los mercados como conjunto pueden estar sobrevalorados o infravalorados. Cuando realicemos el análisis podemos encontrarnos en una situación donde el mercado está sobrevalorado o infravalorado, esto supondría que el resultado de nuestro análisis fuera defectuoso.

A continuación, se van a explicar los ratios que he considerado más relevantes para realizar la valoración por múltiplos de Mercadona:

PER (Price to earnings ratio): Este es considerado uno de los ratios más importantes debido a que los inversores y analistas le prestan especial atención. El Per es uno de los ratios más frecuentes en la valoración por múltiplos, porque su cálculo y su interpretación son muy intuitivos para los inversores.

EL PER se puede definir como el precio de la acción en el mercado dividido por los beneficios por acción. Otra definición también válida del PER es la capitalización bursátil de la compañía dividido en beneficio neto total. En ambas se está midiendo cuantas veces el beneficio de la compañía está incluido en el precio de la acción. Por ejemplo, cuando se dice que una compañía está cotizando a un Per de 20x, los inversores están pagando por esta compañía veinte veces más que los beneficios que ha tenido ese año.

En general, los inversores utilizan este ratio como una primera aproximación para determinar si una compañía está cara o barata. Para ello se comparan los PER de las compañías de un mismo sector, las cuales se ven afectadas por factores similares y suelen tener un Per similar. Cuando el Per de una compañía es alto quiere decir que el mercado espera un crecimiento significativo en los beneficios futuros. Un Per por encima de la media del sector también puede ser un indicio de que la compañía puede estar sobrevalorada en el mercado.

En el caso de Mercadona, se han seleccionado una lista de siete compañías de las más grandes de Europa en el sector de la distribución alimentaria, las cuales tienen unas características similares a Mercadona en el marco

internacional. Mediante un estudio por comparables, se tratará de obtener un precio objetivo de Mercadona a través del ratio Per.

Tabla 2

Europa	PER
Carrefour	16,92x
Tesco	17,8x
Ahold	13,38x
Sainsbury	22,95x
Casino	
Guichard	10,5x
Metro AG	11,2x
ICA	
Gruppen AB	20,95x
Promedio	16,24x

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de Morningstar y Reuters

Como se puede observar en la tabla todas las compañías seleccionadas cotizan en Bolsas europeas, pero no se ha seleccionado ninguna compañía que cotice en el mercado español debido que actualmente la única empresa de distribución alimentaria con características similares a Mercadona que cotiza en bolsa es DIA. Esta compañía se encuentra actualmente en un proceso de reestructuración y en 2018 obtuvo unas pérdidas de 352.587.000 euros, por ello se ha decidido no incluirla en la valoración por múltiplos, ya que actualmente sus ratios no son comparables ni representativos en el sector.

Para realizar el cálculo del PER, se dispone de dos fórmulas muy similares:

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

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

Una vez obtenido el promedio del PER de las diferentes compañías seleccionadas procedemos al cálculo del valor de mercado de Mercadona. Para ello multiplicamos el Per promedio cuyo valor es 16,24 por el beneficio neto de Mercadona en el año 2018, que como muestra la tabla 2 es 592.538.000. El resultado de esta operación según el método de valoración por múltiplos, estima

que el valor de Mercadona ante una posible salida a Bolsa sería de 9.622.817.120 euros, con un Per teórico de 16,24x.

Tabla 3

P Y G	2018
Importe cifra de negocios	22.234.936
	-
Aprovisionamientos	16.706.198
Otros ingresos de explotación	67.399
Gastos de personal	-2.861.459
Otros gastos de explotación	-1.540.902
Amortización inmovilizado	-426.557
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	767.220
Ingresos financieros	14.640
Deterioros	-22.617
RESULTADO FINANCIERO	-7.977
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	759.243
Impuesto sobre beneficios	-166.705
RESULTADO DEL EJERCICIO	592.538

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de la Memoria anual Mercadona 2018

Ratio precio/ventas: Este ratio calcula en que proporción el mercado valora cada euro de las ventas de una compañía. Ken Fisher con su trabajo teórico en 1970 elaboró este ratio, el cual lo utilizaba para valorar acciones, centrándose en compañías con ratios P/S menores que uno. Ken Fisher dijo "los beneficios más elevados normalmente serán el resultado de comprar acciones que tengas un P/S bajo". Esta afirmación tiene mucha lógica porque comprar una acción con un P/S bajo quiere decir que estás pagando menos por cada unidad de ventas. Para calcular este ratio se pueden utilizar dos fórmulas muy similares entre sí:

$$\text{Ratio Precio/Ventas} = \text{Capitalización Bursátil} / \text{Ingresos}$$

$$\text{Ratio precio/Ventas} = \text{Precio por acción} / \text{Ingresos por acción}$$

Este ratio tiene aspectos muy positivos, el más destacado es que a diferencia de los beneficios, los ingresos de las ventas son más difíciles de manipular, y si se produjera este hecho se detectaría fácilmente. El ratio P/S se puede utilizar para valorar compañías que no han tenido beneficios en el ejercicio anterior, algunos sectores que son cíclicos es complicado mantener unos resultados positivos todos los años y algunos inversores podrían pensar que este tipo de compañías no son una buena inversión, en cambio si nos fijamos en el P/S ratio la conclusión que sacarían los inversores sería la opuesta.

Por otro lado, este ratio también presenta algunos puntos negativos ya que en las cifras de ventas no se tiene en cuenta la deuda de la compañía, mientras que los beneficios si la tiene. Se podría dar el supuesto que una compañía estuviera muy endeudada y al borde de la quiebra y su ratio P/S fuera bajo.

Este ratio tampoco tiene en consideración los gastos cuando estos son fundamentales en el cálculo de los beneficios de una compañía. Por último, un inversor no debería tomar la decisión de invertir en una compañía teniendo en consideración solo este ratio.

Tabla 4

Europa	Price/Sales
Carrefour	0,17x
Tesco	0,37x
Ahold	0,39x
Sainsbury	0,17x
Casino Guichard	0,09x
Metro AG	0,18x
ICA Gruppen AB	0,67x
Promedio	0,29x

Fuente: Elaboración Propia Morningstar y Reuters

En la tabla 4, se pueden observar los diferentes ratios P/S, la empresa ICA Gruppen AB con un ratio de 0,67, el más elevado de todas y Casino Guichard por el contrario es la compañía con un ratio más bajo tan solo del 0,09. El

promedio del ratio P/S en Europa es de 0,29 lo que significa que si aplicamos este ratio a Mercadona que tiene una cifra de negocio de 22.234.936 euros como podemos ver en la tabla 2, el valor de la compañía sería de 6.448.131.440 euros según el método de valoración por múltiplos.

Ratio Precio/Valor en libros : Este ratio más conocido por su terminología inglesa Price to Book Value se encarga de comparar la valoración de una compañía en el mercado con el valor de la compañía en sus estados financieros. El valor en libros de una compañía se podría definir como el valor que tendrían los activos después de pagar todas las deudas.

Normalmente, cuando el ratio P/VC es igual o inferior 3, suele llamar la atención de los inversores en valor. Cuando se cumple este criterio puede significar que la acción está infravalorada y por lo tanto se está vendiendo por debajo de su precio objetivo, por lo que existe una clara oportunidad de inversión o por el contrario puede indicar que la compañía tiene sus fundamentales en mal estado y el inversor debe evitar esa compañía.

Existen algunos inconvenientes en esta ratio porque no tiene en cuenta algunos activos en su cálculo, como los intangibles. Por lo tanto, no debería aplicarse a compañías de servicios o tecnológicas que tengan un gran número de patentes o de desarrollo software. También, puede darse que el valor contable de una compañía se vea incrementado por una adquisición y el ratio P/VC se vea disminuido.

Las fórmulas que se utiliza para el cálculo de esta ratio son las siguientes:

$$\text{Precio / Valor en libros} = \text{capitalización bursátil} / \text{fondos propios}$$

$$\text{Precio / Valor en libros} = \text{Cotización} / \text{Valor contable por acción}$$

En el caso de Mercadona para calcular el valor de la compañía con el ratio Precio/Ventas, aplicamos el promedio obtenido en el análisis realizado a las diferentes compañías del sector de distribución alimentaria. El promedio de los diferentes ratios como podemos observar en la Tabla 5 es 1,43 y los recursos propios de Mercadona como queda reflejado en la Tabla 1 son 5.583.359.000.

Si realizamos el cálculo correspondiente el valor de Mercadona por comparables aplicando el ratio Precio / Ventas sería el siguiente:

$$\text{Valoración Mercadona} = 5.583.359.000 * 1,43 = 7.984.203.370 \text{ euros.}$$

Tabla 5

Europa	Price/book
Carrefour	1,45x
Tesco	1,59x
Ahold	1,61x
Sainsbury	0,53x
Casino	
Guichard	0,5x
Metro AG	1,99x
ICA Gruppen	
AB	2,33x
Promedio	1,43x

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de Morningstar y Reuters

Ratio Valor de la empresa/ EBITDA: Antes de empezar quiero definir los diferentes términos de este ratio. El valor de la empresa es el valor de la actividad principal que desarrolla la compañía menos los activos no operativos, como el exceso de caja y los subsidiarios no consolidados. EBITDA es el beneficio antes de interés, impuestos, depreciación y amortización.

El ratio EV/EBITDA, como es más conocido entre los inversores, es muy utilizado en las valoraciones de mercado y es más fiable que el beneficio operativo para predecir los retornos de una acción.

Este ratio también genera algunas dudas sobre su utilidad entre los inversores en valor, por las deficiencias que tiene al no mostrar en su cálculo muchos aspectos importantes de una compañía. Warren Buffet, el actual presidente, director general de Berkshire Hathaway y considerado el mejor inversor en valor de los últimos tiempos, tuvo unas palabras en la junta general de accionistas en 2003 sobre el EBITDA: "Cualquier gestión que no tenga en cuenta la amortización como un gasto es vivir en un mundo de sueños. Pero

claro, son alentados a hacer eso por los banqueros de inversión que les hablan sobre el EBITDA. Y, ciertas personas han construido sus fortunas engañando a los inversores al convencerlos de que el EBITDA era un indicador importante”. Seth Klarman, el fundador, director y gestor de carteras en la exitosa compañía de inversión en valor The Baupost Group, comparte una opinión similar en su libro Margin of Safety: “No está claro por qué los inversores de repente llegaron a aceptar el EBITDA como una forma de valorar los flujos de caja de una compañía. El EBIT no midió con precisión los flujos de caja de una empresa con flujos de ingresos en curso. Sumando el 100 por ciento de la depreciación y amortización para llegar al EBITDA lo hizo aún menos significativo. Aquellos que utilizan el EBITDA como una aproximación a los flujos de caja, por ejemplo, ya sea ignorando los gastos de capital o asumiendo que las empresas no tienen ninguno, tal vez piensen que los inmuebles y los bienes de equipo no se desgastan”.

Una vez explicado el ratio EV/EBITDA con sus ventajas e inconvenientes vamos a aplicarlo a Mercadona para poder estimar cuál sería su valor de mercado ante una futura cotización en el mercado de valores.

Tabla 6

Europa	EBITDA
Carrefour	9,86x
Tesco	8,04x
Ahold	5,06x
Sainsbury	4,4x
Casino	
Guichard	3,68x
Metro AG	6,95x
ICA	
Gruppen AB	13,61x
Promedio	7,37x

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos Morningstar y Reuters

En la Tabla 6, podemos observar el EBITDA de todas las compañías seleccionadas, entre las cuales destacan Carrefour e ICA Gruppen AB con un

EBITDA de 9,86 y 13,61 respectivamente. El promedio de todas las compañías del ratio EV/EBITDA es 7,37. En la tabla 7, podemos encontrar la cuenta de pérdidas y ganancias de Mercadona donde se aprecia el EBITDA de la compañía.

Tabla 7

P Y G	2018
Importe cifra de negocios	22.234.936
	-
Aprovisionamientos	16.706.198
Otros ingresos de explotación	67.399
Gastos de personal	-2.861.459
Otros gastos de explotación	-1.540.902
EBITDA	1.193.776

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de la Memoria anual Mercadona 2018

Si aplicamos el promedio de las empresas europeas obtenido anteriormente de 7,37x al EBITDA de Mercadona, el valor de la compañía sería de 8.798.129.120 euros. Esta valoración de la compañía estaría más próxima a la estimación realizada anteriormente con el Per cuya valoración se situaba en 9.622.817.120 euros, mientras que la valoración obtenida con el ratio precio/ ventas es muy inferior con una cifra de 6.448.131.440 euros.

Método Descuento de Flujos de Caja

El método de Descuento de flujos de caja (DFC) es conocido por ser uno de los más técnicos y utilizados en la valoración de empresas, está basado en los flujos de caja de las compañías. En el descuento de flujos de caja se utilizan las proyecciones de los flujos libres de caja futuros sin deuda y se descuentan al valor presente. Normalmente, se proyectan los flujos de caja de la compañía sobre un horizonte temporal fijo, por ejemplo de cinco a diez años. Después, tenemos que obtener el valor residual, el cual se puede definir como el valor del negocio desde el último año proyectado hasta perpetuidad. El valor del negocio

de la compañía es la suma del valor presente de todos los flujos de caja futuros y el valor presente del valor residual.

Valor de la empresa = Valor Presente de los FLC sin deuda en el año 1+...+VP de los FLC sin deuda año n + VP del Valor Residual

- Es el método más técnico, está basado en los flujos de caja de la compañía que se han estimado previamente en el modelo, totalmente opuesto al método por comparables, el cual está realizado con los datos actuales del mercado.

El método por descuento de flujos de caja presenta algunas de desventajas:

- Las proyecciones del modelo. Las proyecciones estimadas en el modelo pueden ser inexactas, pueden estar sobrevaloradas o infravaloradas, dependiendo de las predicciones de crecimiento que se estimen que va a tener la compañía.
- Tasa de descuento. La tasa de descuento es el una de las variables más difíciles de determinar y una de las más significativas en la valoración final de la empresa.
- Valor residual. El valor residual es muy determinante en la valoración aunque los primeros años estén estimados los flujos libres de caja, el valor residual es un elevado porcentaje del valor final de la compañía, por eso determinar el crecimiento que va a tener la compañía a perpetuidad es un factor clave que tiene una gran influencia en el precio final de la compañía.

A continuación una vez realizada una introducción del método de descuento de flujos de caja vamos a profundizar en cada uno de los factores que van a influir en nuestra valoración y vamos a realizar de forma práctica los cálculos correspondientes para Mercadona.

Flujos libres de Caja

Como explica Kaplan Schweser los flujos de caja positivos que tiene una compañía son los ingresos por la venta de sus productos y los flujo de caja negativos son los costes operativos que tiene que pagar fruto de la actividad de la compañía (Ej: salarios, impuestos, los intereses de la deuda no se encontrarían dentro de estos gastos ya que son financieros).Con el efectivo

restante la compañía realiza inversiones a corto plazo en el fondo de maniobra (ej: existencias , clientes) e inversiones a largo plazo en inmovilizado material. Una vez realizadas las inversiones, con el flujo de caja restante se paga a los inversores de la firma, a los propietarios de bonos y acciones. El efectivo restante es el flujo de caja libre de la compañía.

Tabla 7

Flujos de libres de caja
BAIT (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)
- TASA IMPOSITIVA * BAIT
+ AMORTIZACION
- CAPEX
+/- INVERSIONES EN NOF
= FCL

Fuente: Elaboración Propia

Weighted Average Cost of Capital

Una vez calculados los flujos de caja libres, se tiene que descontar al presente con un tipo de interés. Ese tipo de interés se obtiene con el cálculo del WACC (Weighted Average Cost of Capital). El valor de la compañía es el valor presente de los flujos de caja libres descontados al WACC.

$$\text{Valor de la compañía} = FCL \text{ año } 1 * (1 + WACC)^{-1} + FCL \text{ año } n * (1 + WACC)^{-n}$$

Los autores Modigliani y Miller y Solomon sugieren una definición para el WACC que ha ganado aceptación general. Lo definen como “la tasa de descuento que iguala el valor capitalizado esperado de los flujos de caja futuros al valor de la empresa”.

Por otro lado, Aswath Damodaran en The Cost of Capital: The Swiss Army Knife of Finance realiza otra definición del WACC:

“ El coste del capital, en su forma más básica, es un promedio ponderado de los costos de financiación para una inversión o un negocio, con esa financiación en forma de deuda o recursos propios. El coste de los recursos propios reflejará el riesgo que ven los accionas en la inversión, el coste de la deuda reflejará el riesgo de incumplimiento que los prestamistas perciben de esa misma inversión. Los pesos en cada componente reflejarán la cantidad de cada fuente que se utilizará para financiar inversión”.

La fórmula para calcular el Weigthed Average Cost of Capital es la siguiente:

$$WACC = K_e \times \frac{R.P}{D + R.P} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + R.P}$$

Donde:

R.P = Recursos Propios

D = Deuda

K_e = rentabilidad exigida por los accionistas

K_d = coste de la deuda

T = tipo impositivo

Para los inversores en empresas, el WACC es un coste de oportunidad en el sentido de que es la tasa de retorno que esperaran obtener si hacen otra inversión con un riesgo similar. Para las compañías el WACC se convierte en un coste de financiación en el momento que tienen que generar retornos superiores o como mínimo iguales al WACC para tener satisfechos a los inversores.

Coste de los recursos propios (K_e)

Para calcular el coste de los recursos propios(K_e),hay diferentes métodos que se pueden utilizar, pero en este trabajo me voy a centrar la teoría del Capital Asset Pricing Model (CAPM),la cual nos dice que la rentabilidad exigida por un inversión estará en función del riesgo sistemático (es el riesgo que no se puede eliminar por el efecto de la diversificación) que se asuma en la inversión. La rentabilidad de dicha inversión estará en función de la tasa libre de riesgo del mercado más una prima que incentiva al inversor para que asuma mayores riesgos. La prima del inversor dependerá de la beta de la compañía, la cual

representa la sensibilidad que tiene una compañía a los movimientos de mercado.

$$K_e = R_f + B_i * P_m$$

Donde:

R_f = Tasa libre de riesgo

B_i = Beta de la compañía

P_m = Prima de mercado

Tasa libre de riesgo: La tasa libre de riesgo se puede definir como el retorno que esperaríamos un inversor cuando realiza una inversión que tiene una rentabilidad asegurada, una inversión puede estar libre de riesgo solo si la entidad que ejerce la garantía está libre del riesgo de quiebra. Para ser más específicos un bono del estado a cinco años no está libre de riesgo si el estado como tal tiene riesgo de quiebra. Existe una regla bastante simple que se suele aplicar en la elección de la tasa libre de riesgo, se trata de seleccionar bonos del estado con un vencimiento muy elevado, entre diez y treinta años son elecciones aceptables.

Prima de Mercado: La prima de mercado es la prima que los inversores demandan para invertir en un activo respecto a la rentabilidad que esperarían obtener si invirtieran en un activo libre de riesgo.

Beta: Como bien explica Aswath Damodaran en Estimating Risk Parameters las betas que miden el riesgo de mercado en finanzas tienen dos características básicas que se deben tener en cuenta durante la estimación. La primera es que las betas miden el riesgo añadido en una cartera diversificada, y no el riesgo total. Por lo tanto, es perfectamente posible que una inversión tenga un riesgo elevado, en términos de riesgo individual, pero tenga un riesgo bajo en términos de riesgo de mercado. La segunda característica que todas las betas comparten es que miden el riesgo relativo de un activo y están estandarizadas alrededor de 1. En el CAPM la media ponderada de todas las betas del mercado debe ser igual a 1.

La Beta de una compañía se determina por tres variables: el tipo de negocio al que se dedica la compañía, el grado de apalancamiento operativo que tiene la empresa y por el apalancamiento financiero.

1. Tipo de negocio: La betas son las encargadas de medir el riesgo de una compañía en relación con el riesgo de mercado, cuanto más sensible es el negocio a las condiciones del mercado mayor será la beta . Así que, con las mismas condiciones de mercado, las compañías que sean cíclicas se puede esperar que tengan una beta superior a las que no son cíclicas. Por ejemplo, compañías que estén relacionadas con el sector inmobiliario o automovilístico son más sensibles a la evolución económica de los mercados por lo que tendrán betas mayores que otras compañías cuya actividad está relacionada con la distribución alimentaria o el tabaco, ya que son sectores que no les afecta la evolución de los ciclos del mercado. Profundizando en esta idea, se puede discutir cómo se ven afectadas aquellas compañías en el sector alimentario que ofrecen productos con precios más elevados respecto a las compañías que tienen una política de precios bajos como por ejemplo Mercadona, tendrán una beta menor que aquellas compañías que tiene unos precios más elevados, ya que los clientes en un ciclo económico de recesión consumirán más productos de bajo coste.
2. Grado de apalancamiento operativo: El grado de apalancamiento operativo es una función de la estructura de capital de una compañía y normalmente está definida por la relación entre los costes fijos y los costes totales. Una empresa que tiene un alto apalancamiento operativo, va también a tener una alta variación en su beneficio antes de intereses e impuestos respecto a otras compañías que produciendo un producto similar tengan un bajo apalancamiento operativo. Una mayor variación de los ingresos de explotación como consecuencia tendrá una mayor beta para aquella compañía con un alto grado de apalancamiento operativo. Es posible calcular una medida aproximada del nivel de apalancamiento operativo observando los cambios de los ingresos de explotación en función de las variaciones en el nivel de ventas.

Grado de apalancamiento operativo = % Variación Beneficio Operativo / % Variación en Ventas

3. Grado de apalancamiento financiero: Con todas las variables constantes, un incremento del apalancamiento financiero incrementaría la beta de la compañía. Los pagos obligados de deuda incrementan el beneficio neto, es decir con un mayor endeudamiento el beneficio aumentará durante las etapas de crecimiento y el beneficio disminuirá en las etapas de recesión económica.

Coste de deuda (K_d)

El coste de la deuda mide el coste que tiene la empresa en la actualidad cuando pide fondos prestados para financiar sus proyectos. El coste de la deuda en términos generales está condicionado por las siguientes variables:

- La tasa de riesgo: cuando el riesgo de la inversión incrementa, el coste de la deuda también lo hace y por el contrario cuando el proyecto es más seguro el coste de la deuda disminuye.
- El riesgo de quiebra: Cuando el riesgo de quiebra sobre una compañía es mayor, el coste de su deuda incrementa. Este riesgo puede variar a lo largo de la vida de una compañía.
- Ventajas fiscales asociadas con la deuda: los intereses que se pagan derivados de la deuda son deducibles fiscalmente, por eso el coste de la deuda después de impuestos depende de la tasa impositiva. Los beneficios fiscales derivados de pagar intereses de deuda hacen que el coste de la deuda después de impuestos sea menor que el coste de la deuda antes de impuestos. Además, cabe destacar que este beneficio será mayor en función del incremento de la tasa impositiva.

*Coste de deuda después de impuestos = Coste de deuda antes de impuestos * (1- tasa impositiva)*

El coste de la deuda se puede obtener preguntándole directamente al banco, sumándole un spread de un 2%-3% a la tasa libre de riesgo o mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de la deuda} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Promedio deuda}}$$

Mercadona es una empresa que en la actualidad no tiene coste de deuda pues en la cuenta de pérdidas y ganancias no consta ningún tipo de gasto financiero.

Además, en el balance de la compañía de 2018 no aparece ningún tipo de deuda con bancos a largo ni corto plazo.

Valor residual

El valor residual es una estimación del valor de los flujos de caja que la empresa va a tener en el futuro, porque se asume que va a seguir operando y generando flujos de forma infinita. Este valor es muy importante en todas las valoraciones, pues una pequeña variación en el crecimiento (g) puede hacer que la valoración final de una compañía cambie por completo. La fórmula del valor residual es la siguiente:

$$\text{Valor residual} = \frac{F_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Aplicación a Mercadona

En primer lugar, para calcular los flujos de caja de la compañía he tenido que estimar los valores futuros de todas las cuentas de la cuenta de pérdidas y ganancias para los próximos cinco años de 2019 a 2023. Para poder estimar los valores futuros de la forma más real posible, he realizado un análisis horizontal y vertical de la cuenta de resultados de Mercadona desde el año 2015 hasta el 2018 ambos incluidos. En el análisis horizontal he calculado la variación de un año a otro para observar cuanto han crecido o disminuido las cuentas de la compañía, para después realizar un promedio de todas las variaciones. Mediante este análisis el incremento promedio que han experimentado las ventas es de un 5,28% anual, pero esta estimación solo me ha servido de referencia para predecir las ventas futuras, pues si se realiza una salida a Bolsa de la compañía se espera incrementar este porcentaje promedio de una forma considerable. En 2018 el crecimiento en las ventas que ha experimentado Mercadona ha sido de 5,82%, una cifra que puede duplicarse si se acelera la expansión de la compañía, por eso nuestra estimación es que las ventas de la compañía para los próximos 5 años van a crecer entre un 8%-13%, en el supuesto que se produzca la salida a Bolsa. Por otro lado, en el análisis horizontal he calculado el peso que tiene cada cuenta sobre la cifra ventas desde el año 2015 hasta 2018. Luego he

realizado un promedio de los pesos de cada cuenta de los 4 años, y con estos promedios he estimado las cuentas futuras de la empresa para los próximos 5 años. Por último, he hecho una excepción en la cuenta de otros ingresos de explotación, ya que el promedio no era representativo de los últimos años de la compañía debido a la enorme diferencia que existe entre las cifras de 2017 y 2018, con las cifras que tenía la compañía en 2015 y 2016. Por eso, se ha decidido aplicar la última cifra de 2018 de forma constante para la estimación de los cinco años futuros.

A continuación, la tabla 8 muestra el análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias de Mercadona, con los respectivos porcentajes de cada año y el promedio total. Y en la tabla 9 , se pueden ver las proyecciones la cuenta de pérdidas y ganancias de los años 2019 a 2023.

Tabla 8

P Y G	2015	% peso sobre ventas 2015	2016	% peso sobre ventas 2016	2017	% peso sobre ventas 2017	2018	% peso sobre ventas 2019	Promedio
Importe cifra de negocios	19.059.157	100,00%	19.802.382	100,00%	21.011.533	100,00%	22.234.936	100,00%	100,00%
Aprovisionamientos	-14.376.994	-75,43%	-15.028.974	-75,89%	-16.086.738	-76,56%	-16.706.198	-75,13%	-75,76%
Otros ingresos de explotación	18.324	0,10%	21.133	0,11%	60.896	0,29%	67.399	0,30%	0,20%
Gastos de personal	-2.391.368	-12,55%	-2.502.267	-12,64%	-2.731.497	-13,00%	-2.861.459	-12,87%	-12,76%
Otros gastos de explotación	-1.171.680	-6,15%	-1.199.952	-6,06%	-1.500.370	-7,14%	-1.540.902	-6,93%	-6,57%
Amortización inmovilizado	-372.076	-1,95%	-312.977	-1,58%	-358.382	-1,71%	-426.557	-1,92%	-1,79%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	765.363	4,02%	779.345	3,94%	395.442	1,88%	767.220	3,45%	3,32%
Ingresos financieros	33.849	0,18%	26.161	0,13%	20.226	0,10%	14.640	0,07%	0,12%
Deterioros	11.053	0,06%	-2.594	-0,01%	-13.604	-0,06%	-22.617	-0,10%	-0,03%
RESULTADO FINANCIERO	44.902	0,24%	23.567	0,12%	6.622	0,03%	-7.977	-0,04%	0,09%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	810.265	4,25%	802.912	4,05%	402.064	1,91%	759.243	3,41%	3,41%
Impuesto sobre beneficios	-198.920	-1,04%	-166.652	-0,84%	-79.839	-0,38%	-166.705	-0,75%	-0,75%
RESULTADO DEL EJERCICIO	611.345	3,21%	636.260	3,21%	322.225	1,53%	592.538	2,66%	2,65%

Fuente: Elaboración Propia. Datos extraídos a partir de la Memorias Anuales de Mercadona.

Tabla 9

P Y G	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Importe cifra de negocios	22.234.936	24.458.429,60	26.904.272,56	29.594.699,82	32.554.169,80	35.809.586,78
Aprovisionamientos	-16.706.198	-18.528.769,27	-20.381.646,20	-22.419.810,82	-24.661.791,90	-27.127.971,10
Otros ingresos de explotación	67.399	67.399,00	67.399,00	67.399,00	67.399,00	67.399,00
Gastos de personal	-2.861.459	-3.121.657,83	-3.433.823,62	-3.777.205,98	-4.154.926,58	-4.570.419,24
Otros gastos de explotación	-1.540.902	-1.606.797,90	-1.767.477,69	-1.944.225,46	-2.138.648,01	-2.352.512,81
Amortización inmovilizado	-426.557	-437.608,47	-481.369,32	-529.506,25	-582.456,88	-640.702,57
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	767.220	830.995,12	907.354,73	991.350,30	1.083.745,43	1.185.380,07
Ingresos financieros	14.640	28.849,56	31.734,52	34.907,97	38.398,77	42.238,64
Deterioros	-22.617	-7.433,53	-8.176,88	-8.994,57	-9.894,03	-10.883,43
RESULTADO FINANCIERO	-7.977	21.416,03	23.557,64	25.913,40	28.504,74	31.355,21
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	759.243	852.411,15	930.912,36	1.017.263,70	1.112.250,17	1.216.735,28
Impuesto sobre beneficios (25%)	-166.705	-213.102,79	-232.728,09	-254.315,92	-278.062,54	-304.183,82
RESULTADO DEL EJERCICIO	592.538	639.308,36	698.184,27	762.947,77	834.187,63	912.551,46

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias anuales de Mercadona

Una vez ya hemos aplicado los promedios y se han obtenido las cuentas futuras de los próximos cinco años como se puede ver en la tabla 9, para calcular los flujos de caja de cada año tenemos que seleccionar el BAIT correspondiente (beneficio antes de intereses e impuestos) de Mercadona y restarle el efecto de la tasa impositiva que se sitúa en el 25%,

ya que supone una salida de caja de la compañía. En cambio, hay que sumar las amortizaciones pues es dinero que la empresa tiene a su disposición y no ha supuesto ningún desembolso. Después hay que sumar el Capex (Capital Expenditure) que son los fondos que la compañía utiliza para adquirir mejorar y mantener activos como edificios, naves industriales, etc... Como no disponemos de la información necesaria para saber las inversiones y las decisiones estratégicas que va a tomar Mercadona en el futuro, se ha sumado las amortizaciones más el deterioro para obtener el Capex. Por último, se suman o se restan la NOF (Necesidades Operativas de Fondos) en función de si se ha producido un aumento o disminución respecto del año anterior. Para calcularlas aplicamos la siguiente fórmula:

$$NOF = Existencias + Deudores + Tesorería - Pasivo Espontáneo$$

Para estimar las NOF futuras de Mercadona se ha calculado el fondo de maniobra de la empresa en el año 2018 y se ha calculado su porcentaje sobre la cifra de negocio de la compañía. Este porcentaje cuyo valor es un 0,2% se ha aplicado sobre las ventas estimadas de los años 2019 hasta 2023.

Tabla 10

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOF	43.850	48.235	53.059	58.364	64.201	70.621
Incremento de las NOF		-4.385	-4.824	-5.306	-5.836	-6.420

Fuente: Elaboración Propia

En la Tabla 10, podemos ver como las NOF de Mercadona aumentaran todos los años según las estimaciones realizadas, es por eso que el incremento de las NOF es negativo y disminuirán los flujos de caja libres.

Análisis de sensibilidad

Se va a realizar una valoración de Mercadona en la cual se asume que la compañía saldrá a bolsa. Por otro lado, se va a realizar otra valoración asumiendo que Mercadona no va a salir a cotizar en el mercado de valores, de esta forma se podrán comparar ambas valoraciones y determinar que decisión beneficia más a la compañía. En estos dos supuestos se cambiarán diversas variables como el el wacc, el coste de capital (ke), el coste de la deuda (kd) y el crecimiento de las ventas. Esta valoración se realiza a partir de los datos publicados por la empresa, desconozco los activos no operativos que no están afectos a la actividad y cualquier tipo de información interna que solo dispone la compañía.

En primer lugar, voy a realizar la valoración de Mercadona asumiendo que saldrá a bolsa. En esta primera valoración, se van a realizar todos los cálculos de las diferentes variables para explicar detenidamente como se han obtenido las cifras de todas las variables. En cambio, en el segundo supuesto en el cual no sale a Bolsa la compañía, no se explicará de nuevo de donde proceden los cálculos, es decir no se realizarán las fórmulas, pero si se explicará cualquier modificación en las variables y el porqué de la misma. Por último, quiero recalcar que las cifras de las tablas como los resultados finales están expresados en miles.

Supuesto 1. Valoración de Mercadona si se produce la Salida a Bolsa.

Como no tenemos toda la información de la compañía y solo se dispone de aquella que se ha hecho pública, se va a realizar una valoración lo más precisa posible con los datos que se conocen. A continuación, voy a explicar las variables y las hipótesis bajo las que he realizado la valoración:

- Estructura de capital: Se ha considerado que la estructura de capital de Mercadona se verá modificada tras una salida a Bolsa. Por eso, se ha trabajado bajo la hipótesis que Mercadona deja de ser una empresa que no tiene deuda, a una empresa con un 25% de deuda y 75% de capital.
- Crecimiento de ventas: El crecimiento promedio de las ventas que ha tenido Mercadona de 2015 hasta 2018 es del 5,28%. En este escenario de salida a Bolsa se ha considerado que el crecimiento de las ventas es del 10% anual, pues el motivo principal de cotizar en el mercado de

valores es continuar con la expansión de la compañía de forma más rápida y convertir Mercadona en una compañía líder en diferentes países europeos. Por eso, debido a esta fuerte expansión el crecimiento de las ventas va a verse incrementado fuertemente.

- Weighted Average Cost of capital (WACC): Como se ha explicado anteriormente en la parte teórica, el WACC es una tasa de descuento que se utiliza en las valoraciones para actualizar al presente los flujos de caja libres futuros. El WACC que se ha utilizado en este escenario es el siguiente:

$$\begin{aligned} WACC &= 9,45\% \times \frac{75\%}{25\% + 75\%} + 4,1\% \times (1 - 0,25) \times \frac{25\%}{25\% + 75\%} \\ &= 7,95\% \end{aligned}$$

Donde:

$$K_e = 9,45\%$$

$$K_d = 4,1\%$$

$$R.P = 75\%$$

$$D = 25\%$$

$$T = 25\%$$

- El coste de capital: Para calcular el coste de los recursos propios he utilizado el Capital Asset Pricing Mode (CAPM) .

$$K_e = (2,1\% + 0,575 \times 6,7\%) + 3,5\% = 9,45\%$$

Donde:

$$R_f = 2,1\%$$

$$P_m = 6,7\%$$

$$\beta = 0,575$$

Prima de características especiales de la empresa: 3,5%

1. Tasa libre de riesgo: Actualmente, en la última subasta realizada por el Tesoro Público el tipo de interés medio en las obligaciones a 10 años se situaba en un 0,839%. Esta cifra me parece demasiado baja para aplicarla como la tasa libre de riesgo para el cálculo del coste de capital. Por eso he tomado como referencia la encuesta que realizó Pablo Fernández en 2018 a profesores, analistas y directivos de compañías en la cual se determina que para España la tasa libre de riesgo es de un 2,1%. Esta cifra es la que he

utilizado como tasa libre de riesgo. Desde mi punto de vista está más cercana a la realidad que el tipo de interés de las obligaciones a 10 años, pues ahora mismo nos encontramos en una situación macroeconómica en la cual el Banco Central Europeo esta tomando medidas expansivas, con políticas activas de compra de deuda y de aplazamiento de una subida de los tipos de interés. Esto influye en la rentabilidad de las obligaciones y provoca que se encuentren actualmente en niveles muy bajos.

2. Prima de mercado: En este caso, para obtener la prima de mercado he utilizado la encuesta de Pablo Fernández, de la cual también he utilizado la tasa libre de riesgo como se ha expuesto anteriormente. De esta encuesta, se puede extraer que la prima de mercado media que los analistas aplican en sus valoraciones es de un 6,7%.
3. Beta: Para obtener la beta de Mercadona he acudido como fuente a la publicación del 5 de enero de 2019 Aswath Damodaran. En esta publicación la beta desapalancada para el sector de distribución alimentaria en Europa es igual a 0,46. Para obtener la beta apalancada que es la que se utiliza para calcular el coste de capital hay que aplicar la siguiente fórmula : $\beta_l = \beta_u [1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}]$
Si aplicamos la fórmula anterior para el caso de Mercadona obtenemos que la beta apalancada es 0,575.

$$\beta_l = 0,46 [1 + (1 - 0,25) \times \frac{25\%}{75\%}] = 0,575$$

4. Prima de características especiales de la empresa: Mercadona es una empresa familiar que actualmente no cotiza en Bolsa, se ha estimado que al coste de capital hay que incluir una prima del 3,5% para que se ajuste la valoración a los precios reales de mercado lo máximo posible.
- El coste de la deuda: Para calcular el coste de deuda se ha aplicado un spread del 2,5% sobre la tasa libre de riesgo. Por tanto el coste de deuda que estimamos para Mercadona es un 4,6%.

$$K_d = 2,1\% + 2\% = 4,1\%$$

- Valor residual : Por último, se ha estimado el flujo de caja que aplicaremos para calcular el valor residual cuya cifra es 897.107,109€ teniendo en cuenta el crecimiento de las NOF a perpetuidad . La tasa de crecimiento a perpetuidad de una compañía como Mercadona que está en un sector maduro como el de la distribución alimentaria suele situarse cerca de la inflación que normalmente se encuentra entre el 1% y 2%.En este caso se ha aplicado en 1,5%. El calculo final del valor residual es el siguiente:

$$VR = \frac{900.357}{(7,86\% - 1,5\%)} = 14.160.725\text{€}$$

Una vez explicadas todas las variables de la valoración, en la Tabla 11 se pueden apreciar los flujos de caja totales, los cuales vamos a descontarlos al presente utilizando el WACC.

Tabla 11

	2019	2020	2021	2022	2023
BAIT	830.995,12	907.354,73	991.350,30	1.083.745,43	1.185.380,07
BAIT* Tasa Impositiva	-207.748,78	-226.838,68	-247.837,57	-270.936,36	-296.345,02
Aportización	437.608,47	481.369,32	529.506,25	582.456,88	640.702,57
Capex	-445.042,00	-489.546,20	-538.500,82	-592.350,91	-651.586,00
Nof	-4.385	-4.824	-5.306	-5.836	-6.420
Flujos libre de caja	611.427,81	667.515,66	729.212,30	797.078,61	871.731,55
Valor residual					14.160.725,03
Flujos de caja libres totales	611.427,81	667.515,66	729.212,30	797.078,61	15.032.456,58

Fuente: Elaboración Propia

Valor actual neto

$$= \frac{611.427,81}{(1 + 7,86\%)^1} + \frac{667.515,66}{(1 + 7,86\%)^2} + \frac{729.212,30}{(1 + 7,86\%)^3} + \frac{797.078,61}{(1 + 7,86\%)^4} + \frac{15.032.456,58}{(1 + 7,86\%)^5} = 12.609.102,10 \text{ €}$$

Para obtener la valoración final de la compañía hay que restarle la deuda neta, que en el caso de Mercadona es -2.699.190, al ser negativa la cifra finalmente se suma al VAN como se puede ver a continuación.

$$\text{Valor de Mercadona} = 12.609.102,10 - (-2.699.190) = 15.308.292,10\text{€}$$

Supuesto 2: Valoración de Mercadona si no se produce la Salida a Bolsa.

En este supuesto se considera que Mercadona no va a salir a Bolsa , por lo tanto hay que realizar algunas modificaciones en las variables, que influirán en la valoración final. De esta forma se podrá realizar una comparativa entre el ambos supuestos y llegar tomar la decisión más favorable para la compañía.

- Estructura de capital: Mercadona actualmente es una compañía que no tiene deuda, por lo tanto su estructura de capital está formada íntegramente por recursos propios.
- Crecimiento de las ventas: en este caso el crecimiento que se ha aplicado para el calculo de las ventas futuras es un 5,28%. Este estimación se ha obtenido haciendo el promedio del crecimiento en ventas entre los años 2015 y 2018.
- Weighted average cost of capital (WACC): En este segundo supuesto el wacc que se ha utilizado en la valoración es del 7,19%.Este incremento respecto al primer supuesto se debe principalmente al cambio en la estructura de capital, al ser una compañía que no tiene deuda no se aplica el efecto de la tasa impositiva, además que el coste de capital suele ser siempre mayor que el coste de la deuda lo que provoca un aumento en la tasa de descuento.

$$WACC = 8,68\% \times \frac{100\%}{100\% + 0\%} = 8,68\%$$

- Coste de capital (K_e): El coste de capital como se puede apreciar en la anterior fórmula va a coincidir con la tasa de descuento final. Por otro lado, la tasa libre de riesgo y la prima de mercado se han mantenido en el 2,1% y 6,7% respectivamente. La única variable que ha cambiado en el coste de capital respecto al primer supuesto es la beta. El valor de la beta desapalancada es de 0,46 y como la estructura de Mercadona es de 100% capital, la beta apalancada es igual a la beta desapalancada, esto supone que el coste de capital se reduzca hasta el 8,68%.

- Coste de la deuda (K_d): Como se ha comentado anteriormente, bajo la hipótesis de no salida a Bolsa, Mercadona es una empresa sin deuda financiera y por lo tanto el coste de la deuda sería cero.
- Valor residual: En este segundo supuesto el valor residual es 10.205.576,17. Esta disminución respecto del primer supuesto se debe al incremento que se ha producido en el wacc.

Tras explicar las modificaciones que se han producido en este segundo supuesto, en la tabla 12 se puede ver los flujos de caja libre totales que se van a utilizar para la estimación del valor actual neto.

Tabla 12

	2019	2020	2021	2022	2023
BAIT	798.229,90	836.817,77	877.443,08	920.213,41	965.242,01
BAIT* Tasa Impositiva	-199.557,48	-209.204,44	-219.360,77	-230.053,35	-241.310,50
Amortización	418.831,09	440.945,37	464.227,29	488.738,49	514.543,88
Capex	-425.945,66	-448.435,59	-472.112,98	-497.040,55	-523.284,29
Nof	-4.385	-4.824	-5.306	-5.836	-6.420
Flujos libre de caja	587.172,86	615.299,62	644.890,77	676.021,56	708.771,02
Valor residual					10.205.576,17
Flujos de caja libres totales	587.172,86	615.299,62	644.890,77	676.021,56	10.914.347,19

Fuente: Elaboración Propia

Valor actual neto

$$\begin{aligned}
 &= \frac{587.172,86}{(1 + 8,68\%)^1} + \frac{615.299,62}{(1 + 8,68\%)^2} + \frac{644.890,77}{(1 + 8,68\%)^3} + \frac{676.021,56}{(1 + 8,68\%)^4} \\
 &+ \frac{10.914.347,19}{(1 + 8,68\%)^5} = 9.246.049,53
 \end{aligned}$$

Una vez se ha obtenido el valor neto de la compañía, hay que restarle la deuda neta, que en el caso de Mercadona es -2.699.190, al ser negativa la cifra finalmente se suma al VAN como se realizó en el anterior supuesto.

$$\text{Valor de Mercadona} = 9.246.049,53 - (-2.699.190) = 11.945.239,53\text{€}$$

Conclusión

El objetivo de este trabajo es realizar una valoración de Mercadona y determinar si una salida a Bolsa resultaría beneficiosa para el futuro de la compañía y el de sus accionistas.

Tras haber realizado distintas valoraciones de la compañía por distintos métodos de valoración. El método que se ha escogido para determinar el valor de Mercadona es el descuento de flujos de caja libres, realizando un primer supuesto en cual se asume que la compañía va a salir a Bolsa y un segundo en cual Mercadona no saldría a cotizar. A raíz de estos estudios he llegado a diversas conclusiones por las cuales creo que la mejor decisión que puede tomar Juan Roig tanto para los intereses de la compañía como para los suyos propios es que Mercadona realice una salida a Bolsa. El valor objetivo de Mercadona en el mercado de capitales sería de 15.308.292.100€. Es un valoración alta ya que tendría un per de 25,84 y se situaría entre los más altos del Ibex 35, pero aún esta lejano del per Walmart que se sitúa en 37,69 y puede considerarse una de las empresas líderes en el sector del retail.

Como se ha podido ver en las valoraciones la salida a Bolsa de Mercadona supondría un incremento en el valor de la compañía de alrededor de tres mil millones, además incrementaría aún más la solidez financiera de la compañía, aumentaría su capacidad de inversión y le abre la posibilidad de realizar ampliaciones de capital para recaudar nuevos fondos. Todo esto ayudaría a la compañía acelerar sus planes de expansión en nuevos mercados europeos y se estima que el crecimiento de las ventas se incrementaría en gran medida.

Otro punto que destacar es el nivel de internacionalización que una salida a Bolsa le daría a Mercadona. Es una puerta a nuevos mercados de capitales y un escaparate para inversores internacionales que quieran invertir en la compañía.

Para Juan Roig también supone una oportunidad para realizar una desinversión en la compañía y obtener una parte de los frutos que ha ido cosechando en la larga trayectoria de Mercadona. Es importante subrayar que en ningún momento se perdería el control de la compañía, ya que es una de las grandes desventajas que supone una salida a Bolsa para una empresa familiar. El free-float que se ha

estimado es del 35%, es decir el 65% restante seguiría en manos del máximo accionista Juan Roig y algunos familiares próximos.

Por último, quiero terminar mi trabajo con un cuadro resumen, en cual se pueden ver reflejadas las valoraciones finales de la compañía por distintos métodos. Se puede observar que la valoración más alta pertenece al supuesto 1, donde se ha trabajado bajo la hipótesis de una salida a Bolsa de Mercadona. Por todo esto, creo que Mercadona tomaría una decisión acertada, si en un futuro próximo anuncia su cotización en el mercado de valores.

Tabla 11

Cuadro Resumen Valoraciones Mercadona	
Per	9.622.817.120 €
Precio/Ventas	6.448.131.440 €
Precio/Valor en libros	7.984.203.370 €
Valor empresa/Ebitda	8.798.129.120 €
FLC supuesto 1	15.308.292.100 €
FLC supuesto 2	11.945.239.530 €

Fuente: Elaboración Propia

Bibliografía

- Amat,O. Valls,J.(2010) Mercadona: adaptando el modelo de negocio en años de recesión. *Revista de Contabilidad y Dirección*,Vol.11,pp 183-196.
- Bolsa de Madrid: Guía para salir a Bolsa. Disponible en <http://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/ComoCotizar/ComoCotizar1.aspx>
- Chicharro,M.(2013). *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.(Trabajo de fin de grado)*. Universidad Pontificia de Comillas, España.
- Copeland,T.Koller,T.y Murrin,J.(2010). *Valuation measuring and managing the value of companies*.Quinta edición revisada: John Wiley & Sons Ltd.
- Damodaran,A.(1999) Stern School of Business. “Estimating Risk Parameters”.
- Damodaran,A. *Estimating Cash Flows* [PowerPoint]. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valonlineslides/session7.pdf>
[consulta: mayo 2019]
- Damodaran,A. (2016) The Costs of Capital: The Swiss Army Knife of Finance. Musings on Markets [blog] 13 de enero. Disponible en <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2016/01/january-2016-data-update-4-costs-of.html> [Consulta : 13 junio 2019]
- Farinós,J. y Sanchis,V.(2009) *Factores determinantes de la salida a bolsa en España*.
- Fernández,P. Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. Disponible en <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf> [Consulta: 15 de mayo de 2019]

Fernandez,P. Pershin,V. Fernández I.(2018). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: A Survey. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709

Gutiérrez,C.(2016). *Estudio y Análisis de Mercadona* (Trabajo de fin de grado). Universidad de Cantabria, España.

Gottwald,R. The Use of the P/E Ratio to Stock Valuation. Revista Grant Journal, p. 21-24. Disponible en <http://www.grantjournal.com/issue/0102/PDF/0102gottwald.pdf>

Mauboussin,MJ.(2018) Blue Mountain Investment Research: What Does an EV/EBITDA Multiple Mean?. Disponible en <https://www.bluemountaincapital.com/wp-content/uploads/2015/03/What-Does-an-EV-EBITDA-Multiple-Mean.pdf>

Mercadona S.A (2015) Memoria anual 2015.Mercadona S.A

Mercadona S.A (2016) Memoria anual 2016.Mercadona S.A

Mercadona S.A (2017) Memoria anual 2017.Mercadona S.A

Mercadona S.A (2018) Memoria anual 2018.Mercadona S.A

Mercadona Web oficial: <https://info.mercadona.es/es/conocenos/historia>. [Consulta: 12 de mayo 2019]

Pignataro,P.(2014).*Leveraged Buyouts: A practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Editado por: John Wiley & Sons.

Resolución relativa a la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes de Telefónica de España S.A.U., telefónica móviles España, S.A.U,

Vodafone España, S.A.U. y Orange Espagne, S.A.U. del ejercicio 2017,
https://www.cnmc.es/sites/default/files/1889867_18.pdf, [consulta: mayo 2019].

Rojo,A.Alonso,J.y Casado,P.(2012) El papel del Valor Residual en el Valor de la empresa.Revista Española de Capital Riesgo, nº1, p.21-24.

Salinas,S. (1999) El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. Revista de Derecho Themis, nº 37,p. 65-83.

Timothy, J.Nantell y C.Robert (1975) The cost of Capital as a Weighted Average. Revista : The Journal of Finance,Vol.30,nº5. p 1343-1355.

