



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

VALORACIÓN MERCADONA

Autor: Pablo Masiá Pérez-Manglano

Director: Alvaro Caballo Trébol

Abstract

PEST ANALYSIS	
<p>Macroeconomic analysis</p> <p>Demographic analysis</p>	<p>The first chapter talks, about the economic and demographic situation of the country and its possible evolution in the coming years.</p>
FOOD DISTRIBUTION SECTOR	
<p>Evolution</p> <p>Present of the sector</p>	<p>In chapter two, talks about the food distribution sector, which operates the company, and a study about the evolution and current industry in Spain is made.</p>
INTERNAL ANALYSIS	
<p>History of Mercadona</p> <p>Management model</p> <p>Analysis D.A.F.O.</p>	<p>Following an internal analysis of the company is studied, which I pretend to obtain what is their strategy and what are the threats strengths weaknesses and opportunities that can be done.</p>
FINANCIAL ANALYSIS	
<p>Balance sheet</p> <p>Profit and loss account</p> <p>Ratios analysis</p>	<p>An analysis of the balance sheet and the income statement is made, to see how they evolve each of the parts and the possible evolution in the near future. In addition, it has also analyzed a solvency analysis of the company through various financial ratios.</p>
VALUATION METHODS	
<p>Description of the principal methods</p> <p>Methods used</p>	<p>Then before using the valuation methods, I proceeded to explain the existing valuation methods and which ones are the most accurate in valuing companies.</p>
VALUATION OF MERCADONA	
<p>Free cash flow</p> <p>Multiples method</p>	<p>After explaining each of them I have used the method of discounted cash flows and valuation of multiples</p>

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1	INTRODUCCIÓN AL TRABAJO FIN DE MÁSTER	6
2	OBJETIVO DEL TRABAJO FIN DE MÁSTER Y JUSTIFICACIÓN DE LAS ASIGNATURAS RELACIONADAS	7
3	ANÁLISIS DEL ENTORNO	8
3.1	ANÁLISIS PEST	8
4	EL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN	12
4.1	HISTORIA Y ACTUALIDAD DEL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN	13
4.2	EL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN EN ESPAÑA	13
5	DESCRIPCIÓN GENERAL DE MERCADONA	18
5.1	HISTORIA Y ACTUALIDAD DE MERCADONA	18
5.2	EL MODELO DE GESTIÓN DE MERCADONA	19
5.3	ANÁLISIS D.A.F.O.	22
6	ANÁLISIS FINANCIERO DE MERCADONA	25
6.1	ANÁLISIS DEL BALANCE DE SITUACIÓN	25
6.2	FONDO DE MANIOBRA	27
6.3	RATIOS FINANCIEROS	28
6.3.1	<i>Ratios de liquidez</i>	28
6.3.2	<i>Ratios de endeudamiento</i>	29
6.3.3	<i>Otros ratios</i>	31
6.4	ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	32
7	MÉTODOS DE VALORACIÓN UTILIZADOS	35
7.1	MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE	35
7.2	MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES	36
7.3	MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS (CASH FLOW)	37
7.4	MÉTODOS COMPUESTOS	40
8	VALORACIÓN DE MERCADONA	40
8.1	VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS	41
8.2	CÁLCULO DEL COSTE MEDIO DEL CAPITAL	41
8.3	PROYECCIONES FINANCIERAS	44
	LAS PROYECCIONES TIENEN COMO OBJETIVO INTENTAR DETERMINAR EL COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA DURANTE LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS DE LA ACTIVIDAD DE LA MANERA MÁS REAL POSIBLE.	
	44
8.4	CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL	50
9	MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	52
10	CONCLUSIONES	53
11	BIBLIOGRAFIA	55
12	ANEXOS	57

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Evolución de la confianza del consumidor. _____	9
Ilustración 2. Evolución del IPC. Fuente: INE _____	10
Ilustración 3. Evolución de la población. Fuente: INE _____	11
Ilustración 4. Pirámide de población española. Fuente: INE _____	12
Ilustración 5. Cuota de mercado 2015 _____	15
Ilustración 6. Evolución de la Marca blanca. Fuente_ Kantar Worldpanel _____	16
Ilustración 7. Modelo de gestión. Fuente: Informe Mercadona 2014. _____	19
Ilustración 8. Métodos de valoración. Fuente: P. Fernández, 2002. Elaboración Propia. _	35
Ilustración 9. Metodología flujos de caja libre. Elaboración propia. _____	39
Ilustración 10. Balance financiero. Fuente: P. Fernández, 2002. Elaboración propia. ____	39

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Balance de Situación. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona _____	26
Tabla 2. Evolución del Fondo de Maniobra. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona _____	28
Tabla 3. Ratios de Liquidez Mercadona _____	28
Tabla 4. Ratios de endeudamiento _____	29
Tabla 5. ROE Y ROA, Mercadona. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona _____	31
Tabla 6. Cuenta de resultados. Mercadona. Fuente: Cuentas Anuales 2014 _____	32
Tabla 7. Evolución de la Cuenta de Resultados. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona ____	34
Tabla 8. Composición del pasivo de Mercadona. Elaboración propia _____	42
Tabla 9. Composición del pasivo de los competidores. Fuente: Cuentas Anuales Dia ____	42
Tabla 10. Evolución IBEX-35. Fuente: Yahoo finance _____	43
Tabla 11. Betas competidores. Fuente: Damadoran. _____	44
Tabla 12. Evolución PIB, IPC y Ventas Mercadona. Fuente: INE _____	45
Tabla 13. Estimación datos económicos. Fuente: Banco de España. _____	46
Tabla 14. Evolución de las ventas. Elaboración propia. _____	47
Tabla 15. Evolución gastos de explotación. Elaboración propia. _____	48
Tabla 16. Evolución CAPEX y amortización. Elaboración propia. _____	48
Tabla 17. Cálculo de las NOF. Elaboración propia. _____	48
Tabla 18. Cálculo de los flujos de caja libre. Elaboración propia. _____	49
Tabla 19. Escenario Optimista de Mercadona. Elaboración propia. _____	50
Tabla 20. Escenario pesimista de Mercadona. Elaboración propia. _____	50
Tabla 21. Cálculo del Valor Residual. Elaboración propia. _____	51
Tabla 22. Múltiplos compañías comparables. Fuente: Damadoran. _____	52
Tabla 23. Rango de valoración por múltiplos. Elaboración propia. _____	52

1 Introducción al Trabajo fin de Máster

Mi Trabajo fin de Máster, va a consistir en la estimación del valor intrínseco de una compañía que no cotiza en la bolsa española (IBEX – 35), al final me he decantado por intentar estimar el precio objetivo de la compañía valenciana de supermercados (Mercadona). Estudiaré a través de tres métodos de valoración fundamentales como son: el modelo de descuento de flujos de caja libre para la firma, el modelo de descuento de dividendos y el modelo por múltiplos de empresas comparables. En primer lugar, se va hacer un pequeño estudio de la situación económica de España, más adelante se hará un estudio de la compañía, dónde se describirá en qué mercado opera, cuales son las expectativas de crecimiento de la compañía, es decir, si tienen previsto expandirse tanto a nivel nacional como internacional; también se estudiará cuales son sus principales competidores, para ello, se hará una análisis D.A.F.O y un análisis del sector, para poder concluir si tiene alguna ventaja competitiva o no; y para concluir con esta primera etapa, se estudiará cual es la posible evolución del mercado donde opera.

Posteriormente habrá otra etapa, dónde se extraerá información contable de carácter público a través de las cuentas anuales auditadas durante los últimos tres - cuatro años, he considerado que hay que empezar a estudiar la compañía a partir de este intervalo de tres a cuatro años y no de dos años o uno para tener una visión más completa de cómo ha ido evolucionando.

En la siguiente etapa, se procesará para obtener las variables de interés, flujo de caja libre, pero para ello se hará previamente una proyección de las distintas partidas como las ventas, los costes de aprovisionamiento, cálculo del CAPEX, amortización y también se estimará su comportamiento en los próximos años, la tasa de crecimiento de la compañía la estimaré en base a todos los estudios previos, y basándome también en análisis por parte de expertos en el sector. Estas variables junto con otras como la tasa de descuento se integran en los modelos de valoración. A continuación se hará una comparativa con las compañías competidoras y finalmente se identificará cual es el valor de Mercadona.

2 Objetivo del Trabajo fin de Máster y justificación de las asignaturas relacionadas

El objetivo primordial de este trabajo fin de Máster, es conocer cual es el valor de una de las principales distribuidoras alimentarias españolas (Mercadona) en caso de que saliese a cotizar. Además también se estudiará cual es el posicionamiento de Mercadona dentro del sector de la distribución alimentario español y estudiar la situación económico-financiera de la compañía y hacer una comparativa con algunas de las compañías mas importantes en este sector.

El motivo por el cual he decidido realizar este trabajo, se debe a mi interés por la valoración de compañías, y conocer cómo funcionan y evolucionan las compañías de un sector tan básico como es la distribución comercial.

A continuación, se detallan algunas asignaturas que han sido cursadas durante el Máster Universitario en Finanzas con las que tienen relación con el presenta trabajo y que por tanto, sirven de apoyo para llevarlo acabo.

- Finanzas Cooperativas; es una de las asignaturas que más me esta ayudando, ya que el objetivo principal de esta asignatura han sido abordar las principales cuestiones que afectan al área financiera de una compañía desde un punto de vista de estrategia empresarial. Fundamentalmente cuestiones de rentabilidad y coste que afectan a la totalidad de la empresa y que por lo tanto tiene unos efectos a la hora de valorar una compañía.
- Análisis de coyuntura económico financiera, dado que se utilizan teorías y técnicas para analizar el entorno tanto macroeconómico como microeconómico, me ha ayudado para realizar tanto el análisis interno como externo de la compañía.
- Estrategia financiera, puesto que es una asignatura en la que se enseña que la estrategia financiera juega un papel clave en la consecución de los objetivos y además también sirve para valorar futuras decisiones sobre el negocio y conocer así si se crea o no valor económico para la empresa.
- Análisis financiero y gestión financiera, se estudia el análisis económico financiero de las compañías para estudiarla y poder hacer posteriormente una comparativa con el sector en el que actúa. Como puede ser análisis de la cuenta de resultados, estado de flujos de caja y ratios financieros.

3 Análisis del entorno

Analizar el entorno en el que se opera la compañía es esencial, de cara las futuras tomas de decisiones. Para ello voy a elaborar un análisis PEST, que aborda temas esenciales como los factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos.

3.1 Análisis PEST

FACTORES POLITICO - ECONÓMICOS

Para realizar el análisis PEST, me he apoyado en el boletín publicado por el Banco de España.

Los datos proporcionados en el boletín nos informan de que los indicadores coyunturales referidos al primer trimestre de 2015 muestran, un perfil de recuperación de la demanda interna, en un entorno de mejora progresiva de las condiciones del mercado de trabajo y de relajación paulatina de las condiciones financieras.

En el año 2014 la economía española confirmó la recuperación económica, ya que a medida que avanzaba el año, se produjo un incremento en el empleo, debido a las políticas fiscales y monetarias, una mayor confianza y cambios estructurales. Todo esto, condujo a un crecimiento del PIB superior a lo esperado, un crecimiento del 1,4%, gracias a la demanda nacional. Hay que destacar que tanto el consumo como la inversión productiva tuvo un crecimiento sostenido. Según los especialistas, el PIB crecerá sobre el 2,8% en el año 2015 y 2016, y se producirá un aumento de la tasa de empleo cerca del 18%. En cuanto al panorama económico europeo, destacar que la economía europea, crecerá en torno al 1,4% en el año 2015 y del 2,3% en el 2016, todo esto apoyado por la política expansiva de Europa (Quantitative Easing) y a la devaluación del euro, que contribuirán favorablemente a un incremento de las exportaciones.

Otro de los factores externos, que indican buenas noticias es la caída del precio del petróleo en un 50%, situándose en los 60 dólares por barril Brent y por lo tanto supone una reducción en los costes.

En cuanto a la política fiscal cabe destacar, que la rebaja impositiva supondrá un impulso para el crecimiento, al menos en el corto plazo. A su vez, la recuperación en el mercado laboral como la mejora de la financiación a empresas y familias, animarán el crecimiento de la demanda interna.

El mercado de trabajo, habría consolidado, en el primer trimestre del actual ejercicio, la tendencia favorable que venía mostrando desde el segundo trimestre

del año 2014, a tenor de los resultados de las afiliaciones a la Seguridad Social (SS) y del paro registrado de los tres primeros meses del año en curso. Detrás de este favorable comportamiento de los indicadores laborales, se encuentra el mayor dinamismo de la actividad económica.

El número de desempleados se redujo en 488.700 personas respecto al año anterior, en términos desestacionalizados, se estima que el descenso fue de 126.000 parados en el primer trimestre del año 2015. En términos generales, la tasa de paro se situó en el 23,8%, dos puntos por debajo respecto al primer trimestre del año 2014.

El indicador de confianza del consumidor, elaborado por el CIS, en Enero de 2015, se situaba en 99.6, lo que supone un incremento de 9 puntos respecto al mes de diciembre 2014, como consecuencia del avance de sus dos componentes: el de situación actual (8.5 puntos) y el de expectativas (9.2 puntos).

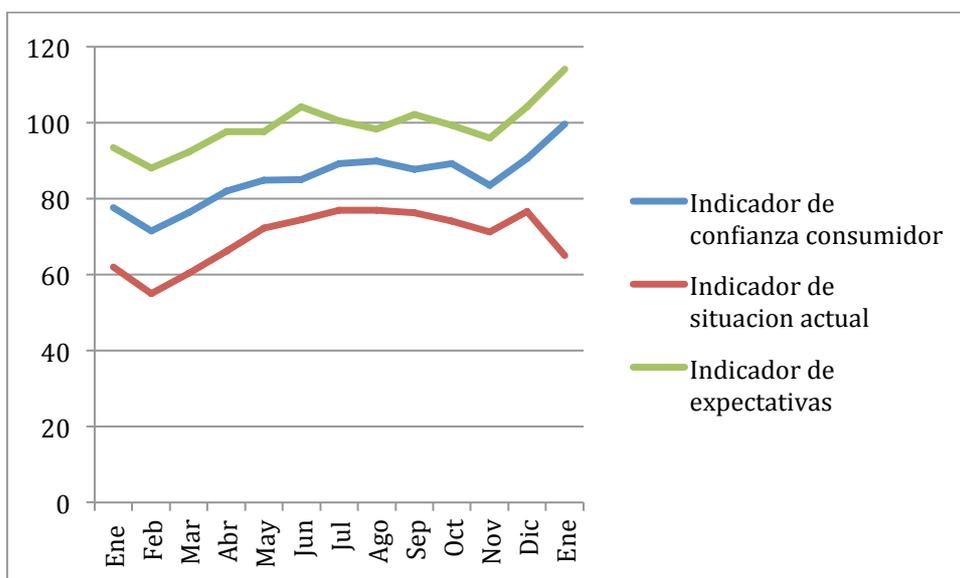


Ilustración 1. Evolución de la confianza del consumidor.

La tasa anual del índice de precios de consumo (IPC), en el mes de abril es del -0,6% una décima por encima de la registrada en el mes anterior. Los grupos que han tenido una mayor influencia en esta subida son: Comunicaciones (-3,5%) Transporte (-3,4%) y vivienda (-1,9%)

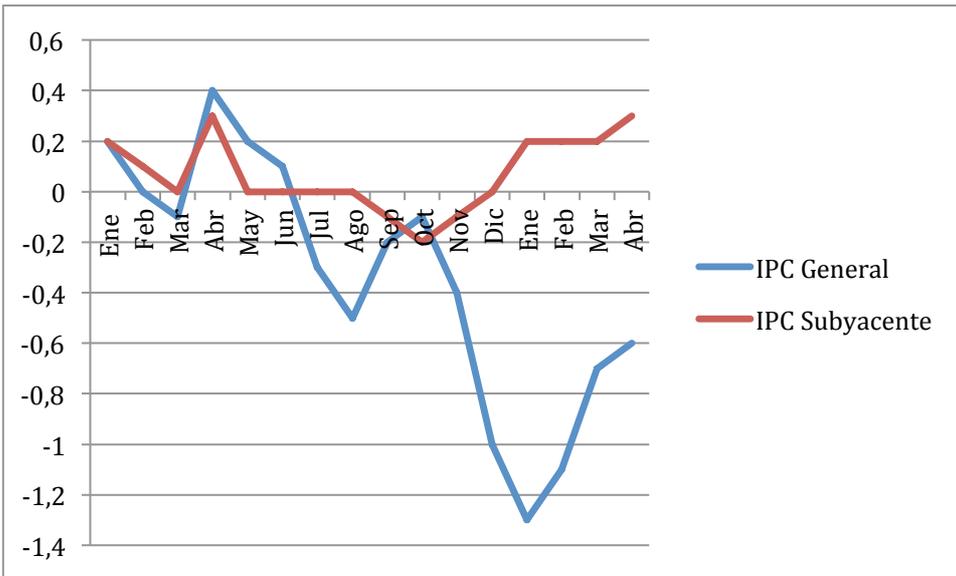


Ilustración 2. Evolución del IPC. Fuente: INE

Factores Demográficos

En cuanto a los factores demográficos en España, me he basado en el informe publicado por el INE, para conocer la proyección demográfica en el corto plazo, de 2013 al 2023. Según el informe, España perderá en los próximos diez años 2,6 millones de habitantes, si se mantienen las tendencias demográficas actuales.

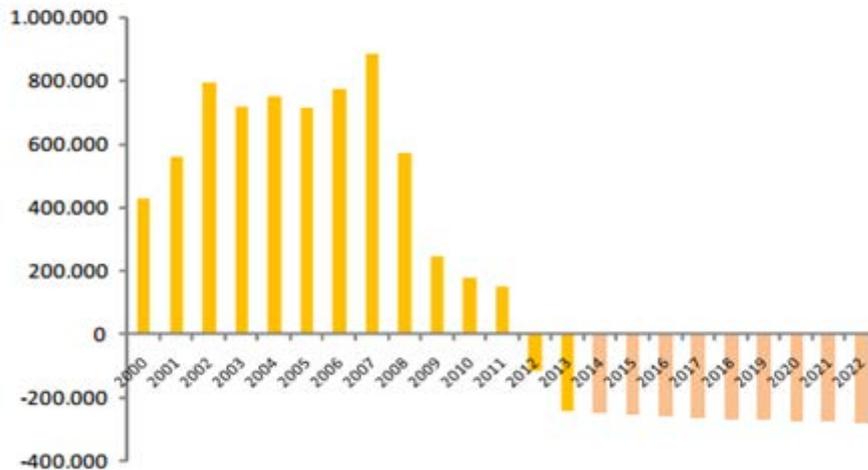


Ilustración 3. Evolución de la población. Fuente: INE

El número de nacimientos seguiría reduciéndose en los próximos años, continuando con la tendencia iniciada en 2009. Así, entre 2013 y 2022 nacerían en torno a 3,9 millones de niños, un 17,1% menos que la década pasada.

En cuanto a los resultados migratorios se refiere, la proyección para el conjunto del periodo 2014-2022 corresponde a un flujo inmigratorio y una propensión de la población a emigrar al extranjero.

Los grupos de edad a partir de los 50 años experimentarían un crecimiento de efectivos. En concreto, dentro de 10 años en España residirían 1,5 millones más que en la actualidad (un 17,6% más).

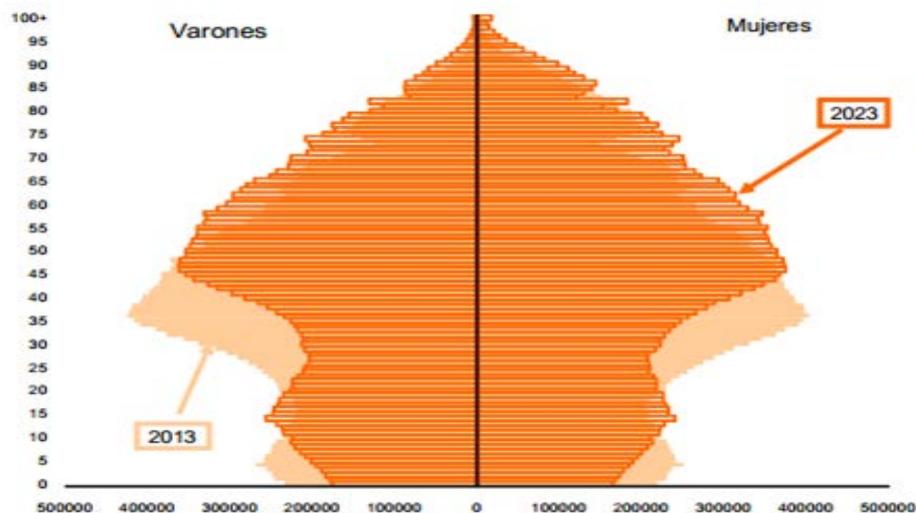


Ilustración 4. Pirámide de Población Española (2013-2023). Fuente: INE

Por último y para concluir con el análisis demográfico español, terminamos con el análisis de las comunidades autónomas. De mantenerse la evolución demográfica hoy observada, la pérdida de población se extendería a la práctica totalidad de las comunidades autónomas. Los mayores descensos en términos relativos se registrarían en Cataluña (-10,6%), Comunidad Valenciana (-8,7%) y La Rioja (-8,3%).

4 El sector de la distribución

Para estudiar en profundidad a una compañía como Mercadona, es necesario analizar el sector de la distribución. Por lo que en este apartado, veremos la regulación de sector y la actualidad del sector.

El canal de distribución es una vía por la que transcurren productos y servicios desde el fabricante hasta que llega al consumidor final, y las personas encargadas de realizar todas estas funciones son las que se denominan como intermediarios.

Existen dos tipos de intermediarios:

- Mayoristas

Se trata de un comerciante que vende al por mayor, es decir, que no vende directamente al consumidor final sino que compra a un fabricante para poder vender a los minoristas, quienes posteriormente venden a los consumidores.

- Minoristas

También se trata de un comerciante o vendedor de bienes o servicios pero en pequeñas cantidades, lo que implica un comercio enfocado hacia un consumidor final.

Dentro de la distribución alimentaria, existen diferentes formatos comerciales:

- Hipermercados

Estos establecimientos, suelen tener una superficie de venta mayor a los 2.500 metros cuadrados, suelen estar localizados en zonas urbanas, y suelen disponer de buenas conexiones con las principales ciudades

- Supermercados

Son establecimientos que disponen de una superficie en torno a los 400 y 2.500 metros cuadrados, suelen estar localizados dentro de la zona urbana aunque no siempre se da esta característica.

- Establecimientos de descuento

Establecimientos con una superficie destinada a venta entre 300 y 900 metros cuadrados, el surtido es de marcas blancas y segundas marcas, con unos precios relativamente más bajos.

- Tiendas de conveniencia

Establecimientos con superficie máxima de 400 metros cuadrados, están abierto quince horas del día, suelen estar localizadas en el centro urbano, los precios son más caros que en otros establecimientos y los horarios son más amplios que en otros formatos.

4.1 Historia y actualidad del sector de la distribución

Durante estos últimos años, la distribución minorista alimentaria ha sufrido una transformación debido en gran parte a un cúmulo de cambios económicos, sociales y demográficos. Este proceso de cambio en el sector, ha estado caracterizado por tres fenómenos principales: El aumento del grado de concentración, un mayor protagonismo por parte de las grandes superficies como centros de consumo y una notable expansión de la marca del distribuidor. La transformación del modelo de distribución minorista en España ha permitido aumentar el poder de negociación por parte de los distribuidores frente a sus proveedores, en el área de reducción de costes y otros aspectos comerciales.

La entrada de España en la Unión Europea en el año 1986, supuso una reducción de barreras de entrada y por lo tanto una reducción de los costes de transacciones así como el aumento de la competitividad; la apertura a un nuevo mercado, que actualmente se sitúa entorno a los 500 millones pero a su vez facilita la entrada de nuevas cadenas de distribución, esto supuso una gran competencia y se tradujo en una especialización en las funciones del canal que son más eficientes. Este crecimiento de la rivalidad supuso una congestión en la oferta, lo que derivó en una mayor importancia de la calidad – precio. Para poder alcanzar esa ventaja competitiva de bajo coste, la única posibilidad es mediante una reducción de los costes, es decir, una mayor eficiencia en la cadena de producción. Es aquí donde comienza a tener un papel muy relevante la tecnología de la comunicación e información.

4.2 El sector de la distribución en España

La entrada de España en la Unión Europea, permitió la entrada de nuevas cadenas de distribución alimentaria en el país. Dichas cadenas, contaban con unos sistemas de gestión más actualizados y más potentes, lo que les permitía gozar de una ventaja y como consecuencia de ello, obligó a las cadenas españolas a actualizarse. Este aumento de la competencia supuso, una congestión de la oferta, provocando una mayor importancia en la calidad de los productos. Esto explica que cada vez

haya más detalles de los productos sobre su denominación de origen, etiquetado y la utilización de envases que sean respetuosos con el medio ambiente.

Hogaño, existen dos tipos de competitividad en el canal de distribución. En primer lugar, la referida a los grandes minoristas y otra referida a los fabricantes. Éstas competencias se conocen como competencia horizontal. En lo que se refiere a los fabricantes, es una competencia en la que la imagen de marca cobra real importancia sobre otros fabricantes; mientras que en lo referido a los minoristas, es una competencia basada en la calidad – precio. Para poder conseguir esta ventaja, hay que disponer de una tecnología que te permita ser eficiente, y por lo tanto, se traduzca en una reducción de costes.

Además, durante los últimos años, la distribución alimentaria ha experimentado una gran transformación, la cual, se ha caracterizado por la sustitución del modelo tradicional por el dominio de las cadenas de supermercados e hipermercados pertenecientes a grandes grupos empresariales. Este proceso, ha sido fruto grandes cambios económicos, sociales y demográficos como un aumento del empleo femenino, un menor tiempo para realizar la compra o incluso la rapidez del desarrollo de zonas residenciales situadas a las afueras de la ciudad.

La distribución se ha podido consolidar, gracias a un fuerte aumento del grado de la concentración empresarial, por el aumento de procesos de integración vertical y desarrollo de marcas por parte del distribuidor. Éste último factor, ha permitido a los distribuidores tener un mayor poder de negociación por parte de los distribuidores en detrimento de los proveedores.

La distribución minorista alimentaria, ocupó un lugar muy notable en la economía española, ya que el gasto total en alimentación y bebidas, ascendió en el año 2014 a 98.052 millones de euros, lo que supone un descenso respecto al año 2013 del 3,2%, según el informe elaborado por el ministerio de agricultura, alimentación y medio ambiente (MAGRAMA). Además el gasto en productos alimenticios por los hogares, fue de 66.443 millones, una disminución del 3,5% respecto al año 2013. En cuanto al número de ocupados en la distribución alimentaria, en el año 2014 se situó en los 359.845 empleados.

Algunos factores clave en la explicación de este descenso del consumo, se debe a que la población española ha disminuido un 1,18% desde el año 2010. Además se suma que el número de hogares en España comienza a caer.

Hay que destacar que el canal preferido de compra por parte de los clientes es el supermercado (43% de las compras), ascendiendo al 51,8% en el caso de los productos envasados. Sin embargo, el canal preferido para los productos frescos, es el comercio especializado.

El mayor grado de concentración de la distribución minorista y la mayor presencia de la marca de distribuidor ha supuesto que los distribuidores gocen de un poder de negociación. Este poder se traduce en unos mejores precios de aprovisionamiento de sus proveedores.

Los grupos más importantes en España son: Mercadona, Carrefour, Grupo Día, Grupo Eroski o El Corte Inglés, entre ellas ocupan casi el 60% de la cuota de mercado.

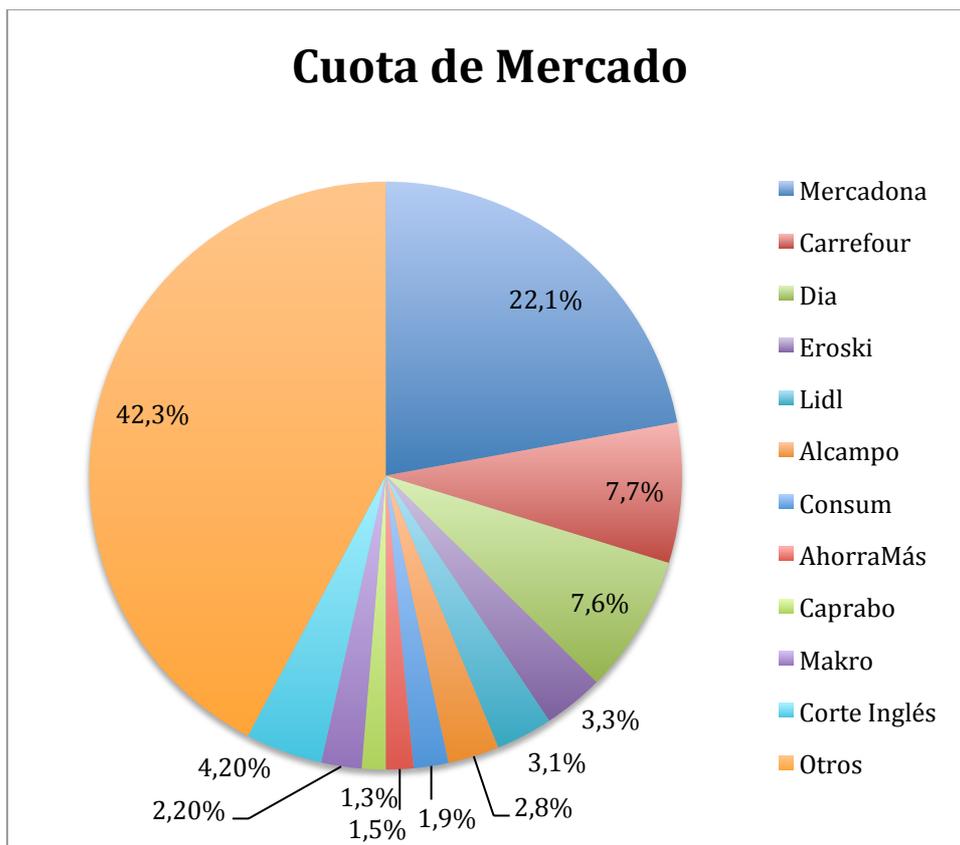


Ilustración 5. Cuota de mercado 2015

Actualmente, los supermercados son el formato que predomina en la distribución alimentaria española, representa cerca del sesenta por cien de la compra de los hogares. Esto se debe a que en los últimos años ha ido cobrando un mayor protagonismo el supermercado en detrimento de la tienda tradicional. Existen dos factores que explican este aumento del protagonismo por parte de los supermercados. En primer lugar se debe a que este formato, ha permitido ofrecer un mix de cercanía, diversidad y una mayor amplitud de horarios comerciales que se adaptan perfectamente a las necesidades de los consumidores. Otro factor que permitió este protagonismo, fue la ley del comercio minorista en el año 1996, cuya consecuencia fue frenar el crecimiento de los hipermercados a favor de los supermercados.

Las distintas estrategias comerciales que han adoptado las principales compañías de distribución alimentaria, han originado distintos perfiles de especialización por formato. El Grupo Auchan y Carrefour son los operadores más especializados en el formato de hipermercado. En cambio Mercadona, el 91,8% de su superficie se centra en el formato de supermercado, seguida por Aldi que posee un 62,9%, Consum 60% y El Corte Inglés 52%.

Por otra parte, las marcas de distribuidor son todos aquellos productos que se venden bajo una marca del propio de la propia cadena distribuidora. En España, las marcas del distribuidor aparecieron en el año 1977 de la mano del grupo Eroski. Desde entonces, ha tenido un crecimiento inverosímil, pasando del 6,8% en el año 1990 al 36% en la actualidad, destacar que el crecimiento de las marcas del distribuidor se incrementan épocas de recesión económica.

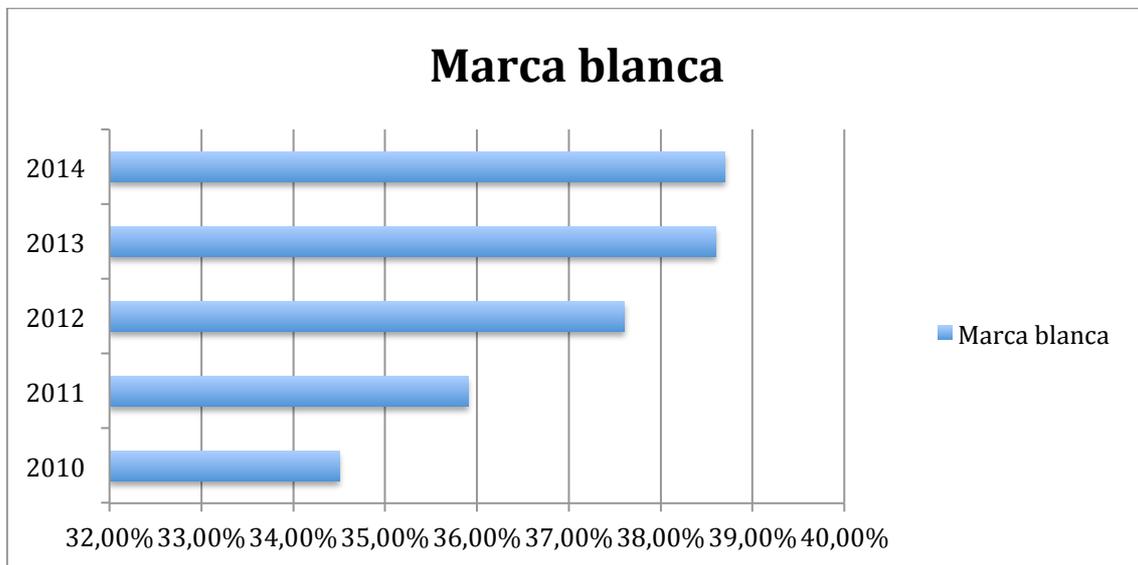


Ilustración 6. Evolución de la Marca blanca. Fuente_ Kantar Worldpanel

El peso sobre ventas que tiene las marcas del distribuidor dista mucho en función del formato de cada cadena. Por ejemplo, en los establecimientos al descuento tienen un peso de casi el 60% sobre las ventas totales, mientras que en los supermercados e hipermercados es menor, situándose en el 36% y 27% respectivamente, aunque en el caso de Mercadona la gran mayoría es marca propia (Hacendado).

Cabe destacar que los productos de los distribuidores o “marcas blancas” se han estancado en el año 2014, con un descenso del 0,3%, en cambio se espera un crecimiento para el año 2015 del 3% y un descenso del consumo en marcas de fabricantes del 3,2%.

Los distribuidores, deciden introducir su propia marca por distintas razones:

1. La razón primordial es que las marcas de los distribuidores otorgan mayores márgenes que una marca de fabricante.
2. Mejora la posición de negociación de la compañía distribuidora respecto al proveedor.
3. Las marcas blancas provocan la fidelidad del consumidor, lo que puede contribuir a aumentar la rentabilidad. Las marcas blancas son comercializadas simplemente por la propia compañía lo que les permite diferenciarse. Un ejemplo sería la introducción de marcas blancas baratas en productos básicos.

Se puede diferenciar cuatro tipos de marca de distribuidor.

1. Marcas genéricas. El objetivo de estas marcas, es seducir a aquellos clientes que son más sensibles al precio, ofreciéndoles productos a precios más bajos.
2. Marcas imitadoras. Este tipo de marcas, se basa en ofrecer productos similares a las marcas de fabricante pero a precios más bajos.
3. Marcas de calidad. El objetivo de estas marcas es ofrecer productos que tengas un valor añadido a los consumidores, los cuales tengas una calidad parecida a las marcas más potentes y a precios similares.
4. Marca innovadora. Se caracterizan por tener unos precios inferiores a la marca líder, y otorgar la mejor calidad precio para fidelizar al cliente.

Al final el objetivo principal de todas las citadas estrategias de marca, es simplemente un relación calidad – precio, que este por encima de las marcas de fabricante.

5 Descripción general de Mercadona

5.1 Historia y actualidad de Mercadona

Mercadona, nace en el año 1977 dentro del grupo de Cárnicas Roig, fue fundada con el objetivo de ampliar la comercialización de carnes y expandirse en el negocio de ultramarinos.

En el año 1981 Juan Roig, compra a sus padres la empresa (Mercadona) y es nombrado presidente ejecutivo, y comienza a dar un giro a la gestión de la compañía, comenzó transformando las tiendas de ultramarinos en una cadena de supermercados que pronto comenzaría a tener un gran éxito en la Comunidad Valenciana.

La compañía, en los años ochenta y noventa, sigue la táctica de ir adquiriendo distintas compañías del sector situadas por casi toda España, consiguiendo así, adentrarse en mercados como el andaluz, madrileño o barcelonés, así pues, es como comienza la estrategia de expansión de Mercadona.

Sin embargo, no era la única compañía que operaba en el mercado. El crecimiento del sector, impulso la entrada de grandes cadenas de distribución y como consecuencia de ello se produjo una alta competencia caracterizada por la aplicación de márgenes muy reducidos. Para poder competir Mercadona, da un giro a su estrategia para poder mantener una posición optima en el mercado, así pues, decide empezar una nueva estrategia centrada en descuentos y fuertes campañas publicitarias. Mas adelante, adopta un Modelo de Gestión Total y que derivó en una política comercial en la que cesan los gastos en publicidad y establecen una política basada en la estabilidad de precios bajos y la fidelización de los proveedores.

Mercadona, es una compañía que tiene mas de treinta años de historia, actualmente, es una empresa de supermercados española que se dedica principalmente a la distribución al por menor de productos de alimentación en distintos establecimientos y esta formada por un capital cien por cien español. Esta presente en más de cuarenta y ocho provincias de diecisiete Comunidades Autónomas y cuenta con 1.521 puntos de venta, lo que representa una cuota de mercado sobre la superficie total de alimentación en España de aproximadamente del 15%, cuyo suministro se efectúa a través de determinados centro logísticos ubicados estratégicamente en territorio nacional. Hay que destacar que Mercadona trabaja con más de 2.000 proveedores, de los cuales, más de 100 son interproveedores.

5.2 El modelo de gestión de Mercadona

El crecimiento que ha experimentado Mercadona en estos últimos años, que le ha permitido consolidarse en una posición de liderazgo en el sector de la distribución alimentaria en España, se debe en gran parte a un Modelo de Calidad Total que adoptaron, del cual, todas las estrategias pasan por este modelo y de ahí que sea la clave del éxito.

Este modelo se basa en un sistema piramidal, tal como se muestra a continuación:



Ilustración 7. Modelo de gestión. Fuente: Informe Mercadona 2014.

1. El cliente

Como se puede observar en la gráfica, los clientes están situados en la cúspide de la pirámide. Uno de las características de Mercadona, es la total dedicación para satisfacer a los clientes, para ello dedica un esfuerzo en la búsqueda de la excelencia, ofreciendo siempre la máxima calidad, al mínimo precio posible, a través de un amplio surtido, garantizando una seguridad alimentaria y de máxima calidad. Para poder alcanzar este compromiso, Mercadona, adopto una estrategia de Siempre Precios Bajos (SPB), esto permite ofrecer una compra total de buena calidad y al menor coste posible. En el año 2014, Mercadona ha intentado bajar el precio de la compra y para ello se han llevado a cabo mejoras en los procesos, una mejora en los procesos logísticos y la introducción de nuevas referencias.

Garantizar la seguridad alimentaria es uno de los principales objetivos tanto de Mercadona como sus proveedores e interproveedores. De ahí que la Regla de Oro de Mercadona, garantice una seguridad alimentaria en todos sus productos, así como la calidad, el servicio y ser competitivo en precio. Para ofrecer las máximas garantías a los consumidores, Mercadona, cuenta con un sistema de gestión de calidad y de seguridad alimentaria sobre toda la cadena de suministro. Algunos ejemplos son: Las más de 270 evaluaciones de las instalaciones y procesos de los proveedores, las más de 150 auditorias de los procesos logísticos, control de todos los productos frescos, certificaciones IFS y BRC Global Standard for Food Safety.

Gracias a la política seguida por Mercadona, de estudiar al cliente en el momento de la compra, le permite obtener un intercambio de impresiones para posteriormente poder añadir valor añadido al cliente. Algunos de los ejemplos es que la cooperación con los clientes ha permitido ir cubriendo necesidades que anteriormente no se cubrían, por ejemplo se han elaborado nuevos productos específicos para personas con algún tipo de intolerancia alimenticia, se han incorporado más de 100 novedades al surtido.

Uno de los principales objetivos de Mercadona, es la innovación, y una continua búsqueda intentando dar soluciones para añadir valor al cliente. El modelo de innovación, toca cuatro áreas principales: La innovación de procesos, innovación de producto, innovación de tecnología y innovación de concepto.

Además, cuenta con un servicio de atención al cliente, el cual en el año 2014 ha recibido más de 350.000 consultas y sugerencias, permitiendo mejorar algunos puntos.

2. Empleado

En el segundo escalón de este Modelo de Gestión se encuentra el empleado, son considerados como un pilar fundamental ya que son los que proporcionan el servicio a los clientes y por lo tanto uno de los éxitos de la compañía. Para tener una plantilla completamente comprometida, Mercadona utiliza una política de Recursos Humanos basada en una verdad universal “para recibir, primero hay que dar”. Para lograr que la plantilla este involucrada, la empresa mantiene una política que apuesta por el desarrollo profesional y personal. Además, la compañía usa una política retributiva que se basa en la equidad entre sus trabajadores, hay que sus salarios se sitúan por encima de la media del sector, lo que supone un

retorno de productividad en el 2014 de un 4% mayor al año anterior. Mercadona le da mucha importancia al talento, y por ello, lo potencia a través de cursos de formación para intensificar los conocimientos de su plantilla, es por ello que la compañía tiene una plantilla cien por cien comprometida. En el año 2014 se realizó una inversión en torno a los 37 millones de euros, en cursos de formación. Por último, destacar también que la empresa apuesta por la promoción interna, de hecho en el año 2014 se produjo un ascenso de 452 personas.

La plantilla, al cierre de 2014 fue de 74.000 empleados sin haber cambios respecto a años anteriores. Por otra parte, y fruto de la política salarial de Mercadona, aquellos empleados que han cumplido con los objetivos fijados y que llevan más de un año en la compañía han cobrado una prima, que ha supuesto un gasto de 263 millones de euros.

3. Proveedores

Mercadona ha apostado por una iniciativa para desarrollar una cadena agroalimentaria sostenible. Para ello, la compañía, intenta reforzar el sector primario (Ganadería, pesca y agricultura) consiguiendo una mayor modernización y productividad en toda la cadena agroalimentaria. De hecho en el año 2014, Mercadona ha llegado a acuerdos para colaborar con más de 6.000 agricultores, 4.000 ganaderos y más de 12.000 pescadores, todos ellos de origen español, dejando ver que apuesta claramente por el producto nacional. Estos acuerdos, han permitido a la industria ser más competitiva y por lo tanto unos productos de mayor calidad, que serán apreciados por los clientes. A su vez, todos estos acuerdos, se han traducido en una creación total de empleo en torno de 50.000 puestos de trabajo.

Asimismo, se ha potenciado un modelo de relaciones con los interproveedores de la compañía, un modelo basado en relaciones estables y duraderas que permitan innovar e investigar nuevos productos.

Mercadona, dispone de una red logística muy eficiente; tiene más de 847.000 metros cuadrados para poder suministrar a los 1.521 puntos de venta que posee. La apuesta de Mercadona por ser pioneros en los bloques logísticos permiten una mayor calidad de trabajo en los almacenes, haciendo más fácil el trabajo a los empleados y además incrementando la productividad y eficiencia.

4. Sociedad

Mercadona entiende que la sociedad, es uno de los componentes sobre los que ha de sustentarse la compañía. Por ello participa en su mejora y crecimiento, a través de la creación de puestos de trabajo.

Asimismo, todos los proveedores e interproveedores del entorno de Mercadona, que suman más de 2.000, están comprometidos con el crecimiento, de hecho en el año 2014 han acometido un esfuerzo invirtiendo más de 500 millones de euros y han generado 400.000 puestos de trabajo.

Destacar que la compañía mantiene una relación estrecha con el ámbito de la docencia, de hecho tiene una escuela de empresarios llamada EDEM, con el fin de contribuir a la formación de futuros trabajadores, e inculcando todos los valores fundamentales.

La preocupación medioambiental ha supuesto durante el presente ejercicio un gasto de 25 millones de euros. Mercadona tiene implantados sistemas de reciclaje de papel, plástico y otros productos y residuos orgánicos que le permiten minimizar los posibles impactos sobre el medio ambiente. El establecimiento de relaciones con vecinos y comunidades es otra de las prioridades de Mercadona para conocer las necesidades de sus vecinos y poder contribuir al desarrollo y al crecimiento de los mismos.

Por último, destacar que Mercadona da apoyo a instituciones sociales. En total ha donado más de 4.100 toneladas de alimentos, lo que equivale a 69.800 carros de compra, 37.800 carros más que el año 2013.

5.3 Análisis D.A.F.O.

En este apartado, se tratarán de identificar cuáles son las principales debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de Mercadona.

Debilidades

Mercadona, no ofrece una gran variedad de marcas, tan sólo dispone de la marca blanca y de tres o cuatro marcas más que son las más solicitadas. Por lo que si el cliente está buscando una marca concreta y sabe que no se encuentra disponible, puede trasladar la compra a otro competidor.

Otra de las debilidades es que no ofrece un servicio más especializado a grandes clientes. Este cambio tuvo lugar cuando se adoptó el modelo de calidad total, y se centraban en los clientes de menor consumo.

No todas las tiendas cuentan con los sectores de charcutería, carnicería o pescadería.

Mercadona, no realiza publicidad ni ofertas semanales, cosa que sus principales competidores realizan.

Amenazas

Mercadona tiene un horario más reducido que sus competidores (no abre los domingos), por lo que en muchas ocasiones la compra se realiza en otros competidores.

Los centros comerciales, disponen de una mayor variedad de productos, mientras que Mercadona solo vende productos relacionados con el hogar y la alimentación.

La disminución de la renta provoca que el número de cestas por hogar se reduzcan, de hecho el número de cestas en el año 2001 era de 274, mientras que en el año 2014 fue de 206.

Fortalezas

Mercadona es una de las pocas empresas del sector en la que todos sus empleados, una vez superados los periodos de prueba, realiza contrataciones fijas. Además la compañía forma a sus empleados para que tengan una alta cualificación y especialización.

La compañía año tras año aumenta su cuota de mercado. La imagen de la marca blanca de sus productos están bien consideradas y valoradas por los clientes. La calidad de los productos y el servicio dado, se traduce en una fidelización por parte del cliente.

Todos los productos que ofrece Mercadona, pasan por rigurosos controles de calidad. Además, Todos los productos de la compañía tienen precios bajos lo que fideliza a los clientes.

Además la compañía cuenta con un portal web para la comunicación con los clientes, que les permite un servicio de compra online y servicio a domicilio. Asimismo, existe un servicio de atención al cliente en línea.

Mercadona, se suele ubicar en zonas geográficas no próximas a los competidores, es más, busca zonas cerca de los núcleos urbanos y la poca presencia de competidores, garantiza la presencia de clientes. La compañía cuenta con una accesibilidad buena (Parking gratuito).

Una de las fortalezas por las que se caracteriza Mercadona, es la relación con los interproveedores, lo que permite ofrecer precios bajos.

Mercadona, no ha sustituido las carnicerías, charcuterías y pescaderías, pero ofrece una gran variedad de productos envasados que permite al cliente realizar la compra mucho más rápida, ahorrándose largas colas para conseguir el producto que quería.

Oportunidades

La nueva apertura de sección frescos atraerá nueva clientela.

Las barreras de entrada, son altas por lo que es difícil, que accedan nuevos competidores en el sector.

La creación de nuevos centros logísticos supondrá un abaratamiento de los costes.

Se ha finalizado la recesión económica en España, y se comienza a crecer.

6 Análisis financiero de Mercadona

En este apartado, analizaré cual es la estructura de la compañía a nivel contable y será un punto de referencia de cara a la estimación posterior de los flujos de caja libre.

Para realizar este análisis financiero, comenzaré con el estudio del balance de la compañía, seguidamente continuaré con la cuenta de pérdidas y ganancias, continuaré con un análisis sobre el fondo de maniobra, y terminaré con el análisis de algunos de los ratios más importantes para conocer la viabilidad de la compañía de cara al futuro.

6.1 Análisis del Balance de situación

El balance de situación, es un elemento imprescindible, que nos informa sobre la situación financiera de una compañía, los elementos que lo forman son: activo, pasivo y patrimonio neto.

El balance de Mercadona, esta tomado a fecha 31 de diciembre, es decir, cuando cierra el ejercicio. He cogido el balance de la compañía desde el año 2010 para que podamos apreciar cual ha sido la evolución de la compañía y como ha salido del paso en momentos de crisis.

BALANCE DE SITUACION CONSOLIDADO					
31 de Diciembre	Año 2010 millones	Año 2011 millones	Año 2012 millones	Año 2013 millones	Año 2014 millones
ACTIVO					
Activos no corrientes	2.523.123	2.562.140	2.973.782	3.236.426	3.452.266
Inmovilizado intangible	64.863	62.518	55.973	63.853	95.289
Inmovilizado material	2.371.547	2.372.204	2.557.468	2.727.255	2.912.943
Inversiones inmobiliarias					
Inversiones en empresas de grupo	30.000	33.200	38.466	55.687	69.505
Inversiones financieras a largo plazo	40.184	67.064	289.311	348.767	335.975
Activos por impuesto diferido	16.529	27.154	32.564	40.864	38.554
Deudas comerciales no corrientes					
Activos corrientes	2.537.435	3.226.153	3.308.156	3.280.907	3.608.120
Existencias	560.003	558.503	571.769	557.299	612.458
Deudores comerciales y cuentas a cobrar	75.837	78.470	83.290	103.915	74.522
Inversiones en empresa del grupo	0	0	3.616	265	920
Inversiones financiera a corto plazo	4.817	8.884	42.667	32.913	33.068
Periodificaciones a corto plazo	6.552	4.245	4.180	3.510	3.738
Efectivo y activos liquidos equivalentes	1.890.226	2.576.051	2.602.634	2.583.005	2.883.414
TOTAL ACTIVOS	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333	7.060.386
PASIVO					
Patrimonio neto	2.255.241	2.672.886	3.019.232	3.438.110	3.884.206
Fondos propios	2.253.934	2.671.118	3.017.868	3.436.587	3.881.935
Ajustes por cambio de valor	464	0	0	-15	-9
Subvenciones y legados recibidos	843	1.768	1.364	1.538	2.280
Pasivos no corrientes	200.874	253.263	223.051	185.801	135.498
Provisiones a largo plazo	23.446	13.824	14.723	13.159	17.166
Deudas a largo plazo	19.937	18.044	10.503	10.904	11.029
Pasivo por impuesto diferido	157.491	221.395	197.825	161.738	107.303
Pasivos corrientes	2.604.443	2.862.144	3.039.655	2.893.422	3.040.682
Deudas a corto plazo	2.371	2.412	0	0	0
Acreedores comerciales	2.602.072	2.859.732	3.039.655	2.893.422	3.040.682
TOTAL PASIVO	5.060.558	5.788.293	6.281.938	6.517.333	7.060.386

Tabla 1. Balance de Situación. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona.

A continuación mostramos el balance de situación, un informe financiero contable que refleja la situación financiera de una compañía en un momento determinado. El estudio del balance nos revelará si la empresa está lo suficientemente capitalizada o si por el contrario adolece de falta o exceso de recursos propios y por lo tanto si la proporción entre capitales propios y deudas es la óptima. En el Activo, las dos partidas más destacables, son tanto el inmovilizado material como el efectivo y otros activos líquidos, la suma de ambos, casi acaparan el 85% del activo, esto, nos da a entender que la compañía dispone de una gran liquidez. Como vemos la partida de inmovilizado ha ido evolucionando durante estos años pero en menor medida que la partida de la tesorería, esto puede deberse a la crisis económica del año 2007, y la compañía ha preferido mantener una postura más prudente.

Por otra parte, destacar que en la partida de los deudores, vemos como año tras año, se ha ido disminuyendo, esto se debe a que los clientes pagan al momento.

En el pasivo, también existen dos grandes partidas a destacar y que han ido creciendo a lo largo de estos últimos cuatro años, son los fondos propios y los acreedores comerciales, ambos representan el 95% de la compañía. Hay que destacar que es una compañía muy capitalizada, y que año tras año los fondos propios han ido aumentando, esto puede deberse a los beneficios de la compañía. también que el pago a los proveedores es de 70 días por lo que podemos decir que Mercadona en este sentido esta financiando parte de su activo corriente constantemente gracias a los proveedores.

A continuación, se muestra la estructura de la compañía de forma gráfica, se ve cómo ha ido aumentando el volumen durante estos años, se aprecia claramente cómo ha ido ganando peso el activo corriente frente al activo no corriente, esto se debe a la liquidez como ya hemos explicado anteriormente. Por otra parte vemos una empresa que ha ido incrementando el peso del patrimonio neto, en detrimento del pasivo corriente, esto se debe también como he dicho anteriormente por la situación económica que estaba atravesando España y se ha preferido mantener una postura más prudente.

6.2 Fondo de Maniobra

A la hora de realizar un control contable sobre cualquier compañía, tenemos que tener en cuenta una serie de magnitudes para conocer si la empresa se encuentra tiene una buena “salud” o bien la empresa esta cerca de la suspensión de pagos.

Uno de los factores es el fondo de maniobra, que es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Este factor, nos indica la capacidad de la compañía

para hacer frente a sus deudas a corto plazo, o lo que es lo mismo, qué parte del activo corriente, esta siendo financiado a largo plazo.

En el caso de que el Activo sea menor que el pasivo, la empresa, se encontrará en una situación de quiebra. En cambio, si el fondo de maniobra es menor a cero, quiere decir que la compañía tendría problemas de liquidez. Por el contrario, si el fondo de maniobra es superior a cero quiere decir que hay un equilibrio económico financiero y si se diese el caso de que el fondo de maniobra es superior al pasivo corriente quiere decir que la empresa tendría recursos ociosos.

	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	2.537.435	3.226.153	3.308.156	3.280.907	3.608.120
Pasivo Corriente	2.604.443	2.862.144	3.039.655	2.893.422	3.040.682
Fondo de Maniobra	-67.008	364.009	268.501	387.485	567.438

Tabla 2. Evolución del Fondo de Maniobra. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona

En esta tabla, queda reflejado que Mercadona tiene una buena “salud” económico financiera, ya que tiene un fondo de maniobra positivo y ha ido creciendo a lo largo de los últimos cuatro años. Se puede observar como en el año 2010, tenía un fondo de maniobra negativo, pero es una de las características de este sector, ya que las grandes distribuidoras, las ventas las cobran al contado mientras, que debido a su gran poder de negociación con los proveedores, consiguen unos plazos de pago más alargados y de tal forma consigue financiarse a través de sus proveedores.

6.3 Ratios Financieros

6.3.1 Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez, son un conjunto de indicadores cuya finalidad es diagnosticar si la compañía es capaz de generar tesorería y si puede atender a sus deudas en el corto plazo.

Se muestra a continuación, una tabla con los principales ratios de liquidez calculados sobre Mercadona y que posteriormente se explicarán mas en detalle.

	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014
Liquidez	0,97	1,13	1,09	1,13	1,19
Tesorería	0,75	0,93	0,88	0,93	0,97
Disponibilidad	0,73	0,90	0,86	0,89	0,95

Tabla 3. Ratios de Liquidez Mercadona.

Ratio de liquidez

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Mercadona, se encuentra en una situación óptima en la situación de liquidez, aunque el nivel óptimo debería de situarse entorno al 1,5, podemos ver como va aumentando año tras año, mientras que el de su competidor DIA se sitúa en 0,53. Se puede concluir con que la situación es buena, y más sabiendo que Mercadona paga a sus proveedores de media en 76 días y cobra al instante.

Ratio de Tesorería

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Realizable + Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Este ratio y el anterior son muy parecidos, la única diferencia son las existencias que representan un 10% del balance, de ahí que el ratio sea menor, a pesar de ello podemos considerarlo como bueno, sabiendo que no se encuentra en una circunstancia ociosa de los recursos.

Ratio de disponibilidad

$$\text{Disponibilidad} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Este ratio nos indica la capacidad de la compañía para hacer frente a las deudas contraídas en el corto plazo, únicamente con la tesorería que dispone. Se puede apreciar como el resultado obtenido no dista tanto del ratio de tesorería, esta pequeña diferencia es fruto de los días existencias y deudores. Hay que resaltar, que este ratio debería de situarse sobre 0,3, pero el resultado obtenido desde el año 2010 hasta el año 2014 la holgura es muy amplia a favor de Mercadona, mientras que el de DIA es de tan sólo 0,1.

6.3.2 Ratios de endeudamiento

	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014
Endeudamiento	0,55	0,54	0,52	0,47	0,45
Autonomía	0,80	0,86	0,93	1,12	1,22
Solvencia	1,80	1,86	1,93	2,12	2,21
Calidad deuda	0,93	0,92	0,93	0,94	0,96

Tabla 4. Ratios de endeudamiento.

Ratio de endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto}}$$

El ratio de endeudamiento, nos indica lo apalancada, mediante financiación ajena, que esta la empresa entre la financiación a largo más a corto plazo. Lo ideal es que el ratio de endeudamiento oscile entre un 0,4 y un 0,5, lo que nos indica que casi la mitad de la totalidad del pasivo sea capital propio. Los resultado que hemos obtenido en Mercadona, oscilan entre 0,4 y 0,5, por lo que no corre ningún riesgo en este sentido; DIA tiene un ratio de 0,87.

Ratio de Autonomía

$$\text{Autonomía} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$$

Este ratio, mide el grado de independencia financiera en función del origen de los recursos financieros que utiliza. Lo que nos indica es que por cada unidad monetaria de recursos ajenos cuánto emplea la empresa de recursos propios. Cuanto mayor sea este ratio mejor, pues la compañía tendrá una menor dependencia de la financiación ajena, en este caso, vemos como el ratio ha ido aumentando hasta situarse por encima de 1, por lo que podríamos decir que la empresa disfruta de una estabilidad financiera; DIA en cambio se sitúa en un 0,13.

Ratio de solvencia

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$$

Este ratio nos indica si la empresa es solvente, es decir, la capacidad que tiene para hacer frente a sus obligaciones de pago. En este caso Mercadona en el año 2010, dispone de 1,80 euros por cada euro de pasivo. DIA tiene una solvencia de 1,13.

Ratio de calidad de deuda

$$\text{Calidad de deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo}}$$

Este ratio nos indica qué volumen de deuda de la compañía es a corto plazo. Lógicamente, cuanto más se posponga el pago mucho mejor, sin embargo, debido

al sector al que pertenece Mercadona, la gran mayoría por no decir la totalidad de la deuda es a corto plazo, mientras que DIA dispone de una mejor calidad 0,77.

6.3.3 Otros ratios

	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014
ROA	7,85%	8,29%	8,08%	7,88%	7,70%
ROE	17,61%	17,96%	16,82%	14,95%	14,00%

Tabla 5. ROE Y ROA, Mercadona. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona. Elaboración Propia

En este apartado, se estudiarán los principales ratios que miden la rentabilidad de una compañía. Para tener una medición exacta sobre la rentabilidad de la empresa, la obtendremos al medir la relación que existe entre la inversión o los recursos empleados y los beneficios generados.

Índice de retorno sobre los activos (ROA)

$$\text{ROA} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Activo total}}$$

Al obtener un ROA positivo, nos indica que la empresa es rentable y que esta utilizando sus activos de forma eficiente, vemos como el ROA va incrementando año tras año lo que nos indica que la empresa está siendo más rentable ya que genera mayores utilidades con menos recursos. Por ejemplo, en el año 2014, el ROA es de 7,7%, esto quiere decir, que por cada euro invertido en los activos, obtenemos 0,77 euros de rentabilidad.

Índice de retorno sobre patrimonio

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Fondos propios}}$$

La rentabilidad financiera, calcula la relación que existe entre el beneficio neto con los fondos propios, es decir, lo que obtienen los inversores. Al igual que en el caso del ROA, la empresa es rentable, puesto que el resultado durante todos los años es positivo, pero año tras año está disminuyendo por lo que hay una menor eficiencia en el uso de los recursos propios por parte de Mercadona.

He comparando ambos ratios, la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, para ver el efecto apalancamiento. Vemos como el efecto es positivo, es decir que la rentabilidad financiera es superior a la rentabilidad económica, esto

en un principio nos indica que la compañía podría contratar nueva deuda para financiar parte del activo.

6.4 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

En éste análisis lo que se pretende es ver la evolución de la actividad de explotación de Mercadona durante los últimos años. Para el estudio, voy a plasmar la cuenta de resultados de los últimos tres años.

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA		Año 2014
Enero - Diciembre		€ millones
Ventas		18.444.861
Otros ingresos de explotación		17.106
Ingresos totales		18.461.967
Aprovisionamientos		13.907.913
Margen Bruto		4.554.054
Gastos de personal		2.329.392
Otros gastos de explotación		1.216.382
Resultado bruto de explotación EBITDA		1.008.280
Margen EBITDA		5,46%
Amortización de inmovilizado		330.375
Imputación de subvenciones de inmovilizado		1.288
Exceso de provisiones		0
Deterioro del inmovilizado		925
Resultado neto de explotación (EBIT)		675.692
Margen EBIT		3,66%
Ingresos financieros		61.241
Gastos financieros		0
Variación del v.razonable en instrumentos financieros		0
Diferencias de cambio		0
Detrioro de instrumentos financieros		982
Otros ingresos financieros		0
Resultado financiero		62.223
Resultado antes de impuestos		737.915
Impuestos sobre beneficios		194.656
Resultado del ejercicio		543.259

Tabla 6. Cuenta de resultados. Mercadona. Fuente: Cuentas Anuales 2014. Elaboración propia.

Vamos a proceder a estudiar la cuenta de resultados, voy a comenzar por el resultado del ejercicio, es decir por el beneficio neto, que representa un tres por cien sobre el total de los ingresos de explotación, lo que nos viene a decir, es que

por cada cien euros que vende la compañía, tan sólo tres son de beneficio. Por lo que hay que ver donde se pierde el resto.

He realizado una comparación con uno de los principales competidores de Mercadona, el grupo DIA y vemos que en el año 2013 obtuvo un beneficio de 196 millones, un dos por cien pero en el año 2014 aumento el beneficio situándose en los 331 millones, es decir, hasta el 4%, sobre los ingresos, el doble respecto al año pasado.

Si vamos escalando en la tabla de resultados, la siguiente partida son los impuestos que a penas representan un uno por ciento de las ventas. En cuanto al resultado financiero es un 0,3% por lo que tampoco es muy relevante.

El siguiente punto es resultado neto de explotación, que representa sobre un 3,5%, por lo que las amortizaciones quitan sobre un 2% de las ventas. Por último, el resultado de explotación bruto, es del 5,5%, por lo tanto, la gran mayoría se pierde en los gastos de personal (12,5%) , y gastos en aprovisionamientos (75%) por lo que el margen bruto de Mercadona es de un 25%.

A continuación, vamos a ver como han ido evolucionando las distintas partes de la cuenta de resultados.

CUENTA DE RESULTADOS Enero - Diciembre	Año 2011 € millones	Año 2012 € millones	Año 2013 € millones
Ventas	16.448.101	17.522.881	18.048.692
Otros ingresos de explotación	28.232	29.160	13.758
Ingresos totales	16.476.333	17.552.041	18.062.450
Aprovisionamientos	12.363.854	13.158.848	13.603.765
Margen Bruto	4.112.479	4.393.193	4.458.685
Gastos de personal	2.049.672	2.217.803	2.273.939
Otros gastos de explotación	1.048.349	1.137.281	1.194.515
Resultado bruto de explotación EBITDA	1.014.458	1.038.109	990.231
Margen EBITDA	6,16%	5,91%	5,48%
Amortización de inmovilizado	360.342	375.755	360.744
Resultado neto de explotación (EBIT)	646.688	655.719	628.602
Margen EBIT	3,93%	3,74%	3,48%
Ingresos financieros	67.462	88.725	89.005
Gastos financieros	-26.311	-28.347	0
Resultado antes de impuestos	668.737	710.215	717.595
Impuestos sobre beneficios	194.545	201.774	202.271
Resultado del ejercicio	474.192	508.441	515.324

Tabla 7. Evolución de la Cuenta de Resultados. Fuente: Cuentas Anuales Mercadona. Elaboración propia.

Se puede observar cómo la gran mayoría de las partidas han ido creciendo, esto es un indicador claro que la empresa está evolucionando positivamente.

Del año 2010 al año 2011 las ventas de Mercadona crecieron un 7%, pero es que este incremento de las ventas se ha producido durante cuatro años seguidos de forma interrumpida aunque en menor medida. Desde el año 2010 al año 2014 el incremento de ventas es de un 21%, lo que nos indica que el negocio de Mercadona está creciendo favorablemente año tras año. Viendo el crecimiento que está teniendo la compañía y una mejora en la coyuntura económica del país, vamos a estimar que el incremento de ventas de año a año será alrededor de un 5% para realizar las proyecciones para el cálculo de los flujos que explicaré más adelante.

El margen bruto, tuvo un gran incremento del año 2011 al 2012, debido al incremento en las ventas, en los años posteriores, el margen ha continuado creciendo pero a un menor ritmo del año 2011 al 2010 creció un 7,33%; mientras que del 2014 al 2013 creció un 2,19 %.

En cuanto al resultado bruto de explotación (EBITDA), vemos como el primer año aumentó casi un cinco por cien, pero en los años siguientes el crecimiento es menor, cabe resaltar que en el año 2013 descendió un cinco por cien, debido a que tanto los gastos de explotación como otros gastos operativos crecieron en mayor proporción.

En cuanto al resultado neto de explotación (EBIT), vemos como el primer año tuvo un fuerte crecimiento de casi 16%, en parte por la ayuda del descenso del gasto por amortización en un trece por cien; pero los dos años siguientes este crecimiento se estanca hasta situarse en el uno por cien y al año siguiente un descenso del cuatro por cien, este descenso se debe a tanto los gastos operativos como los de personal que tuvieron un mayor crecimiento, además sin embargo en el año 2014 vuelve a crecer un 7,5%, en parte gracias otra vez al gasto por amortización que descendió un 9,2%.

Por último, el resultado de explotación, vemos como ha evolucionado en mayor medida que las ventas durante los años estudiados. El mayor incremento se produjo durante los dos primeros años, un aumento del 16 y 7 por ciento respectivamente, al año siguiente, descendió un 6%, esto se debió a un encarecimiento en mayor proporción de los costes de explotación frente al incremento de las ventas. Sin embargo vemos como en el año 2014 vuelve a crecer a un gran ritmo 5%.

7 Métodos de Valoración utilizados

En este apartado se explica, que es la valoración y cuales son los principales métodos de valoración utilizados para valorar una compañía.

La necesidad de valorar compañías, es cada día más necesario debido al aumento de fusiones y adquisiciones de los últimos tiempos como a los movimientos accionariales intercompañías. La valoración no es mas que la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad y su potencial. Por tanto hay que considerar que se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni su precio.

Los principales métodos de valoración tal y como nos indica el libre de Pablo Fernández “ Valoración de empresas” se pueden agrupar en cuatro grandes bloques:

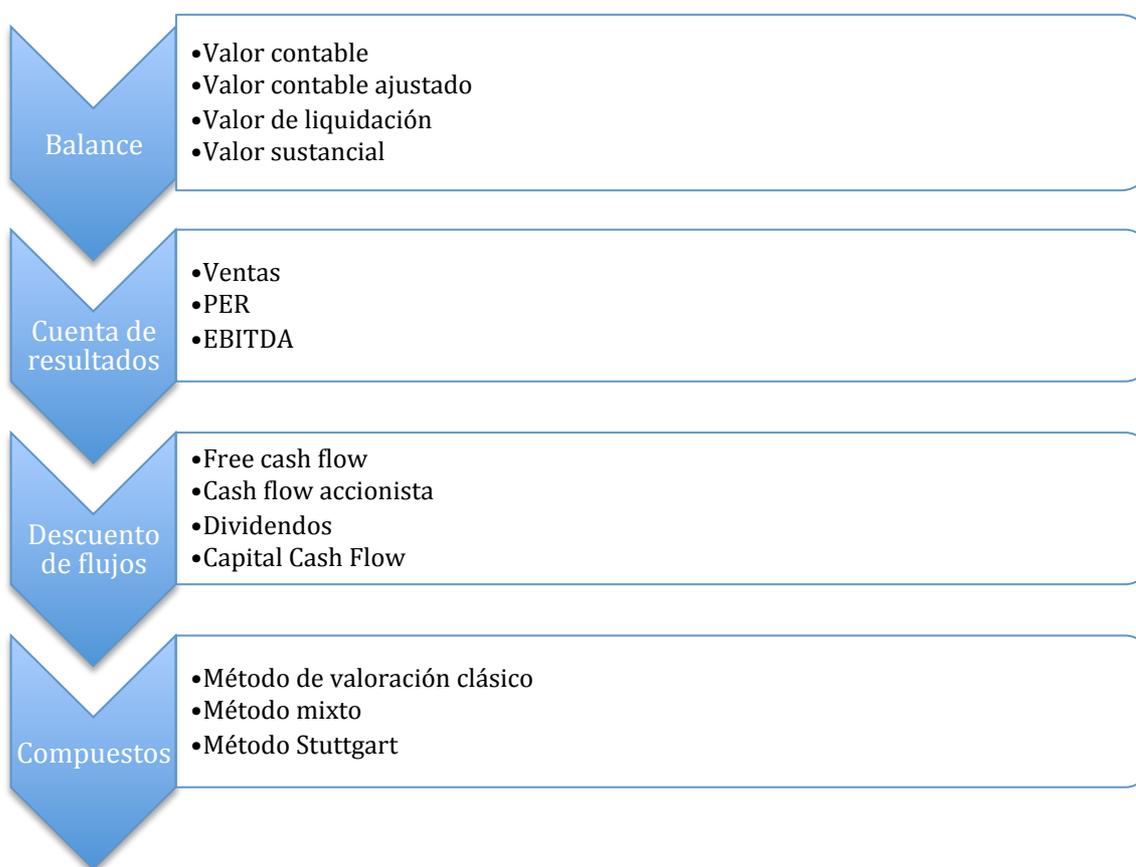


Ilustración 8. Métodos de valoración. Fuente: P. Fernández, 2002. Elaboración Propia.

7.1 Métodos basados en el balance

Este tipo de modelos, se basan en los datos del balance de la compañía, es decir, dependiendo de su valoración contable, por ejemplo, el inmovilizado material se contabiliza según su precio de adquisición, valor que dista mucho del valor de

mercado, ya que a medida que pasan los años suele revalorizarse los inmuebles. Los principales métodos en este bloque son:

1. Método del valor contable.

También se conoce como valor en libros. El valor de la compañía corresponde al valor de los recursos propios que aparecen en el balance. Es decir, el excedente del total de bienes de la compañía sobre el total de sus deudas con terceros.

2. Método del valor contable ajustado

El valor de una compañía corresponde al valor del patrimonio dado, el cual se obtiene por la diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Éste método trata de evitar el inconveniente que supone la aplicación exclusivamente de criterios contables en la valoración.

3. Método del valor de liquidación

Representa el valor mínimo de una compañía, que se obtiene por la diferencia entre el valor de venta de sus activos y la cancelación de sus deudas.

4. Método del valor sustancial

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, es decir, estaría constituido por el valor real de todos los bienes utilizados para la explotación. La diferencia con el valor contable, es que este método es que no se están considerando los bienes no operativos ni la estructura financiera de la compañía.

7.2 Método de valoración por múltiplos de compañías comparables

El siguiente método de valoración utilizado ha sido el de valoración por múltiplos de compañías comparables, esta valoración se obtiene mediante la aplicación de ratios a ciertas magnitudes de la compañía objeto de valoración, basándonos en los precios a los cuales otras compañías similares cotizan en mercados derivados.

Este métodos, se asienta sobre la base de que el mercado es eficiente, y que por tanto, los precios a los que se transfieren las acciones de una compañía reflejan

toda la información relevante que se supone en manos de compradores y vendedores, y que actúan sin presión alguna para comprar o vender.

Estos métodos de valoración cuentan con, por otra parte, con la ventaja de estar basados en resultados históricos y en los resultados futuros mas inmediatos, por lo que la información disponible es mayor y más fiable. Sin embargo, la valoración por múltiplos, no tiene el mismo rigor técnico que el método de descuentos de flujos de caja, y la validez de sus resultados está condicionada por una serie de circunstancias, como que el negocio tenga crecimientos históricos y esperados. La valoración por múltiplos, cada vez cuenta con una mayor aceptación y es una de la más utilizadas por los asesores financieros.

En primer lugar, se identificarán compañías que coticen y que operen en el mismo sector. Una vez seleccionadas se procederá a calcular los múltiplos, que aplicados a la empresa objeto de valoración, nos conducirán a su valor de mercado. La última fase, sería aplicar los múltiplos sobre las magnitudes que correspondan de nuestra compañía. La aplicación no se hará directamente, ya que existen circunstancias que pueden conducir a que, una vez calculados los múltiplos, sea necesario un ajuste para llegar al valor de mercado de la compañía.

7.3 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flow)

El primer método utilizado, ha sido el descuento de flujos de caja libres, es uno de los modelos de valoración mas utilizado, ya que para poder aplicar este método requiere un ejercicio riguroso y un alto grado de análisis.

De acuerdo con el método de descuento de flujos de caja, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja libres que el mismo generará en el futuro, más el valor residual de del negocio al final de dicho periodo, ambos sumados descontados al valor presente sobre la basa de una tasa de actualización.

El método de DFC, es especialmente útil para negocios que cumplan algunas características como:

- Que formen parte de sectores de carácter cíclico
- Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones o estructura
- Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión económica
- Que tengan un plan de inversiones significativo para los próximos años (como puede ser el lanzamiento de nuevos productos mejoras de eficiencia

de fabricación, aumentos de capacidad productiva entre otras muchas mejoras)

Para explicar mejor la metodología seguida, en el método de DFC para la valoración de Mercadona, represento de forma esquemática las etapas seguidas para dicha valoración.

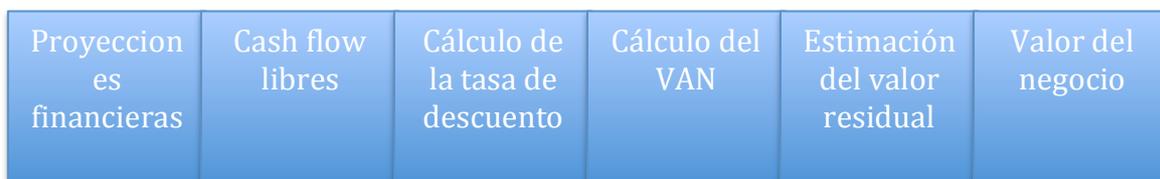


Ilustración 9. Metodología flujos de caja libre. Elaboración propia.

El primer paso es cambiar el balance contable al balance financiero:

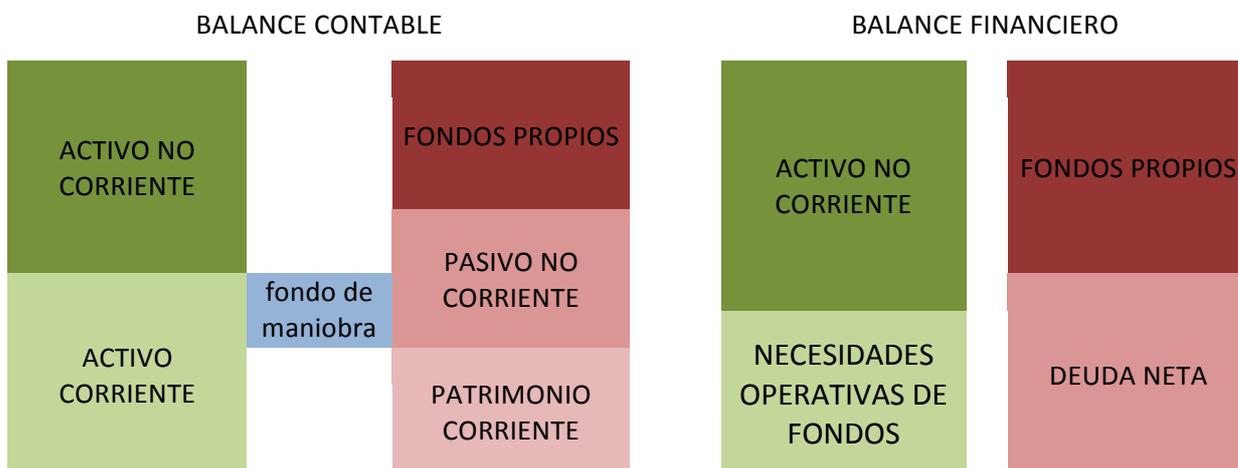


Ilustración 10. Balance financiero. Fuente: P. Fernández, 2002. Elaboración propia.

En cuanto a la elaboración de las proyecciones financieras del negocio, se ha realizado una estimación de las cuentas de pérdidas y ganancias futuras para un período de cuatro años, así como una proyección de las distintas partidas que componen el balance.

En primer lugar, destacar que he decidido proyectar cuatro/cinco años debido a varios factores, primero por el tipo de sector en el que opera la empresa, el período de materialización de los planes de inversión, la duración de las estrategias orientadas a la creación de valor.

Para realizar las proyecciones financieras, me he basado en algunas hipótesis, de ahí el estudio previo a la situación macroeconómica que estamos viviendo en la

$$WACC = K_d * (1-t) * D/(E+D) + K_e * E/(E+D)$$

Donde:

- K_d = Coste de la deuda
- D = Deuda de la compañía
- E = Capital propio
- K_e = Coste del capital propio

El K_e (coste de capital propio) ha sido calculado a través de la fórmula del CAPM, la cual se basa en que la rentabilidad esperada será en función del riesgo sistemático del activo, medida por la beta.

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

Donde:

- K_e = Coste del capital
- R_f = Rentabilidad del activo sin riesgo
- R_m = Rentabilidad de mercado
- Beta = Coeficiente de riesgo de un activo, es decir, el riesgo sistemático que no se puede eliminar
- (R_m - R_f) = Es la prima de riesgo que estaríamos dispuestos a pagar sobre el precio de un activo.

7.4 Métodos compuestos

Los métodos de este bloque, se caracterizan por combinar y considerar el presente y el futuro del negocio. Por una parte, tratan de realizar una valoración estática de los activos de la compañía, y por otra parte, se trata de cuantificar el valor que podrá generar la empresa en el futuro. Esta metodología pretende obtener el valor del negocio a partir de la estimación del valor conjunto del patrimonio más la plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros.

8 Valoración de Mercadona

En este apartado, se procederá al cálculo del valor de Mercadona, para ello nos apoyaremos en toda la información que he ido detallando a lo largo del presente trabajo.

Cómo he explicado en el apartado 1, existen distintas metodologías para calcular el valor de una compañía. Yo me he centrado en aquellos métodos mas usados y posteriormente haremos un contraste de los valores que hemos obtenido a través de las distintas metodologías seguidas.

El primer método utilizado, ha sido el descuento de flujos de caja, el cual se basa en la suma de todos los flujos de caja libre que generará la compañía en el futuro valorados en el presente, es decir, la capacidad que tiene la empresa para generar recursos durante los próximos años, para ello realizaré proyecciones sobre el comportamiento de las distintas partidas del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias, con el fin de estimar el valor de la compañía.

Para poder realizar las proyecciones, hemos hecho un estudio más exhaustivo de toda la información que he considerado relevante, como puede ser: la evolución de la economía española, el entorno en el que opera la compañía, cuales son las previsiones de crecimiento, así como la posible evolución de la propia compañía.

Y para concluir utilizaremos otro de los métodos mas utilizado, la valoración por múltiplos.

8.1 Valoración por descuento de flujos

En el presente método, la primera hipótesis tomada es el horizonte temporal, yo he decidido tomar cinco años, ya que es un periodo suficientemente amplio para tener en cuenta distintas situaciones económicas.

8.2 Calculo del coste medio del capital

El coste del capital, es una herramienta fundamental para la valoración de empresas, y muy importante ya que una mínima variación podría suponer un valor muy distinto al real. Por definición, el coste del capital, son las expectativas del accionista y del proveedor de financiación ajena, por lo que hay que analizar más en profundidad las diferentes fuentes de financiación de la empresa.

Para el cálculo del coste medio ponderado, hay que tener en cuenta:

- Los tipos de financiación del pasivo de la empresa, así como las proporciones esperadas por el mercado de las diferentes fuentes de financiación para compañías del sector.
- Estimar a través del modelo CAPM, el coste del capital, es decir la rentabilidad que espera obtener el accionista.

$$WACC = K_d * (1-t) * D/(E+D) + K_e * E/(E+D)$$

Donde:

K_d = Coste de la deuda

D = Deuda de la compañía
 E = Capital propio
 Ke = Coste del capital propio

Se trata de una media de todas las fuentes de financiación de la compañía, es decir, lo que le cuesta una unidad de financiación.

El siguiente paso ha sido determinar la estructura financiera de la compañía, es decir, cual es el porcentaje de cada una de las partidas del pasivo (recursos propios y ajenos) representa sobre el total del pasivo.

	2010	2011	2012	2013	2014	Media
Fondos Propios	45%	46%	48%	53%	55%	49,4%
Pasivo total	55%	54%	52%	47%	45%	50,6%

Tabla 8. Composición del pasivo de Mercadona. Elaboración propia.

En esta tabla, podemos ver como Mercadona va aumentando año tras año los recursos propios.

He elaborado otra tabla, con la composición del pasivo de algunas de las compañías competidoras del sector, en este caso, he escogido Grupo Día, Carrefour y Tesco en el año 2014

	2014
Fondos Propios	14%
Pasivo Total	76%

Tabla 9. Composición del pasivo de los competidores. Fuente: Cuentas Anuales Dia

Se puede apreciar que el sector no tiene la misma estructura financiera que Mercadona, por lo que hay que tener en cuenta a la hora de calcular la tasa de descuento WACC.

A continuación hay que calcular el coste de la deuda (Kd). El coste de la deuda, es cero ya que en el año 2013 y 2014 no hay gastos financieros, por lo que Mercadona no tiene deudas con entidades de crédito.

En cuanto al coste de los recursos propios (Ke), hemos utilizado el método CAPM para calcular el coste del capital.

La fórmula es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

El primer término de la ecuación, hace referencia a los activos financieros que no tienen ningún tipo de riesgo, es decir, letras del tesoro u obligaciones del Estado.

Para determinar la tasa libre de riesgo, he escogido el bono a 10 años ya que además se acerca a nuestro horizonte temporal y por lo tanto será parecido durante el resto de años.

Por otra parte, a la hora de calcular la rentabilidad de mercado, he realizado una media de las rentabilidades históricas del IBEX - 35 en los últimos 10 años, pero debido a la crisis económica vivida, se ve un poco mermado el crecimiento futuro que puede tener el mercado, por lo tanto, he decidido basarme en las estimaciones por parte de los analistas expertos en la materia, y creen que el potencial del IBEX - 35 puede rondar los 12.300 puntos, lo que equivale a un trece o un doce por cien más o menos para el año 2015.

Año	IBEX - 35	Rentabilidad
2015	10.493,5	6%
2014	9.920,2	16%
2013	8.362,3	-2%
2012	8.509,2	-26%
2011	10.806	-1%
2010	10.947,7	19%
2009	8.450,4	-49%
2008	13.229	-10%
2007	14.553,2	24%
2006	11.104,4	17%

Tabla 10. Evolución IBEX-35. Fuente: Yahoo finance

El último término en la fórmula del CAPM para calcular el coste de los recursos propios, es la beta que es el riesgo de mercado que tiene la propia compañía.

En finanzas, la beta es un valor que se refiere al riesgo sistemático, es decir, aquel riesgo que no se puede eliminar y mide por tanto la volatilidad de la rentabilidad frente a cambios en el mercado. Por lo que, si obtenemos una beta que es mayor a uno, quiere decir, que tiene unas variaciones mayores que al mercado tanto si sube o como baja. En el caso de que obtengamos una beta menor a uno, las variaciones del activo serán menores que las del mercado.

Para obtener la beta de Mercadona, como es una compañía que no cotiza he tenido que seleccionar algunas de las compañías comparables más importantes en el sector de la distribución y similares a Mercadona (Grupo DIA, Carrefour y Tesco). Debido a que el valor de la beta se ve influido por la estructura financiera de la compañía, primero voy a calcular la beta desapalancada y luego tendré que apalancar la beta en función de la estructura financiera de Mercadona.

Para obtener la beta desapalancada, tenemos que usar la beta de la compañía comparable y su nivel de estructura financiera.

Se obtiene a través de la siguiente fórmula:

$$\beta_u = \text{Beta de empresa comp} / 1 + (1 - \text{impuesto}) * \text{Deuda comp} / \text{Recursos comp.}$$

Una vez obtenida la beta desapalancada, hemos de apalancar esa beta en función de la estructura financiera (porcentaje de deuda y de recursos propios sobre el total del pasivo) que tiene Mercadona.

$$\beta_a = \beta_u (1 + (1 - \text{impuesto}) * \text{Deuda} / \text{Recursos Propios})$$

Una vez calculado todas las betas de las empresas comparables, lo que he hecho ha sido una media de todas las betas.

	Grupo DIA	Tesco	Carrefour	Media
Beta D	0,20	0,37	0,20	0,26
Beta A	0,32	0,57	0,32	0,40

Tabla 11. Betas competidores. Fuente: Damadoran.

8.3 Proyecciones financieras

Una vez calculado la tasa de descuento, haré las proyecciones financieras de las principales partidas.

Las proyecciones tienen como objetivo intentar determinar el comportamiento de la empresa durante los próximos ejercicios de la actividad de la manera más real posible.

Hay que destacar que es un estudio muy subjetivo y que por lo tanto, es evidente que las proyecciones no serán idénticas a las reales en el futuro próximo, pero se intentará que se acerquen lo máximo posible. Para ello, a lo largo del presente trabajo, he realizado un estudio tanto a nivel macroeconómico (las perspectivas de

crecimiento del PIB, como esta evolucionando el Índice de Precios al Consumo y otras muchas más variables), también se ha hecho un estudio del sector en el que opera la compañía y un análisis más interno de Mercadona.

Las proyecciones financieras, son un estudio que toda compañía debe de realizar constantemente ya que no solo sirve para valorarla a efectos de operaciones societarias, sino también para tomar decisiones en el futuro que puedan afectar al marketing mix y aseguren un correcto funcionamiento de la misma.

En primer lugar, mis proyecciones partirán de una estimación de la cifra de negocios, es decir, de las ventas y posteriormente una evolución de las otras partidas. Así pues, una vez calculada todas las proyecciones, se procederá al calculo de los flujos de caja libres.

La estimación de las ventas, es uno de los pasos más importantes en las proyecciones financieras, ya que la mayoría del resto de variables dependerán de estas.

El primer paso ha sido estudiar cómo ha ido evolucionando la economía tanto el producto interior bruto (PIB) como el índice de precios al consumo (IPC) y a su vez como se ha ido comportando las ventas y ver si existe alguna correlación entre ellas.

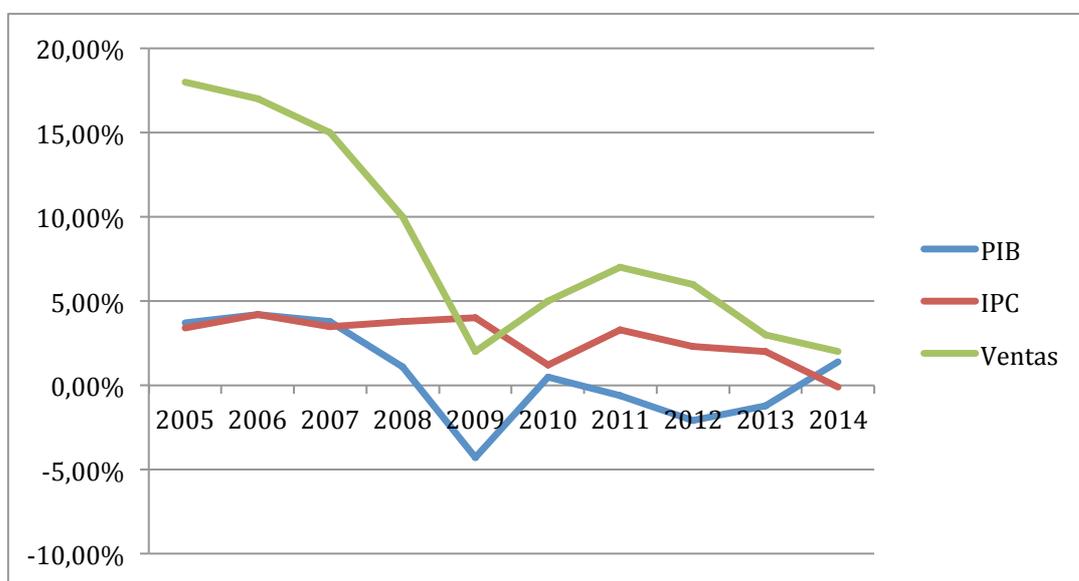


Tabla 12. Evolución PIB, IPC y Ventas Mercadona. Fuente: INE

Se puede observar en la gráfica que las ventas de Mercadona tienen un comportamiento muy semejante a las evoluciones anuales del producto interior

bruto. Si nos fijamos en el índice de precios al consumo, tiene una pequeña influencia en las ventas ya que se supone que cuando aumenta, las ventas de Mercadona disminuyen, excepto en los últimos años que el IPC ha ido disminuyendo y en cambio las ventas también.

Para estimar la evolución de las ventas, me he apoyado en las previsiones de crecimiento de la economía de España, por parte del Banco de España y de la Comisión Europea, ambos coinciden que el crecimiento del PIB para los próximos dos años será de un 2,8 y un 2,6 por ciento respectivamente. Además, se espera que el índice de precios al consumo siga bajando, de hecho se espera una bajada del 1 y 1,1 por cien para los próximos dos años.

A continuación muestro la tabla con los datos estimados para los años 2015 y 2016.

	2015	2016
PIB	2,8 %	2,6 %
Desempleo	22,3 %	20,7 %
Déficit público	-4,5 %	-3,7 %
IPC	-1 %	-1,1 %
Deuda pública sobre PIB	101,5 %	102,5 %

Tabla 13. Estimación datos económicos. Fuente: Banco de España.

En cuanto al empleo, vemos que va a aumentar en los próximos años, por lo que se va a traducir en un aumento del consumo, que beneficiará a Mercadona ya que la media del gasto por hogar en productos alimenticios y bebidas alcohólicas es del 15% del gasto total durante los últimos cuatro años. Además, pienso que Mercadona va a continuar aumentando sus inversiones a nivel nacional en los próximos años ya que abre de media unas 53 tiendas al año durante los últimos cuatro años, por lo que seguirá creciendo su cuota de mercado. Además, lleva ya un tiempo estudiando cuando internacionalizarse y expandirse y todavía no se ha hecho por la incertidumbre vivida como consecuencia de la crisis económica, y viendo que la economía empieza a reactivarse y se empieza a salir de la recesión, considero que Mercadona en los próximos años anunciará su internacionalización. De ahí que haya considerado que las ventas durante los dos primeros años tengan un crecimiento del cinco por cien, mientras que en los dos años siguientes tienen un crecimiento del seis por cien y en el 2019 vuelve a un crecimiento del 5%.

Por lo tanto las proyecciones sobre ventas, serán las siguientes:

Año	Ventas	Incremento
2015	19.367.104 €	5 %
2016	20.335.459 €	5 %
2017	21.555.587 €	6 %
2018	22.848.922 €	6 %
2019	23.991.368 €	5 %

Tabla 14. Evolución de las ventas. Elaboración propia.

A continuación, se va a intentar calcular las proyecciones de los gastos de explotación (gastos de personal, aprovisionamientos y otros gastos de explotación). Como ya he explicado en el apartado de análisis de la cuenta de resultados, se ha podido observar que Mercadona mantiene el margen de aprovisionamientos sobre las ventas, que suponen un 75% sobre las ventas.

Por otra parte, los gastos de personal y otros gastos de explotación se mantienen mas o menos entre el trece y nueve por cien respectivamente durante los cinco años estudiados. Dado que he considerado anteriormente que Mercadona, va a continuar realizando inversiones y abriendo nuevas tiendas, esto va a suponer a su vez unos mayores gastos en personal, ya que como comenté al principio del presente trabajo, Mercadona también paga cursos de formación a sus empleados y además pagan primas por objetivos al 98% de la plantilla. Por lo que he considerado que durante los tres primeros años van a incrementarse un seis por cien y luego se mantendrán en un cinco por cien durante los dos años próximos. En cuanto a los gastos en aprovisionamientos, he creído conveniente que el crecimiento sea del cinco por cien durante los primeros años y un cuatro por ciento en los próximos, debido a la relación que tiene Mercadona con sus interproveedores y la posibilidad de presionarlos. A su vez tanto Mercadona como sus interproveedores, cada año hacen un gran esfuerzo por la inversión en I + D por lo que creo que la cadena de producción será más eficiente en los próximos años de ahí que se produzca este pequeño descenso. En cuanto a otros gastos de explotación he realizado una media de los últimos cuatro años, un cuatro por cien.

Año	Aprov.	%	Otros gastos	%	Personal	%
2015	14.525.329 €	4 %	1.265.037 €	4 %	2.469.156 €	6 %
2016	15.251.594 €	5 %	1.315.639 €	4 %	2.617.305 €	6 %
2017	16.166.690 €	6 %	1.368.264 €	4 %	2.774.343 €	6 %
2018	17.136.692 €	6 %	1.422.995 €	4 %	2.913.060 €	5 %
2019	17.993.526 €	5 %	1.479.915 €	4 %	3.058.713 €	5 %

Tabla 15. Evolución gastos de explotación. Elaboración propia.

A continuación se va a proceder a explicar como se ha calculado las inversiones en CAPEX, se ha visto cuales han sido las adiciones que ha realizado Mercadona, tanto en inmovilizado material como en inmovilizado intangible sobre el inmovilizado bruto del año anterior durante en los últimos cuatro años y posteriormente he hecho una media del porcentaje de las inversiones que realiza, por lo que con el resultado obtenido, las he proyectado incrementándolas un diez por cien, de tal forma que para el balance del año siguiente el inmovilizado neto será la suma del inmovilizado bruto del año pasado más las inversiones en CAPEX y restando la amortización correspondiente.

En cuanto a la amortización, he visto cual era el porcentaje que representaba sobre el inmovilizado total del año pasado más las inversiones en CAPEX, es decir, el inmovilizado bruto del presente año. Obteniendo una media del seis por cien en los últimos cuatro años.

Año	CAPEX	%	Amortización	%
2015	603.176 €	10 %	351.178 €	6 %
2016	662.042 €	10 %	373.178 €	6 %
2017	726.652 €	10 %	396.797 €	6 %
2018	797.569 €	10 %	421.783 €	6 %
2019	875.406 €	10 %	448.342 €	6 %

Tabla 16. Evolución CAPEX y amortización. Elaboración propia.

En cuanto a las necesidades operativas de fondos (NOF), para poder proyectarlas, he visto que porcentaje sobre ventas representaba cada una de las partidas que lo componen (Clientes y existencias, mientras que los acreedores comerciales los he calculado sobre los gastos de aprovisionamientos) y ver como ha ido evolucionando. Para poder proyectarlas he aplicado la media obtenida a los resultados del último año.

Año	Existencias	%	Clientes	%	Acreedores	%	NOF	%
2015	870.719 €		96.747 €		3.667.500 €		-2.700.035 €	
2016	914.271 €		101.586 €		3.853.284 €		-2.837.427 €	
2017	969.152 €		107.687 €		4.017.884 €		-2.941.048 €	
2018	1.027.327 €		114.147 €		4.184.148 €		-3.042.674 €	
2019	1.078.711 €		119.857 €		4.357.340 €		-3.158.773 €	

Tabla 17. Cálculo de las NOF. Elaboración propia.

Una vez proyectadas todas las partidas, voy a proceder al cálculo de los flujos de caja libre, a través de las proyecciones financieras realizadas para los siguientes cinco años.

	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019
Ventas	19.349.314	20.317.135	21.536.713	22.829.482	23.971.345
Gastos operativos	18.259.521	19.184.538	20.309.298	21.472.747	22.532.154
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
BAIT	660.634	677.426	1.050.496	1.486.959	1.736.302
Tasa impositiva	184.978	169.357	262.624	371.740	434.076
Beneficio	475.657	508.070	787.872	1.115.219	1.302.227
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
CAPEX	603.176	662.042	726.652	797.569	875.406
Inversiones en NOF	-346.333	-137.392	-103.622	-101.626	-116.099
Free cash flow	610.542	417.341	457.081	493.480	470.861
DCF	579.219	375.618	390.280	399.742	361.852
VAN	2.106.712				

Tabla 18. Cálculo de los flujos de caja libre. Elaboración propia.

También he desarrollado dos escenarios, uno optimista y otro pesimista en el caso de que se den algunas situaciones distintas y pueden influir en la valoración de la compañía.

Para el escenario optimista, he considerado que las ventas han aumentado un seis por ciento constante en los primeros años, además los costes de explotación he considerado que consiguen un mayor margen bajándolo un uno por cien. Y además, también he considerado que la beta de Mercadona se sitúa en 0,36, por lo tanto la tasa de descuento es menor, exactamente un 4,72%. Obteniendo una valoración de 15.228.418 millones.

	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019
	€ millones	€ millones	€ millones	€ millones	€ millones
Ventas	19.569.685	20.743.866	21.988.498	23.307.808	24.706.276
Gastos operativos	18.411.457	19.490.843	20.633.981	21.910.142	23.191.867
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
BAIT	807.050	879.732	957.720	975.883	1.066.068
Tasa impositiva	225.974	246.325	239.430	243.971	266.517
Beneficio	581.076	633.407	718.290	731.912	799.551
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
Capex	603.176	662.042	726.652	797.569	875.406
Inversiones en Nof	-330.736	-136.612	-163.973	-168.051	-154.788
Free cash flow	659.814	481.268	552.408	524.177	527.275
DCF	630.123	438.929	481.139	436.006	418.846
VAN	15.228.418				

Tabla 19. Escenario Optimista de Mercadona. Elaboración propia.

Por otra parte, para el cálculo del escenario pesimista, las ventas van a crecer a un ritmo menor que al escenario pesimista, un cuatro por cien. Los costes de mercancía, he mantenido el margen un 75% de los gastos de explotación sobre las ventas. Pero en cambio la beta de Mercadona, se sitúa en 0,42, obteniendo una tasa de descuento del 5,5%, obteniendo un valor de la compañía de 8.912.870 millones de euros.

	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019
	€ millones	€ millones	€ millones	€ millones	€ millones
Ventas	19.200.446	19.968.464	20.966.887	22.015.231	23.336.145
Gastos operativos	18.134.527	18.709.607	19.658.104	20.627.326	21.900.720
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
BAIT	714.741	885.566	911.986	966.122	987.083
Tasa impositiva	200.127	247.958	227.997	241.530	246.771
Beneficio	514.613	637.607	683.990	724.591	740.312
Amortizaciones	351.178	373.291	396.797	421.783	448.342
Capex	603.176	662.042	726.652	797.569	875.406
Inversiones en Nof	-330.736	-136.612	-163.973	-168.051	-154.788
Free cash flow	593.351	485.468	518.108	516.856	468.036
DCF	565.074	435.881	440.789	416.662	357.517
VAN	8.912.870				

Tabla 20. Escenario pesimista de Mercadona. Elaboración propia.

8.4 Cálculo del valor residual

El valor residual de una compañía es aquel valor que tendrá la compañía más allá de la última proyección que he realizado, ya que se sobreentiende que la compañía va a continuar operando y no se va a liquidar.

El valor residual, hace referencia a lo que es capaz de generar la compañía más allá del horizonte temporal que se ha estudiado, que en mi caso es de cinco años. Este valor suele representar más del cincuenta por ciento.

Para calcular el valor residual, existen distintos procedimientos, los más conocidos son:

- Valor patrimonial : que considera que el valor residual es equivalente a los fondos propios de la compañía en el último período proyectado.

- Valor de liquidación : Se aplica cuando se considera que el negocio no continuará después del período proyectado por cualquier motivo y como consecuencia esta obligada a vender todos los activos por valor del último año proyectado
- Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros : consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, mediante un crecimiento constante (g) y que normalmente parte del flujo de caja estimado para el período último.
- Capitalización de resultados : Es un procedimiento muy similar al anterior, sólo que hay que tomar como referencia la variable de beneficios, en lugar del flujo de caja libre.

Una vez estimado el valor residual por cualquier método habría que actualizarlo al momento presente con la tasa de descuento que ya hemos calculado.

En mi caso he decidido utilizar el modelo de Gordon Saphiro, con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{FC} * (1 + g) / (K - g)}{(1 + K)^n}$$

Donde:

FC = Flujos de caja

g = Tasa de crecimiento (1%)

K = Tasa de descuento

n = Número de años de actualización

Por lo tanto, el valor residual obtenido es de:

Tasa de descuento	Valor residual
5,1%	10.377.729

Tabla 21. Cálculo del Valor Residual. Elaboración propia.

9 Método de valoración por múltiplos

En este apartado voy a proceder al cálculo de Mercadona, a través de compañías comparables del sector que estén cotizando.

A pesar de ser uno de los métodos más usados por los expertos, es un método que no es fiable al cien por cien. A la hora de seleccionar compañías comparables del mismo sector que estén cotizando, solo he podido encontrar en la bolsa española al grupo DIA, y por tanto he tenido que acudir a bolsas extranjeras para encontrar otras compañías, como por ejemplo Carrefour.

Los principales múltiplos utilizados y que voy a aplicar en el presente trabajo son:

- EV / Ventas; nos indica el valor de la compañía en función de sus ventas.
- PER (Price Earning Ratio), para calcularlo, hay que dividir el precio de cotización de la compañía entre el beneficio por acción. Lo que nos viene a decir este ratio, es el tiempo que tardas en recuperar la inversión.

A continuación se muestra los ratios elegidos de las compañías comparables:

Compañía	PER	EV / Sales
DIA	16,94	18,02
Carrefour	0,56	0,35

Tabla 22. Múltiplos compañías comparables. Fuente: Damadoran.

Ahora debemos aplicar los resultados obtenidos a las cuentas de Mercadona, es decir tenemos que multiplicar el PER de las compañías comparables por el beneficio neto de Mercadona en el año 2014 y en cuanto al EV/Sales, multiplicarlo por las ventas que ha realizado Mercadona para obtener un rango de valoración. Pero no se nos debe olvidar, que debemos sumar la deuda neta de la compañía, ya que sólo tiene en consideración los ratios de capital.

Obteniendo los siguientes resultados:

Compañía	PER	EV / Sales
DIA	9.202.807.000 €	12.129.970.197 €
Carrefour	9.789.527.000 €	8.504.450.799 €

Tabla 23. Rango de valoración por múltiplos. Elaboración propia.

10 Conclusiones

En el presente trabajo, se estudia en profundidad a la compañía de distribución alimentaria, Mercadona y cual es su valoración en caso de que saliese a cotizar. Tras una descripción de la situación económica nacional y su posible evolución, así como la evolución del sector, la descripción de la trayectoria de la compañía, su orientación estratégica y un análisis interno de la empresa se va a proceder a explicar las conclusiones sacadas.

Respecto a su posición en el sector, cabe destacar que Mercadona mantendrá e incluso tendrá una mayor cuota de mercado frente a sus competidores, ya que siguiendo la tendencia que ha tenido en los últimos años. La relación calidad – precio es una de las estrategias utilizadas por la compañía, la cual ha dado buen resultado a la hora de captar clientes. La adaptación a los cambios en la demanda le permite defenderse de la posible amenaza de productos sustitutivos. Hay que destacar que Mercadona reinvierte la gran parte de su beneficio en la propia compañía con el fin de seguir creciendo en el sector de distribución alimentaria. Por lo tanto, Mercadona va a continuar creciendo durante los próximos años a buen ritmo, ya que la economía se esta reanimando y además se suma la posibilidad de que Mercadona se internacionalice.

Haciendo hincapié en el análisis económico-financiero, en el análisis del balance de situación como de la cuenta de pérdidas y ganancias, nos muestran que la compañía, Mercadona, se encuentra en una buena situación, en la que no tiene problemas de liquidez y se encuentra mejor que la de su principal competidor (DIA), reduciendo su deuda financiera que actualmente es cero, cosa que sus competidores no gozan de tal ventaja, dependiendo en gran medida de sus acreedores financieros. Mercadona ha ido destinando más recursos a tesorería, para ir mejorando el fondo de maniobra de la compañía, situándolo en el año 2014 en 567.437 millones de euros, un dato que nos indica la buena salud de la compañía, además acompañado de un análisis de las rentabilidades económica y financiera, así como los principales ratios de tesorería y endeudamiento, los cuales se encuentran dentro de los valores recomendados y todos ellos por encima de la competencia, nos corroboran que la compañía goza de buena salud ya que las principales deudas que tiene, son con sus acreedores comerciales, a los cuales paga más tarde de lo que cobra.

Como se puede observar atendiendo a todos los datos expuestos, vemos que es la compañía de distribución más fuerte en España, no solo por su salud financiera, sino por la constante evolución año tras año de sus ventas, los beneficios de sus estrategias logísticas para reducir costes e incrementar la eficacia, su nula dependencia de los acreedores, muestran su situación privilegiada frente a las de sus principales competidores.

Cabe destacar que Mercadona es una compañía que trabaja sobre márgenes, es decir, que mantiene un beneficio sobre las ventas cercano al tres por cien. Además, se caracteriza por ser una compañía que tiene bajos márgenes pero con una alta rotación, por lo que se puede intuir que sus activos tienen un alto rendimiento.

Por otra parte, para valorar la compañía, he utilizado los principales métodos de valoración para compañías no cotizadas. El primero de ellos ha sido el método de flujos de caja libre, para calcular los flujos de caja de la compañía, anteriormente hemos tenido que calcular otros factores que tienen una gran influencia, como es la beta de la compañía, coste del capital y las proyecciones financieras. Una vez realizado todos estos cálculos, he obtenido los flujos de caja libre, los cuales los hemos descontado por su tasa de descuento correspondiente y finalmente he obtenido un valor de la compañía de 12.507.267 millones de euros.

Además, este dato lo apoyamos a la hora de calcular un rango de valoración a través del método de valoración por múltiplos de compañías comparables, obteniendo un rango del valor de Mercadona entre 8.504.450 y 12.129.970 millones de euros, muy cercano al obtenido por el método por descuento de flujos.

11 Bibliografía

KAPLAN, S.N.; RUBACK, R.S. The valuation of cash flow forecast: an empirical analysis. *Journal of Finance*.

Fernández, P. (2002). *Valoración de Empresas*. Barcelona, España: Gestión 2000.

Casares Ripol, J.; Rebollo Arévalo, A. (2005) *Distribución comercial*. Editorial Thomson Civitas.

FERNÁNDEZ, P. (2004), "Company Valuation Methods. The most common errors in valuations", IESE Business School paper, Madrid.

AMAT, O. (2008). *Análisis económico-financiero*. Editorial: Gestion 2000.

FERNÁNDEZ, P.; CARABIAS, J.M (2007). *El peligro de utilizar betas calculadas*, IESE Business School.

González Pascual, J. (2010) *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones*. Editorial Pirámide.

ROMERA, M. (2004). *Modelos de Valoración de Empresas no Cotizadas, Estrategia financiera*.

Fernández Nogales, Martínez Castro y Rebollo Arévalo (2008) : "1977-2006: 30 años de evolución del sistema de distribución comercial en España en 2009".

MERCADONA. (2014). *Memoria Anual Mercadona 2014*. Valencia.

MERCADONA. (2013). *Memoria Anual Mercadona 2013*. Valencia.

MERCADONA. (2012). *Memoria Anual Mercadona 2012*. Valencia.

MERCADONA. (2011). *Memoria Anual Mercadona 2011*. Valencia.

MERCADONA. (2010). *Memoria Anual Mercadona 2010*. Valencia.

CNC (Comisión Nacional de Competencia), (2011): "informe sobre las relaciones entre fabricantes y distribuidores en el sector alimentario".
<<http://www.lamoncloa.gob.es/espana/eh15/agricultura/Documents/CNC-MDD.pdf>>

INE (Instituto Nacional de Estadística); Encuesta de población activa
<<http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0115.pdf> >

INE (Instituto Nacional de Estadística); Evolución del IPC.
<<http://www.ine.es/daco/daco42/daco421/ipc0115.pdf>>

Comisión Europea. Mercado retail.
<http://ec.europa.eu/internal_market/retail/index_en.htm >

Damodaran. Betas del sector de distribución alimentario.
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> >

Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente (MAGRAMA).
<<http://www.magrama.gob.es/es/>>

Instituto Español de Comercio Exterior. ICEX Base
<<http://www.icex.es/icex/es/index.html> >

Mercasa. Sector agroalimentario. <<http://www.mercasa.es>>

Kantar Worldpanel. Consumo hogares. <<http://www.promarca-spain.com/wp-content/uploads/2015/02/PerspectivasGranConsumo2015.pdf>>

Banco de España. Boletín Económico.
<<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Mar/Fich/be1503.pdf>>

Yahoo finance. 2014.< <https://es.finance.yahoo.com>>

Ahorro Corporación. Previsiones macroeconómicas para España.
<<http://www.ahorrocorporacion.es/noticia-8.html>>

Cincodías. Evolución del IBEX-35.
<http://cincodias.com/cincodias/2014/12/19/mercados/1418987279_919110.html>

Fondo Español de Garantía Agraria (FEGA).
<http://www.fega.es/Pwfgcp/es/el_fega/mision/index.jsp>

12 ANEXOS

ACTIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (2)	EJERCICIO 2013 (3)
A) ACTIVO NO CORRIENTE	11000		3.452.266	3.232.481
I. Inmovilizado intangible	11100	5	95.289	63.853
1. Desarrollo	11110		0	0
2. Concesiones	11120		69.152	54.617
3. Patentes, licencias, marcas y similares	11130		0	0
4. Fondo de comercio	11140		0	0
5. Aplicaciones informáticas	11150		25.066	8.702
6. Investigación	11160		0	0
7. Propiedad intelectual	11180		0	0
8. Derechos de emisión de gases de efecto invernadero	11190		0	0
9. Otro inmovilizado intangible	11170		471	534
II. Inmovilizado material	11200	6	2.912.943	2.727.255
1. Terrenos y construcciones	11210		2.104.583	1.934.545
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	11220		760.359	729.421
3. Inmovilizado en curso y anticipos	11230		48.001	63.289
III. Inversiones inmobiliarias	11300		0	0
1. Terrenos	11310		0	0
2. Construcciones	11320		0	0
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	11400	9	69.505	55.687
1. Instrumentos de patrimonio	11410		63.105	55.687
2. Créditos a empresas	11420		6.400	0
3. Valores representativos de deuda	11430		0	0
4. Derivados	11440		0	0
5. Otros activos financieros	11450		0	0
6. Otras inversiones	11460		0	0
V. Inversiones financieras a largo plazo	11500	8	335.975	348.767
1. Instrumentos de patrimonio	11510		469	535
2. Créditos a terceros	11520		223.004	249.372
3. Valores representativos de deuda	11530		97.361	84.361
4. Derivados	11540		0	0
5. Otros activos financieros	11550		15.141	14.499
6. Otras inversiones	11560		0	0
VI. Activos por impuesto diferido	11600	14	38.554	36.919
VII. Deudas comerciales no corrientes	11700		0	0

ACTIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (1)	EJERCICIO 2013 (2)
B) ACTIVO CORRIENTE	12000		3.608.120	3.311.042
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	12100		0	0
II. Existencias	12200	4-e	612.456	587.434
1. Comerciales	12210		612.456	587.434
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	12220		0	0
3. Productos en curso	12230		0	0
a) De ciclo largo de producción	12231		0	0
b) De ciclo corto de producción	12232		0	0
4. Productos terminados	12240		0	0
a) De ciclo largo de producción	12241		0	0
b) De ciclo corto de producción	12242		0	0
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados	12250		0	0
6. Anticipos a proveedores	12260		0	0
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	12300		74.522	103.915
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	12310		0	0
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	12311		0	0
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	12312		0	0
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	12320		0	0
3. Deudores varios	12330		74.522	103.915
4. Personal	12340		0	0
5. Activos por impuesto corriente	12350		0	0
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	12360		0	0
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos	12370		0	0
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	12400	g	920	265
1. Instrumentos de patrimonio	12410		0	0
2. Créditos a empresas	12420		920	265
3. Valores representativos de deuda	12430		0	0
4. Derivados	12440		0	0
5. Otros activos financieros	12450		0	0
6. Otras inversiones	12460		0	0

ACTIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (1)	EJERCICIO 2013 (2)
V. Inversiones financieras a corto plazo	12500	8	33.066	32.913
1. Instrumentos de patrimonio	12510		0	0
2. Créditos a empresas	12520		33.066	32.913
3. Valores representativos de deuda	12530		0	0
4. Derivados	12540		0	0
5. Otros activos financieros	12550		0	0
6. Otras inversiones	12560		0	0
VI. Periodificaciones a corto plazo	12600	6	3.738	3.510
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12700	13	2.883.414	2.583.005
1. Tesorería	12710		2.038.414	1.408.005
2. Otros activos líquidos equivalentes	12720		845.000	1.175.000
TOTAL ACTIVO (A + B)	10000		7.060.386	6.543.523

PATRIMONIO NETO Y PASIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (1)	EJERCICIO 2013 (2)
A) PATRIMONIO NETO	20000		3.884.206	3.438.110
A-1) Fondos propios	21000	10	3.881.935	3.436.587
I. Capital	21100		15.921	15.921
1. Capital escriturado	21110		15.921	15.921
2. (Capital no exigido)	21120		0	0
II. Prima de emisión	21200		1.736	1.736
III. Reservas	21300		3.399.582	2.982.169
1. Legal y estatutarias	21310		3.184	3.184
2. Otras reservas	21320		3.396.398	2.978.985
3. Reserva de revalorización	21330		0	0
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	21400	10	(78.563)	(78.563)
V. Resultados de ejercicios anteriores	21500		0	0
1. Remanente	21510		0	0
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	21520		0	0
VI. Otras aportaciones de socios	21600		0	0
VII. Resultado del ejercicio	21700		543.259	515.324
VIII. (Dividendo a cuenta)	21800		0	0
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	21900		0	0
A-2) Ajustes por cambios de valor	22000	8	(9)	(15)
I. Activos financieros disponibles para la venta	22100		(9)	(15)
II. Operaciones de cobertura	22200		0	0
III. Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta	22300		0	0
IV. Diferencia de conversión	22400		0	0
V. Otros	22500		0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	23000	11	2.280	1.538
B) PASIVO NO CORRIENTE	31000		135.498	181.866
I. Provisiones a largo plazo	31100	12	17.166	13.159
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	31110		0	0
2. Actuaciones medioambientales	31120		0	0
3. Provisiones por reestructuración	31130		0	0
4. Otras provisiones	31140		17.166	13.159
II. Deudas a largo plazo	31200	13	11.029	10.904
1. Obligaciones y otros valores negociables	31210		0	0
2. Deudas con entidades de crédito	31220		0	0

PATRIMONIO NETO Y PASIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014	(1)	EJERCICIO 2013
3.	Acreedores por arrendamiento financiero	31230	0		0
4.	Derivados	31240	0		0
5.	Otros pasivos financieros	31250	11.029		10.904
III.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	31300	0		0
IV.	Pasivos por impuesto diferido	31400	14	107.303	157.793
V.	Periodificaciones a largo plazo	31500	0		0
VI.	Acreedores comerciales no corrientes	31600	0		0
VII.	Deuda con características especiales a largo plazo	31700		0	0
C)	PASIVO CORRIENTE	32000		3.040.682	2.923.557
I.	Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	32100		0	0
II.	Provisiones a corto plazo	32200		0	0
1.	Provisiones por derechos de emisión de gases de efecto invernadero	32210		0	0
2.	Otras provisiones	32220		0	0
III.	Deudas a corto plazo	32300		0	0
1.	Obligaciones y otros valores negociables	32310		0	0
2.	Deudas con entidades de crédito	32320		0	0
3.	Acreedores por arrendamiento financiero	32330		0	0
4.	Derivados	32340		0	0
5.	Otros pasivos financieros	32350		0	0
IV.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	32400		0	0
V.	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	32500		3.040.682	2.923.557
1.	Proveedores	32510		2.096.411	2.020.610
a)	Proveedores a largo plazo	32511		0	0
b)	Proveedores a corto plazo	32512		2.096.411	2.020.610
2.	Proveedores, empresas del grupo y asociadas	32520		0	0
3.	Acreedores varios	32530		390.895	390.062
4.	Personal (remuneraciones pendientes de pago)	32540		233.789	212.012
5.	Pasivos por impuesto corriente	32550	14	34.467	25.415
6.	Otras deudas con las Administraciones Públicas	32560	14	295.120	266.438
7.	Anticipos de clientes	32570		0	0
VI.	Periodificaciones a corto plazo	32800		0	0
VII.	Deuda con características especiales a corto plazo	32700		0	0
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)		30000		7.060.386	6.543.523

(DEBE) / HABER	NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (1)	EJERCICIO 2013 (2)	
A) OPERACIONES CONTINUADAS				
1. Importe neto de la cifra de negocios	40100	16	18.441.861	18.048.662
a) Ventas	40110		18.441.861	18.048.662
b) Prestaciones de servicios	40120		0	0
c) Ingresos de carácter financiero de las sociedades holding	40130		0	0
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	40200		0	0
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	40300		0	0
4. Aprovisionamientos	40400	16	(13.907.913)	(13.603.765)
a) Consumo de mercaderías	40410		(13.907.913)	(13.603.765)
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	40420		0	0
c) Trabajos realizados por otras empresas	40430		0	0
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	40440		0	0
5. Otros ingresos de explotación	40500		17.106	13.758
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	40510		9.325	6.103
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	40520		7.781	7.655
6. Gastos de personal	40600	16	(2.329.392)	(2.273.939)
a) Sueldos, salarios y asimilados	40610		(1.790.506)	(1.741.757)
b) Cargas sociales	40620		(538.886)	(532.182)
c) Provisiones	40630		0	0
7. Otros gastos de explotación	40700		(1.216.382)	(1.194.515)
a) Servicios exteriores	40710		(1.180.574)	(1.185.903)
b) Tributos	40720		(26.828)	(29.749)
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	40730		(40)	(25)
d) Otros gastos de gestión corriente	40740		(8.940)	(8.837)
e) Gastos por emisión de gases de efecto invernadero	40750		0	0
8. Amortización del inmovilizado	40800	5 y 6	(330.375)	(360.744)
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	40900	11	1.288	727
10. Excesos de provisiones	41000		0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	41100	6	(925)	(158)
a) Deterioro y pérdidas	41110		0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	41120		(925)	(158)
c) Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado de las sociedades holding	41130		0	0
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	41200		0	0

(DEBE) / HABER	NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2014 (1)	EJERCICIO 2013 (2)
13. Otros resultados	41300	0	0
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	48100	675.268	630.066
14. Ingresos financieros	41400	61.665	87.551
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	41410	0	0
a 1) En empresas del grupo y asociadas	41411	0	0
a 2) En terceros	41412	0	0
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	41420	61.665	87.551
b 1) De empresas del grupo y asociadas	41421	0	0
b 2) De terceros	41422	0	0
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	41430	0	0
15. Gastos financieros	41500	0	0
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	41510	0	0
b) Por deudas con terceros	41520	0	0
c) Por actualización de provisiones	41530	0	0
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	41600	0	0
a) Cartera de negociación y otros	41610	0	0
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	41620	0	0
17. Diferencias de cambio	41700	0	0
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	41800	982	(12)
a) Deterioros y pérdidas	41810	982	(12)
b) Resultados por enajenaciones y otras	41820	0	0
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	42100	0	0
a) Incorporación al activo de gastos financieros	42110	0	0
b) Ingresos financieros derivados de convenios de acreedores	42120	0	0
c) Resto de ingresos y gastos	42130	0	0
A.2) RESULTADO FINANCIERO (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	49200	62.647	87.539
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1 + A.2)	49300	737.915	717.595
20. Impuestos sobre beneficios	41900	14 (194.656)	(202.271)
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3 + 20)	49400	543.259	515.324
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	42000	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4 + 21)	49500	543.259	515.324