



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ICAIDE E-2

VALORACIÓN BURSÁTIL DE MERCADONA

Método de múltiplos comparables

Autor: Juan José Lizaur Pérez

Director: Javier Márquez Vigil

Madrid

2015

Resumen

El presente trabajo pretende valorar la mayor compañía española del sector de la distribución a través del Método de Comparación de Múltiplos. Sin embargo, antes de llegar a ello se realiza una breve introducción a varios métodos de valoración de empresas existentes, además de comentar alguna valoración realizada con anterioridad.

Una vez explicado lo anterior, se realiza un análisis detallado de los Estados Financieros Anuales de la compañía. Este apartado contiene un comentario sobre las partidas más relevantes del Balance que contempla su importancia relativa a la cifra total y un estudio de tendencia de las mismas, teniendo en cuenta datos desde 2009 y mencionando las tasas de variación desde dicho año. Sobre la Cuenta de Pérdidas y Ganancias se realiza un análisis de las partidas comparándolas con sus dos principales competidores en el mercado español, DIA y Carrefour; se tienen en cuenta porcentajes sobre ventas y también la evolución de los mismos. Para terminar el análisis financiero, se han calculado los ratios más importantes y comparado con DIA, explicando las principales diferencias entre ambas compañías, que pese a ser rivales directos operan de forma muy diferente.

Para terminar, el trabajo recoge la valoración por el método de los múltiplos de Mercadona y su explicación paso a paso, permitiendo entender en todo momento los datos utilizados y procedimiento ejecutados. Al final se recogen las conclusiones obtenidas a todo lo largo del trabajo

Palabras Clave: Mercadona, Valoración, Análisis Financiero, Ratios Financieros.

Abstract

This paper pretends to value the biggest Spanish company in the retail sector using the Comparables Multiples Method. However, before getting to that point, there's a brief introduction to a range of companies' valuation methods, besides analyzing some previous valuation of the company.

Once all of that is explained, a detailed analysis of the Annual Financial Statements of the company is done. This section contains a remark of the most relevant items of the Balance which contemplates their relative importance, and a study of these items' trend since 2009, taking into account the variation rates. About the Statement of Income, an analysis of the items is carried out, comparing them with Mercadona's two main competitors in the Spanish market, DIA and Carrefour; porcentajes of the items over Sales are also calculated and the evolution of them taken into account. To finish with the financial analysis, I have calculated the most relevant financial ratios and compared them with DIA's, explaining the main differences between both companies, which in spite of being direct competitors, operate in very different ways. To finish with, the valuation of Mercadona is done following the multiples method and it's explained step by step. This allows the reader to understand the data used and the procedures executed. At the end you can find the conclusions obtained.

Keywords: Mercadona, Valuation, Financial Analysis, Financial Ratios.

Índice

1.	Introducción	5
1.1	Objetivos	5
1.2	Justificación Empresa Elegida	5
1.3	Metodología	6
1.4	Estructura del trabajo	7
1.5	Datos	7
2	Valoración de Empresas.....	8
2.1	Introducción.....	8
2.2	Métodos Estáticos.....	9
2.2.1	Valor Teórico Contable.....	9
2.2.2	Activo Neto Real.....	9
2.2.3	Valor Liquidación	9
2.3	Métodos Dinámicos.....	9
2.3.1	Método Descuento Flujos de Caja (DCF).....	10
2.3.2	Dividendos.....	10
2.3.3	APV (Adjusted Present Value)	10
2.4	Valoración por Múltiplos.....	11
2.4.1	Introducción	11
2.4.2	Ventajas y Desventajas del Método	12
2.4.3	Pasos para Valoración por Múltiplos	13
2.4.4	Múltiplos más utilizados (Damodaran, Damodaran on Valuation, 2006) 15	
2.5	Estado de la Cuestión	16
2.5.1	Valoraciones Internas.....	16
2.5.2	Valoraciones Externas.....	17
3	Mercadona.....	20
3.1	Sector de la Distribución	20
3.2	La Compañía.....	21
3.2.1	Datos Relevantes	22
3.2.2	Breve historia de la Compañía	23
3.2.3	Modelo de Gestión	24
3.3	Análisis Financiero de las cuentas.....	28
3.3.1	Análisis del Balance	28
3.3.2	Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	40
3.3.3	Ratios Mercadona y DIA.....	51
4	Valoración por Múltiplos Mercadona	56
4.1	Identificación Comparables.....	56
4.2	Elección múltiplos a utilizar	57
4.3	Cálculo “Average” de las comparables	59
4.4	Aplicación del Average para Mercadona	60
4.5	Rango de Valores	62
5	Conclusiones	64
6	Bibliografía.....	67
7	Anexos.....	69
7.1	Balance Mercadona 2014	69
7.2	Cuenta PyG Mercadona 2014.....	70
7.3	Balance Situación DIA	71
7.4	PyG DIA 2014	72

Índice Tablas

Tabla 1:Ventajas y Desventajas Métodos Valoración por Múltiplos (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013).....	12
Tabla 2:Múltiplos Comparables Mercadona - Valoración Externa	19
Tabla 3:Múltiplos EV Comparables Mercadona - Valoración Externa	20
Tabla 4:Cuota Mercado Sector Distribución.....	21
Tabla 5:Factores motivadores elección establecimiento de compra.....	21
Tabla 6: Principales Cifras Mercadona 2013 y 2014.....	22
Tabla 7:Esquema Modelo Negocio Mercadona	25
Tabla 8: Balance Mercadona Simplificado 2014. (Miles Euros).....	29
Tabla 9:Balance Common-Size Mercadona.....	29
Tabla 10: Fondo Maniobra Mercadona 2013 y 2014	31
Tabla 11: Balance Histórico Mercadona y Tasas Variación. (miles euros).....	34
Tabla 12: Porcentaje Reinversión y Reparto Bº Neto 2013	38
Tabla 13: Cuenta Pérdidas y Ganancias Mercadona 2014 (miles euros).....	41
Tabla 14: Rdo. Explotación Mercadona y Comparables (miles euros)	42
Tabla 15: Rdo. Explotación Mercadona y Comparables. % sobre ventas	43
Tabla 16: Rdo. Financiero Mercadona y Comparables (miles euros)	44
Tabla 17: Rdo. Financiero Mercadona y Comparables. % sobre ventas	44
Tabla 18: Rdo. Ejercicio Mercadona y Comparables (miles euros)	46
Tabla 19:Rdo. Ejercicio Mercadona y Comparables. % sobre Ventas.....	46
Tabla 20: PyG Histórica y tasas variación Mercadona. (miles euros).....	47
Tabla 21: Margen Bruto Histórico (miles euros) y Tasa Variación Mercadona .	49
Tabla 22: Ratios Mercadona y DIA	51
Tabla 23: Múltiplos Comparables (millones euros)	58
Tabla 24: Promedio Magnitudes Comparables (millones euros)	60
Tabla 25: Estimación Valor Mercadona a través de múltiplos (millones euros)	61
Tabla 26: Valores Mercadona Múltiplos Recursos Propios.....	62
Tabla 27: Valores Mercadona Múltiplos Enterprise Value	62
Tabla 28: Cap. Bursátil Empresas Ibex35 y estim. Mercadona (mill. euros).....	63

Índice Gráficas

Gráfica 1:Distribución Activo Corriente Mercadona 2014	30
Gráfica 2:Distribución Pasivo y PN Mercadona 2014	33
Gráfica 3: Evolución Partida Efectivo y Otros Activos Líquidos Mercadona	36
Gráfica 4: Evolución Partida Reservas Mercadona.....	37
Gráfica 5: Tasa Variación Rdo. Ejercicio Mercadona.....	39
Gráfica 6: Variación anual Proveedores Mercadona.....	40
Gráfica 7: Tasa Variación Cifra Negocios	48
Gráfica 8: Ratios Rentabilidad Mercadona y DIA.....	53
Gráfica 9: Ratios Liquidez Mercadona y DIA 2014	56

1. Introducción

1.1 Objetivos

El principal objetivo de este trabajo es determinar el rango de precios en el que se situaría el valor de Mercadona en caso de que los propietarios de ésta se decidieran a sacar la compañía a bolsa. Para llegar a este objetivo final habrán de cumplirse una serie de objetivos “parciales” que nos ayudarán a llegar a la conclusión mencionada. Algunos de estos objetivos “parciales” son:

- El análisis de la situación financiera que atraviesa la compañía, que nos ayudará a entender mejor el dato arrojado posteriormente en la valoración.
- Explicar al lector los diversos métodos de valoración de empresas más utilizados en la actualidad, de manera que el método de valoración por múltiplos sea entendible para un lector sin conocimientos económicos previos.
- Mostrar las principales diferencias entre Mercadona y las empresas comparables del sector, con el fin de ser capaces de entender las diferencias que surjan tras la valoración.

La consecución de todos estos objetivos mencionados llevarán al lector a conocer la situación de la compañía objeto de estudio y así ser capaces de entender y justificar por sí mismos los resultados obtenidos en la valoración.

Además, el proceso de valoración será desglosado paso a paso para conseguir facilitar la lectura y el entendimiento del método aplicado.

1.2 Justificación Empresa Elegida

El motivo principal por el que elegí Mercadona como compañía para realizar mi estudio fue el gran interés que hace ya algunos años despertó en mí.

El hecho de que una compañía familiar haya conseguido evolucionar de manera tan vertiginosa hasta situarse en una posición de liderazgo de su

sector, las políticas de recursos humanos que desarrolla o su forma de relacionarse con los proveedores son los factores que despertaron en mí este interés que, por tanto, se podría decir que proviene de la peculiaridad de la forma en que la empresa es gestionada.

Una vez elegida la compañía, quise aportar algo nuevo. Son muchos los artículos que hablan de Mercadona, sus políticas, sus resultados, etc. Sin embargo, son pocas las valoraciones de la compañía que está disponibles para la lectura para un público que no posea bases de datos específicas del sector financiero, y algunas de las ya existentes utilizan una terminología muy específica que hace difícil su entendimiento por parte de un público más principiante en el mundo financiero.

Además, también resulta importante para mis objetivos profesionales el saber valorar compañías debido a los puestos que me interesa ocupar, y el hecho de realizar un trabajo sobre lo mismo sin duda aumentará mis conocimientos sobre la materia.

1.3 Metodología

La metodología a seguir será el análisis financiero. Todos los objetivos perseguidos se conseguirán mediante el estudio de las diversas magnitudes contables y financieras presentadas en los Estados de la compañía. Para esto se seguirán una serie de pasos:

1. Se obtendrá la información financiera necesaria de fuentes fiables. En nuestro caso, principalmente de la Memoria Mercadona 2014, publicada por la propia compañía, y de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), donde obtendremos los datos de los competidores también.
2. Una vez obtenida dicha información, se procederá a su análisis y desglose en detalle, con el fin de entender las partidas más significativas, además de posibles tendencias, etc.

3. Posteriormente entraremos de pleno en el proceso de valoración por múltiplos, seleccionando las compañías comparables y los múltiplos a utilizar
4. Finalmente, con los datos de las compañías comparables se elaborará un Excel que será utilizado para valorar Mercadona. El proceso realizado en el Excel será explicado por escrito paso a paso en el Word, adjuntando las tablas realizadas, para su mejor entendimiento.

1.4 Estructura del trabajo

El trabajo será estructurado siguiendo lo descrito en el índice anterior. Al comienzo nos centraremos en explicar al lector las distintas teorías y métodos existentes para la valoración de compañías. Dicha explicación se realizará de manera teórica, de forma que permita comprender la valoración práctica realizada posteriormente.

Una vez conocidos los métodos de valoración en general y el método de los múltiplos mas específicamente, pasaremos a analizar Mercadona, primero con una breve explicación del sector en el que desarrolla su actividad y con un poco de historia de la misma. Una vez introducida, pasaremos directamente al análisis de sus cuentas, calculando la importancia relativa de sus partidas y la evolución de las variables más relevantes.

El paso final será la valoración de la compañía a través del método de los múltiplos. Una vez realizado y explicado todos los pasos, se comentarán los resultados obtenidos y unas conclusiones.

1.5 Datos

Como se ha comentado en el punto anterior, los datos serán obtenidos tanto de las fuentes ofrecidas por las propias compañías (Webs, Cuentas Publicadas, etc), como de la base de datos SABI.

2 Valoración de Empresas

2.1 Introducción

El valor de una empresa se determina por la capacidad de la misma de generar dinero con un nivel de riesgo determinado. Así, el valor viene a depender de los flujos de caja futuros esperados. Es por esto que, probablemente, el método más utilizado en el mundo financiero para valorar empresas sea el método de descuentos de flujos de caja, que consiste en actualizar a valor presente la suma de los futuros flujos que se esperan que genere la compañía. (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013)

Hemos de tener en cuenta que las valoraciones son algo subjetivo, es decir, lo más normal es que una misma compañía tenga valores distintos para distintos inversores. Esto se debe a los inputs que hay que estimar para la valoración, que dependerán de las expectativas de cada sujeto. Por tanto, “no debemos confundir valor con precio” (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013). La valoración la utilizamos para hallar el precio máximo que podríamos pagar por una compañía, el precio es la cifra acordada finalmente con el comprador

Debido a que la aplicación del método de descuento de flujos de caja requiere de la estimación de ciertas variables, se suele complementar este método con el de valoración por múltiplos, con el fin de asegurarnos que no obtenemos unos resultados muy dispares entre ambos métodos. Este último método se basa en comparar nuestra compañía objetivo con aquellas que se consideren más similares y se basa en el principio de que el mercado es eficiente asignando precios a una serie de activos pero ineficiente asignando dicho precio a un solo activo.

Por último, es importante recordar a los lectores la diferencia entre el valor de la compañía (*Enterprise Value*) y el valor de los recursos propios (*Equity value*). Dependiendo del método utilizado llegaremos a un valor u otro. En concreto, el método de descuentos de flujos de caja nos lleva al valor de la compañía en su

totalidad, sin embargo, en la valoración por múltiplos se suele llegar al valor de los recursos propios, a los que habrá que sumar la deuda financiera neta para calcular el valor de la compañía en su totalidad.

Enterprise Value= Equity Value + Deuda Financiera Neta

2.2 Métodos Estáticos

Se calculan en un momento del tiempo concreto y no tienen en cuenta la posible continuidad de la compañía en el futuro. Suelen basarse en partidas del Balance de Situación para valorar las compañías. No son muy utilizados por lo que serán mencionados de manera muy breve.

2.2.1 Valor Teórico Contable

Calcula el valor de la compañía a como el valor de sus fondos propios en el Balance de Situación. Este método es completamente inefectivo porque el Balance no muestra el valor de mercado de estos fondos propios.

2.2.2 Activo Neto Real

Elimina el problema de calcular todo a valor contable, por tanto, consiste en valor tanto activo como pasivo de la compañía a valor de mercado.

2.2.3 Valor Liquidación

Este método supone que la compañía fuera a liquidarse en el momento de la valoración, restando al precio total que se obtendría en el mercado por los activos lo que habría que pagar de pasivo y los gastos propios de la disolución.

2.3 Métodos Dinámicos

Son aquellos que utilizan las expectativas de generación de flujos de caja en el futuro.

2.3.1 Método Descuento Flujos de Caja (DCF)

Como se comentó anteriormente, es probablemente el método más utilizado en el mercado para la valoración de compañías. Se basa en actualizar el valor de los futuros flujos de caja generados por la compañía en función del riesgo de la misma.

Puesto que nos es imposible calcular los infinitos flujos de caja futuros, a partir de un determinado año (suele ser el 5º o 6º), se estima una tasa de crecimiento a perpetuidad que nos dará un valor terminal de la compañía.

Por último, es necesario saber que los flujos de caja son descontados al WACC (Weighted Average Cost of Capital).

2.3.2 Dividendos

En este método se calcula el valor de los recursos propios, que es entendido como el valor actual de los futuros flujos generados por los dividendos. Sin embargo, este método no contemplan la posible rentabilidad obtenida por un accionista que vendiera la acción a un precio superior al que la compró, lo cual parece ser una ineficiencia importante de este método.

Hemos de tener en cuenta que en este método, los flujos de caja se actualizan al coste de los recursos propios, es decir, a la rentabilidad exigida por los accionistas.

2.3.3 APV (Adjusted Present Value)

“Este método consiste en calcular el valor de una empresa sumando dos valores: el valor del negocio suponiendo que la empresa no tiene deuda y el valor actual de los ahorros fiscales que genera la deuda de la compañía.” (Brealey, Mayers, & Marcus, 2007)

Los flujos de caja de la empresa suponiendo que no tiene deuda se actualizan a la tasa exigida por los accionistas en caso de que la empresa no tuviera deuda. Para ello utilizamos una Beta no apalancada en el CAPM

$$K_{ue}=Rf+Beta\text{ unlevered}*(Rm-Rf)$$

Los ahorros fiscales se calcularán multiplicando los intereses anuales por la tasa impositiva.

2.4 Valoración por Múltiplos

2.4.1 Introducción

“La valoración por múltiplos consiste en valorar una compañía en función del precio que dicta el mercado para empresas similares” (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013). A primera vista, el método parece más sencillo de lo que en realidad es, puesto que únicamente tenemos que encontrar empresas similares, calcular el múltiplo y valorar nuestra compañía comparándola. Sin embargo, no es tan fácil encontrar esas compañías comparables y habrá que entender las diferencias entre las compañías utilizadas con la nuestra para entender posibles diferencias de precios en el mercado (podrían deberse a expectativas de crecimiento mayores, mayores riesgos, etc).

La valoración por múltiplos puede realizarse bien comparándonos con compañías cotizadas similares o bien con transacciones pasadas. Es necesario que las compañías sean cotizadas porque sino no existiría un precio público y acordado por el mercado para la compañía, y tendríamos que valorar las compañías que vamos a utilizar para valorar nuestro objetivo, terminando el proceso en un ciclo interminable de valoraciones.

La valoración de compañías por transacciones pasadas consiste en buscar operaciones de compra/venta de empresas similares en el pasado para valorar nuestra compañía objetivo. Parece obvio que cuanto menos tiempo haya transcurrido desde las transacciones buscadas hasta el momento de la

valoración más fiable será la misma, puesto que los parámetros de la economía serán similares.

Hemos de tener mucho cuidado con la valoración por transacciones comparables puesto que una misma compañía, como ya se mencionó anteriormente, puede tener valores muy distintos para distintos inversores. Además, en este caso, si hablamos de fusiones y adquisiciones, tenemos que tener en cuenta que entran en juego y son de vital importancia las posibles sinergias generadas por estos procesos. Estas sinergias pueden hacer que una empresa objetivo sea mucho más valiosa para una compañía que para otra, por los ingresos/ahorros que se puedan generar.

El método de valoración por múltiplos, como ya se mencionó anteriormente, se basa en el principio de que el mercado se puede equivocar al valorar un activo pero no un grupo suficientemente grande de ellos.

En un principio, este método y el DCF deberían coincidir, puesto que la valoración por múltiplos utiliza la comparación con el mercado, y este último, en teoría, valora en función de los flujos de caja futuros. Sin embargo, en la práctica ambos métodos arrojan datos completamente distintos.

2.4.2 Ventajas y Desventajas del Método

El método de valoración por múltiplos tiene una serie de ventajas y desventajas:

Tabla 1: Ventajas y Desventajas Métodos Valoración por Múltiplos (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013)

Valoración por Múltiplos	
Ventajas	Desventajas
Rapidez de cálculo	Dificultad encontrar comparables
Facilidad en su explicación	Fácil de manipular
Refleja Sentimiento Mercado	Sigue euforia del mercado

Fuente: Apuntes Finanzas Corporativas, Universidad Pontificia Comillas – Facultad Ciencias Económicas y empresariales. Dpto: Gestión Financiera.

2.4.3 Pasos para Valoración por Múltiplos

1. Definición de los múltiplos a utilizar:

Hemos de recordar lo ya explicado en la introducción a los métodos de valoración, cuando explicamos la diferencia entre *Enterprise Value* y *Equity Value*. Será importante saber qué múltiplo vamos a elegir, puesto que si elegimos un múltiplo de *Enterprise Value* obtendremos el valor de la totalidad de la compañía, mientras que si utilizamos un múltiplo de *Equity* sólo obtendremos el valor de los recursos propios.

“Además, es importante que exista uniformidad de cálculo sobre el múltiplo utilizado. Por ejemplo, en el múltiplo de precio sobre beneficio neto, se debe aclarar si el precio que se considera es el del último día de cotización o una media de los últimos meses, así también será necesario definir qué beneficios netos se están considerando.” (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013).

En este paso, lo más difícil es elegir el múltiplo más representativo para cada tipo de negocio. Existen unos múltiplos generales que son los más utilizados por todo el mercado, sin embargo, es posible que algunos de ellos no sean efectivos para algún sector en concreto por las características especiales del mismo. Un claro ejemplo que nos dan en los Apuntes mencionados con anterioridad es el siguiente: “Empresas con alto inmovilizado suelen calcularse con ratios basados en EBITDA para evitar sesgar el múltiplos con diferentes políticas de amortización, otras como empresas familiares, donde los costes no suelen reflejar la realidad del negocio, un múltiplo sobre ventas sería el más conveniente”. A causa de estas diferencias mencionadas entre sectores, muchos analistas se deciden incluso a incorporar múltiplos específicos de cada sector, como podría ser el precio por cantidad de visitas en caso de estar valorando una compañía de la web.

2. Identificación de las empresas comparables

Es posiblemente el paso más complicado de los que conforman el método. Hemos de analizar cada compañía para saber si son comparables. Un error muy usualmente cometido es seleccionar a todas las empresas competidoras del mismo sector, sin embargo, para que dos compañías sean comparables lo importante es que presenten “flujos de caja, expectativas de crecimiento de los mismos y perfil de riesgo similares” (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013). Si además de cumplir los requisitos anteriores, las empresas operan en el mismo sector, será una empresa muy adecuada para utilizar, sin embargo, también puede ser que una empresa que opere en otro sector sea, por los factores mencionados anteriormente, más adecuada que un competidor directo de la empresa que queremos valorar. Por tanto, hemos de guardar mucho cuidado con las compañías que seleccionamos, porque una mala elección nos llevaría a una valoración muy alejada de la realidad, llevándonos a realizar inversiones desacertadas.

3. Análisis de los múltiplos y su relación con las principales magnitudes de cada compañía.

Una vez completados los pasos anteriores, hemos de calcular los múltiplos seleccionados para cada una de las empresas seleccionadas como comparables (u obtenerlos de alguna base de datos fiable) y, una vez calculados, realizar la media de los mismos. Hemos de tener en cuenta, que como bien nos indican en los apuntes de la asignatura de finanzas, “la representatividad de esta media dependerá de la desviación típica que exista entre las empresas consideradas”. Suele ser recomendable analizar las distintas empresas y eliminar aquellas que se encuentren en los extremos para que no difuminen los resultados. “Además, se debe eliminar las empresas con beneficios negativos si utilizamos múltiplos sobre beneficios ya que desvirtúa la media calculada”. (Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, 2013)

Antes de realizar la media, también deberíamos intentar descubrir a qué se deben las diferencias entre los múltiplos de cada compañía, en función de su

capacidad de generar flujos de caja, su perfil de riesgo y sus expectativas de crecimiento, para así poder comprender mejor los datos obtenidos tanto de cada compañía comparable como el que sustraeremos de la compañía a valorar.

4. Calcular el valor o rango de valores de la compañía.

Cuando ya se ha calculado la media, ésta ha de utilizarse para estimar el valor de nuestra compañía. Para esto, en los múltiplos sustuiremos el valor promedio del múltiplo como si fuera el de nuestra compañía, además del beneficio/ebitda u otra magnitud contenida en múltiplo, dejando el precio como incógnita a despejar.

Se suelen utilizar varios múltiplos por lo que se obtienen varios resultados, los dos valores extremos obtenidos comprenderán los límites del rango de precios al que hemos valorado la compañía.

2.4.4 Múltiplos más utilizados (Damodaran, Damodaran on Valuation, 2006)

- Múltiplos de Recursos Propios
 - $PER = P^0 \text{ Acc} / BPA = \text{Capitalización Bursátil} / B^0 \text{ Neto}$
 - Price Cash Flow Ratio= Precio/Cash Flow
 - Precio/Valor Contable de los RRPP

- Múltiplos de Enterprise Value
 - EV/EBITDA
 - EV/VENTAS

2.5 Estado de la Cuestión

A continuación serán mencionadas brevemente algunas valoraciones de la compañía que han sido realizadas con anterioridad a este trabajo, explicando brevemente quiénes fueron sus autores, que supuestos tomaron y a que conclusiones llegaron.

2.5.1 Valoraciones Internas

Respecto a las valoraciones que han sido realizadas por la directiva de la propia compañía, sólo existe un caso en que se haya producido dicha valoración. Sucedió durante el año 2013, cuando Fernando Roig vendió una parte de sus acciones a la compañía para hacer frente a ciertas obligaciones de sus otros negocios.

En esa fecha el Consejo de Dirección de la compañía valoró la participación del 2,3% en el capital que Fernando Roig vendió a la compañía en algo más de 72 millones de euros. (Sanz, 2013)

Esta valoración significa que cada una de las acciones de las que se conforma la sociedad tienen un valor de 23.853€ y la compañía tiene un valor total de 3130 millones de euros. (Sanz, 2013)

Pese a que fue la primera aproximación al posible valor que Mercadona podría tener en el mercado, se hace completamente necesario matizar el resultado que arroja. Para comenzar, hemos de tener en cuenta que dicha valoración se realizó en el año 2013. Sabemos que las valoraciones son procesos dinámicos que van cambiando con el tiempo y por tanto, la validez de dicha valoración a día de hoy es nula.

Además, dejando a parte que la valoración fue realizada hace dos años, tampoco si hubiese sido realizada a día de hoy sería aceptable. Como se mencionó desde la propia cúpula directiva “el dinero que sale de la operación sale de la caja de la compañía y las acciones que se adquieren irán destinadas a la autocartera”, por tanto, si la situación fuera una venta al mercado exterior los precios serían completamente distintos. También ha de tenerse en cuenta

que se trata de una compañía familiar en la que es uno de los hermanos el que vende su participación, por tanto parece obvio que las condiciones ofrecidas a este socio serán muy distintas a las ofrecidas a cualquier posible inversor externo.

2.5.2 Valoraciones Externas

Respecto a las valoraciones externas, son seguramente muchos los expertos que se han atrevido a valorar la compañía objeto de este trabajo, sin embargo, puesto que no es una cotizada, la información no es tan comúnmente compartida por no ser útil para la toma de decisiones de compra/venta de acciones. De las diversas valoraciones que he encontrado, la que parecen haber hecho más eco, especialmente en la prensa especializada, son las que Francisco Fernández Reguero ha ido realizando durante varios años. Este economista y consultor especializado en el sector “*retail*” ha realizado diversas valoraciones de Mercadona a medida que se iban publicando los resultados de varios años, introduciendo cada vez, los valores actualizados de las variables necesarias para el modelo.

La última valoración realizada por el economista fue colgada en su blog el día 8/03/2015. Sin embargo, en esta ocasión sólo utilizó el método de DCF, no el de valoración por múltiplos, que es el que nos atañe en este trabajo. A pesar de ello, hemos de tener en cuenta el resultado obtenido cara a la valoración por múltiplos que se realizará más adelante en este trabajo, puesto que los resultados de ambos métodos deberían, al menos, acercarse.

En la valoración realizada por Francisco Fernández en el año 2015, en base a los resultados presentados por la compañía del año 2014, Mercadona ha sido valorada en alrededor de 8.450 millones de euros, una cantidad considerablemente inferior a la deducida de la misma valoración realizada un año anterior, que arrojaba un valor de 9894 millones de euros para la compañía. La reducción de dicho valor viene causado por una disminución en las expectativas de crecimiento de la compañía. Pese a esto, el mismo autor

nos indica en su artículo su escepticismo a creer que cualquiera de los accionistas de Mercadona vendería sus participaciones a este precio.

Una vez comentada la valoración realizada en 2015, vamos a analizar algo más en profundidad la valoración por múltiplos que realizó en 2014, puesto que es el método que utilizaremos posteriormente en este trabajo.

Antes de nada, lo más importante que debemos conocer es el grupo de empresas que nuestro autor escogió como las “comparables”, es decir, qué compañías consideró que eran más similares a Mercadona para a partir de ellas, sacar el precio de nuestra empresa. En este caso, Francisco Fernández escogió las siguiente compañías:

- Ahold
- Dollar General
- Walmart
- Jerónimo M.
- Casino
- Morrison
- Delhaize Group

En la selección anterior se echan de menos ciertas compañías, especialmente DIA, el principal competidor de Mercadona en España. Además de ser su principal competidor, DIA cotiza actualmente en el Ibex35, índice en el que Mercadona cotizaría en el caso de la hipotética salida a bolsa que se quiere valorar.

Una vez conocidas las compañías comparables empleadas, es necesario identificar los distintos múltiplos que se han utilizado para la valoración de la compañía. En el caso que estamos estudiando, el autor ha elegido 6 múltiplos distintos que le aportarán un rango de valores. En concreto eligió los siguientes ratios:

- Precio/Ventas (años 2013 y 2014 estimado)
- Precio/EBITDA (años 2013 y 2014 estimado)
- Precio/EBIT (años 2013 y 2014 estimado)
- PER= Precio/Bº Neto (años 2013 y 2014 estimado)
- Precio/Cash Flow (año 2014)
- Precio/Valor Contable (año 2013)

Los múltiplos seleccionados reflejan distintas magnitudes siempre relacionadas con el precio, que será nuestra incógnita a despejar al realizar la valoración.

Una vez conocidos los múltiplos a utilizar, es necesario calcularlos para cada una de las compañías y posteriormente calcular un promedio del sector, que será utilizado para valorar nuestra compañía.

A continuación se muestra la tabla que el autor presenta con todos estos datos:

Tabla 2: Múltiplos Comparables Mercadona - Valoración Externa

	Multiplicadores de cada empresa								Promedio	Mediana
	Ahold	Dollar General	Walmart	Carrefour	Jerónimo M.	Casino	Morrison	Delhaize Group		
Precio/Ventas 13	0,42	0,98	0,52	0,26	0,65	0,19	0,27	0,24	0,44	0,34
Precio/Ventas e-14	0,42	0,90	0,50	0,26	0,58	0,19	0,26	0,24	0,42	0,34
Precio/Ebitda 13	6,18	8,27	6,80	5,37	9,90	2,81	3,73	3,80	5,86	5,78
Precio/Ebitda e-14	6,18	7,85	6,61	5,06	9,10	2,75	5,15	3,86	5,82	5,67
Precio/Ebit 13	9,88	9,84	8,89	8,80	14,58	3,97	5,43	6,83	8,53	8,84
Precio/Ebit e-14	10,00	9,39	8,86	8,26	13,57	3,88	8,78	7,06	8,73	8,82
PER 13	5,37	16,77	15,42	15,59	20,15	11,02	-19,74	28,73	11,66	15,50
PER e-14	15,45	15,75	14,53	17,52	17,94	12,01	11,77	12,73	14,71	14,99
Precio/Cash Flow 2014	6,77	15,41	9,09	7,27	10,27	4,54	5,79	4,76	7,99	7,02
Precio/Valor contable	1,93	3,24	3,28	2,54	0,68	1,28	0,27	1,01	1,78	1,61

Fuente: <http://www.zonebourse.com>, www.reuters.com y medios propios

Fuente: www.desdemiatalaya.com

Posteriormente, utilizando los promedios y los datos de Mercadona, dejaremos el precio como incógnita de unas ecuaciones muy sencillas e intuitivas de solucionar que nos darán la valoración de Mercadona.

Habrá que tener en cuenta que este es el Equity Value de la compañía, es decir, el valor de los RRPP y no del negocio entero. En el caso de Mercadona, con este método no se tiene en cuenta el grandísimo potencial que tiene la caja de la compañía. Es por eso que el autor, posteriormente, utiliza los ratios de

EV, para reflejar de manera más fiel el valor del negocio total de Mercadona. Los resultados a los que el autor llega vienen reflejados en la siguiente tabla tomada de su blog:

Tabla 3: Múltiplos EV Comparables Mercadona - Valoración Externa

	Múltiplos de cada empresa E.V.								Promedio	Mediana
	Ahold	Dollar General	Walmart	Carrefour	Jeronimo M.	Casino	Morrison	Delhaize Group		
(EV /Ebitda e-14) x	6,68	8,94	7,83	6,12	9,49	4,71	7,99	4,81	7,07	7,26
Mercadona - EV	6.891	9.220	8.084	6.316	9.796	4.862	8.241	4.965	7.297	7.488
Deuda Mercadona	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571
Equity	9.462	11.791	10.655	8.887	12.367	7.433	10.812	7.536	9.868	10.059
(EV /Ebit e-14) x	10,80	10,69	10,50	9,99	14,17	6,66	13,61	8,80	10,65	10,59
Mercadona - EV	7.217	7.143	7.010	6.676	9.462	4.447	9.094	5.881	7.116	7.077
Deuda Mercadona	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571
Equity	9.788	9.714	9.581	9.247	12.033	7.018	11.665	8.452	9.687	9.648
(EV /Ebit e-14 (1-t)) x	10,95	17,68	13,74	15,55	18,25	13,64	9,70	10,61	13,77	13,69
Mercadona - EV	2.066	3.336	2.593	2.933	3.444	2.573	1.830	2.002	2.597	2.583
Deuda Mercadona	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571	-2.571
Equity	4.637	5.907	5.164	5.504	6.015	5.144	4.401	4.573	5.168	5.154
Valor Promedio	7.962,53	9.137,38	8.466,76	7.879,36	10.138,55	6.531,54	8.959,43	6.854,06	8.241,20	8.286,80
Valor Mediana	9.462,45	9.714,18	9.581,37	8.886,83	12.033,21	7.017,91	10.812,00	7.536,45	9.687,44	9.647,78

Fuente: <http://www.zonebourse.com> y medios propios

Fuente: www.desdemiatalaya.com - Valores en millones de €

Podemos observar que el resultado final que obtiene es un valor para Mercadona de entre 8.241 y 8.287 millones de euros, reflejando a través de la deuda financiera neta el potencial de caja que posee la compañía y el hecho de que se financie únicamente con recursos propios.

3 Mercadona

3.1 Sector de la Distribución

“Distribución” según la Real Academia Española es la acción y efecto de distribuir; o referido al ámbito económico, la asignación del valor del producto entre distintos factores de producción. Estas definiciones nos dan una idea general de que tema estamos tratando; la distribución comercial en concreto, que es de lo que vamos a tratar, tiene el objetivo de poner el producto a disposición del consumidor en el momento en el que lo necesita, con la cantidad demandada y en lugar donde desee adquirirlo.” (Salcedo, 2012)

En la actualidad este sector se encuentra dominado por las grandes compañías que agrupan la mayoría de cuota mercado frente a los tradicionales pequeños negocios como observamos en la siguiente tabla:

Tabla 4: Cuota Mercado Sector Distribución

Compañía	Cuota
Mercadona	26,6%
DIA	11,0%
Carrefour H	10,5%
Alcampo	3,9%
Lidl	3,9%
Super Eroski	3,6%
Consum Coop	2,1%
Híper Eroski	1,8%
Caprabo	1,7%
Ahorramás	1,5%

Fuente: WorldPanel Distribución 2014 – Kantar WorldPanel

Merece también la pena reseñar que el atributo más decisivo a la hora de decidirse por un establecimiento u otro parece ser la relación calidad/precio de los productos comercializados en el mismo. Según el informe Kantar WorldPanel, la clasificación de dichos motivadores es la siguiente:

Tabla 5: Factores motivadores elección establecimiento de compra

Ranking Motivadores (pts básicos)	3/11/13
Relación Calidad Precio	73,8
Proximidad	71,2
Productos de Calidad	58,2
Siempre buenos precios	53
Calidad marca propia	52,4

Fuente: WorldPanel Distribución 2014 – Kantar WorldPanel – Datos en puntos básicos

3.2 La Compañía

En la actualidad, donde la gran mayoría de grandes compañías nacionales e internacionales cotizan en los distintos mercados bursátiles del mundo,

sorprende no encontrar a uno de los gigantes de la distribución nacional entre las compañías del índice Ibex 35. Este hecho, además de otros muchos factores como son el modelo de gestión, el rápido crecimiento en los últimos años o la innovadora idea de la que surge este negocio, han atraído mi atención sobre la compañía de la que es objeto este estudio.

3.2.1 Datos Relevantes

Mercadona es la mayor empresa de distribución a nivel nacional con una cuota de mercado muy superior a la de sus principales competidores, tanto es así que según el informe “World Panel Distribución 2014” elaborado por la consultora Kantar Worldpanel, en 2014 la cuota de mercado de la empresa líder del sector era de un 22,3%, superando a la suma de los porcentajes de sus competidores más inmediatos; DIA (7,8%), Carrefour (7,7%), Eroski (3,3%) y Lidl (3%).

Además de en cuota de mercado, también presentó los mejores resultados en sus cuentas de 2014, con una facturación neta de 18.441 millones de euros (20.161 con IVA), situándose en la tercera posición, en lo que a facturación se refiere, del “Ranking de Empresas Españolas” elaborado por elEconomista.es, sólo por detrás de Repsol y Cepsa. Respecto al beneficio neto, pese a ser una magnitud más volátil en la que se influyen factores como la política de amortización de activos, también lideró el sector con un beneficio neto de 543 millones de euros.

Tabla 6: Principales Cifras Mercadona 2013 y 2014

Principales Cifras (millones de euros y de kilos)	2013	2014	% Variación
Unidades de ventas kilos-litros	9.845	10.103	3%
Facturación	19.812	20.161	2%
Resultado de Explotación	630	675	7%
Resultado antes de Impuestos	718	738	3%
Resultado Después de Impuestos	515	543	5%

Fuente: Elaboración Propia. Datos obtenidos Memoria Mercadona 2014

3.2.2 Breve historia de la Compañía

“Constituida en Tavernes Blanques (Valencia) en 1977, el objeto social de Mercadona es “la compra-venta de todos los artículos que comprende el ramo de la alimentación, así como su comercio, pudiendo abrir establecimientos para la venta al detalle o al por mayor de los citados productos, la prestación de servicios de transporte de todo tipo de mercancías, y realizar estudios, programas, informes y cualquier otra actividad que directa o indirectamente se relacione con la informática y la gestión, contabilidad, administración y control de empresas” Mercadona se dedica a la distribución de productos de alimentación, droguería y perfumería, a través de sus 1.264 supermercados, que son suministrados desde los diferentes centros logísticos que la empresa tiene estratégicamente ubicados en el territorio nacional.” (Mercadona, S.A., 2014)

La compañía, como se menciona anteriormente, fue constituida en 1977 por los padres del actual presidente de la compañía Juan Roig. El nombre de la empresa entonces era “Súper Mercadona” que procede del valenciano *Mercat* y *Dona* (mercado y mujer).

En 1981 Juan Roig y tres de sus hermanos compraron Mercadona y sus ocho establecimientos a sus padres, nombrando a Juan presidente de la compañía. Así fue como comenzó el camino de Mercadona y Juan Roig como su presidente. A partir de entonces, bajo el mando de Juan Roig, la empresa comenzó a aplicar innovadoras ideas.

Quizás uno de los hecho más relevantes en toda la historia de Mercadona sucedió en 1993, cuando Juan Roig decidió implantar la estrategia denominada SPB (*Siempre Precios Bajos*), que más adelante derivaría en el *Modelo de Calidad Total*. Este hecho es tan significativo porque es entendido por la cúpula directiva de la compañía como la clave del éxito de Mercadona. La estrategia de mantener unos productos de calidad a unos precios siempre bajos ha sido la que ha llevado a este gigante de la distribución a ser lo que es hoy en día. El éxito de este modelo se ha visto especialmente reflejado en la época que recientemente aconteció en España, en la que Mercadona seguía aumentando

sus ventas a pesar del desplome en el consumo que se producía en el país. Ciertamente es que la compañía opera en un sector bastante inelástico, puesto que la gente necesita comprar comida y productos del hogar, pero aún así sus resultados fueron bastante mejores que los de la competencia.

En 2006 la empresa ya contaba con 1.000 tiendas a lo largo de la geografía española. Suponiendo esto una apertura media de 40 tiendas anuales desde que los hijos se hicieron cargo de la compañía en 1981. Por supuesto, la apertura de tiendas fue llevada a cabo de forma exponencial, a medida que aumentaba la capacidad de la compañía para expandirse.

En el último año, 2014, se ha abierto el centro número 1500 de la compañía (apertura anual media de 62,5 tiendas desde 2006) y el crecimiento de estos centros continuará en el futuro.

3.2.3 Modelo de Gestión

El modelo de gestión de Mercadona viene perfectamente definido en su memoria. Está basado en su misión y visión, a partir de las cuales se definen los objetivos y estrategias a desarrollar teniendo siempre en cuenta las necesidades de los 5 componentes, según su orden de prioridad definido en el cuadro a continuación.

Tabla 7: Esquema Modelo Negocio Mercadona

ESQUEMA DEL MODELO DE MERCADONA



Fuente: Memoria Mercadona 2014

La misión de Mercadona viene descrita en su Memoria, "Prescriptores totales de las soluciones necesarias para que "El Jefe" se fabrique su *Compra Total* (Frescos y Secos) dentro de una *Cadena Agroalimentaria Sostenible*".

Su visión, dice así "Conseguir una *Cadena Agroalimentaria Sostenible de Mercadona* que la Sociedad quiera que exista y sienta orgullo de ella, a través del liderazgo y teniendo a "El Jefe" como faro" (Mercadona, S.A., 2014)

Cuando se habla de *Cadena Agroalimentaria Sostenible*, lo que Mercadona persigue es conseguir que desde los proveedores hasta el cliente todos estén satisfechos, pasando por los propios trabajadores de la compañía y terminando en la sociedad en su general. Así busca "legitimarse" ante la Sociedad para conseguir el apoyo de ésta, con el fin de no sólo ser una empresa líder, sino que aporte valor al conjunto de ciudadanos que componen la Sociedad.

Para cada uno de los 5 componentes del modelo de Mercadona se definen una serie de estrategias y objetivos a cumplir para conseguir satisfacer sus intereses, que vienen definidos en la memoria:

- a) “El Jefe”: Debe estar siempre satisfecho. Para esto, se garantizan la seguridad y máxima calidad alimentarias, ofreciendo una amplia gama de productos a precios asequibles, con el mejor precio y en el mínimo tiempo.
- b) El Trabajador: “Quien satisface a “El Jefe” tiene que estar satisfecho al 100% y comprometido al 100%”. Para ello, como ya hemos mencionado anteriormente en este trabajo, se llevan a cabo políticas que facilitan la estabilidad laboral (contratos indefinidos), conciliación familiar y una continua formación, además de la posibilidad de promocionar dentro de la compañía.
- c) El proveedor: “Compartir un proyecto común basado en los fundamentos del *Modelo*”. Se establecen relaciones a largo plazo con los proveedores, lo cual aporta una cierta estabilidad a los mismos, además de permitirles ofrecer unas mejores condiciones a la compañía, que también se ve beneficiada.
- d) La Sociedad: “Cumplir la misión de la empresa a través de satisfacer a la Sociedad contribuyendo a su desarrollo”. Como se menciona ya en la misión, Mercadona busca ser una empresa que aporte a la Sociedad a través, principalmente, del desarrollo económico y el cuidado del medioambiente.
- e) El Capital: “El beneficio llega tras satisfacer al resto de los componentes”. Tras ser legitimada por la Sociedad, la compañía podrá perdurar en el tiempo y obtendrá a cambio una serie de beneficios.

Ha quedado descrito lo que básicamente es el modelo a través del cual Mercadona define sus estrategias más importantes, centrándose siempre en el cliente, pero teniendo en cuenta la importancia de cuidar los intereses de los demás grupos también.

Sin embargo, existen como en todos lados algunos grupos que no están tan satisfechos como podría esperarse tras leer lo anteriormente comentado. Por ejemplo, son muchos los trabajadores que abandonan la compañía porque no aguantan la alta exigencia a la que están sometidos los empleados en la misma. Como hemos comentado, Mercadona ofrece mejores condiciones

económicas que la media del sector a sus trabajadores pero a cambio exige también más que la media, circunstancia que lleva a muchos a no aguantar la presión.

Pero el grupo que parece más perjudicado por las políticas de Mercadona es el compuesto por los proveedores, a los cuales la compañía exige hasta un punto que muchas veces no pueden cumplir. Para reflejar esta realidad, he buscado algunos ejemplo de proveedores y potenciales proveedores que han sido perjudicados:

1. José Antonio Arcos (Enero 2014), nos cuenta como a agricultores que el conoce de primera mano se les ha exigido que recolecten las hortalizas de madrugada. Esto se debe a la nueva política que Mercadona está aplicando a verduras, pescados y secciones de frescos que quieren que sean referentes en sus establecimientos. Para que estos productos puedan estar realmente frescos, los agricultores se ven forzados a recoger estos productos de madrugada con el fin de que se cumplan los plazos máximos que la compañía ha establecido que pueden transcurrir desde que estos productos son recogidos hasta que están en las vitrinas.
2. Otra de las grandes exigencias de Mercadona a sus proveedores es la inversión constante para poder seguir el ritmo de apertura de establecimientos. Algunos ejemplos son: Grupo Siro, que invirtió 70 millones de euros en 2014, SCA que invirtió 27 millones de euros o Casa Tarradellas que invirtió 43 millones. (Brines, 2015)
3. De todos los casos en los que los intereses de los proveedores fueron dañados, probablemente el que tuvo un mayor número de afectados ocurrió en 2009, cuando Mercadona se decidió a eliminar 800 referencias de las vitrinas de sus establecimientos, perjudicando no sólo a grandes marcas, sino también a algunas propias. Esto llevó a una reducción de las ventas de algunos de sus proveedores que llegaron incluso al 50%.

Queda por tanto demostrado que no siempre Mercadona beneficia los intereses de sus proveedores, aunque sí que es cierto que todos los proveedores han aumentado sus ventas de manera exponencial gracias a su relación con Mercadona y que ésta, a pesar de exigir mucho, ofrece contratos de por vida que aseguran las ventas a estos proveedores.

3.3 Análisis Financiero de las cuentas

Debido a la naturaleza y objetivos de este trabajo, es completamente necesario realizar un análisis de las distintas partidas de las que se componen tanto el Balance de Situación de la compañía como su Cuenta de Pérdidas y Ganancias, con el fin de entender cuál es la posición financiera de la compañía y posteriormente en el trabajo, poder compararla con sus competidores más directos para realizar la valoración de Mercadona.

3.3.1 Análisis del Balance

Comenzaremos el análisis por el Balance de Situación simplificado, las partidas se han agrupado en las más importantes con el fin de clarificar los contenidos en ellas recogidos y aunarlos para facilitar el entendimiento de los mismos.

A continuación se presenta el Balance de Situación de la compañía en 2014 a partir del cual se hará el comentario.

Tabla 8: Balance Mercadona Simplificado 2014. (Miles Euros)

	31/12/14
ACTIVO NO CORRIENTE	3.452.266
Inmovilizado	3.413.712
Activos por impuestos Diferidos	38.554
ACTIVO CORRIENTE	3.608.120
Existencias	612.458
Deudores	78.260
Inversiones Financieras	33.988
Efectivo y Otros activos líquidos	2.883.414
TOTAL ACTIVO	7.060.386
PATRIMONIO NETO	3.884.206
Capital	15.921
Reservas	3.325.026
Rdo Ejercicio	543.259
PASIVO NO CORRIENTE	135.498
Provisiones y Deudas L/P	28.195
Pasivo por Impuestos Diferidos	107.303
PASIVO CORRIENTE	3.040.682
Proveedores	2.096.411
Acreedores y deudas con Admin Púb	665.520
Personal	233.789
Pasivos por impuesto corriente	34.467
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	7.060.386

Fuente: Elaboración Propia con datos Memoria Mercadona 2014.

3.3.1.1 Análisis importancia relativa partidas

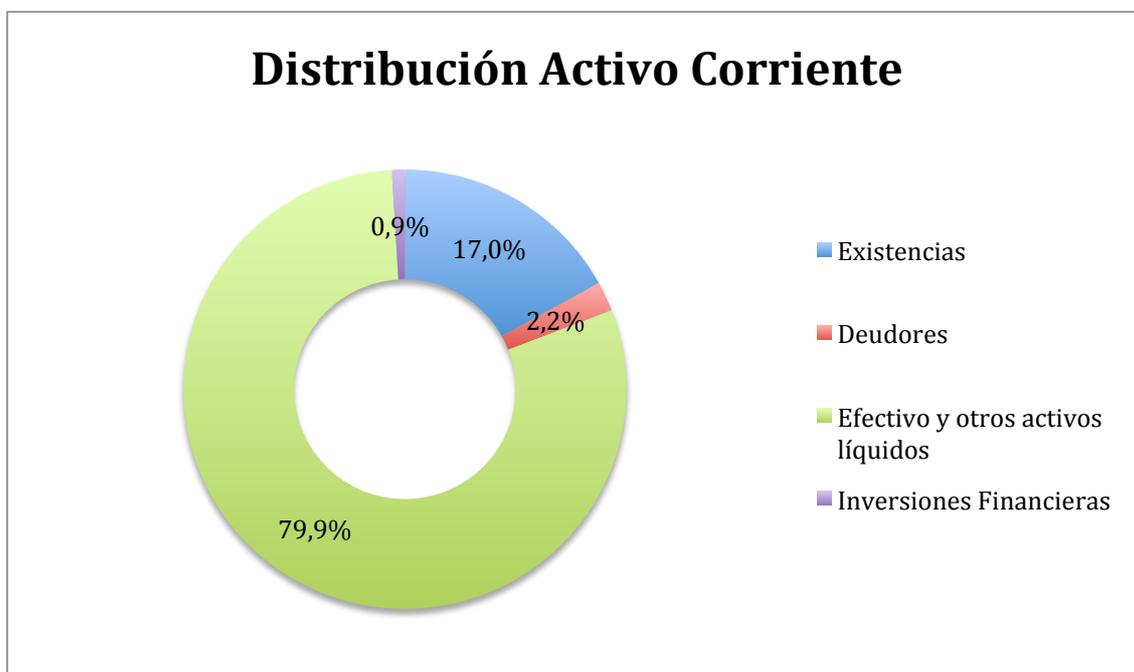
Tabla 9: Balance Common-Size Mercadona

Resumen Balance Common-Size	
ACTIVO CORRIENTE	48,9%
ACTIVO NO CORRIENTE	51,1%
PATRIMONIO NETO	55,0%
PASIVO NO CORRIENTE	1,9%
PASIVO CORRIENTE	43,1%

Fuente elaboración propia, datos Memoria Mercadona 2014.
Porcentajes sobre total activo

Al analizar el balance, lo primero que salta a la vista es la gran liquidez de la que dispone la compañía. Si calculamos los porcentajes, el efectivo y otros activos líquidos suponen casi el 80% del activo corriente y el 41% del activo total. La finalidad de presentar una cantidad semejante de caja es estar preparados ante cualquier posible imprevisto que pudiera surgir en el desarrollo de la actividad de la compañía. Podría parecer que dicha cantidad estuviera destinada al pago de las obligaciones surgidas del “día a día” de la compañía, principalmente proveedores, sin embargo, dicha cantidad de caja no es necesaria para afrontar los pagos derivados de estas obligaciones con los acreedores (obligaciones del “día a día”) puesto que el tiempo de cobro a clientes que presenta la compañía es muy inferior al período de pago a los proveedores, lo cual posibilita que se vayan generando los flujos de caja necesarios para hacer frente a dichas obligaciones. En concreto, el plazo de pago a proveedores se ha situado en los 51 días, mientras que el de cobro a clientes es muy inferior, entorno a 0.

Gráfica 1: Distribución Activo Corriente Mercadona 2014



Fuente: Elaboración Propia, datos Memoria Mercadona 2014.

El hablar sobre los plazos de pago/cobro nos lleva automáticamente a fijarnos en el Fondo de Maniobra de la compañía, entendido éste como la cantidad del activo corriente que está financiado por los recursos a largo plazo. Generalmente, la existencia del Fondo de Maniobra permite a la compañía hacer frente a sus obligaciones y es un indicador de la buena situación financiera de la misma. El hecho de presentar un fondo nulo o negativo nos indica en la mayoría de los casos la necesidad de aumentar el activo circulante para que la empresa pueda seguir con su actividad. Sin embargo, en determinados sectores es posible operar con un fondo de maniobra negativo, especialmente en aquellos en los que los clientes pagan en efectivo en plazos muy inferiores a los que se paga a proveedores. En concreto, el sector de la distribución minorista es uno de estos sectores en los que se considera que se puede operar con fondos negativos, de hecho, así lo hacía Mercadona hasta el año 2011, año en el que se decidió pasar a tener un fondo de maniobra positivo. En concreto, en 2014 el fondo de maniobra de Mercadona ascendió a 567 millones de €.

La posibilidad de operar con un fondo de maniobra negativo viene dada por la diferencia entre los plazos de cobro y pago, como se ha señalado anteriormente. Esto es así porque la compañía va generando el líquido necesario para hacer frente a sus obligaciones gracias a las ventas del día a día, como tienen un gran plazo para pagar a sus acreedores, se va reuniendo ese efectivo que permite hacer frente a las obligaciones a pesar de no tener, en un principio, los activos corrientes como para hacerlo.

$$FONDO DE MANIOBRA = ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE$$

Tabla 10: Fondo Maniobra Mercadona 2013 y 2014

En Millones €	2013	2014
Activo Corriente	3311	3608
Pasivo Corriente	(2924)	(3041)
Fondo Maniobra	387	567

Fuente: Elaboración propia. Datos Memoria Mercadona 2014

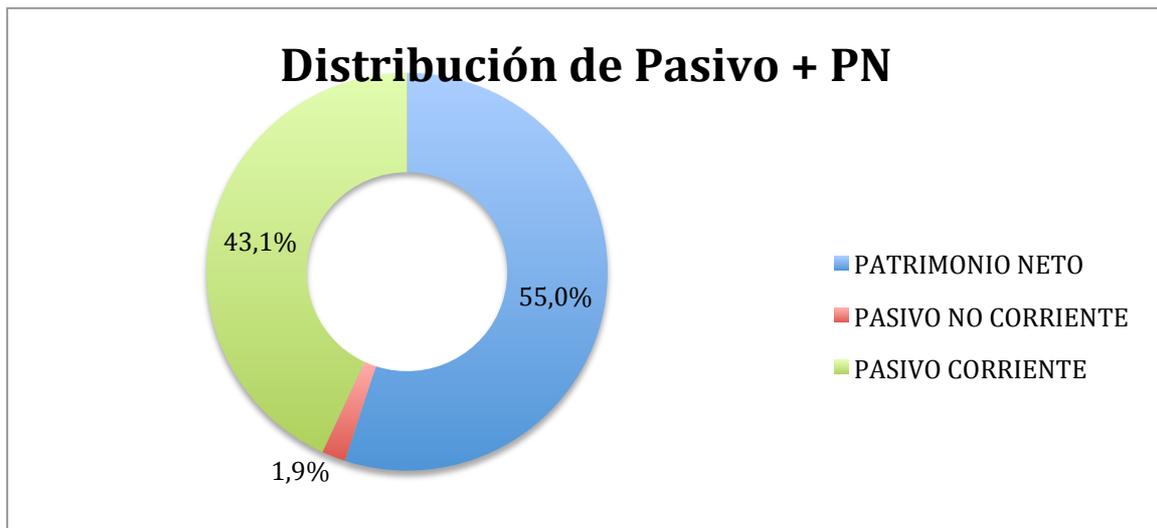
Respecto al plazo de pago a proveedores, ha ido disminuyendo con los años. En 2006 se situaba entorno a los 3 meses, lo cual supone una cifra bastante

mayor que los 51 días actuales. El motivo de esta reducción se basa en uno de los pilares del modelo de negocio de la compañía, establecer relaciones a largo plazo con los proveedores. El hecho de reducir el plazo de pago beneficia principalmente a los proveedores, más que a la propia compañía, que preferiría retrasar todo lo posible los pagos. Se fomentan, por tanto, las relaciones a largo plazo que Mercadona busca con sus proveedores, como se ha explicado en el apartado 3.3 del Modelo de Negocio.

Una vez analizadas la liquidez, fondo de maniobra y períodos de pago. La siguiente partida del Balance de Situación que destaca es la de Pasivo No Corriente y lo hace por ser prácticamente nula. De hecho, si dejásemos de lado las deudas con hacienda por impuestos, podríamos obviar la partida de Pasivo No Corriente, puesto que la cantidad atribuida a provisiones y deudas a largo plazo se puede ignorar por su insignificante cuantía (algo más de 28 millones de euros).

Este hecho nos indica que Mercadona financia todas sus inversiones a largo plazo con los recursos propios de la compañía. Esta es una de las políticas de la empresa, y les permite ahorrar en gastos financieros, aunque al no estar apalancada la rentabilidad financiera disminuye y algunos ratios como el ROE se resienten siendo inferiores a lo que lo serían en caso de utilizar también financiación de entidades externas. Por otro lado, el hecho de utilizar exclusivamente fondos propios reduce el riesgo asociado a la compañía, puesto que el riesgo y el apalancamiento están relacionados directamente.

Gráfica 2: Distribución Pasivo y PN Mercadona 2014



Fuente: Elaboración Propia. Datos Memoria Mercadona 2014

Además, ha de destacarse que al tratarse de una compañía familiar los recursos propios pertenecen a esta familia, que no duda en reinvertir una gran proporción de los beneficios de la compañía para expandirse y abrir nuevos centros. La no utilización de financiación ajena permite a los Roig (propietarios de la compañía), tener un mayor control, si cabe, de la empresa, puesto que ni siquiera existen bancos acreedores que puedan presionar para que se lleven a cabo una determinada acción.

3.3.1.2 Análisis de tendencia

A continuación analizaremos la evolución que han sufrido las partidas del balance de Mercadona a lo largo de los últimos años, prestando especial atención a las más relevantes para comprender la situación financiera de la compañía. Para ello nos basaremos en el siguiente Balance con datos históricos hasta 2009.

Tabla 11: Balance Histórico Mercadona y Tasas Variación. (miles euros)

	31/12/14	31/12/13	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09
ACTIVO NO CORRIENTE	3.452.266	3.236.426	2.973.782	2.562.140	2.523.123	2.519.145
Tasa Variación Activo No corriente	6,7%	8,8%	16,1%	1,5%	0,2%	
Inmovilizado	3.413.712	3.195.562	2.941.218	2.534.986	2.506.594	2.507.149
Activos por impuestos Diferidos	38.554	40.864	32.564	27.154	16.529	11.996
ACTIVO CORRIENTE	3.608.120	3.280.907	3.308.156	3.226.153	2.537.435	2.040.005
Tasa Variación Activo Corriente	10,0%	-0,8%	2,5%	27,1%	24,4%	
Existencias	612.458	557.299	571.769	558.503	560.003	540.868
Deudores	78.260	107.425	87.470	82.715	82.389	76.684
Inversiones Financieras	33.988	33.178	46.283	8.884	4.817	1.554
Efectivo y Otros activos líquidos	2.883.414	2.583.005	2.602.634	2.576.051	1.890.226	1.420.899
Tasa Variación Cash	11,6%	-0,8%	1,0%	36,3%	33,0%	
TOTAL ACTIVO	7.060.386	6.517.333	6.281.938	5.788.293	5.060.558	4.559.150
PATRIMONIO NETO	3.884.206	3.438.110	3.019.232	2.672.886	2.255.241	1.885.041
Tasa Variación Patrimonio Neto	13,0%	13,9%	13,0%	18,5%	19,6%	
Capital	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921	15.921
Reservas	3.325.026	2.906.880	2.494.870	2.182.773	1.840.923	1.597.878
Tasa Variación Reservas	14,4%	16,5%	14,3%	18,6%	15,2%	
Rdo Ejercicio	543.259	515.324	508.441	474.192	397.933	270.268
Tasa Variación Rdo Ejercicio	5,4%	1,4%	7,2%	19,2%	47,2%	
PASIVO NO CORRIENTE	135.498	185.801	223.051	253.263	200.874	127.872
Tasa Variación Pasivo No Corriente	-27,1%	-16,7%	-11,9%	26,1%	57,1%	
Provisiones y Deudas L/P	28.195	24.063	25.226	31.868	43.383	36.797
Pasivo por Impuestos Diferidos	107.303	161.738	197.825	221.395	157.491	91.075
PASIVO CORRIENTE	3.040.682	2.893.422	3.039.655	2.862.144	2.604.443	2.546.237
Tasa Variación Pasivo Corriente	5,1%	-4,8%	6,2%	9,9%	2,3%	
Proveedores	2.096.411	1.990.475	2.170.701	2.091.246	1.893.403	1.949.407
Acreedores y deudas con Admin	665.520	665.520	619.684	567.293	445.585	426.979
Personal	233.789	212.012	217.286	178.062	168.006	161.563
Tasa Variación Deudas Personal	10,3%	-2,4%	22,0%	6,0%	4,0%	
Pasivos por impuesto corriente	34.467	25.415	31.984	23.131	27.620	0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y	7.060.386	6.517.333	6.281.938	5.788.293	5.060.558	4.559.150

Fuente: Datos SABI y Memorias Mercadona 2014 y 2013. Tabla y tasas de variación elaboración propia

Nótese que han sido añadidas las tasas de variación de las partidas del Balance consideradas más importantes.

Comenzaremos el análisis fijándonos en el Activo Fijo. Esta partida presenta un crecimiento durante los primeros dos años analizados, sin embargo, en el año 2012 se observa un gran incremento en esta partida, que fue producido por una gran inversión en Inmovilizado. De hecho, la evolución de esta partida depende, casi exclusivamente, de la evolución del inmovilizado que posee la compañía, puesto que éste representa el 98,8% del activo fijo. Conocido este

hecho, observamos una tendencia mayor a la inversión en inmovilizado en los últimos años, viene provocada no sólo por la apertura de nuevos centros logísticos y nuevas tiendas con locales en propiedad a lo largo de la geografía española sino sobre todo por un gran aumento en la partida de inversiones financieras a largo plazo.

La evolución observada es común en cualquier negocio en crecimiento que cada vez necesitará de más infraestructura para operar y dar servicio a un mayor número de clientes.

El activo corriente también presenta un aumento en los años observados, excepto en el año 2013, en el que sufrió un leve retroceso del 0,8%, que se puede considerar como si se mantuviera constante. En los años 2010 y 2011 se presentan crecimientos de alrededor del 25% en el activo corriente. Esto coincide la época en la que Mercadona decidió dejar de lado la política de operar con Fondo de Maniobra negativo, para evitar cualquier posible riesgo. Con ese fin aumentó las partidas del activo, especialmente el efectivo y otros activos líquidos, que analizaremos a continuación.

La tendencia de crecimiento en el activo corriente también coincide con lo normal en un negocio en expansión que cada vez tiene que atender una mayor demanda, requiriendo esto un incremento en existencias además de conllevar una mayor cantidad de deudores causada por el aumento en las ventas. Sin embargo, la tasa normal de crecimiento del activo corriente coincidiría con las tasas de crecimiento del negocio, por el contrario, en el caso de Mercadona son superiores por la mencionada política adoptada de mantener un Fondo de Maniobra positivo y una fuerte posición en caja que permita a la compañía hacer frente tanto a los imprevistos que puedan surgir, como a las oportunidades de inversión.

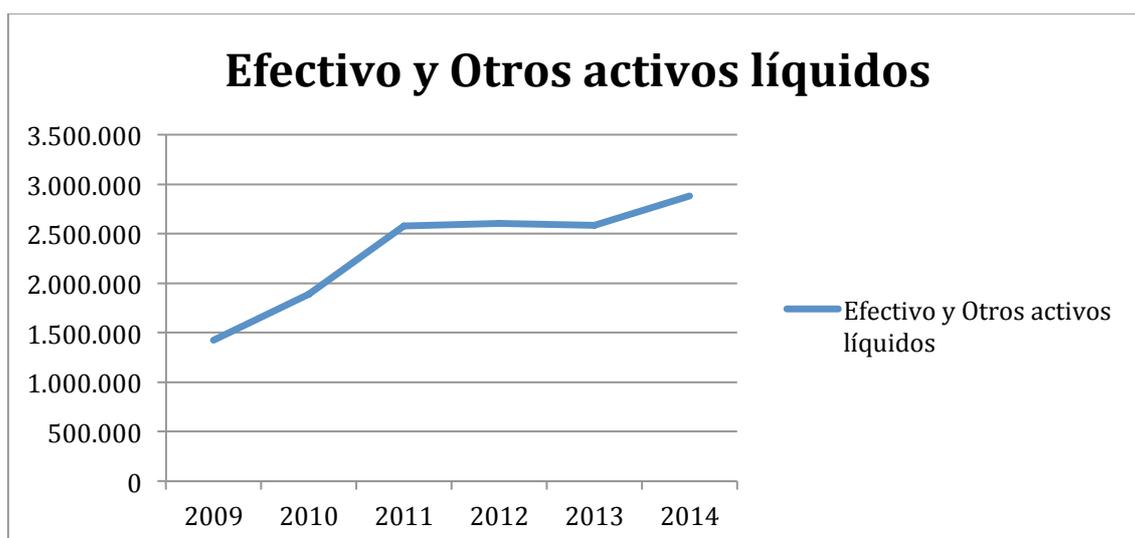
El párrafo anterior nos dirige a la partida de caja y otros activos líquidos en la que observamos que las tasas de crecimiento son las mayores de todo el Balance, sobre todo en los años 2010 y 2011. Esto ha llevado a Mercadona a destacar por ser una de las compañías españolas con una posición más fuerte en caja, signo de su gran situación financiera. Esta posición, como se ha

comentado antes, le permitiría hacer frente a cualquier imprevisto surgido en el desarrollo del negocio.

Sin embargo, son muchos los analistas que difieren con esta política de liquidez adoptada por Mercadona. Se basan en que una posición tan fuerte en caja merma el valor de la compañía al no aprovechar toda la rentabilidad potencial que ese dinero tendría en caso de estar invirtiéndose adecuadamente. Además, la mayoría de estos mismos analistas son defensores del Fondo de Maniobra negativo, en los sectores que puedan operar así, porque también ayuda a obtener mayores rentabilidades del total del activo al tener el dinero siempre invertido en el negocio. Al final parece ser una cuestión de elegir distintas opciones del binomio rentabilidad-riesgo, cuestión en la que Juan Roig ya parece haberse posicionado.

Las existencias parecen aumentar en términos acordes con el crecimiento de la empresa, el aumento de las ventas lleva a Mercadona a tener que aumentar sus stocks para hacer frente a la mayor demanda. Por su lado, Deudores e Inversiones Financieras parecen permanecer bastante constantes en el tiempo, aumentando y disminuyendo sin una tendencia clara.

Gráfica 3: Evolución Partida Efectivo y Otros Activos Líquidos Mercadona



Fuente: Datos SABI y Memorias Mercadona 2014 y 2013. Gráfica elaboración propia

El Patrimonio Neto presenta las tasas de crecimiento más constantes del balance junto con las Reservas, que son las principales causantes de dicho

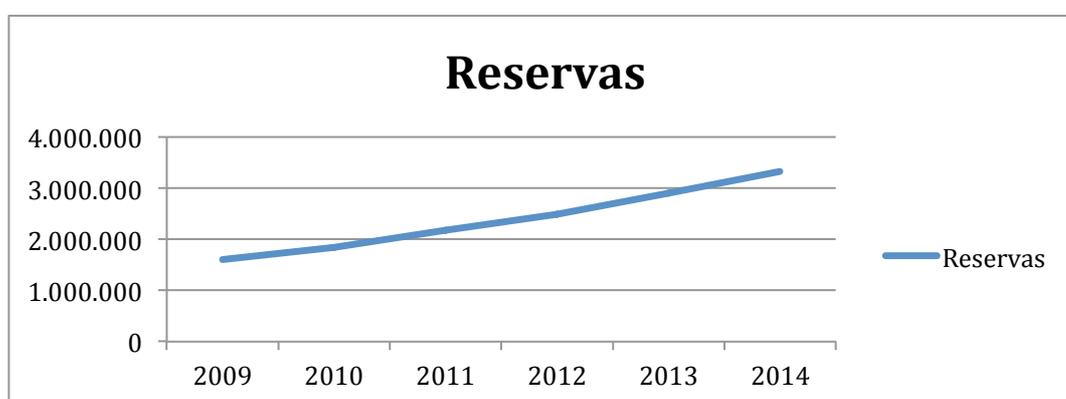
crecimiento, manteniéndose en un 5% entorno al 15% en los últimos 6 años. Esta tendencia pone en relieve otra de las políticas clásicas de Mercadona, la reinversión de los beneficios en el propio negocio, sin repartir grandes porcentajes del beneficio anual en dividendos.

Como ya se explicó anteriormente y se verá de nuevo al revisar la partida de Pasivo No Corriente, Mercadona utiliza sus propios fondos para financiar su expansión. Es por esto que sus recursos propios no dejan de aumentar año tras año, de no ser así la compañía se estancaría al no tener fondos que invertir en nuevos proyectos.

El crecimiento mencionado en el Patrimonio Neto está estrechamente relacionado con el aumento anual de las Reservas de la compañía, que representaban el 85% de los recursos propios a 31 de Diciembre de 2014. Como se ha mencionado anteriormente, las reservas crecen a tasas similares en cuantía y constancia a las del Patrimonio Neto. Sabiendo que las reservas son la partida del Balance que recoge los beneficios no repartidos, vemos reflejada la política anteriormente explicada de reinvertir en la compañía.

Además, las reservas crecen con tasas constantes gracias a que el beneficio neto también crece, de esta forma, pese a que las reservas son cada vez superiores, al aportar mayores cantidades cada año el incremento en las mismas se mantiene constante. En el próximo gráfico se aprecia la constancia de la evolución de las reservas, al ser una línea casi recta.

Gráfica 4: Evolución Partida Reservas Mercadona



Fuente: Datos SABI y Memorias Mercadona 2014 y 2013. Gráfica elaboración propia

Para ver un ejemplo más claro de la política de reinversión vamos a fijarnos en las Reservas y el Resultado del ejercicio en los años 2013 y 2014.

Tabla 12: Porcentaje Reinversión y Reparto Bº Neto 2013

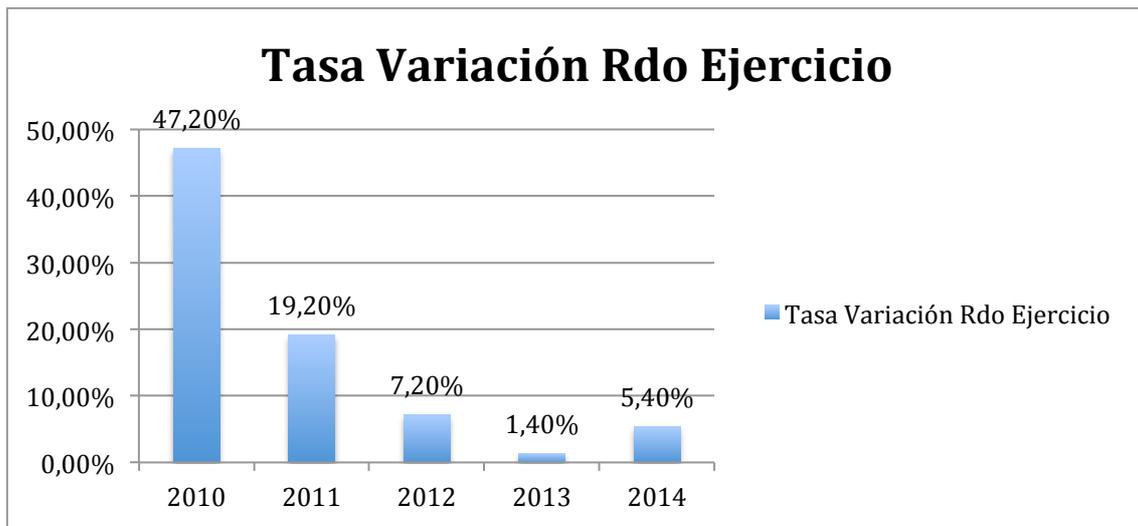
Rdo Ejercicio 2013	515.324
Variación Reservas 13-14	418.146
% Rdo Reinvertido	81%
% Rdo Repartido	19%

Fuente: SABI y Memorias Mercadona 2013 y 2014. Tabla elaboración propia

Como vemos en la tabla, las reservas incrementaron en 418,146 millones de euros desde 2013 a 2014, esto supone que del beneficio de 515,324 millones de euros generado en el ejercicio, un 81% fue reinvertido en la compañía, mientras que sólo el 19% restante fue repartido.

Para terminar con las partidas de los recursos propios, se aprecia un posible agotamiento del potencial de crecimiento del beneficio neto reflejado en una disminución de las tasas de crecimiento en los últimos años. Mientras que en 2009 y 2010 las tasas de crecimiento eran del 47,2% y 19,2% respectivamente. Este descenso en las tasas de variación del beneficio puede deberse a una maduración del negocio, que empieza de pasar de la fase de crecimiento a una fase de mayor estancamiento. En el gráfico a continuación se refleja a la perfección la situación mencionada.

Gráfica 5: Tasa Variación Rdo. Ejercicio Mercadona



Fuente: Elaboración Propia. Datos SABI y Memoria Mercadona 2014

Una vez descritas las demás partidas, vamos a analizar las distintas tendencias del pasivo.

Respecto al pasivo no corriente, es bastante irrelevante en esta compañía como ya se explicó en el apartado de importancia relativa de las partidas. Esta partida siempre ha tenido un valor bastante bajo en comparación a lo que sería normal en una compañía de estas magnitudes, sin embargo, durante 2010 y 2011 la partida aumentaba, si bien es cierto que lo hacía cada vez a tasas inferiores, hasta que en 2012 empezó a descender y desde entonces lo ha hecho cada vez a tasas más elevadas. Parece obvio que desde la cúpula directiva de Mercadona se ha tomado la decisión de no trabajar, al menos de momento, con deuda financiera externa puesto que no sólo ésta no aumenta, sino que va disminuyendo con el paso de los años.

Sí que es relevante para el negocio la financiación a corto plazo, especialmente los proveedores en ella incluidos.

La partida de pasivo corriente ha ido aumentando a unas cifras relativamente constantes, excepto en 2013, año en el que sufrió una bajada de casi el 5%. La razón más probable de este descenso es la disminución por parte de Mercadona del período de pago a proveedores, que tiene como consecuencia

que se acumulen menores sumas de dinero en las deudas con los mismos, al pagar con mayor periodicidad.

La cifra de proveedores ha seguido la misma tónica que el pasivo corriente, o mejor dicho, el pasivo corriente ha seguido los movimientos de esta partida, al ser la que mayor importancia relativa tiene dentro de las deudas a corto plazo. La disminución sufrida en 2013 se ve claramente en la siguiente gráfica:

Gráfica 6: Variación anual Proveedores Mercadona



Fuente: Elaboración Propia. Datos obtenidos SABI y Memoria Mercadona 2014

Otro dato relevante dentro de esta partida son los gastos pendientes de pago al personal. Esta partida presenta tasas de variación positiva en 5 de los 6 años analizados, lo cual en un principio podría llevarnos a pensar que Mercadona, al tener una deuda cada vez mayor con sus empleados, se retrasa cada vez más en el pago de los salarios, lo cual a su vez podría ser un indicador de debilidad financiera. Sin embargo, el aumento en las deudas con los empleados se debe a un aumento en el número de los mismos y en la cantidad que se paga a los mismos

3.3.2 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Tras haber analizado en profundidad el Balance de Situación, en este apartado vamos a centrarnos en otro de los documentos presentados en los Estados Financieros Anuales, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

3.3.2.1 Comentario de la PyG 2014. Comparación competidores directos.

Antes de revisar los resultados de años anteriores y de analizar las tendencias en las distintas partidas vamos a analizar en profundidad la Cuenta de PyG del último año fiscal, desglosando cada una de las partidas y explicando motivos e interpretaciones. Para todo ello vamos a basarnos en la cuenta de pérdidas y ganancias presentada en la memoria de Mercadona 2014 que presento a continuación.

Tabla 13: Cuenta Pérdidas y Ganancias Mercadona 2014 (miles euros)

Cuenta de pérdidas y ganancias	2014
Importe Neto Cifra	18.441.861
Aprovisionamientos	-13.907.913
Otros Ingresos De Explotación	17.106
Gastos de Personal	-2.329.392
Otros gastos de Explotación	-1.216.019
Amortización de Inmovilizado	-330.375
Resultado de Explotación	675.268
Ingresos Financieros	61.665
Gastos Financieros	0
Deterioro y Resultados	982
Resultado financiero	62.647
Resultado antes de impuestos	737.915
Impuestos sobre beneficios	-194.656
Resultado del ejercicio	543.259

Fuente: Elaboración Propia. Datos Memoria Mercadona 2014

La primera línea del documento es probablemente el dato más importante de la misma, después del beneficio, especialmente en el sector de la distribución

minorista. El importe de cifra de negocios es la cantidad de dinero que ingresa la compañía por las ventas.

Mercadona presenta unas ventas por valor de 18.441,861 millones de euros, las más altas de nuestro país en el sector. Extrapolando los resultados para compararla con el resto de compañías del país, Mercadona se sitúa en el top 10 de empresas españolas por facturación, de hecho, el periódico Eleconomista la sitúa en el puesto número 3 del ranking por ventas, tras las petroleras Repsol y Cepsa. Para hacernos una idea del dominio de Mercadona del sector, la facturación de DIA en 2014 fue de 8.010,967 millones de euros, un 57% menos que los 18.442 de Mercadona y la de Carrefour España de 7.355,180 millones de euros, un 60% menor.

Para analizar las demás partidas que componen el resultado de explotación es muy común transformarlas a su porcentaje de ventas. De esta forma se facilita la comparación con otras compañías del mismo sector. Con este objetivo, he elaborado una tabla con los porcentajes respecto a ventas de cada partida del resultado de explotación no sólo de Mercadona, sino también de sus dos competidores más directos, Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA) y Carrefour España.

Tabla 14: Rdo. Explotación Mercadona y Comparables (miles euros)

	Mercadona	DIA	Carrefour
Importe Neto Cifra	18.441.861	8.010.967	7.355.180
Aprovisionamientos	-13.907.913	-6.350.221	-6.080.709
Otros Ingresos De Explotación	17.106	105.250	98.807
Gastos de Personal	-2.329.392	-660.282	-634.026
Otros gastos de Explotación	-1.216.019	-580.120	-655.208
Amortización de Inmovilizado	-330.375	-201.687	-120.532
Resultado de Explotación	675.268	323.907	-36.488

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración propia.

Tabla 15: Rdo. Explotación Mercadona y Comparables. % sobre ventas

Rdo. Explotación % Sobre Ventas 2014	Mercadona	DIA	Carrefour
Importe Neto Cifra	100,0%	100,0%	100,0%
Aprovisionamientos	-75,4%	-79,3%	-82,7%
Otros Ingresos De Explotación	0,1%	1,3%	1,3%
Gastos de Personal	-12,6%	-8,2%	-8,6%
Otros gastos de Explotación	-6,6%	-7,2%	-8,9%
Amortización de Inmovilizado	-1,8%	-2,5%	-1,6%
Resultado de Explotación	3,7%	4,0%	-0,5%

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración Propia

Tras analizar las ventas es importante fijarse en los aprovisionamientos, que son el coste de las mercancías vendidas. Éste coste constituye un 75,4% de las ventas, presenta la cifra más baja de las 3 empresas estudiadas, aunque no existen grandes diferencias. Hemos de tener en cuenta que al tener un mayor volumen de ventas, Mercadona posee un poder de negociación con los proveedores mayor que el de sus competidores. Además, como ya se ha mencionado en varias ocasiones a lo largo del trabajo, la estabilidad que Mercadona proporciona a sus proveedores con su política de mantener relaciones a largo plazo con ellos le permite obtener unos precios inferiores a la competencia en general, hecho al que hay que sumar la fuerte presión, también comentada, a la que somete a estos stakeholders.

La partida de otros ingresos de explotación es especialmente baja en la compañía valenciana, no sólo en porcentaje, sino también en valor real. De cualquier forma, estos ingresos sólo suponen un 1,3% de las ventas para la competencia, por lo que parece una partida bastante irrelevante respecto al resultado final.

Sorprende ver la gran diferencia que hay entre Mercadona y sus competidores en lo que a gastos de personal se refiere. El porcentaje sobre ventas de los gastos de personal de Mercadona es un 56% superior al de Carrefour, el que presenta un mayor porcentaje de los dos competidores. De hecho, el porcentaje sobre ventas es uno de los mayores del sector a nivel mundial.

Este hecho nos lleva a recordar la política de Mercadona respecto a sus empleados, a los que paga por encima de la media y ofrece mayores beneficios que la competencia, lo cual puede explicar parte de esta diferencia, sin embargo, es innegable que a pesar de esta política la compañía debería mejorar en este aspecto en el que demuestra una baja eficiencia.

Las partidas de otros gastos de explotación y la amortización del inmovilizado parecen estar parejos con la competencia en términos relativos, aunque Mercadona lo hace mejor que ambas si sumamos las dos partidas.

Comparando los porcentajes de los resultados de explotación, vemos que DIA es la compañía que mejor lo hace en el conjunto de todas las partidas descritas. Consigue el mejor porcentaje aunque con una cifra similar a Mercadona, Carrefour España queda descolgada con un resultado negativo.

Una vez revisadas las partidas componentes del resultado de explotación vamos a analizar el resultado financiero. Para ello he elaborado dos tablas similares a las anteriores, con el fin de hacer más visual la explicación.

Tabla 16: Rdo. Financiero Mercadona y Comparables (miles euros)

	Mercadona	DIA	Carrefour
Ingresos Financieros	61.665	13.754	110.468
Gastos Financieros	0	-54.566	-6.421
Deterioro y resultados	982	103	-7.038
Resultado Financiero	62.647	-40.709	97.009

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración Propia

Tabla 17: Rdo. Financiero Mercadona y Comparables. % sobre ventas

Rdo. Financiero % Sobre Ventas 2014	Mercadona	DIA	Carrefour
Ingresos Financieros	0,3%	0,2%	1,5%
Gastos Financieros	0,0%	-0,7%	-0,1%
Deterioro y resultados	0,0%	0,0%	-0,1%
Resultado Financiero	0,3%	-0,5%	1,3%

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración Propia

Salta a la vista que, al contrario que en las partidas del resultado de explotación, Carrefour es la compañía con un mejor desempeño financiero general.

Los ingresos financieros de Carrefour son bastante superiores a los de Mercadona, y más aún a los de DIA. Además, si nos fijamos en los porcentajes sobre ventas, Carrefour quintuplica a Mercadona, que no parece tener una gran actividad financiera que le produzca ingresos extra.

Sin embargo, en lo que a gastos financieros se refiere Mercadona tiene pocos rivales, no sólo en el sector sino a nivel mundial. Resulta chocante que una empresa de este tamaño no tenga gasto financiero alguno. Una vez más, esto nos lleva a su política de financiación con recursos propios. Respecto a los competidores, la actuación de Carrefour sigue siendo brillante si tenemos en cuenta los ingresos financieros ya que los gastos sólo suponen un 6% de los mismos. DIA ha tenido un desempeño financiero bastante malo en el transcurso del año 2014 que ha llevado a la compañía a presentar unos gastos casi 4 veces superiores a los ingresos.

Como conclusión financiera, Carrefour presenta los mejores resultados, mientras que Mercadona se defiende gracias a no presentar gasto financiero alguno y DIA debe mejorar este aspecto del negocio.

Respecto al pago de impuestos, Mercadona es la que más aporta a las arcas del Estado, por presentar el mayor beneficio antes de impuestos. Además no se beneficia del ahorro fiscal de los intereses procedentes de la financiación con recursos ajenos debido a su política de autofinanciación.

Por último, Mercadona presenta el mejor resultado del ejercicio de todas las compañías no sólo por cifra, sino también en porcentaje sobre ventas. Atribuyéndose así la mejor actuación en lo que a ingresos/costes se refiere. DIA le sigue tanto en beneficio en euros como en porcentaje y Carrefour únicamente se salva por su desempeño financiero, sin el cual habría presentado un resultado negativo para el año 2014.

A continuación se presentan las cifras de cada una de las compañías.

Tabla 18: Rdo. Ejercicio Mercadona y Comparables (miles euros)

	Mercadona	DIA	Carrefour
Resultado del Ejercicio	543.259	208.642	47.323

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración Propia

Tabla 19: Rdo. Ejercicio Mercadona y Comparables. % sobre Ventas

	Mercadona	DIA	Carrefour
Resultado del Ejercicio	2,9%	2,6%	0,6%

Fuente: Datos SABI. Tabla Elaboración Propia

3.3.2.2 Análisis de Tendencia

Al igual que hicimos con el Balance de Situación, ahora vamos a analizar la evolución que han sufrido las partidas de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias a lo largo de los últimos años. Para ello vamos a basarnos en una tabla similar a la empleada en el apartado de análisis de tendencia del balance, con las tasas de variación de las magnitudes consideradas más relevantes.

Tabla 20: PyG Histórica y tasas variación Mercadona. (miles euros)

Cuenta de pérdidas y ganancia	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Importe Neto Cifra	18.441.861	18.033.983	17.522.881	16.448.101	15.242.859	14.402.371
Tasa Variación Cifra Negocios	2,3%	2,9%	6,5%	7,9%	5,8%	
Aprovisionamientos	-13.907.913	-13.603.765	-13.158.848	-12.358.854	-11.411.277	-10.955.258
Tasa Variación Aprovisionamientos	2,2%	3,4%	6,5%	8,3%	4,2%	
Otros Ingresos De Explotación	17.106	28.467	29.160	28.232	27.287	26.196
Gastos de Personal	-2.329.392	-2.273.939	-2.217.803	-2.042.672	-1.876.569	-1.808.030
Tasa Variación Gasos Personal	2,4%	2,5%	8,6%	8,9%	3,8%	
Otros gastos de Explotación	-1.216.019	-1.164.262	-1.137.281	-1.048.349	-1.013.107	-941.364
Amortización de Inmovilizado	-330.375	-360.902	-382.335	-386.316	-409.415	-355.139
Tasa Variación Amortizaciones	-8,5%	-5,6%	-1,0%	-5,6%	15,3%	
Resultado de Explotación	675.268	660.309	656.351	640.771	560.147	369.640
Tasa Variación Rdo Explotación	2,3%	0,6%	2,4%	14,4%	51,5%	
Ingresos Financieros	61.665	87.551	88.093	73.379	40.593	22.446
Tasa Variación Ing Financ	-29,6%	-0,6%	20,1%	80,8%	80,8%	
Gastos Financieros	0	-30.253	-28.347	-26.311	-23.192	-25.269
Tasa Variación Gastos Financieros	-100,0%	6,7%	7,7%	13,4%	-8,2%	
Deterioro y Resultados	982	-12	-5.882	-19.102	-14.000	-6.285
Resultado financiero	62.647	57.286	53.864	27.966	3.401	-9.108
Tasa Variación Rdo Financiero	9,4%	6,4%	92,6%	722,3%	137,3%	
Resultado antes de impuestos	737.915	717.595	710.215	668.737	563.548	360.532
Tasa Variación BAT	2,8%	1,0%	6,2%	18,7%	56,3%	
Impuestos sobre beneficios	-194.656	-202.271	-201.774	-194.545	-165.615	-90.264
Resultado del ejercicio	543.259	515.324	508.441	474.192	397.933	270.268

Fuente: Elaboración Propia. Datos SABI y Memoria Mercadona 2014

Analizaremos la evolución de las distintas partidas en orden de presentación de la cuenta de resultados y lo haremos una a una, prestando especial atención a las tasas de variación calculadas y presentadas en la tabla.

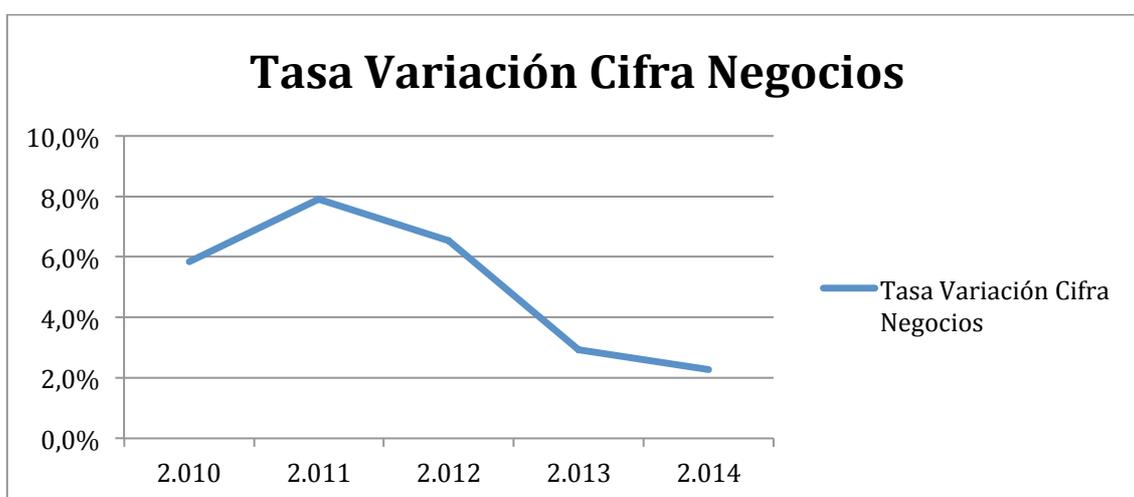
1. Ventas: Las ventas aumentaron en 2014 un 2,4% sobre el año anterior, sin embargo, se observa un claro agotamiento en el crecimiento de las mismas. La tasa de variación viene disminuyendo desde el año 2011, cuando alcanzó su cifra máxima en un 7,9%. Desde entonces ha ido disminuyendo anualmente hasta llegar a la cifra de 2014. Se puede llegar a la misma conclusión que se llegó analizando la tendencia del beneficio neto. La empresa está pasando de una fase de crecimiento a la de madurez, produciéndose el correspondiente estancamiento en el crecimiento de las ventas.

Además, "Al sector, como a otros, le afectan la disminución del número de habitantes y el descenso de precios que se viene produciendo en los

productos a la venta. Juan Roig, expresó que Mercadona había bajado los precios de su carro menú en un 2% y que para 2015 estimaba descensos del 1%. Esto, la competencia y la propia carnavalización que se viene produciendo entre algunos de sus centros, hizo que las ventas a superficie comparable (LFL) disminuyeran el 0,5% en 2014.” (Reguero, 2014) .

La gráfica a continuación muestra el agotamiento en el crecimiento mencionado.

Gráfica 7: Tasa Variación Cifra Negocios



Fuente: Elaboración Propia. Datos SABI y Memoria Mercadona 2014

2. Aprovechamientos: Esta magnitud va estrechamente relacionada con las ventas. Lo más interesante es comprobar la variación que ha sufrido el margen bruto (Ventas – Coste Ventas), que se presenta en la tabla posterior. En ella se aprecia como en los últimos dos años los márgenes crecen de manera considerablemente más suave que en los años anteriores. Sin embargo, conseguir aumentar el margen en un 2,3%, como se ha hecho en 2014, es un objetivo empresarial realmente difícil que muy pocas cúpulas consiguen en sus compañías. Por tanto podemos considerar como bueno el dato de la evolución del margen

Tabla 21: Margen Bruto Histórico (miles euros) y Tasa Variación Mercadona

	2014	2013	2012	2011	2010
Importe Neto Cifra	18.441.861	18.033.983	17.522.881	16.448.101	15.242.859
Aprovisionamientos	-13.907.913	-13.603.765	-13.158.848	-12.358.854	-11.411.277
Margen Bruto	4.533.948	4.430.218	4.364.033	4.089.247	3.831.582
Tasa Var Margen Bruto	2,3%	1,5%	6,7%	6,7%	11,2%

Fuente: Datos SABI y Memoria Mercadona 2014. Tabla Elaboración Propia

3. Gastos de Personal: La partida de gastos de personal, al igual que las anteriores, ha reducido su crecimiento en los últimos dos años, estabilizándose en torno al 2,5%. Esto nos indica que la compañía a dejado de contratar a los niveles a los que lo hacía antes. De hecho, en los últimos años Mercadona ha adoptado la política de abrir más establecimiento pero con la misma plantilla, para así mejorar la eficiencia de la misma. Esta política que se ve reflejada en el leve aumento de la partida de personal, que se deberá a las pocas personas contratadas y sobre todo a los aumentos de salario de los que ya estaban, de acuerdo al convenio colectivo, condiciones particulares, etc. El porcentaje de gastos de personal sobre ventas permanece prácticamente constante respecto a 2013, entorno al 12,6%, lo cual es un dato positivo teniendo en cuenta la apertura de 53 tiendas respecto a 2013 (Reguero, 2014)
4. Amortización de inmovilizado: Hay que destacar la gran labor que la compañía viene realizando respecto a la amortización de inmovilizado. Observamos que no sólo el gasto ha dejado de aumentar (como en 2010 cuando aumentó un 15,3%) sino que disminuye en proporciones cada vez mayores desde hace 3 años. Es la partida de gastos de explotación en la que Mercadona está teniendo un mejor desempeño. Y todo esto teniendo en cuenta que se sigue invirtiendo en inmovilizado. Sin ir más lejos, en 2013 se inauguró el centro logístico de Guadix y en 2014 se abrió el supermercado número 1500 y el Centro de Proceso de Datos situado en una localidad Valencia.
5. Resultado de Explotación: Tras una clara ralentización de su crecimiento respecto a años anteriores a 2012, parece haberse estabilizado su crecimiento en torno al 2%, salvando 2013 donde bajó a un 0,6%. El

motivo principal por el que el resultado de explotación ha disminuido su crecimiento es lo ocurrido en las ventas, que son la variable principal de la que dependen todas las demás.

6. Ingresos Financieros: Durante los años 2010-2012, ambos inclusive, esta partida crecía a ritmos vertiginosos, con incrementos de hasta el 80% anual, sin embargo, en los últimos dos años no sólo han dejado de crecer los ingresos financieros, sino que han llegado incluso a descender un 29,6% durante 2014. Parece ser que la situación financiera actual y el poco interés que la directiva de la organización parece tener más allá de la expansión de su red de establecimientos son los motivos principales para este descenso en los ingresos financieros.
7. Gastos Financieros: Sobre esta partida, lo más importante es destacar la reducción de la totalidad de los gastos que se ha producido en 2014. Los 3 años anteriores a 2014 los gastos financieros crecían a un ritmo de entorno al 7% e incluso al 13,4% en 2012, por eso sorprende tanto la reducción a 0 en este año. Una vez más tenemos que mencionar la política de la compañía de no utilizar deuda externa para financiarse, situación que le permite no tener que contabilizar gasto financiero alguno.
8. Resultado Financiero: El resultado financiero de Mercadona mejora a un ritmo considerable, sin llegar a los porcentajes que manejaba hace de 2010 a 2012, donde llegó presentar una tasa de variación de un 722%, o lo que es lo mismo, multiplicaba sus beneficios por más de 8 de año en año. En los últimos dos años, el crecimiento presentado es bueno, aunque hay que destacar que en 2014, el resultado habría sido bastante malo de no haber eliminado los gastos financieros. Como conclusión, Mercadona debería mantener sus gastos en 0 pero implantar estrategias que le permitan aumentar su “*performance*” financiera.
9. Por último el beneficio antes de impuestos, que mantiene unas tasas de crecimiento similares a las del resultado del ejercicio, que fue explicado

en el apartado de análisis de tendencia del Balance de Situación. Una vez más se presentan grandes crecimientos en los primeros años que después se estabilizan entre uno y tres puntos por encima del estancamiento total.

3.3.3 Ratios Mercadona y DIA

En este apartado vamos a analizar los ratios más representativos de las cuentas de Mercadona y su principal competidor, DIA. Hemos dividido dichos ratios en 4 categorías distintas de acuerdo a la información que nos expresan. En la tabla siguiente vienen detallados los valores de los ratios para ambas compañías.

Tabla 22: Ratios Mercadona y DIA

RATIOS COMPAÑÍAS 2014	Mercadona	DIA
Ratios Rentabilidad		
Rentabilidad recursos propios (B ⁰ Neto / P.Netto)	14,80%	87,20%
Rentabilidad activos (B ⁰ Neto / Activo Total)	7,70%	10,50%
Margen de beneficio (B ⁰ Neto / Ventas)	2,94%	4,11%
Ratios Actividad		
Rotación de activos totales (Ventas/Activo Total)	2,61	2,56
Rotación de las existencias (Coste Ventas / Existencias)	22,70	11,48
Período de cobro (días) (365/Rotación Clientes) ¹	2,20	30,00
Período de crédito (días) (365/Rotación Proveedores) ²	48,50	65,00
Ratios Solvencia		
Ratio de solvencia (Deuda Financiera Bruta/Act Tot)	-	28, 02
Ratio Endeudamiento (Deuda/RRPP)	-	2,32
EBIT / Gastos Financieros	-	4,95
Ratios Liquidez		
Ratio de liquidez (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	118,60%	53,29%
Ratio de liquidez inmediata (Efect y otros líquidos / PC)	94,80%	9,38%
Prueba Ácida ((Act Corr - Exist)/ Pasiv Corriente))	98,5%	27%

Fuente: Elaboración Propia

¹ Datos Obtenidos "Valoración Mercadona 2015", Fernando Fernández Reguero

² Datos DIA Obtenidos SABI

3.3.3.1 Ratios Rentabilidad

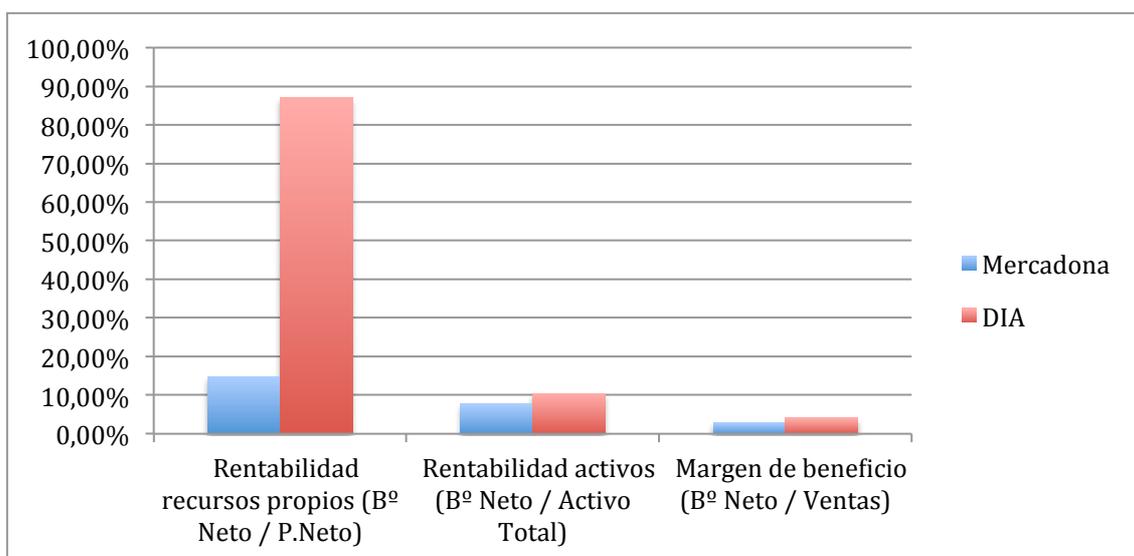
Los ratios de rentabilidad calculados son los más utilizados generalmente. Se observa que la “*performance*” de DIA es superior a la de nuestra compañía en lo que a rentabilidad se refiere, sin embargo, vamos a fijarnos en cada uno de los ratios para tratar de explicar los motivos de este mejor desempeño individualmente.

El ROE (*Return on Equity*) es la rentabilidad que los accionistas obtienen de su inversión, es decir, la parte del beneficio que se reparte entre los fondos propios. En este ratio la diferencia entre las compañías es la mayor de entre las 3 cifras observadas. El motivo de esta gran diferencia es, ni más ni menos, la utilización de deuda financiera por parte de DIA. La política de financiación exclusivamente con recursos propios de Mercadona obliga a la compañía a presentar unos mayores fondos propios, lo cual juega en contra de la rentabilidad que se obtiene de los mismos. Es por esto que muchos analistas critican dicha política, basándose en que es mejor asumir más riesgos y aprovecharse de las ventajas que aporta el apalancamiento.

La rentabilidad de los activos nos indica el “*return*” obtenido de las inversiones en las partidas del activo, y el margen de beneficio nos indica el porcentaje de las ventas que representa el beneficio neto, indicando cómo de eficiente es la compañía en cuanto a costes. Ambas magnitudes, al igual que el ROE, presentan porcentajes más favorables para DIA, que parece que pese a presentar una cifra menor de beneficios, sí que puede defender que genera una mayor rentabilidad que Mercadona.

A continuación observamos una gráfica con los valores de los parámetro comentados:

Gráfica 8: Ratios Rentabilidad Mercadona y DIA



Fuente: Elaboración Propia

3.3.3.2 Ratios Actividad

Los ratios de actividad son los que tienen que ver con el desarrollo diario de la actividad de la compañía. He destacado los cuatro que considero más relevantes dentro de los muchísimos ya existentes y los que podría crear yo mismo.

En términos generales parece que Mercadona presenta unas cifras mejores que DIA en estos múltiplos .

La rotación de activos mide el número de veces que las ventas cubren la inversión en activo realizada por la compañía. Tanto Mercadona como DIA presentan cifras muy similares algo superiores a las 2,5 veces. La interpretación de este resultado es que en 2014 ambas compañías han vendido 2,5 veces la cantidad que actualmente poseen en activos. Cuanto mayor sea el ratio, mejor para la compañía.

La rotación de existencias nos indica las veces que el inventario ha sido vendido a lo largo de un año. En este caso Mercadona presenta un resultado que casi dobla al de DIA, por tanto, vende el inventario al completo el doble de

veces que ésta. Mercadona presenta un valor tan alto en este ratio gracias al poco inventario que tiene en comparación con las ventas que realiza, otro de los signos de la eficiencia del modelo de negocio de la compañía que tan lejos la ha llevado.

Los períodos de cobro/pago de Mercadona son bastante inferiores a los de DIA. En cuanto al período de cobro es indudablemente mejor hacerlo en menos tiempo, sin embargo, respecto al período de pago a proveedores a priori podría parecer que es más beneficioso para compañía hacerlo lo más tarde posible y que Mercadona debería tratar de aumentar este período lo máximo posible. Sin embargo, Mercadona trata año a año de disminuir esta cifra por su política de cuidar de los intereses de los proveedores. Su mayor volumen de comprar le permitiría, probablemente, negociar condiciones más favorables que DIA, sin embargo, es por voluntad propia que no los tienen. Retrasar más el pago permite a DIA operar con fondo de maniobra negativo, puesto que tiene más días para recaudar de la actividad normal de la compañía el efectivo para hacer frente a las obligaciones con los proveedores. Son dos formas distintas de atacar una misma partida, ambas con sus defensores y detractores.

3.3.3.3 Ratios de Solvencia

Estos múltiplos miden la capacidad de una compañía de hacer frente a sus deudas, por esto no son válidos para analizar una compañía como Mercadona que carece de dicha deuda. Es por esto que no analizaremos cada uno de los ratios individualmente.

Además de no tener obligaciones financieras, Mercadona tiene una posición muy fuerte en efectivo que le permitiría hacer frente a cualquier obligación que surgiera en el desarrollo del negocio. Estos dos hechos hacen que Mercadona sea, probablemente, la compañía más solvente, financieramente hablando, de España y con los datos de 2014.

3.3.3.4 Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez tratan de medir la capacidad que una compañía tendría para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas en un momento determinado. Es por esto que se suele utilizar el pasivo corriente, porque hablamos de deudas a corto plazo. Estos ratios están relacionados con lo mencionado anteriormente sobre la fuerte posición en caja de Mercadona y su ausencia de deuda financiera.

Es precisamente por lo mencionado anteriormente que Mercadona es mucho más líquida que DIA, que no sólo no posee un porcentaje tan alto de caja, sino que además utiliza la deuda financiera.

El ratio de liquidez nos indica el porcentaje de las deudas componentes del pasivo corriente a las que podríamos hacer frente con nuestro activo corriente. Mercadona no sólo sería capaz de hacer frente a todas las deudas, sino que aún tendría activo excedente, mientras que DIA sólo podría hacer frente a algo más de su pasivo corriente.

El ratio de liquidez inmediata hace referencia a la capacidad de una compañía de pagar su pasivo corriente con las partidas más líquidas del balance. Aquí vemos claramente la gran cantidad de caja y otros activos líquidos que posee Mercadona, con los que podría hacer frente casi a la totalidad de las deudas, mientras que DIA sólo podría cubrir un 10% de las mismas.

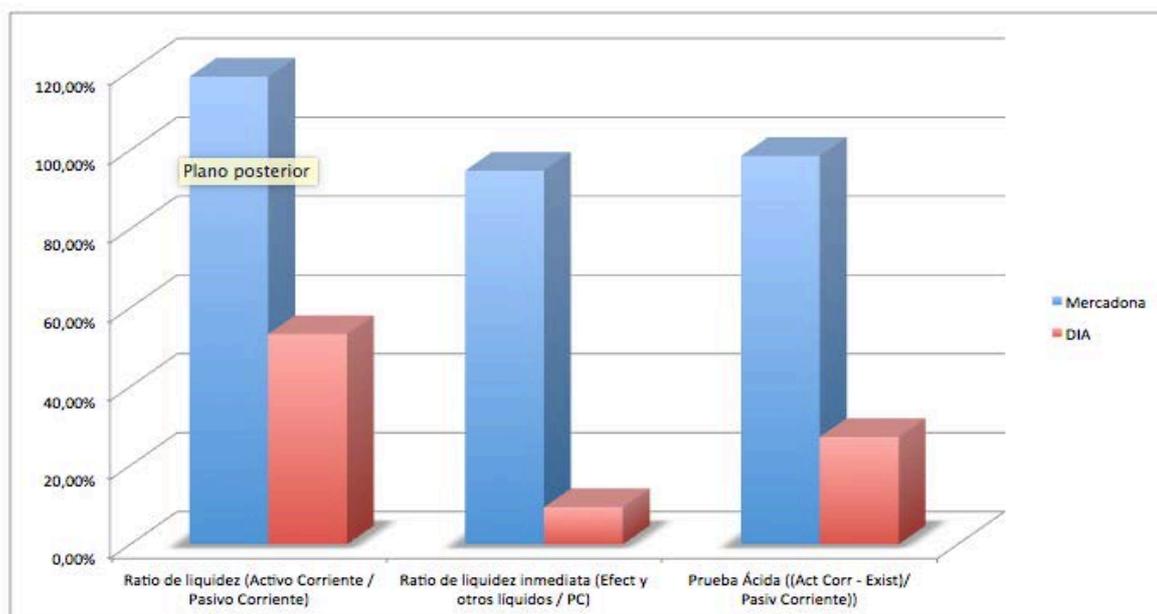
Por último, la prueba ácida es similar al ratio de liquidez pero elimina las existencias del activo corriente, puesto que estas pueden no ser tan líquidas como las demás partidas, al poder darse el caso de ser incapaces de venderlas. Una vez más, Mercadona destaca muy por encima de DIA.

Podemos observar como ambas compañías son dos lados distintos del binomio rentabilidad-riesgo. DIA presenta una mayor rentabilidad, con un mayor riesgo, como observamos en los ratios de liquidez y solvencia. Mercadona por su lado,

presenta una rentabilidad menor, pero con una seguridad muy superior a la de DIA.

A continuación una tabla con los ratios de liquidez:

Gráfica 9: Ratios Liquidez Mercadona y DIA 2014



Fuente: Elaboración Propia

4 Valoración por Múltiplos Mercadona

A continuación vamos a explicar la parte más importante de este trabajo, la valoración de Mercadona a través de sus múltiplos. Para ello vamos a ir siguiendo los pasos descritos en el apartado de valoración de empresas para hacer más comprensible el método.

4.1 Identificación Comparables

En primer lugar hemos de decidir qué compañías vamos a comparar con Mercadona para hallar el valor de ésta. Hemos utilizado compañías del mismo sector porque sus negocios se ven afectados por las mismas variables (consumo, población, etc).

Además hemos utilizado compañías relativamente grandes que ya cotizan en bolsa, puesto que si no cotizaran habría sido necesario valorar las compañías antes de utilizarlas para compararlas con Mercadona, llevándonos a un mayor error.

Las compañías elegidas con sus países de origen son:

- DIA (España)
- Carrefour (Francia)
- Walmart (USA)
- Ahold (Países Bajos)
- Delhaize Group (Bélgica)

No se han seleccionado más por considerarse un número suficiente, además, el resto compañías del sector diferían de Mercadona en ciertos criterios que podían difuminar la valoración (expectativas de crecimiento, flujos de caja, etc)

4.2 Elección múltiplos a utilizar

Una vez identificadas las compañías comparables hemos de seleccionar los múltiplos a utilizar. En este paso hemos elegido algunos de los múltiplos más comúnmente estudiados y utilizados. Podemos dividirlos en múltiplos de *Enterprise Value* y múltiplos de *Equity Value*. La diferencia entre ambos ya fue explicada en el apartado número 2.4.4.

Los múltiplos seleccionados por tanto han sido:

- Múltiplos de Recursos Propios
 - $PER = P^0 \text{ Acción} / BPA = \text{Capitalización Bursátil} / B^0 \text{ Neto}$
 - $\text{Price Cash Flow Ratio} = \text{Precio} / \text{Cash Flow}$
 - Precio/Valor Contable de los RRPP
 - Precio/Ventas

- Precio/EBITDA
 - Precio/EBIT
- Múltiplos de Enterprise Value
- EV/EBITDA
 - EV/VENTAS

Una vez hemos seleccionado dichos múltiplos hemos de hallar los valores para cada una de las compañías. Para ello se han utilizado las cuentas de las respectivas compañías y su capitalización bursátil en el día de la realización de la valoración (28/05/15)

A continuación presentamos los datos para cada compañía:

Tabla 23: Múltiplos Comparables (millones euros)

	DIA	CARREFOUR	Walmart	Delhaize Group	Ahold
Capitalización	4.770,39	23.190,00	241.590,00	8.570,00	16.020,00
PER	14,49	16,96	14,47	95,22	20,25
Bº Neto	329,20	1.367,00	16.695,00	90,00	791,00
Precio/Cash Flow	12,39	8,89	10,39	7,47	8,54
Cash Flow Operativo	385,17	2.609,00	23.257,00	1.147,00	1.876,00
Precio/ VC	12,63	2,27	2,97	1,57	3,31
Valor Contable	377,57	10.228,00	81.339,00	5.453,00	4.844,00
Precio/Ventas	0,60	0,31	0,51	0,40	0,49
Ventas	8.010,97	74.706,00	476.294,00	21.361,00	32.774,00
Precio/EBITDA	9,28	5,87	6,63	7,35	7,42
EBITDA	514,04	3.953,00	36.433,00	1.166,00	2.160,00
Precio/EBIT	14,73	9,02	8,86	20,26	12,82
EBIT	323,91	2.572,00	27.260,00	423,00	1.250,00
DFN	676,17	5.459,00	55.035,00	997,00	2.105,00
EV	5.446,56	28.649,00	296.625,00	9.567,00	18.125,00
EV/EBITDA	10,60	7,25	8,14	8,20	8,39
EBITDA	514,04	3.953,00	36.433,00	1.166,00	2.160,00
EV/VENTAS	0,68	0,38	0,62	0,45	0,55
VENTAS	8.010,97	74.706,00	476.294,00	21.361,00	32.774,00

4.3 Cálculo “Average” de las comparables

Una vez tenemos establecidos los múltiplos de cada una de las compañías comparables hemos de calcular el promedio de las mismas, para asumir que ese es el valor del múltiplo del mercado y a partir de él calcular el valor de Mercadona.

El cálculo se hace a través de una simple media aritmética. Sin embargo, se han desechado algunos valores por ser “outliers”. Los “outliers” son valores que se alejan mucho de lo que es común en el sector y suelen descartarse para que no difuminen el cálculo del promedio. Al tratarse de valores extremos su inclusión alteraría el resultado obtenido de la media, sesgándola.

Para los promedios se han descartado:

- PER de Delhaize Group por ser muy elevado en comparación con las demás compañías. Recientemente ha habido rumores de su fusión con otra compañía que habrían elevado su precio alterando este múltiplo.
- Precio/VC de DIA. EL valor contable de DIA es excesivamente bajo y dañaría la fiabilidad del cálculo.

Los promedios son los siguientes:

Tabla 24: Promedio Magnitudes Comparables (millones euros)

	Promedio
Capitalización	58.828,08
PER	16,54
B ^o Neto	3.854,44
Precio/Cash Flow	9,53
Cash Flow Operativo	5.854,83
Precio/ VC	2,53
Valor Contable	20.448,31
Precio/Ventas	0,46
Ventas	122.629,19
Precio/EBITDA	7,31
EBITDA	8.845,21
Precio/EBIT	13,14
EBIT	6.365,78
DFN	12.854,43
EV	71.682,51
EV/EBITDA	8,52
EBITDA	8.845,21
EV/VENTAS	0,54
VENTAS	122.629,19

Fuente: Elaboración Propia. Datos de Cuentas Anuales Compañías 2014. Capitalización Bursátil a día 28/05/2015. Partidas Balance y Capitalización en millones de €, excepto Walmart (millones de \$). Ratios Magnitudes propias.

4.4 Aplicación del Average para Mercadona

Una vez hemos calculado los múltiplos promedio, hemos de aplicar las distintas magnitudes de Mercadona para calcular sus estimaciones según los distintos múltiplos.

El procedimiento es sencillo y lo describiremos a modo de ejemplo con el cálculo del valor de Mercadona a través del PER. Teniendo en cuenta los siguientes datos:

1. Tenemos un PER medio de 16,54 veces
2. La fórmula del PER = Capitalización Bursátil/B^o Neto

3. El B^o neto de Mercadona es de 543 millones de euros

Se deduce que la fórmula para calcular la Cap Bursátil = PER * B^o Neto. Por tanto:

Cap Bursátil = PER * B^o NETO = 16,54 * 543 = 8.983,75 millones de €.

Por tanto, atendiendo al PER medio del mercado, Mercadona estaría valorada en 8.983,75 millones de euros. Lo cual significa que ese es el valor de sus recursos propios.

Lo explicado anteriormente se aplica a todos los demás múltiplos obteniendo los siguientes resultados.

Tabla 25: Estimación Valor Mercadona a través de múltiplos (millones euros)

	Promedio	Mercadona	Valor Mercadona
Capitalización	58.828,08		
PER	16,54		8.983,75
B ^o Neto	3.854,44	543,00	
Precio/Cash Flow	9,53		8.962,47
Cash Flow Operativo	5.854,83	940,00	
Precio/ VC	2,53		9.823,41
Valor Contable	20.448,31	3.884,21	
Precio/Ventas	0,46		8.494,80
Ventas	122.629,19	18.441,86	
Precio/EBITDA	7,31		7.820,49
EBITDA	8.845,21	1.070,00	
Precio/EBIT	13,14		8.870,65
EBIT	6.365,78	675,27	
DFN	12.854,43		
EV	71.682,51		
EV/EBITDA	8,52		9.112,32
EBITDA	8.845,21	1.070,00	
EV/VENTAS	0,54		9.910,87
VENTAS	122.629,19	18.441,86	

Fuente: Elaboración Propia. Datos de Cuentas Anuales Compañías 2014. Capitalización Bursátil a día 28/05/2015.

Partidas Balance y Capitalización en millones de €, excepto Walmart (millones de \$)

A modo de comentario, hemos de notar que no es relevante que la información financiera de Walmart esté en dólares puesto que aunque la capitalización media no sea un valor real, ésta no es utilizada en ningún momento para la valoración de Mercadona. Los múltiplos al ser magnitudes relativas sólo dependen de que sean calculados a partir de magnitudes en la misma moneda, como se ha hecho en el trabajo.

También hemos de notar la diferencia entre los múltiplos de recursos propios y los de EV. En el caso de Mercadona estos últimos son más representativos porque tienen en cuenta el potencial de caja que presenta la compañía. El hecho de tener una deuda financiera neta negativa lleva a que los múltiplos que calculan los recursos propios sean algo menos representativos por no tener en cuenta este factor.

4.5 Rango de Valores

Observamos por tanto que los valores obtenidos para Mercadona son:

Tabla 26: Valores Mercadona Múltiplos Recursos Propios

Múltiplos RRPP (Millones €)	
PER	8.983,75
Precio/Cash Flow	8.962,47
Precio/VC	9.823,41
Precio/Ventas	8.494,80
Precio/EBITDA	7.820,49
Precio/Ventas	8.870,65

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 27: Valores Mercadona Múltiplos Enterprise Value

Múltiplos EV (Millones €)	
EV/EBITDA	9.112,32
EV/VENTAS	9.910,87

Fuente: Elaboración Propia

Según los múltiplos de Recursos Propios o *Equity Value*, el valor del capital de Mercadona estaría comprendido entre 7.820,49 y 9.823,41 millones de euros.

Por su parte, los múltiplos de *Enterprise Value* estiman el valor del negocio total de Mercadona entre 9.112,31 y 9.910,87 millones de euros, siendo estos ,como ya se ha mencionado, unos mejores estimadores a priori.

Si calculamos la media de los resultados obtenidos por múltiplos de RRPP, Mercadona se situaría en el top 22 de empresas del Ibex 35 por capitalización bursátil a cierre del 03/Junio/2015, como se muestra en la tabla a continuación.

Tabla 28: Cap. Bursátil Empresas Ibex35 y estim. Mercadona (mill. euros)

COMPAÑÍA	CAPITALIZACIÓN
1.INDITEX	95.292
2.SANTANDER	94.533
3.TELEFÓNICA	64.101
4.BBVA	57.699
5.IBERDROLA	39.075
6.CAIXABANK	25.577
7.REPSOL	23.975
8.GAS NATURAL	22.140
9.ENDESA	17.935
10.ARCELORMITTAL	17.170
11.AMADEUS	16.722
12.IAG	15.130
13.FERROVIAL	14.487
14.ABERTIS	14.189
15.BANKIA	13.786
16.SABADELL	11.883
17.GRIFOLS	11.513
18.RED ELECTRICA	10.327
19.POPULAR	10.041
20.MAPFRE	9.916
21.ACS	9.050
22.MERCADONA	8.826
23.ENAGAS	6.267

Fuente: Elaboración Propia. Datos obtenidos www.rankia.com a cierre 03/Junio/2015

Pese a que la valoración de Mercadona nos arroje las cifras anteriores, parece que no refleja el valor real que la compañía podría alcanzar en el mercado. Esto se debe a que la mayoría de compañías utilizadas presentan menores expectativas de crecimiento que ésta. Por tanto, a la hora de una salida a bolsa es poco probable que la suma de los precios por acción nos diera como resultado una capitalización tan baja como la calculada.

Además ha de tenerse en cuenta que gracias a la gran liquidez que posee Mercadona y la escasa deuda que acarrea, el riesgo de la compañía es prácticamente nulo actualmente. Sólo con la partida más líquida de su balance (Caja y otros activos líquidos) podría hacer frente a la gran mayoría de sus deudas (94%)

5 Conclusiones

Para concluir el presente trabajo vamos a recopilar las conclusiones más importantes a las que hemos llegado a lo largo de toda su extensión.

- Los factores más importantes para obtener una correcta valoración de una compañía por el método de comparación de múltiplos consisten en saber seleccionar unas compañías comparables que sean similares a la que es objeto de valoración, especialmente en lo que a flujos de caja, expectativas de crecimiento de los mismos y perfil de riesgo se refiere. Además, hay que saber distinguir entre los múltiplos de *Enterprise Value* y *Equity Value*.
- La compañía no ha sido valorada internamente a un precio de mercado razonable, sin embargo, sí que existen multitud de valoraciones

externas. Entre ellas destaca la de Francisco Fernández Reguero, que valora la compañía por el método de descuento de flujos de caja en 2015 en 8.450 millones de euros.

- El sector de la distribución en España está dominado por las grandes cadenas de supermercados, que concentran la gran mayoría de la cuota de mercado frente a la pequeña tienda tradicional. También hemos sabido que el factor más determinante para los consumidores a la hora de decidir a qué establecimiento acudir es la relación calidad/precio de los productos que se comercializan en el mismo.
- Mercadona basa gran parte de su éxito en su Modelo de Negocio, al que denominan *Modelo de Calidad Total* y que establece que el cliente es la primera prioridad para la firma, detrás del mismo están los empleados, los proveedores, la sociedad y el capital, en el orden mencionado.
- Una de las partidas que más destacan en el Balance de Situación de Mercadona es su fortísima posición en caja, muy por encima de la de sus competidores. Esta gran cantidad de caja le permite ser mucho más solvente que sus competidores, además de operar con un Fondo de Maniobra positivo, en contra de lo que es común en su sector.
- Mercadona además, opera siempre con financiación propia lo que deriva en dos peculiaridades más en su Balance. Primero, sus reservas son más elevadas de lo que se esperaría de una compañía de su tamaño y segundo, su deuda financiera es prácticamente nula, hasta el punto de no haber tenido ningún gasto financiero este año.
- Mercadona presenta el mayor beneficio del sector de la distribución en España con 543 millones de euros, frente a los 208 de DIA. Además, su facturación es muy superior a la de sus competiros, situándose la cifra neta en 18.661 millones de euros.

- La compañía valenciana presenta unos ratios de rentabilidad considerablemente inferiores a los que presenta su principal competidor, DIA. Esto se debe principalmente a la falta de apalancamiento, que implica una necesidad de utilizar más fondos propios para el desarrollo de la compañías.
- Pese a presentar ratios de rentabilidad inferiores, destaca en los de liquidez, muy por encima de su rival. Gracias sobre todo, como se ha mencionado antes, a su fuerte posición en caja.
- La capitalización bursátil de Mercadona estaría comprendida en el intervalo que va desde 7.820 a 9.823 millones de euros, según los datos obtenidos de la valoración a través de múltiplos de *Equity Value*.
- Sin embargo, el valor total del negocio de Mercadona, calculado a través de los múltiplos de EV, nos dice que la compañía tendría un valor establecido entre 9.112 y 9.911 millones de euros.
- Pese a que estos resultados se han obtenido aplicando de manera correcta el método de valoración por comparación de múltiplos, se ha concluido que parece ser que el precio que arroja esta valoración es demasiado bajo, porque no se tiene en cuenta que el mercado tiene unas expectativas de crecimiento para Mercadona superiores a sus competidores. Además, la compañía presenta un riesgo menor que sus competidores por su política de no utilizar deuda financiera, lo cual elevaría aún más su precio.
- La valoración obtenida situaría a Mercadona en el puesto 22 del Ibex35 en lo que a Capitalización Bursátil se refiere.

6 Bibliografía

- Wall Street Journal. (22 de Mayo de 2015). *Market Data Center WSJ*. (quotes.wsj.com, Productor) Recuperado el 22 de Mayo de 2015
- Walmart. (2014). *Walmart Annual Report 2014*. Bentonville: Walmart.
- Ahold. (2014). *Annual Report 2014*. Zaandam: Ahold.
- Alfonso, J. (2014). *Historia de un éxito: Mercadona*. Valencia: Penguin Random House Grupo Editorial España.
- Arcos, J. A. (05 de Enero de 2014). *Las claves del sector hortofrutícola en España y en los mercados europeos*. Recuperado el 30 de Mayo de 2015, de Las claves del sector hortofrutícola en España y en los mercados europeos: joseantonioarcos.wordpress.com
- Bisbal, M. (11 de Marzo de 2012). Las claves del éxito de Mercadona. *Libremercado* , pág. 1.
- Brealey, R., Mayers, S., & Marcus, A. (2007). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Madrid: S.A. MCGRAW-HILL / INTERAMERICANA DE ESPAÑA.
- Brines, J. (03 de Abril de 2015). Los proveedores de Mercadona crearon 1.500 empleos en 2014. *Expansión.com* , pág. 1.
- Carrefour, S.A. (2014). *CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS YEAR ENDED DECEMBER 31, 2014* . París: Carrefour.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin Jack. (1995). *Valuation: Measuring and Managing the Value Company*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. Hoboken, New Jersey: Wiley .
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Delhaize Group. (2014). *2014 Results Delhaize Group*. Bruselas: Delhaize Group.
- Desconocido. (24 de Noviembre de 2004). Los Roig, del grano a la gran distribución. *Expansión* , pág. 1.
- DIA, S.A. (2014). *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión 2014*. Las Rozas: DIA, S.A.

- Fernández, P. (2007). *Valoración de Empresas*. Madrid: Gestión 2000.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2010). *Finance for executives: Managing for Value Creation*. Mason: South-Western.
- Kantar WorldPanel. (2015). *WorldPanel Distribución 2014*. Madrid: Kantar WorldPanel.
- Mazo, M. (2014/2015). *Apuntes Análisis Financiero* . Madrid: Upcomillas.es.
- Mercadona, S.A. (2014). *Memoria Anual Mercadona 2014*. Tavernes Blanques: Mercadona.
- Profesores Asignatura Finanzas Corporativas, I. (2013). *Apuntes de Finanzas Corporativas*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Reguero, F. F. (20 de Abril de 2014). *Desde Mi atalaya*. Recuperado el 21 de Mayo de 2015, de www.desdemiatalaya.com
- Salcedo, L. (2012). *ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN: EVALUACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD Y LA SITUACIÓN ACTUAL*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Sanz, F. (18 de Abril de 2013). El consejo de Mercadona valora la empresa en 3.100 millones. *CincoDías* , pág. 1.
- *Stock Analysis on Net* . (22 de Mayo de 2015). Recuperado el 22 de Mayor de 2015, de Stock-Analysis-on.Net

7 Anexos

7.1 Balance Mercadona 2014

MERCADONA, S.A
Balance de situación al 31 de diciembre de 2014
(en miles de euros)

ACTIVO NO CORRIENTE	3.452.266
Inmovilizado	3.413.712
Activo por impuesto diferido	38.554
ACTIVO CORRIENTE	3.608.120
Existencias	612.458
Deudores	78.260
Inversiones financieras	33.988
Efectivo y otros activos líquidos	2.883.414
TOTAL ACTIVO	7.060.386
PATRIMONIO NETO	3.884.206
Capital	15.921
Reservas	3.325.026
Resultado del ejercicio	543.259
PASIVO NO CORRIENTE	135.498
Provisiones y deudas a largo plazo	28.195
Pasivos por impuesto diferido	107.303
PASIVO CORRIENTE	3.040.682
Proveedores	2.096.411
Acreedores y deudas con Administraciones Públicas	676.015
Personal	233.789
Pasivos por impuesto corriente	34.467
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	7.060.386

7.2 Cuenta PyG Mercadona 2014

MERCADONA, S.A

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2014
(en miles de euros)

Importe cifra de negocios	18.441.861
Aprovisionamientos	(13.907.913)
Otros ingresos de explotación	17.106
Gastos de personal	(2.329.392)
Otros gastos de explotación	(1.216.019)
Amortización inmovilizado	(330.375)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	675.268
Ingresos financieros	61.665
Deterioro y resultados	982
RESULTADO FINANCIERO	62.647
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	737.915
Impuesto sobre beneficios	(194.656)
RESULTADO DEL EJERCICIO	543.259

7.3 Balance Situación DIA



ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADOS (I)

Al 31 de diciembre de 2014 y 2013

(Expresados en miles de euros)

ACTIVO	Notas	2014	2013
Inmovilizado material	6	1.270.356	1.601.651
Fondo de comercio	7.1	464.642	454.388
Otros activos intangibles	7.2	32.567	45.613
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	11	-	787
Otros activos financieros no corrientes	9.2 y 9.3	81.162	79.086
Créditos al consumo de actividades financieras	9.1	363	555
Activos por impuesto diferido	19	147.890	57.667
Activos no corrientes		1.996.980	2.239.747
Existencias	13	553.119	544.867
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9.2	244.592	209.661
Créditos al consumo de actividades financieras	9.1	6.362	5.698
Activos por impuestos corrientes	19	106.940	77.651
Otros activos financieros corrientes	9.3	12.144	10.714
Otros activos	12	7.836	14.112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	14	199.004	262.037
Activos no corrientes mantenidos para la venta	15	10	6.100
Activos corrientes		1.130.007	1.130.840
TOTAL ACTIVO		3.126.987	3.370.587

7.4 PyG DIA 2014



ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADOS (I)

Al 31 de diciembre de 2014 y 2013

(Expresados en miles de euros)

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	Notas	2014	2013
Capital	16.1	65.107	65.107
Prima de emisión	16.2	618.157	618.157
Reservas	16.3	(553.059)	(659.648)
Otros instrumentos de patrimonio propio	16.4	(36.037)	(10.510)
Beneficio neto del ejercicio		329.229	209.259
Diferencias de conversión	16.8	(45.836)	(37.909)
Ajustes de valor por operaciones de cobertura		55	(820)
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante		377.616	183.636
Participaciones no dominantes	16.7	(46)	-
Total Patrimonio neto		377.570	183.636
Deuda financiera no corriente	17.1	532.532	700.672
Provisiones	18	86.100	72.570
Otros pasivos financieros no corrientes	17.2	7.539	8.245
Pasivos por impuesto diferido	19	2.749	57.978
Pasivos no corrientes		628.920	839.465
Deuda financiera corriente	17.1	199.912	212.328
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	17.3	1.693.113	1.786.884
Pasivos por impuestos corrientes	19	82.440	141.837
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	19	8.747	18.702
Otros pasivos financieros	17.4	136.189	156.679
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	15	96	31.056
Pasivos corrientes		2.120.497	2.347.486
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		3.126.987	3.370.587