



FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Métodos y aplicación práctica

Autor: Eduardo García Curran
Directora: Lourdes Fernández Rodríguez

Madrid

Junio de 2015

Eduardo
García Curran

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS



Resumen.

En este trabajo se analizarán los objetivos que persigue la valoración de empresas, así como de los distintos métodos que existen para ello, y la aplicación práctica de los mismos. Además, se explicará en qué situación se utiliza un modelo u otro, sus implicaciones y los datos necesarios para obtener una valoración acorde con la realidad económica de una entidad. Por último, y para completar el análisis, se abordarán, a lo largo del trabajo, las diferencias y similitudes entre los distintos métodos de valoración explicados, con el fin de obtener juicios de valor. Para facilitar la comprensión del proceso, se incluirá al final un apartado práctico aplicando dichos métodos a una compañía real.

Palabras clave.

Valoración de empresas, métodos de valoración, realidad económica.

Abstract.

The purpose of this paper is to analyse the objectives behind business valuation, as well as all the existing methods to do so, and how to put them into practice. In addition, explanations will be provided as to when to use each method, its implications and all the necessary information to provide a correct and accurate financial valuation of a firm. To conclude the analysis of this subject, the similarities and differences between all the methods studied in this paper will be explained so that a proper opinion may be formed. To achieve a better understanding of the process, a practical approach will be included, where an existing company will be valued using the explained methods in this paper.

Key Words.

Business Valuation, valuation methods, accurate financial valuation.

ÍNDICE DE CONTENIDOS.

1. Objetivo.	6
2. Metodología.	6
3. La valoración de empresas.	6
4. Presentación de la empresa estudiada: DIA.	8
5. Método de Descuento de Flujos de Caja.	9
5.1. Desarrollo del modelo.	10
5.2. Flujos de Caja: tipos y cálculo.	11
5.3. Cálculo del valor residual.	14
5.4. El Coste de Capital.	16
5.5. Actualización de los Flujos de Caja.	18
5.6. Valor de los Recursos Propios.	18
6. Método por Múltiplos.	19
6.1. Introducción.	19
6.2. Pasos a realizar para llevar a cabo la valoración.	21
6.3. Múltiplos más utilizados.	21
6.3.1. PER (Price to Earnings Ratio).	21
6.3.2. Precio/Cash Flow.	22
6.3.3. Precio/Valor contable.	22
6.3.4. Múltiplo de Enterprise Value.	23
7. Valoración Estática de empresas.	24
8. Aplicación práctica.	26
9. Conclusión.	33
10. Bibliografía.	36

ÍNDICE DE FIGURAS.

Figura 1. Diagrama simple del Descuento de Flujos de Caja.	8
Figura 2. Cálculo del Flujo de Caja Libre Operativo.	10
Figura 3. Flujos de Caja Libre de DIA.	24
Figura 4. Cálculo de la tasa impositiva aplicable a DIA.	24
Figura 5. Representación del CAPEX de DIA.	25
Figura 6. Valores obtenidos para las NOF de DIA.	26
Figura 7. Porcentaje y coste de los recursos propios y ajenos de DIA.	26
Figura 8. Flujos de Caja Descontados para cada periodo estudiado y total.	27
Figura 9. Cálculo del <i>Equity Value</i> de DIA.	28
Figura 10. Cálculo del PER real de DIA.	29
Figura 11. Calculo del <i>Price to Cash Flow</i> de DIA.	29
Figura 12. Cálculo del P/VC de DIA.	30
Figura 13. Múltiplo EV/EBITDA de DIA.	31

1-. Objetivo.

El objetivo que persigue este trabajo es el de presentar y clasificar los distintos métodos y modelos usados en el mundo financiero para la valoración tanto de empresas como de inversiones. Se identificarán los elementos o datos que requiere cada modelo para su aplicación y se explicaran las diferencias que existen entre un modelo y otro a la hora de implementarlo a una empresa real.

Para apoyar la parte teórica de este trabajo, y para poder observar de una manera más clara toda la mecánica y las diferencias entre los modelos explicados, se realizará la valoración de DIA, una empresa conocida y cuyos estados financieros son relevantes y accesibles.

2-. Metodología.

Para la consecución de los objetivos anteriormente descritos, este trabajo se apoya en dos enfoques; el primero teórico y otro posterior práctico. Para la parte cualitativa, que se corresponde con las explicaciones teóricas de los distintos métodos de valoración y sus características, me apoyaré en la literatura existente sobre el tema, usando artículos, libros, diarios económicos, etc. La dificultad de esta parte del trabajo no radica en la falta de información, ya que es un tema que ha sido estudiado en profundidad, sino en cómo sintetizar y exponer de manera clara los conceptos abordados.

Por otro lado, usaré un enfoque cuantitativo para ofrecer aplicaciones prácticas de los modelos explicados en la parte teórica del trabajo, usando los datos reales de una empresa cotizada (DIA). El objetivo es conseguir que los conceptos abordados sean más entendibles y claros, además de poder comparar y complementar los distintos métodos de valoración. Para ello utilizaré los documentos contables (Balance de Situación y cuenta de Pérdidas y Ganancias) de DIA, que contienen toda la información necesaria para efectuar su valoración, y a los que se puede acceder, por ejemplo, a través de la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Yahoo Finance*, etc. Y es que podría decirse que sin este enfoque práctico, cualquier explicación sobre modelos de valoración empresarial quedaría un tanto incompleta.

3-. La Valoración de Empresas.

La gestión económica y financiera de una empresa requiere con frecuencia de la determinación de su valor o de una parte de ella, como puede ser el valor de los recursos propios de la entidad. El valor de una empresa es la función del grado de utilidad que de ella se espera. Llegados a este punto, se debe diferenciar entre dos conceptos, valor y precio. En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes posibles compradores y el vendedor, mientras que el precio es la cantidad a la que el comprador y vendedor acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa.

Se trata, por lo tanto, de determinar el valor máximo que se estaría dispuesto a pagar por lo que aportaría la empresa a adquirir, estando el valor de una empresa fuertemente condicionado por factores tales como las percepciones sobre el futuro del sector en el que se encuentre, las posibles estrategias a implementar, etc.

Hay diversas maneras de calcular el valor de una empresa, la mayoría muy utilizados en el mundo empresarial; los principales métodos serán expuestos a continuación:

- Basados en el balance: Explican y valoran una compañía a través de una imagen estática de la misma, y consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance. Esta perspectiva estática no permite incluir la posible evolución futura de la empresa, ni las expectativas de generar dinero en el futuro. Entre estos métodos cabe destacar el valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

- Dinámicos: En este grupo se incluyen los modelos basados en el descuento de flujos de caja, que tratan de determinar el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Dicho en otras palabras, reflejan el valor de la compañía en función de las expectativas futuras de generar resultados. Es considerado el método más apropiado para calcular el valor de una compañía.

- Mixtos: Estos métodos están basados en el fondo de comercio o *Goodwill*. El fondo de comercio es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o del valor contable ajustado. Pretende representar el valor de los activos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance, pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector, como pueden ser la imagen de marca o el nivel de clientes. Se denominan mixtos porque por un lado realizan una valoración estática de los activos de la empresa, y por otro, tratan de calcular el valor que generará la empresa en el futuro.

- Valoración mediante múltiplos: Este es uno de los métodos más utilizados para la valoración, basándose en la cuenta de resultados de la empresa. Lo que intenta es determinar el valor de la empresa a través de una estimación de su rentabilidad en el futuro. Algunos ejemplos relevantes de múltiplos son el de capitalización de los beneficios futuros o de los dividendos (Pérez de Mendoza, de Murga, 2008)¹. Es un mecanismo que se basa en la comparación entre empresas parecidas o del sector, asumiendo la total eficiencia de los mercados y que toda la información existente esté disponible. Según Pablo García Estévez (2008)², se puede diferenciar entre la Comparación Directa (*Direct Comparison Approach*) y la Aproximación de Acciones y Deuda (*Stock and Debt Approach*). En la Comparación Directa se calcula el valor de la empresa mediante la comparación con otras empresas que cotizan en bolsa a través de sus cotizaciones bursátiles.

¹ PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

² GARCÍA ESTÉVEZ, P. (2008). *El método de valoración por múltiplos*. Colección Finanzas.

Por otro lado, la Aproximación de Acciones y Deuda calcula el valor de la empresa considerando la financiación, de tal modo que con la suma de los pasivos obtendremos el valor de la empresa.

4-. Presentación de la empresa estudiada: DIA.

En este apartado se procederá a explicar e introducir la empresa elegida para llevar a cabo la parte práctica de este trabajo, usando la información económica y financiera disponible que permitirán realizar los cálculos relevantes. Toda esta información ha sido recopilada de la página web de la Compañía³, salvo la información financiera que proviene de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV)⁴.

Historia:

DIA (Distribuidora Internacional de Alimentación) abrió su primera tienda en 1979 en Madrid, y comenzó ofreciendo un concepto hasta entonces desconocido en España; el descuento. Diez años después, en 1989, el modelo de negocio de la Compañía cambia con la introducción de franquicias, ofreciendo la posibilidad a distintos emprendedores de formar parte de la marca. Actualmente, el 40% de las tiendas de la empresa son franquicias, lo que supone unos 3.000 establecimientos en los 5 países en los que opera.

En 1993 DIA inicia su proceso de internacionalización con la apertura de sus primeras tiendas en Portugal, donde actúa bajo la enseña Minipreco. Posteriormente DIA continúa con su expansión a países como Francia, Argentina, Brasil o China. En 1999, y siguiendo con su estrategia expansionista, DIA entra a formar parte del conglomerado empresarial Grupo Internacional Carrefour, primer grupo de distribución en Europa y segundo del mundo. Esta adhesión al grupo francés permite a la Compañía contar con un vertiginoso y notable posicionamiento en Francia. Como ha ocurrido con muchas otras empresas de distribución, DIA amplía su formato de tiendas con la introducción en 2006 de DIA Maxi y DIA Market con el objetivo de atraer nuevos clientes, obteniendo así una mayor cuota de mercado. Debido a estas modificaciones y evoluciones tanto en sus productos como en sus formatos, DIA decide renovar su imagen corporativa, reflejando dinamismo y capacidad de adaptación.

El 5 de Julio de 2011 se produce un hecho de gran relevancia para la Compañía, ya que tras confirmar su escisión del Grupo Carrefour y previo acuerdo en la Junta General de Accionistas, el Grupo de Distribución anuncia su salida a bolsa a un precio de 3,5 euros por título. En 2014 se vendió la totalidad de los establecimientos que la empresa mantenía en Francia al Grupo Carrefour por 600 millones de euros.

³ PÁGINA WEB DIA CORPORATE: <http://www.diacorporate.com/es/>

⁴ PÁGINA WEB CNMV: <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Estrategia:

Una vez repasada brevemente la historia de la Compañía, se explicarán las estrategias puestas en marcha por DIA. Los objetivos que persigue la compañía con su modelo de negocio son el de ofrecer ahorro a sus clientes por partida doble; ahorro económico con precios asequibles para las familias y ahorro en tiempo, situando cada uno de sus establecimientos en enclaves estratégicos en los mapas urbanos.

Otro aspecto a resaltar de su estrategia es el modelo de franquicia que utilizan para potenciar su expansión internacional y ofrecer ventajas para que quien lo desee pase a formar parte de la compañía, mostrando así una imagen de proximidad.

5-. Método de Descuento de Flujos de Caja.

El modelo de Descuento de Flujos de Caja determina el valor de cualquier activo, y lo hace descontando una serie de flujos de dinero previstos que dicho activo generará en el futuro, a una tasa apropiada, en función del riesgo asociado a dichos flujos (Blanco Pascual, et al; 2007)⁵. En este caso, aunque la definición esté hablando de valorar activos, se sobreentiende que las valoraciones estimadas con este modelo son de aplicación a empresas, que al fin y al cabo, son una agrupación de activos. Se clasifica dentro de los denominados métodos dinámicos, ya que refleja el valor de una compañía en función de las expectativas futuras de generar resultados.

Como explican Blanco Pascual et al, (2007) el valor de cualquier empresa (activo) puede expresarse en función de los flujos de caja esperados durante un determinado periodo de tiempo, denominado horizonte temporal, descontado a una tasa que mide el riesgo asociado a dicha empresa. Los flujos de caja no son más que el retorno o beneficio monetario que van a generar los distintos elementos propiedad de la empresa, mientras que para el cálculo de la tasa de descuento se tiene en cuenta la estructura financiera de la misma.

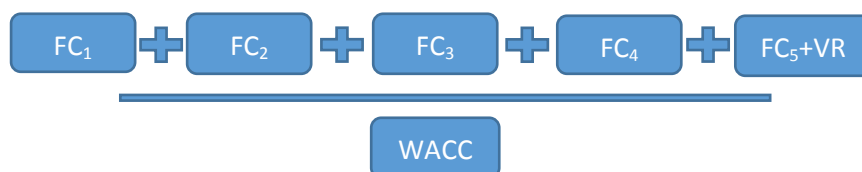
Además, es necesario hacer una estimación del valor de la empresa posterior al horizonte temporal, conocido como el valor residual (VR), que debe ser descontado de igual manera que los flujos de caja estimados. Se podría decir que este concepto representa el valor de la empresa considerando su funcionamiento a perpetuidad, por lo que se incluye una tasa de crecimiento constante, que se representa por g , para su cálculo.

Tanto los flujos como el valor residual deben ser actualizados para que podamos conocer el valor actual de la empresa o activos en cuestión. Esta actualización se lleva a cabo usando una tasa de descuento conocida como WACC (*Weighed Average Cost of Capital*), que no es más que el retorno exigido tanto por los accionistas como por los deudores de la empresa. El siguiente diagrama presenta parte de los elementos necesarios para llevar a cabo la valoración a modo explicativo, pero

⁵ BLANCO PASCUAL, L. et al. (2007). *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos.*

no es la fórmula definitiva, ni incluye todos los elementos de la misma (como por ejemplo la tasa de crecimiento g), que se verán en apartados posteriores.

Figura 1. Diagrama simple del Descuento de Flujos de Caja



Fuente: Elaboración propia.

Estudiando la definición anterior, surgen una serie de preguntas que nos pueden ayudar a entender mejor dicha definición, como por ejemplo, ¿Qué elementos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias (en adelante PyG) se deben considerar para estimar los flujos de caja de la empresa? O en otras palabras, ¿qué conceptos dentro de las cuentas de la empresa suponen verdaderamente entradas y salidas de efectivo? Como bien es sabido, la cuenta de PyG incluye elementos que no suponen salidas de dinero que minoran los Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT), y viceversa. Para el cálculo de los flujos partimos de ese mismo resultado, al que iremos incluyendo las entradas reales de dinero y excluirémos las salidas de efectivo.

La siguiente pregunta a resolver sería ¿a qué tasa debemos descontar dichos flujos? Esta tasa está íntimamente ligada a la estructura financiera elegida por los directivos de la compañía, por lo que la verdadera cuestión es qué parte de la actividad está financiada por recursos propios, y qué parte por recursos ajenos.

5.1-. Desarrollo del modelo.

Para facilitar la comprensión del método de Descuento de Flujos de Caja se puede dividir el proceso en una serie de pasos lógicos, apoyados en la definición vista en el apartado anterior.

- El primer paso lógico es la estimación de los flujos de caja, partiendo del BAIT obtenido por la empresa en cada uno de los años que vayan a ser objeto de estudio en su cuenta de PyG (por ejemplo, si nos encontramos en 2015, utilizaremos los resultados obtenidos desde 2010, para luego estimar el valor residual a partir de 2015). Al haber distintos tipos de flujo de caja, habrá que considerar cuál se ajusta más a las necesidades de información a obtener, ya que el cálculo para uno y otros es distinto.

- A continuación, y utilizando el valor obtenido para el flujo de caja del quinto año, se obtiene el valor residual, que no es más que el valor de la empresa proyectada hasta el infinito, a partir del último flujo de caja. Para su cálculo, es necesario partir de la hipótesis de que la compañía cumple el principio de empresa en

funcionamiento, es decir, mantendrá sus actividades de manera perpetua, y de que seguirá un crecimiento constante a lo largo de este periodo (“g”).

- El coste medio ponderado de capital (en adelante WACC según sus siglas en inglés) es la tasa a la que descontaremos los flujos de caja obtenidos. Esta tasa de descuento es única para cada empresa ya que depende de la estructura de financiación elegida por las mismas. Su cálculo se obtendrá a partir de una media ponderada entre los recursos propios y ajenos de la sociedad, es decir, entre las aportaciones de socios y las aportaciones de terceros.

- Una vez se haya calculado los flujos de caja para cada año, el valor residual y la WACC, se descontarán a dicha tasa para obtener el valor actual de la compañía.

- Por último, una vez estimado el valor de la empresa y a modo complementario, se procede al cálculo de aquella parte de la empresa que pertenece a sus propietarios y accionistas, es decir, el valor de sus recursos propios (o *equity value*). El valor obtenido al descontar los flujos de caja incluye las deudas con terceros, por lo que se debe eliminar el importe total de dichas deudas para obtener el *equity value*.

5.2.- Flujos de Caja: tipos y cálculo.

Lo primero que se debe tener en cuenta es la proyección temporal a la cual vamos a someter los flujos monetarios de una empresa. Este periodo suele ser de cinco años, por lo que contaremos con un flujo de caja para cada año, sin olvidarnos del valor residual al final del quinto año, cuyo cálculo se verá en el apartado siguiente. Cabe destacar que este horizonte temporal de cinco años puede variar dependiendo del tipo de sector en el que se encuentre la empresa a evaluar o del tipo de inversiones que lleve a cabo.

Una vez aclarado el número de Flujos de Caja a tener en cuenta, pasamos a considerar el tipo de Flujo de Caja que más se ajusta a la valoración que queremos llevar a cabo. Como ya se explicó antes, los Flujos no son más que la diferencia entre las futuras entradas y salidas de dinero como consecuencia de la actividad empresarial o del rendimiento esperado de una inversión. El flujo de caja está libre de todo sesgo contable o financiero porque únicamente hace referencia a las entradas y salidas de dinero reales que tienen lugar en el seno de la empresa (Vaquero Lafuente, 2009)⁶. Estas entradas y salidas monetarias pueden estar relacionadas con las operaciones normales de la empresa (Flujo de Caja Operativo) o bien derivadas de actividades de financiación e inversión (Flujo de Caja no Operativo).

Una manera muy simple de averiguar las entradas y salidas de efectivo de una entidad es a través de sus estados financieros. Un ejemplo sería mirar la Cuenta de

⁶ VAQUERO LAFUENTE, M.E. (2009). *Principios básicos de Dirección Financiera*. Compañía Española de reprografía y servicios, S.A.

Pérdidas y Ganancias y determinar si las operaciones descritas constituyen una entrada o salida real de dinero, ya que no todo lo que aparece en dicha cuenta está relacionado con flujos de dinero. Se pueden utilizar muchos tipos de Flujos de Caja para proyectar el valor de una empresa, y todos ellos se diferencian en los criterios usados para seleccionar las entradas y salidas de dinero.

Pablo Fernández⁷ en su artículo sobre métodos de valoración de empresas (2008) cita distintos métodos, que se diferencian tan solo en los flujos que toman como punto de partida para la valoración, ya que estos mecanismos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis, por lo que el resultado de la valoración es el mismo para todos los casos.

Tipos de Flujo de Caja:

Los Flujos de Caja más empleados serán expuestos a continuación, con sus métodos de cálculo y las situaciones en las que suelen ser más utilizados.

- Flujo de Caja Libre (FCL en adelante): Es el más utilizado, denominado también Flujo de Caja Operativo, ya que es el aquel flujo generado por el negocio sin tener en cuenta su estructura financiera, y es el que suele estar disponible para remunerar a suministradores de fondos, ajenos y propios, tras haber hecho frente a todas las inversiones y pagos requeridos, tanto en inmovilizado como en capital circulante. Puesto que el FCL de la empresa hace referencia al flujo de caja que queda para poder retribuir a todos los proveedores de capital, tanto propios como ajenos, para su cálculo hay que partir de la cuenta de PyG antes de considerar la retribución a los recursos ajenos, es decir, los intereses. Por tanto, se parte del Beneficio antes de Intereses e Impuestos (en adelante BAIT). A esta cifra se le hacen una serie de ajustes (Vaquero Lafuente, 2009)⁸:

Figura 2. Cálculo del Flujo de Caja Libre Operativo.



Fuente: Elaboración propia.

⁷ FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.

⁸ VAQUERO LAFUENTE, M.E. (2009). *Principios básicos de Dirección Financiera*. Compañía Española de reprografía y servicios, S.A.

El elemento de partida a la hora de calcular los FCL es el BAIT (EBIT, según sus siglas en inglés). La razón por el cual se parte del BAIT para llevar a cabo este cálculo es porque representa los resultados operativos de la sociedad, ya que se obtiene a partir de la cifra de ventas, resultado directo de la actividad normal (operativa) de la empresa. Como hay que tener en cuenta las salidas de caja (siempre que estén relacionadas con la actividad normal de la empresa) se resta la parte correspondiente de esos beneficios que va destinado al pago de impuestos aplicables al ejercicio, usando la tasa impositiva (representada mediante t). Si realizamos esto obtendremos el Beneficio antes de intereses pero después de impuestos: el BAIdT. En el mundo anglosajón lo denominan NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) (García Estévez, 2013).

$$BAIdT = BAIT(1 - t)$$

AMZ: Como ya hemos visto previamente, a la hora de calcular Flujos de Caja, sean del tipo que sean, solamente tendremos en cuenta aquellas operaciones que supongan una entrada o salida real de dinero. Una empresa, a la hora de calcular el EBIT en su cuenta de pérdidas y ganancias deduce el importe correspondiente a la amortización; esto es contradictorio a la definición de Flujo de Caja, ya que la amortización no supone una salida de dinero, sino que simplemente es una anotación contable. Por ello es lógico que en la ecuación anterior sumemos la cantidad correspondiente a las amortizaciones al BAIdT de la compañía.

NOF: La necesidad operativa de fondos (en adelante NOF) es el incremento en las inversiones netas necesarias para las operaciones corrientes que realiza la empresa, una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones. Las NOF constituyen, por lo tanto, un concepto de activo. Para calcularlas es necesario conocer el periodo medio de maduración de la empresa: se trata del tiempo que transcurre entre el pago a proveedores por la compra de existencias y el cobro de las ventas a clientes (Calleja, 2003)⁹.

$$NOF = (Clientes + tesorería + existencias) - Proveedores$$

A consecuencia de esto, parece lógico que para calcular la necesidad operativa de financiación debemos fijarnos en el activo y pasivo circulante de la entidad. Por un lado tenemos clientes, tesorerías y almacenes (activo circulante), y por el otro están las deudas con proveedores y acreedores (pasivo circulante), la diferencia de estas dos caras del balance dará lugar al NOF. El último paso de este apartado es obtener la variación, comparando la cifra obtenida para el año en cuestión, con la del año

⁹ CALLEJA, J.L. (2003). *El Fondo de Maniobra y las necesidades operativas de fondos*. Departamento de publicaciones IE Business School.

anterior. Un incremento implica una mayor inversión en las NOF, por lo que habrá una salida real de efectivo, que minorará el FCL, y viceversa.

CAPEX: El *Capital Expenditure* (CapEx) son las inversiones en activo fijo neto (en adelante AFN) realizadas por la empresa, ya sea con el objetivo de adquirir o reparar activos. Estas inversiones afectan a la caja de la empresa, razón por la cual aparecen en el cálculo del FCL de la empresa. Es necesario conocer la variación que ha habido en este tipo de inversiones de un periodo a otro¹⁰, por lo que un incremento con respecto al año anterior implicará una mayor inversión en inmovilizado, es decir una salida de caja. Este hecho se refleja en el cálculo, minorando el importe final del flujo de caja. Si la inversión fuese menor que el año anterior, ocurriría el hecho contrario.

$$CAPEX_x = (AFN + AMZ)_x - AFN_{x-1}$$

- Flujo de Caja de Capital (en adelante FCC): De gran importancia y ampliamente utilizado en el mundo empresarial, este flujo de caja permite calcular la cantidad disponible para pagar dividendos, devolver la deuda y pagar intereses. El FCC representa los flujos de caja disponibles para todos los poseedores de títulos de la empresa (deuda o acciones), y equivalen al flujo de caja disponible para las acciones más el flujo de caja que corresponde a los tenedores de deuda. En otras palabras está formado por el flujo de caja para los accionistas y el flujo de caja de los acreedores.

- El flujo de caja para el accionista (en adelante FCa) se corresponde con el flujo de caja libre que queda tras abonar las cargas financieras, y devuelto el principal de la deuda correspondiente al ejercicio (Diario Expansión, 18/02/2015)¹¹. Partiendo pues del cálculo anterior para los flujos de caja libre, obtenemos la fórmula para los flujos de capital. Primero calcularemos el flujo de caja disponible para el accionista:

$$FCa = FCL - (GF(1 - t)) + VarD$$

(GF(1-t)): Los gastos financieros (GF) aparecen en la ecuación minorando el importe estimado para los flujos de caja libre, siendo la expresión monetaria del coste total de la deuda.

VarD: Equivale a la deuda financiera, y el incremento se determina como las variaciones en términos netos, con el signo que corresponda.

- El flujo de caja para la deuda o acreedor (en adelante FCd) representa el

¹⁰ Los años o periodos serán representados mediante el subíndice X.

¹¹ DIARIO EXPANSIÓN, BOAL VELASCO, N. Versión web (18/02/2015):

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/capital-cash-flow.html>

flujo de caja que sale de la empresa para atender los intereses y la devolución del principal de las deudas. El cálculo del flujo de caja para la deuda no precisa del uso del flujo de caja libre, como se ve a continuación:

$$FCd = GF - VarD$$

Como podemos observar en las formulas, la variación de la deuda afecta de manera distinta al flujo de caja para accionistas y al flujo de caja deudor. Sus efectos sobre los fondos disponibles para los accionistas (o acreedores) puede ser positivo o negativo, es decir, si lo que se produce es un incremento (variación positiva) de la deuda, este hecho implica una entrada de efectivo, que queda a disposición del accionista. Por el contrario, una disminución (variación negativa) conlleva a que el flujo de efectivo que quede para el accionista sea inferior, consecuencia de haber tenido que detraer de los flujos generados por la empresa la cantidad necesaria para cancelar la deuda (Diario Expansión, 18/02/2015). Este efecto es el contrario en el caso de los flujos de caja del acreedor.

Por último, resaltar que las deudas a las que se refieren los cálculos de los flujos de caja son las deudas de carácter financiero, es decir, aquellas que no derivan de la operativa normal de la empresa o también denominadas comerciales y que suponen un movimiento de efectivo tanto en origen (cuando se originan) como en destino (cuando se cancelan). Analizando la estructura financiera de una entidad, identificamos como deuda financiera por ejemplo, los préstamos bancarios, emisión de empréstitos, deudas por préstamos obtenidos de terceros (Diario Expansión, 18/02/2015).

5.3-. Calculo del Valor Residual.

El último flujo a tener en cuenta es el que habitualmente se denomina valor residual o valor terminal (en adelante VR). Cuanto más alejado este en el tiempo el final del horizonte de previsión, menor importancia tendrá en términos actuales el valor residual considerado (Pérez de Mendoza, de Murga; 2008)¹². Es decir, dependiendo hasta que ejercicio proyectemos el cálculo de los flujos de caja, el peso del valor residual será mayor o menor. En este trabajo, y en concreto, en la parte práctica, se calcularán los flujos hasta el quinto ejercicio, ya que es el procedimiento habitual a la hora de realizar valoraciones. Como ya se ha explicado en el epígrafe 5.1 de este apartado, estos métodos de valoración están diseñados para empresas cuya actividad puede considerarse permanente en el tiempo y no para aquellas en fase de liquidación, razón por la cual no podemos desestimar los flujos generados por la empresa posteriores al horizonte temporal, y se añade el valor terminal al cálculo.

Para su obtención, se parte del valor obtenido para el flujo de caja del quinto año, pero teniendo en cuenta que conceptos se han considerado para realizar la estimación de este flujo. Por ejemplo, si en el quinto año se han considerado

¹² PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

situaciones especiales que no se suelen dar en la actividad corriente de la empresa, como una inversión puntual en inmovilizado operativo, no podremos partir de esa base para calcular el valor residual, ya que conducirá a cifras y valoraciones erróneas. Una vez comprobado que el flujo de caja para el quinto ejercicio no contiene información puntual, se proyectará el valor mediante una tasa de crecimiento prevista en los flujos a partir de dicho año descontándose al coste de capital. La fórmula quedaría así:

$$VR = \frac{(FC_5(1+g))}{(WACC-g)}$$

Siendo:

VR: Valor residual o terminal.

FC₅: Flujo de caja calculado previamente para el quinto ejercicio y último en el horizonte de valoración.

WACC: Coste de capital medio ponderado (*Weighted average cost of capital*).

g: tasa de crecimiento prevista para los flujos a partir del quinto año.

No debe olvidarse que mediante esta fórmula se está actualizando el valor de la empresa al quinto año, que corresponde con el FC₅, por lo que no debe tratarse como un sexto flujo de caja. A la hora de descontar dichos flujos, se sumara el VR al importe estimado para el FC₅ (los descuentos de los flujos se ven a continuación).

5.4-. El Coste de Capital.

El coste de capital, según lo define Rappaport, es el retorno que la empresa debe obtener para justificar el uso de sus activos frente a sus accionistas y sus prestatarios. El mismo está formado por el coste neto de impuestos de los préstamos asumidos por la empresa y el coste del capital propio (Pérez de Mendoza, de Murga; 2008)¹³. Queda claro por esta definición, que en el coste de capital influyen dos factores, que no son más que las distintas fuentes de financiación a las que tiene acceso una empresa, propias y ajenas.

Siguiendo con las explicaciones de Pérez de Mendoza y de Murga (2008), el coste neto de impuestos de los préstamos asumidos por la empresa, está representado por la tasa de interés que se paga por el endeudamiento a largo plazo, al que se le deduce los posibles impuestos, es decir, a las ganancias obtenidas por emitir un préstamo. El retorno que la empresa debe obtener deberá ser superior para poder justificar su endeudamiento. Como vemos, esta explicación hace referencia a la financiación ajena a la que puede tener acceso la empresa, y, su coste obviamente será el interés pactado con los prestamistas.

Con respecto al coste de capital propio, estaría formado por una tasa de interés libre de riesgo más un adicional por el riesgo al invertir en la empresa. El cálculo del adicional por el riesgo asumido está relacionado con el riesgo de todo el mercado accionario, ajustado luego por el riesgo específico de la empresa en cuestión.

¹³ PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

Por lo tanto, la estructura financiera de la empresa juega un papel clave en el valor de la empresa, tanto que, como explican Brealey y Myers (1988)¹⁴ muchas veces el objetivo a la hora de tomar decisiones financieras no es el de “maximizar el valor de mercado” sino el de “minimizar el coste medio ponderado de capital”.

Coste de los Recursos Ajenos (en adelante CRA): Los recursos ajenos o deuda general son aquellos derivados de fuentes financieras en las que la empresa se compromete a devolver la cantidad recibida y una serie de cantidades adicionales en concepto de intereses o cupones. El coste de la deuda será entonces el coste de los préstamos, intereses, y el coste de mercado de los bonos emitidos ponderados en la cantidad que se estime de cada uno (representado mediante K_d). Aunque a la hora de calcularlo no se tienen en cuenta, cuando se obtiene el coste efectivo final se deben considerar los ahorros fiscales generados.

El método a seguir para el cálculo del CRA es el siguiente:

$$CRA = K_d(1 - t)$$

Coste de los Recursos Propios (K_e según sus siglas en inglés): Al contrario de lo que ocurre con los recursos ajenos, los recursos propios son aquellos a los que la empresa no tiene que hacer frente en forma de devolución. Por este motivo no tienen un coste explícito, pero sí tienen un coste implícito o de oportunidad. Para su cálculo, el método más utilizado habitualmente es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). El modelo CAPM es el más conocido de los modelos rentabilidad-riesgo. Para su uso, partimos de dos concepciones básicas sobre los inversores:

- 1) Los inversores exigen rentabilidades esperadas “extras” por aceptar riesgos
- 2) parecen preocuparse predominantemente por el riesgo que no se puede eliminar por medio de la diversificación.

En términos técnicos, este modelo calcula el coste de los recursos propios sumando la rentabilidad que se exige a los bonos libres de riesgo, más una prima de rentabilidad que se exige al mercado (prima de mercado) multiplicado por un factor Beta. La Beta es la correlación entre la rentabilidad de una cartera de mercado y la compañía, es decir, el riesgo no diversificable del negocio. La fórmula quedaría así:

$$CRP = K_e = R_f + (Beta\ apalancada)(R_m - R_f)$$

Dónde:

R_f : Rentabilidad exigida a los bonos sin riesgo.

R_m : Rentabilidad exigida a una cartera de mercado.

Beta apalancada: Volatilidad de los títulos de la compañía comparada con la cartera de mercado.

Por último, y para dar por finalizado el coste de capital, debemos tener en cuenta la estructura financiera de la entidad para poder determinar la cantidad de recursos ajenos y propios utilizados (RRAA y RRPP respectivamente) para financiar su actividad,

¹⁴ BREALEY, R y MYERS, S. (1988). *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.

esto es, obtener el coste medio ponderado de capital (o WACC según sus siglas en inglés)¹⁵.

$$WACC = kd(1 - t) \frac{RRAA}{(RRPP + RRAA)} + ke \frac{RRPP}{(RRPP + RRAA)}$$

5.5.- Actualización de los flujos de caja.

En este paso del proceso de valoración, buscamos obtener el valor presente de los flujos de caja estimados a futuros, ya que los valores obtenidos hasta ahora son las estimaciones del flujo monetario que la empresa espera obtener pero en los años correspondientes. Para ello, debemos actualizar los flujos de caja a una tasa de descuento apropiada, para lo que usamos el WACC, que como ya he explicado anteriormente, es el coste medio ponderado de todas las fuentes de financiación de la empresa (Blanco Pascual, *et al*; 2007)¹⁶.

Tanto los flujos de caja calculados dentro del horizonte temporal, como el valor residual estimado para resumir los flujos fuera de ese mismo horizonte, deben actualizarse para conocer la capacidad que tiene la empresa de generar rentas futuras a día de hoy.

En cuanto al desarrollo matemático de este apartado, simplemente hay que descontar los flujos estimados usando el coste de capital de la siguiente forma:

$$\sum FCt / (1+WACC)^t$$

Dónde:

FCt= Flujo de caja correspondiente a cada uno de los años del horizonte temporal, incluyéndose aquí también el valor residual al quinto año.

WACC= Coste medio ponderado de capital, tasa de descuento.

t= año correspondiente al flujo de caja en cuestión, usado para el descuento.

5.6.- Valor de los Recursos Propios.

Llegados a este punto, y a través de todo el proceso explicado anteriormente, se ha obtenido el valor futuro estimado de la empresa objeto de estudio, o en otras palabras, la capacidad que tiene la compañía de generar rentas futuras a una tasa de crecimiento determinada y descontado al coste de capital calculado. Pero si se quiere profundizar en el estudio de la valoración de la empresa, se podría seguir desgranando y calculando los distintos elementos que la conforman; como por ejemplo, el valor de los recursos propios, es decir, la parte de la empresa que pertenece por completo a sus accionistas y dueños.

Es por ello que se debe diferenciar entre el valor total del negocio (o *Enterprise Value*) y el valor de sus recursos propios (o *Equity Value*). El valor total del negocio recoge la capitalización de mercado más la suma de todas las deudas de la empresa,

¹⁵ DIARIO EXPANSIÓN, ITURRIOZ DEL CAMPO, J. *El Coste de Capital*:

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/coste-de-capital.html>

¹⁶ BLANCO PASCUAL, L. *et al*. *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*.

incluido cualquier activo líquido, como caja, que la empresa no utiliza para llevar a cabo sus actividades normales. Por lo tanto, si el fin último del análisis es averiguar cuál es el valor real para los accionistas, se debe sustraer el importe total de las deudas al *Enterprise Value* obtenido.

6-. Valoración mediante Múltiplos.

6.1-. Introducción.

Este método de valoración se basa en la aplicación de ratios y presenta una gran sencillez y eficacia. Se realiza la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de otras empresas de las cuales sí se conoce su valor, bien porque coticen en bolsa, o bien porque han sido liquidadas en los últimos años (Montserrat *et al*, 2009)¹⁷. Para que los resultados obtenidos sean significativos, las empresas comparadas deben guardar ciertas similitudes entre sí, ya sea que pertenezcan al mismo sector, tamaños o facturación parecidos, mismos criterios contables, etc. Como se explicará más adelante, la información para la elaboración de este método para DIA (empresa estudiada) está disponible al ser una empresa cotizada, por lo que no será necesario la comparación con empresas similares para su cálculo, aunque sí para establecer conclusiones. El hecho de que la empresa estudiada cotice en bolsa ofrece ciertas ventajas y elimina las necesidades de ajuste que se tienen que realizar si la empresa objeto de estudio se está valorando mediante la comparación con empresas cotizadas.

Siguiendo en la misma línea, la valoración de múltiplos calcula el valor de una empresa a través del valor conocido de otras empresas comparables. Este método asume que los mercados son eficientes y que toda la información disponible está ya descontada en los precios. En principio, se puede diferenciar entre comparación directa (o *Direct Comparison Approach*) y la aproximación de acciones y deuda (o *Stock and Debt Approach*). En la comparación directa se calcula el valor de la empresa mediante la comparación con otras empresas que cotizan en bolsa, a través de cotizaciones bursátiles. Por otro lado, la aproximación de acciones y deuda calcula el valor de la empresa considerando la financiación, de tal modo que con la suma de los pasivos obtendremos el valor de la empresa (García Estévez; 2008)¹⁸.

Profundizando más en el primer método, se trata de identificar varias compañías cotizadas comparables a la que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de las empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio o múltiplo es luego aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa (Fernández; 1999)¹⁹. Como ya he explicado al inicio de este epígrafe, esto no es aplicable a la empresa objeto de estudio, ya que al ser una compañía cotizada, se pueden calcular los múltiplos directamente para ella, sin necesidad de llevar a cabo comparaciones con otras

¹⁷ MONTSERRAT, CASANOVAS, R. (2009). *Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Profit Editorial.

¹⁸ GARCÍA ESTÉVEZ, P. (2008). *El método de valoración por múltiplos*. Colección Finanzas.

¹⁹ FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables*. Universidad de Navarra.

empresas. Las comparaciones que se llevarán a cabo serán, una vez calculados los ratios correspondientes, con otras empresas que guarden similitudes significativas, o que por ejemplo, sean del mismo sector.

En definitiva, nos sirven para establecer diagnósticos de las situaciones favorables, desfavorables y, nos permiten ver la evolución de una empresa en el tiempo. Podemos ver con ellos la explicación del porqué una empresa puede ser líder en un sector y también porqué una empresa puede ir a la quiebra o la suspensión de pagos.

Sin embargo, tienen una serie de limitaciones en cuanto a su uso que pasará a enunciar (Pérez de Mendoza, de Murga; 2008)²⁰:

- Muchas empresas se dedican a varias líneas de negocio con lo que muchos ratios pueden dar valores inexactos.
- Cada empresa tiene diferentes prácticas contables y operativas por ejemplo: métodos LIFO, FIFO²¹, amortización lineal, dígitos etc.
- Son más exactos los coeficientes de competencia directa por similitud que los coeficientes sectoriales.
- Los estados financieros no tienen en cuenta la inflación y se basan en costes históricos.
- No están exentos de maquillajes y manipulaciones contables.
- No tienen en cuenta la obsolescencia de los activos.
- Los coeficientes son estáticos y no tienen en cuenta la proyección a futuro.

Por todo esto, resulta óptimo utilizar este método de valoración con otros mecanismos, a modo de método complementario, para completar la información obtenida y poder realizar juicios de valor, sobre todo si se está realizando mediante la comparación con empresas cotizadas. Una de las razones, como ya se ha visto al inicio de este apartado, es que su resultado puede no ser representativo del verdadero valor de la empresa a causa de la alta volatilidad que sufren algunos de los múltiplos utilizados (Ramírez; 2013)²²

6.2.- Pasos a realizar para llevar a cabo la valoración.

Podemos establecer cuatro pasos básicos en el empleo de los múltiplos:

- Asegurar que el múltiplo esté definido de forma consistente y medido uniformemente a lo largo de las empresas objeto de estudio.
- Analizar la distribución por secciones del múltiplo, no solo entre empresas del sector, sino también a través del mercado.
- Entender las variables fundamentales que determinan el múltiplo y cómo se vería afectado por sus cambios.

²⁰ PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

²¹ Los métodos LIFO (*Last in First out*) y FIFO (*First in First out*) son métodos de valoración de salidas de existencias. En el FIFO, se supone que el elemento de mayor antigüedad, será el primero en salir del inventario mientras que en el LIFO, el último elemento en entrar en *stock* será el primero en salir. Al ser los precios de entrada y salida distintos, esto tiene un impacto en las cuentas de la empresa.

²² RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L.

https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf

➤ Encontrar las empresas adecuadas para realizar comparaciones, controlando las diferencias que pueden persistir entre las mismas de tal forma que los múltiplos reflejen la realidad presente y futura de la sociedad objeto de valoración. Se deben considerar las similitudes existentes en el tamaño, crecimiento, rentabilidad o riesgo, entre otros aspectos, de las empresas objeto de comparación.

Por tanto, antes de calcular los múltiplos de valoración será necesario ajustar las magnitudes sobre las que se calcularán dichos múltiplos para lograr que se adecuen a la realidad presente y a las perspectivas futuras de la compañía.

Desde el punto de vista financiero, deben ser empresas con rentabilidad y apalancamiento parecidos; en definitiva, lo más parecidas posible a la empresa objetivo. Como variables, puede tomarse cualquier magnitud empresarial, pero suelen usarse los beneficios, las ventas, los metros cuadrados, el número de visitas (en empresas de nuevas tecnologías, los dividendos, EBIT, EBITDA, NOPAT, etc. (Montserrat, *et al*; 2009)²³. Al usar distintas hipótesis, y más de un ratio, se obtiene un rango de resultados posibles, en vez de un solo valor.

En el siguiente punto se expondrán los múltiplos más utilizados a la hora de valorar empresas, los elementos que los componen, y las situaciones en las que son de aplicación unos y otros.

6.3.- Múltiplos más utilizados.

6.3.1.- PER (Price to Earnings Ratio).

El PER es el ratio más utilizado en el mundo financiero para valorar empresas cotizadas, ya que relaciona el precio de la acción de una empresa, con los beneficios generados por la misma. Expresa la relación entre el precio de una acción de una empresa cotizada y el valor de las ganancias por acción que produce (Gibson; 2011)²⁴. El PER es ampliamente utilizado por inversores de todo el mundo, y es una de las técnicas más utilizadas a la hora de elegir oportunidades de inversión; un PER alto suele indicar que la empresa presenta buenas oportunidades de crecimiento, que sus ingresos son relativamente sólidos, y que su capitalización en el mercado es baja. Aunque esto suele ser cierto, puede que una empresa presente valores elevados utilizando este método, por ejemplo, porque las ganancias son pobres, dando lugar a sobrevaloraciones. Otro problema que puede presentar este ratio, y que ya expuse en el punto anterior, tiene que ver con la subjetividad y las diferencias entre empresas en cuanto a las ganancias. La cuestión radica en que las ganancias que las compañías presentan son cifras contables, y como tal, reflejan una serie de decisiones más o menos arbitrarias, basadas en los sistemas contables de cada empresa (Brealey, Myers; 2013)²⁵.

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de cotización de la acción}}{\text{Beneficio Neto por Acción}}$$

²³ MONTSERRAT, CASANOVAS, R. (2009). *Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Profit Editorial.

²⁴ GIBSON, C. (2011). *Financial reporting and Analysis*. South-Western.

²⁵ BREALEY, R y MYERS, S. (2013). *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.

Se podría decir que este ratio describe el número de veces que el precio de la acción contiene el beneficio neto, o en otras palabras, el número de años de beneficios que deben pasar para que los inversores recuperen el dinero invertido en la empresa. El uso del PER no está influenciado por la empresa o sector en el que opere, de ahí que sea el más empleado para valorar y seleccionar empresas en las que invertir.

6.3.2-. Precio/Cash Flow (en adelante PCFR).

Para este ratio, lo que nos ofrece el resultado es cuantas veces se paga el *Cash Flow*, es decir, cuantas veces contiene el precio el *Cash Flow* de la compañía. Es un ratio más representativo de la liquidez de la empresa, y de la capacidad de la misma de generar dinero relacionado con el precio pagado por la compañía. Como ya se ha explicado, a la hora de calcular los flujos de caja de una empresa, se desestiman conceptos que tienen que ver con su política contable (como pueden ser amortizaciones, valoraciones, depreciaciones, etc.) y contabilizamos solamente las entradas y salidas dinerarias reales. Se podría decir que este múltiplo es una corrección del anterior, buscando ofrecer un resultado más imparcial y real de los ingresos que puede generar una empresa para sus accionistas.

Este ratio, como el PER, es un ratio estático, lo que favorece su empleo en sectores cíclicos, donde la visibilidad de beneficios sea limitada. Los sectores químico y automovilístico suelen emplear con frecuencia este indicador, al igual que los sectores de energía y construcción. Sin embargo, no se muestra utilidad en empresas financieras, como bancos o aseguradoras, debido a la ausencia de sentido del concepto de *Cash Flow* en estas compañías (Ramírez; 2013)²⁶. El desarrollo quedaría así:

$$PCFR = \frac{\text{Precio de Cotización}}{\text{Cash Flow Neto por Acción}}$$

6.3.3-. Precio/ Valor Contable (P/VC).

El objetivo de este ratio es comparar el valor que la bolsa otorga a la compañía frente a su valor contable, atendiendo a los criterios de contabilidad utilizados, o su valor en libros. Como la información contable que ofrece una sociedad es información “estática”, ya que no ofrece expectativas futuras del negocio o el valor real de sus activos, el valor de la misma debe ser superior a su valor contable. Este ratio es muy sencillo de entender, si bien no suele dar conclusiones muy redundantes. A diferencia del PER y el PCFR, el Precio/Valor Contable es un ratio que no tiene en cuenta el concepto de rentabilidad, por lo que es aconsejable no utilizar el P/VC como único método de comparación (Hernández Blázquez, *et al*; 2000)²⁷.

²⁶ RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L.
https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf

²⁷HERNÁNDEZ BLÁZQUEZ, B. *et al*. (2000). *Bolsa y estadística bursátil*. Ediciones Díaz de Santos, S.A.

Siguiendo la lógica que conforma este ratio, el resultado nos ofrece dos posibles interpretaciones:

a) El valor obtenido es superior a la unidad, lo que indica que las expectativas futuras de crecimiento y rendimiento son superiores al valor contable, en otras palabras, el mercado valora la compañía por encima del valor estipulado en libros

b) Un resultado inferior a la unidad lo cual nos indicaría que el valor de mercado de la empresa es inferior al registrado en libros, por lo que de liquidarse la empresa, se recibiría más que vendiendo sus acciones en el mercado abierto.

Fijándonos en los métodos contables utilizados en España y otros países con legislaciones similares como pueden ser Francia o Alemania, se puede observar que las leyes y normas utilizadas ofrecen resultados prudentes y bastante conservadores, por lo que para empresas con domicilio social en países de este tipo, el múltiplo P/VC suele ser superior a la unidad.

En los últimos años, el mercado se ha fijado especialmente en este ratio y en el sector financiero. De hecho, todos los bancos españoles, por no hablar de los europeos o de los estadounidenses, han estado cotizando muy por debajo de su nivel contable. El mercado descontaba con ello que el valor contable y el valor de sus fondos propios estaba hinchado como consecuencia de que no había terminado de explotar la burbuja inmobiliaria (Ramírez; 2013)²⁸. Para calcularlo se utiliza la siguiente expresión:

$$P/VC = \frac{\text{Precio de la Acción}}{\text{Valor Contable por Acción}}$$

6.3.4. Múltiplo de *Enterprise Value*; EV/ EBITDA.

Para los tres múltiplos anteriores partíamos de conceptos relacionados con los procedimientos contables de la empresa y del valor de sus recursos propios. El *Enterprise Value* (EV), como ya se vió en el epígrafe 5.6 del valor de los recursos propios a la hora de calcular los flujos de caja, es un concepto financiero que mide el valor de mercado del capital empleado, que ya definimos con fondos propios más la deuda neta (Brun, *et al*; 2008)²⁹.

Para este ratio (*Enterprise Value*/EBITDA), cuanto más bajo sea su valor, mejor ya que más barata es la empresa. Es decir, cuantos más ingresos, o cuantos más flujos de caja pueda generar una empresa con un determinado nivel de capital empleado, mejor. El ratio EV es parecido a los del PER y PCFR, siendo la única diferencia que el EV mide el inverso de la rentabilidad de todo el capital invertido, mientras que el PER y PCFR miden solo el inverso de la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

²⁸ RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L.

https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf

²⁹ ³⁰ BRUN, X. *et al*. (2008). *Mercado de renta variable y mercado de divisas*. Bresca Editorial, S.L.

La ventaja del EV es que es más relevante para construir ratios de rentabilidad operativa ya que es una función del capital empleado en su conjunto. Sin embargo, la desventaja del EV (donde pierde relevancia respecto al PER) es que no mide la eficiencia de la estructura financiera de la empresa en cuestión. Es decir, el EV no distingue entre las empresas que tienen mayor o menor apalancamiento financiero (Brun, et al; 2008)³⁰.

En resumen, lo que diferencia estos múltiplos y los anteriormente mencionados, es que para estos se considera el valor total de la compañía, utilizando los datos sin tener en cuenta la estructura financiera de la empresa. El múltiplo EV/EBITDA considera el valor total de la empresa en función del número de veces los beneficios antes de intereses e impuestos.

7-. Valoración Estática de Empresas.

La valoración de empresas utilizando este método usa el balance de la misma para realizar las posibles hipótesis y obtener así resultados. Se trata de una valoración estática por esta misma razón, ya que el balance patrimonial refleja la situación de la empresa en un momento determinado, y no tiene en cuenta posibles hechos futuros ni la capacidad evolutiva de la compañía, al igual que otros factores de gran relevancia como pueden ser; la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, de contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables (Fernández; 2008)³¹. Como se ha visto anteriormente, esto puede generar una serie de problemas, ya que la capacidad de generar rentabilidades futuras no se tiene en cuenta siguiendo este método, y es una parte fundamental a la hora de aportar valor a la empresa.

Entre estos métodos, se pueden mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. Según Pablo Fernández (2008)³², solo el valor de liquidación tiene lógica, porque responde a la siguiente pregunta: ¿Cuánto se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa? Cabe destacar que estos métodos son empleados en determinadas situaciones o para determinadas empresas, como puede ser: compañías en situación de liquidación o cierre, empresas cuyos activos fijos tienen un peso importante dentro del balance, en determinadas ocasiones cuando se trata de valorar Pymes, y por último, en empresas cuyas previsiones futuras sean inciertas o difíciles de estimar. A continuación, se explicarán dos métodos de valoración siguiendo esta teoría, el valor teórico contable y el valor de liquidación.

Valor contable ajustado:

El valor contable ajustado o valor teórico contable es igual al valor de los recursos propios de la empresa, o lo que es lo mismo, el valor del patrimonio neto de

³¹ ³²FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.

la compañía. Se puede calcular como la diferencia entre el activo (fijo más corriente) menos el pasivo exigible, es decir, las deudas pendientes de pago que presenta la empresa en su contabilidad. El valor contable ajustado se calcula para evitar los posibles errores que derivan del uso del valor teórico contable, ya que está sujeto a los distintos criterios y a aportaciones subjetivas. Para ello, se valoran los elementos tanto del activo como del pasivo a su valor de mercado, por lo que la diferencia entre ambos importes dará lugar al patrimonio neto ajustado. Según la profesora Valls Martínez, este podría ser un buen método si al valor obtenido le sumamos el importe del fondo de comercio, que se habrá de calcular de forma independiente (Ramírez; 2013)³³.

Aunque este método mejora las limitaciones que presentaba el valor teórico contable, sigue ignorando las capacidades futuras de generar dinero por parte de la empresa, al ser un método estático.

Valor de liquidación:

El valor de liquidación es la cantidad de dinero que se podría obtener si se vendiera un activo o grupo de activos independientemente de su organización operativa. Este valor tiene un marcado contraste con el valor de negocio en marcha de una empresa, que es la cantidad en qué esta se podría vender como un negocio en operación continua. Pocas veces estos dos valores son equivalentes, y a veces las compañías valen más muertas que vivas (Van Horne, Wachowicz; 2002)³⁴.

En otras palabras, es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (Fernández; 2008)³⁵. Este valor que se obtiene es el valor mínimo de la compañía, ya que el valor de la continuidad aumentaría dicho resultado y no hace falta aclarar que este método solo se utiliza en una situación concreta; para aquellas empresas a las cuales se vaya proceder a liquidar.

Si para la valoración mediante el método de múltiplos se suele exigir la complementariedad de otro modelo de valoración, como suele ser el de descuento de flujos de caja, para los modelos de naturaleza estática, dadas sus limitaciones, la falta de otro modelo podría dar como resultado una valoración incompleta e insuficiente, de ahí que también sea necesario completar el estudio con otro método de valoración.

³³ RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L.
https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf

³⁴ VAN HORNE, J. y WACHOWICZ, J. (2002). *Fundamentos de administración financiera*. Pearson Educación.

³⁵ FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.

8-. APLICACIÓN PRÁCTICA.

Siguiendo con la estructura establecida para este trabajo en el apartado de metodología, a continuación se aplicarán los conceptos explicados para la valoración de empresas mediante los métodos de Descuento de Flujos de Caja y valoración por múltiplos.

Método Descuento de Flujos de Caja.

Este análisis financiero de DIA se basa en los datos recogidos del balance y la cuenta de PyG de la Compañía, y abarca un periodo de 5 años, es decir, desde 2010 hasta 2014, ya que son los últimos resultados publicados por la empresa. A continuación se presentan en un cuadro los Flujos de Caja para los años correspondientes, con el cálculo desglosado de la misma manera en la que aparece en la parte teórica del trabajo. A partir de este cuadro se estudiarán los conceptos que componen dicho cálculo, y los elementos que intervienen en su desarrollo. Todos los datos presentados en este cuadro se miden en Euros.

Figura 3. Flujos de Caja Libre de DIA.

Flujo de Caja Libre	2010	2011	2012	2013	2014
BAIT (1-T)	86.740,74	116.476,12	163.283,37	172.729,86	190.426,27
+Amortización	118.013,00	115.910,00	115.774,00	110.608	100.566
-CAPEX	149.904,00	129.902,00	-247.969,00	-380.154	877.061
-Incremento NOF	436.520	449.653,00	389.518,00	474.474,00	351.095,00
Cash Flow Libre	791.177,74	811.941,12	420.606,37	377.657,86	1.519.148,27

Fuente: Elaboración propia.

BAIT (1-T):

Como ya se dijo en el apartado 5 de este trabajo, obtenemos el Flujo de Caja libre de una compañía a partir del BAIT, que aparece desglosado en la cuenta de PyG dentro de la memoria de cualquier empresa. A este resultado, le restamos la parte correspondiente a la tasa impositiva, que no es una cifra que se mantiene igual para todos los años, si no que se calcula a partir del Beneficio antes de Impuestos (en adelante BAI) y los impuestos. Se trata de un porcentaje.

Figura 4. Cálculo de la tasa impositiva aplicable a DIA.

Periodo	2010	2011	2012	2013	2014
Cálculo tasa impositiva	21,30%	22,60%	26,78%	31,57%	25,91%

Fuente: Elaboración propia.

$$t = \frac{\text{Impuestos}}{\text{BAI}}$$

Como se puede observar, la tasa impositiva ha variado de un año a otro como consecuencia de los ingresos de DIA, y de las políticas impositivas aplicadas por parte

del Gobierno. Estos cambios tendrán su efecto sobre el Flujo de Caja calculado para cada año, ya que una mayor tasa supondrá una mayor salida de efectivo.

Amortización:

El dato correspondiente a la amortización de DIA se obtiene de las cuentas anuales publicadas por la Compañía, en concreto en la cuenta de PyG, y aparece deduciendo el resultado, como un gasto. Como ya se ha visto, las amortizaciones no suponen una salida real de dinero de la compañía, por lo que su importe debe ser añadido a la hora de calcular los flujos de caja, como aparece en cuadro anterior.

CAPEX:

Este dato, que representa la inversión o desinversión en inmovilizado por parte de DIA, muestra una variación drástica a lo largo del periodo estimado. Aquellos años que presenten una mayor inversión en inmovilizado supondrán una mayor salida de caja para ese periodo, por lo que aparecerán restando en el cálculo del flujo de ese año. Por el contrario, como se puede observar en el cuadro de los Flujos de Caja, existe una marcada variación en el importe correspondiente al CAPEX, pasando de inversión a desinversión.

Para el año 2012 se aprecia una inversión en inmovilizado por un importe de 247.969€ (aparece restando en el cálculo) mientras que en el año 2014 se observa una desinversión por valor de 877.061€ (aparece sumando en el cálculo). Para buscar una explicación razonable a este hecho, se debe profundizar en las políticas empleadas por la Compañía durante estos años, como se puede ver en el epígrafe 4 de este trabajo. DIA vendió todos sus establecimientos en Francia, valorados en 600 millones de euros, y la repercusión de esto se ve claramente en la alteración del CAPEX cuando se calculan los flujos de caja. El CAPEX, al ser una inversión, se expresa en Euros.

$$CAPEX_x = (AFN + AMZ)_x - AFN_{x-1}$$

Figura 5. Representación del CAPEX de DIA.

Periodo	2010	2011	2012	2013		2014
CAPEX	-149.904	-129.902	247.969	380.154		- 877.061

Fuente: Elaboración propia.

Incremento NOF:

Este elemento representa las capacidades que tiene DIA de hacer frente al pago de sus acreedores comerciales usando únicamente los elementos del activo corriente de la Empresa relacionados con la actividad normal de la misma, es decir, el existencias, la tesorería y clientes. Se calcula como la diferencia de estos elementos del activo corriente menos los acreedores comerciales, situados dentro del epígrafe de pasivo corriente del balance de situación de la empresa. Para obtener el incremento o disminución, restamos las NOF de un ejercicio con el anterior.

Como se puede observar en el cuadro del cálculo de los Flujos de Caja Libres, se ha producido una disminución estable año tras año de las NOF, razón por la cual

aparecen aumentando el importe estimado de los flujos. Si se estudian los balances de DIA a lo largo de este periodo se puede observar que la cuenta de acreedores comerciales ha aumentado ejercicio tras ejercicio de manera constante, además, la cuenta de existencias ha evolucionado de manera contraria. He aquí la razón por la cual el importe de las NOF ha ido disminuyendo, y aunque sí que es verdad que la cifra correspondiente a clientes ha aumentado según pasaban los ejercicios, no ha sido suficiente para contrarrestar dicha tendencia. Estos valores se miden en Euros.

$$NOF = (Clientes + tesorería + existencias) - Proveedores$$

Figura 6. Valores obtenidos para las NOF de DIA.

Periodo	2010	2011	2012	2013	2014
NOF	-436.520	-449.653	-389.518	-474.474	-351.095

Fuente: Elaboración propia.

Una vez calculados los Flujos de Caja Libre, pasamos al cálculo de la tasa de descuento, es decir, el WACC.

Cálculo del WACC:

Como ya se ha visto en el epígrafe 5 de este trabajo, el WACC (o coste de capital medio ponderado) corresponde a la tasa efectiva a la que se descontarán los flujos de caja estimados como el valor residual. Este valor, en forma de porcentaje, está íntimamente relacionado con la estructura de capital de DIA, y su coste varía en función del CRP y el CRA. En otras palabras, es el valor de retorno que exigirán tanto los accionistas (CRP) como los deudores de DIA (CRA). A continuación se expondrán los porcentajes de recursos propios y recursos ajenos de la Compañía con respecto a la estructura total, además de sus respectivos costes.

Figura 7. Porcentaje y coste de los recursos propios y ajenos de DIA.

WACC	2010	2011	2012	2013	2014
Recursos Propios (%)	45,59%	28,86%	31,19%	30,15%	15,39%
Recursos Ajenos (%)	54,41%	71,14%	68,81%	69,85%	84,61%
Coste RP	7,47%	9,31%	8,63%	5,77%	7,74%
Coste RA					8,48795%

Fuente: Elaboración propia.

El cambio en el porcentaje de RRPP de 2014 con respecto a 2013 se debe a una compensación con cargo al patrimonio por parte de DIA de las pérdidas en el ejercicio de 2013. Para entender los cálculos de los CRP y CRA se adjuntarán las fórmulas correspondientes, vistas en el epígrafe 5.4 del trabajo:

$$CRA = Kd(1 - t)$$

$$CRP = Ke = Rf + (Beta\ apalancada)(Rm - Rf)$$

Una vez obtenida la estructura de los RRPP y RRAA de DIA junto con sus costes, el siguiente paso es obtener el valor del WACC, a partir de los datos hallados para el último ejercicio, y utilizando la fórmula correspondiente:

$$WACC = kd(1 - t) \frac{RRAA}{(RRPP + RRAA)} + ke \frac{RRPP}{(RRPP + RRAA)}$$

En este caso, la tasa a la que se deben descontar los flujos estimados, además del VR, es de 6,20%.

Cálculo del VR:

El cálculo del VR se suele hacer a partir del último flujo de caja estimado. Pero como ya se ha visto en el apartado 5.3 del trabajo, si este último flujo de caja presenta operaciones que no corresponden con la actividad normal de la empresa, la estimación del VR puede resultar distorsionada y equívoca, ya que se estarán considerando cifras que son puntuales. Como en 2014 DIA llevo a cabo una desinversión considerable en inmovilizado con la venta de sus establecimientos en Francia afectando al valor del CAPEX, para este cálculo se tendrá en cuenta el valor estimado para el Flujo de Caja del ejercicio 2013, ya que es más representativo de la actividad ordinaria de la Compañía. La fórmula correspondiente al VR es la siguiente:

$$VR = \frac{(FC5(1+g))}{(WACC-g)}$$

Utilizando los datos correspondientes al penúltimo Flujo de Caja, la tasa de descuento anteriormente calculada, y una tasa de crecimiento del sector de 0,50%, se obtiene que el VR, es decir, el valor de la empresa proyectado a perpetuidad es de 7.718.408,08€.

Actualización de los Flujos de Caja:

Una vez estimados los Flujos de Caja, el VR y la tasa de descuento, estimaremos el valor de DIA para el ejercicio 2011 usando la fórmula de descuento, que corresponde con el primer flujo de caja estimado. La fórmula es la siguiente:

$$\sum FCt / (1+WACC)^t$$

Se trata de descontar cada uno de los flujos teniendo en cuenta el ejercicio correspondiente de cada uno y el WACC calculado anteriormente. Posteriormente, los flujos de caja actualizados son sumados para conocer el valor total de DIA en 2011. Un cuadro con el desarrollo y los resultados, expresados en Euros, se adjuntan a continuación:

Figura 8. Flujos de Caja Descontados para cada periodo estudiado y total.

Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL
DFCL	744.988,46	719.905,52	351.157,78	377.659,13	8.842.955,00	11.036.665,89

Fuente: Elaboración propia.

Este cuadro representa el valor de los flujos de caja de cada periodo actualizado al año 2010, utilizando el WACC estimado de 6,20% como tasa de descuento, además del valor total de la empresa o *Enterprise Value*, que es igual al total de la suma de dichos Flujos de Caja actualizados. Esto es por tanto, el valor total de DIA a 2010 utilizando el modelo de Descuento de Flujos de Caja: **11.036.665,89€**.

Valor de los Recursos Propios:

Se debe recordar que este método permite analizar no sólo el valor de la empresa en su totalidad, lo que se conoce como *Enterprise Value*, sino que permite conocer que parte de ese valor pertenece únicamente a los dueños y accionistas de DIA. Como ya se vió en el apartado 5.6 de este trabajo, esto se conoce como *Equity Value*, y no es más que la diferencia entre el *Enterprise Value* y el total de la financiación ajena que ha utilizado DIA en 2010. Por tanto:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Deuda Financiera Neta}$$

La deuda financiera de DIA en 2010 supone un total de 408.485€, por lo que:

Figura 9. Cálculo del *Equity Value* de DIA.

Valor Empresa (EV)	11.036.665,89€
DFN	408.485,00€
Equity	10.628.180,89€

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, el valor que realmente pertenece a los accionistas de DIA a 2010 es de 10.628.180,89€.

Con esto se da por finalizado el método de Descuento de Flujos de Caja. A continuación se presentará la aplicación práctica de los múltiplos estudiados en la parte teórica del trabajo.

Método de Valoración por Múltiplos.

Al contrario que en el método anterior, para este mecanismo solo se necesitan los datos de un ejercicio para estimar su valor en ese mismo ejercicio, por lo que a efectos prácticos, se estimará el valor de DIA mediante múltiplos para el año 2014.

1. *Price to Earnings Ratio* (PER). Como ya se ha dicho, la valoración por múltiplos utiliza ratios para sus cálculos, siendo el más utilizado el PER. El significado literal de este ratio indica cuantas veces el beneficio de una empresa está dentro del precio por acción de la misma. Para su cálculo, se utilizan dos precios de la acción; el precio máximo y el precio mínimo al que haya cotizado durante 2014. Esto da lugar a dos múltiplos, un PER máximo y otro mínimo cuya media dará lugar al PER real. Como ya se vio en el punto 6.3, la fórmula del PER pone en relación el precio de la acción con el beneficio neto por acción de la siguiente manera:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de cotización de la acción}}{\text{Beneficio Neto por Acción}}$$

Figura 10. Cálculo del PER real de DIA.

DATOS	
pmax 2014	7,04€
pmin 2014	4,96€
BPA 2014	0,41€
PER máx.	16,96
Per min	11,95
PER real	14,46

Fuente: Elaboración propia.

Este múltiplo ofrece conclusiones sobre la situación de las acciones de una sociedad, es decir, si dichas acciones se encuentran sobrevaloradas o infravaloradas. En el caso de DIA, con un PER real de 14,46 veces, el comprador de dicha acción estará ofreciendo 14,46€ por cada euro invertido, o en otras palabras, los inversores tardarían 14,46 años en recuperar la totalidad del dinero invertido, manteniendo los beneficios constantes. Como se trata de un PER levemente elevado, se recomendaría una compra moderada de dichas acciones, ya que por ejemplo, si se tiene en cuenta el PER de 2013, observamos que era de 17,87, por lo que aún existen posibilidades de crecimiento de este ratio.

2. Precio/*Cash Flow* (P/CF). Este ratio es parecido al anterior, ya que permite analizar cuantas veces el Flujo de Caja por acción esta contenido dentro del precio por acción. Al estar utilizando el Flujo de Caja como uno de los elementos de este ratio, esto nos permite hacernos una idea sobre la liquidez de la empresa, ya que se están empleando conceptos puramente monetarios. La fórmula es la siguiente:

$$PCFR = \frac{\text{Precio de Cotización}}{\text{Cash Flow Neto por Acción}}$$

Para el precio de cotización se suele utilizar el precio de cierre del año en cuestión, mientras que el cálculo del *Cash Flow* Neto por acción, es la suma del Beneficio neto más las amortizaciones dividido entre el número de acciones en circulación de dicho año. Como DIA presentaba pérdidas en el ejercicio de 2014 con un Beneficio neto negativo de (391946€), para el cálculo de este ratio se han utilizado los datos de 2013.

Figura 11. Calculo del *Price to Cash Flow* de DIA.

DATOS	
pcierre 2013	6,35€
nº de acciones cotizadas 2013	655.272.360
CFNA	0,00033€/acc
P/CFNR	17,06

Fuente: Elaboración propia.

Este ratio permite estudiar los fondos que genera DIA por acción, y

refleja la mejor realidad de la situación financiera de la sociedad ya que no se incluyen aspectos contables dentro del análisis, sino hechos relacionados con las operaciones de la empresa. Cuanto más elevado sea este ratio, mayores serán las expectativas de crecimiento. Si se compara con el valor obtenido en 2012 de 10,55, se observa que se ha producido un crecimiento. Este crecimiento puede estar relacionado con las expectativas de los accionistas de DIA, ya sea porque se espera un crecimiento de Dividendos o porque la acción presenta cada vez menos riesgo.

3. Precio/Valor Contable (P/VC). Este ratio resulta muy útil para comparar el valor que el mercado asigna a DIA, frente al valor contable de la misma, es decir, su valor real frente al valor estipulado en la contabilidad. La fórmula queda así:

$$P/VC = \frac{\text{Precio de la Acción}}{\text{Valor Contable por Acción}}$$

Donde el valor contable por acción es el resultado de dividir el total de los fondos propios correspondientes a 2014 entre el número de acciones en circulación de ese mismo año. A continuación se presenta un cuadro con los datos y resultado:

Figura 12. Cálculo del P/VC de DIA.

DATOS	
pcierre 2014	5,62€
nº de acciones cotizadas 2014	651.071.000
Valor Contable	0,00049€
P/VC	11,45

Fuente: Elaboración propia.

Como este valor es superior a la unidad se puede decir que las expectativas que el mercado tiene acerca de la Compañía son superiores al valor que DIA presenta en sus cuentas. También debe aclararse que este valor se debe a una disminución del valor de los recursos propios por las pérdidas de ejercicios anteriores, lo que provoca un aumento de este ratio. Este hecho también explica la notable diferencia de este ratio con respecto al año anterior, con un valor de 5,28.

4. Múltiplo de *Enterprise Value*; EV/ EBITDA. Como ya se vio en el apartado 6.3.4 este ratio ofrece una imagen parecida a la que ofrecen el PER y P/CFR, con la diferencia de que incluye la totalidad del capital invertido, no solo el aportado por los accionistas. A continuación se expondrá la fórmula del múltiplo, junto con los datos y resultado obtenido:

$$EV/EBITDA = \frac{((P_{cierre} \times N^{\circ} acc. cotizadas) + DFN)}{(EBITDA) \div 1000}$$

Figura 13. Múltiplo EV/EBITDA de DIA.

DATOS	
pcierre 2014	5,62€
nº de acciones cotizadas 2014	651.071.000
DFN	750794€
EBITDA	364.214,00€
EV/EBITDA	10,05

Fuente: Elaboración propia.

Este ratio es de gran utilidad a la hora de comparar empresas con estructuras de deuda completamente diferentes, por lo que para obtener conclusiones razonables se debe comparar con el múltiplo medio de la industria. Por ejemplo, el múltiplo medio para el sector de los supermercados era de 6,73 en 2012, y considerando el crecimiento del sector a 2014, se puede decir que DIA presenta resultados acordes con el sector.

9-. Conclusión.

Este trabajo ha puesto de manifiesto las técnicas más relevantes de la valoración de empresas, estableciendo las bases de los distintos métodos y el proceso que sigue cada uno para establecer una valoración certera y acorde con la realidad financiera de las compañías. Las conclusiones teóricas establecidas han sido complementadas con el análisis financiero de DIA, entidad que ha sido valorada usando algunos de los métodos más importantes.

Se han tratado, con profundidad, tres de los métodos más utilizados en el ámbito empresarial para llevar a cabo las valoraciones: el Descuento de Flujos de Caja, la valoración mediante múltiplos y la valoración estática. Cada uno de estos modelos se basa en hipótesis diferentes, por lo que muchas veces se utilizan a modo complementario, para obtener resultados más fiables y precisos.

Se ha visto cómo el método de **Descuento de Flujo de Caja** parte del principio contable de **empresa en funcionamiento**, es decir, que la empresa mantendrá un crecimiento constante perpetuo. Es necesario tener en cuenta esta realidad a la hora de usar este modelo para valorar empresas. Según este método gran parte del valor radica en las expectativas futuras de generar flujo monetario por parte de la compañía. Como ya se ha visto en el trabajo, usando las cuentas anuales de una entidad como base, en concreto el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, se parte del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) como valor inicial. A esta cifra se le añaden todas las operaciones contables que no hayan supuesto una salida real de dinero mientras que se le deducen todas aquellas cuentas de ingreso que no hayan supuesto una entrada real de efectivo, siendo el Flujo de Caja el resultado final. Se utiliza un periodo temporal que suele ser de cinco ejercicios, aunque esta cifra varía según la empresa, el sector en el que opera, etc. Por lo tanto, se estiman cinco Flujos de Caja más un valor residual para establecer el valor de la empresa a partir del quinto año, y son

descontados a la tasa correspondiente (WACC). Todo ellos para obtener el valor total actual de la empresa, conocido como *Enterprise Value*.

Por otro lado, en la **valoración mediante múltiplos** expuesta en este trabajo se han tratado cuatro ratios en concreto:

- El *Price to Earnings Ratio (PER)* pone en relación la capitalización bursátil frente al Beneficio por Acción, permitiendo obtener conclusiones básicas a los accionistas y futuros inversores sobre la situación financiera de la sociedad. Mide la cantidad de veces que el precio de la acción contiene al beneficio que produce la misma, en otras palabras, manteniendo el beneficio constante, la cantidad de años que deben pasar para poder recuperar la inversión realizada.
- El *Price to Cash Flow Ratio (PCFR)* es un múltiplo que comparte similitudes con el anterior, ya que también usa el precio de la acción junto con el Flujo de Caja para establecer conclusiones sobre la situación de una compañía. Como se explica en este trabajo, el resultado no está sesgado por la normativa contable de una sociedad; al utilizar el Flujo de Caja solo emplea aquellas cuentas puramente monetarias. En concreto, establece el número de veces que el precio de la acción contiene la capacidad de generar dinero por parte de la empresa.
- Por el contrario, se podría decir que el *Precio/Valor contable (P/VC)* ayuda a establecer conclusiones opuestas. Al usar el valor contable de la compañía, el resultado está ligado a la política contable de una sociedad y/o país, por lo que hace que tenga menor contenido financiero. El precio de la acción refleja las expectativas que el mercado tiene acerca de una compañía, mientras que el valor contable es un reflejo estático que no tiene en cuenta la rentabilidad de la empresa. Como ya se concluyó en el trabajo, para garantizar la viabilidad futura de una sociedad este ratio debe ser superior a la unidad, y no es aconsejable utilizarlo como único método de valoración.
- El último múltiplo estudiado es el *Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)* y ofrece una imagen global de la situación de la empresa. En vez de utilizar el precio por acción, emplea el valor total de la empresa, junto con sus resultados anuales. Si el PER establece conclusiones a nivel individual para los accionistas, este ratio ofrece una imagen global de la rentabilidad de la entidad.

Para finalizar, el último método visto en este trabajo es el de la **Valoración Estática**. La diversa literatura al respecto califica este método como el opuesto al Descuento de Flujos de Caja, puesto que no tiene en cuenta la evolución futura del negocio. El *Valor Contable Ajustado* es igual al valor de las aportaciones por parte de

los socios, los recursos propios, y establece que su valor es el mejor reflejo del valor de una compañía. Otro valor estático que se suele utilizar para valorar una empresa es el de su Valor de Liquidación, o el valor de venta de todos sus activos independientemente de su estructura operativa. Como se puede intuir, este método se suele utilizar para situaciones y empresas determinadas, como por ejemplo en situaciones de concurso de acreedores.

Como ya se ha visto con alguno de los múltiplos explicados, la relación entre estos métodos es más que evidente. Se puede concluir que para poder establecer una imagen fiable de una empresa lo más aconsejable es complementar los distintos modelos y sus resultados. Cada uno entiende la realidad empresarial de manera distinta, como por ejemplo, su desarrollo futuro. Estas conclusiones teóricas están firmemente apoyadas por los resultados obtenidos en el apartado práctico de este trabajo, con la valoración de DIA mediante el Descuento de Flujos de Caja y la aplicación de los Múltiplos estudiados.

10-. Bibliografía.

BLANCO PASCUAL, L. *et al.* (2007). *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos.*

BREALEY, R y MYERS, S. (2013). *Fundamentos de Financiación Empresarial.* McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.

BRUN, X. *et al.* (2008). *Mercado de renta variable y mercado de divisas.* Bresca Editorial, S.L.

CALLEJA, J.L. (2003). *El Fondo de Maniobra y las necesidades operativas de fondos.* Departamento de publicaciones IE Business School.

DIARIO EXPANSIÓN, BOAL VELASCO, N. Versión web (18/02/2015):
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/capital-cash-flow.html>

DIARIO EXPANSIÓN, ITURRIOZ DEL CAMPO, J. *El Coste de Capital:*
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/coste-de-capital.html>

FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables.* Universidad de Navarra.

FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas.* Universidad de Navarra.

GARCÍA ESTÉVEZ, P. (2008). *El método de valoración por múltiplos.* Colección Finanzas.

GIBSON, C. (2011). *Financial reporting and Analysis.* South-Western.

HERNÁNDEZ BLÁZQUEZ, B. *et al.* (2000). *Bolsa y estadística bursátil.* Ediciones Díaz de Santos, S.A.

MONTSERRAT, CASANOVAS, R. (2009). *Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas.* Profit Editorial.

PÁGINA WEB CNMV: <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

PÁGINA WEB DIA CORPORATE: <http://www.diacorporate.com/es/>

PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera.* Ed. Aranzadi, S.A

RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada.* Inversor Ediciones, S.L.
[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual Valorar empresa Cotizada.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual%20Valorar%20empresa%20Cotizada.pdf)

VAQUERO LAFUENTE, M.E. (2009). *Principios básicos de Dirección Financiera.* Compañía Española de reprografía y servicios, S.A.

VAN HORNE, J. y WACHOWICZ, J. (2002). *Fundamentos de administración financiera.* Pearson Educación.

