

UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE CARTAGENA

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA EMPRESA

TITULACIÓN: MASTER EN CONTABILIDAD Y FINANZAS
CORPORATIVAS

TRABAJO FIN DE MASTER



TÍTULO:

**VALORACIÓN Y DIAGNÓSTICO ECONÓMICO-
FINANCIERO DE UNA EMPRESA DEL SECTOR DE LA
ALIMENTACIÓN INFANTIL Y PREPARADOS
DIETÉTICOS**



Alumna: Jessica Ariza Victoria

Director: Carmelo Reverte Maya

Septiembre 2013

Índice	Pág.
1. Introducción y Objetivos.....	4
2. Memoria Prácticum.....	5
3. La Compañía y su Entorno.....	6
3.1 Presentación de la Compañía.....	6
3.2 Análisis de la Coyuntura Económica Nacional e Internacional.....	7
3.2.1 La Economía Mundial durante el Año 2012.....	7
3.2.2 La Economía Española durante el Año 2012.....	9
3.2.3 La Industria de la Alimentación y Bebidas.....	11
3.2.4 Previsiones Económicas para 2013 y 2014.....	13
4. Análisis económico-financiero.....	14
4.1 Análisis Estructural.....	14
4.2 Análisis de Ratios.....	15
4.2.1. Posición de Liquidez.....	15
4.2.2. Equilibrio Financiero.....	16
4.2.3. Nivel de Endeudamiento.....	16
4.2.4. Análisis de Rentabilidad.....	18
4.2.5. Análisis de Productividad.....	19
4.3 Análisis de las Empresas Competidoras.....	20
4.3.1. Posición de Liquidez.....	20
4.3.2. Equilibrio Financiero.....	21
4.3.3. Nivel de Endeudamiento.....	22
4.3.4. Análisis de Rentabilidad.....	24
4.3.5. Análisis de Productividad.....	26
4.4 Análisis del Sector.....	28
4.5 Conclusiones.....	34

5. Valoración de la Compañía.....	35
5.1. Objetivo de la Valoración.....	35
5.2. Metodología del Informe.....	35
5.3. Hipótesis Financieras.....	36
5.3.1 Hipótesis de Ingresos.....	36
5.3.2 Hipótesis de Costes.....	37
5.3.3 Evolución del EBITDA.....	40
5.3.4 Amortización.....	41
5.3.5 Evolución del EBIT.....	42
5.3.6 Fondo de Maniobra.....	42
5.3.7 Impuestos.....	43
5.4. Cálculos Previos.....	44
5.4.1 Estimación de los Flujos de Caja.....	44
5.4.2 Estimación del WACC.....	45
5.4.3 Estimación del Valor Residual.....	46
5.5. Rango de Valoración.....	47
5.6. Análisis de Sensibilidad.....	47
5.7. Análisis de Sensibilidad mediante la Simulación de Montecarlo.....	48
6. Fortalezas y Debilidades.....	50
6.1. Propuestas de Actuación.....	50
7. Bibliografía.....	53
8. Anexos.....	54

1. Introducción y Objetivos

El objetivo del presente informe es la realización de un diagnóstico económico-financiero y una valoración de una sociedad anónima (en adelante, la compañía) con sede en Cartagena desde 1968 y dedicada a la elaboración y comercialización de productos dietéticos y cosméticos naturales.

En este informe se pretende analizar la evolución de la compañía desde el año 2006 hasta el año 2012 a través de una serie de indicadores económicos y financieros, para realizar un diagnóstico de su situación, además de realizar un análisis comparativo con otras dos empresas similares de su sector.

Otro apartado del presente informe se ocupa de la valoración de la compañía a través del método de descuento de flujos de caja que, a diferencia de otros métodos de valoración concebidos para empresas cotizadas, puede aplicarse a empresas no cotizadas. Este apartado se complementa con un análisis de riesgo sobre cuáles son las variables más influyentes en la generación de sus flujos de caja.

El informe concluye con el análisis de las debilidades y las fortalezas de la compañía, a la luz del diagnóstico económico-financiero realizado, y con la propuesta de una serie de medidas correctivas tendentes a mejorar la posición competitiva de la compañía.

2. Memoria Prácticum

Este Máster incluye en su plan de estudios la posibilidad de realizar prácticas en empresas. En mi caso las he realizado en una empresa localizada en Cartagena dedicada a la elaboración y comercialización de productos dietéticos y cosméticos naturales y su duración ha sido de tres meses, distribuidas entre los meses de Enero y de Abril del año 2013.

Mi tutor en la empresa fue el director financiero, quien me dirigía sobre el trabajo que debía realizar además de dos compañeros del departamento que también me asignaban tareas.

Durante las primeras semanas realicé tareas de archivo de documentos bancarios con el fin de conocer a las distintas entidades con las que trabajaban. Entre ellos aprendí a reconocer extractos de cuentas, transferencias tanto nacionales como internacionales, devoluciones de recibos, cargos por créditos impagados, liquidaciones de valores negociables o imposiciones a plazo entre otros.

Una vez archivados proseguí con las facturas recibidas con lo que pude conocer quiénes eran sus proveedores y acreedores.

Posteriormente, cada semana dedicaba un tiempo al archivo para no acumular gran cantidad de documentos.

En la empresa trabajé con la ERP Sensei, la primera tarea que realicé con él fue el de imprimir el balance y la cuenta de resultados de varias empresas pertenecientes al propietario para rellenar los libros que posteriormente se llevarían al Registro Mercantil.

Regularicé saldos de cuentas de clientes que no se esperaba recuperar, pasándose a considerar como una pérdida.

También, tuve que cuadrar las diferencias de saldo contable y el saldo en cartera de los clientes procedentes del cambio de programa informático.

Durante un tiempo, con uno de los administrativos, estuve conociendo como era la relación con los comerciales de la empresa y como éstos trataban con los clientes.

Además, de completar el gestor documental con contratos que todavía no habían sido escaneado de varios departamentos de la empresa.

Clasificaba a final de mes los gastos que mandaban sus comerciales de gasolina, peajes, parking, hoteles, restaurante, renting de vehículos... Y durante un tiempo fui la encargada de la contabilización y el archivo de esos gastos.

Este periodo fue muy interesante, en él pude aprender cual es el funcionamiento de una empresa en la realidad y como es el trato entre compañeros. Mi relación con ellos fue muy buena y con un ambiente de trabajo muy agradable.

3. La Compañía y su Entorno

3.1. Presentación de la Compañía

Como se ha comentado anteriormente, la compañía fue constituida en 1968, con sede en Cartagena y se dedica a la elaboración y comercialización de productos dietéticos y cosméticos naturales.

El mercado de la compañía aglutina a todo tipo de consumidores que deseen cuidarse y sentirse bien con la utilización de productos naturales de alta calidad. Los productos más demandados son los realizados con base de jalea real, los energéticos, los fortalecedores del sistema inmunológico y las cremas y los aceites corporales dedicados al cuidado de la piel.

Sus productos se pueden adquirir tanto en parafarmacias y comercios especializados como a través de internet. Este sistema de venta se ha potenciado con el fin de diferenciarse de los competidores por la calidad de sus productos, la variedad y el servicio post-venta.

La compañía es muy reconocida tanto a nivel nacional como internacional y, en estos momentos de incertidumbre económica, es una gran ventaja que se trate de una empresa exportadora. Concretamente, exporta a más de 50 países de 4 continentes diferentes, siendo los países que principalmente compran sus productos Francia, Reino Unido, Alemania y Portugal.

La estructura corporativa de la compañía es la siguiente:



3.2. Análisis de la Coyuntura Económica Nacional e Internacional

3.2.1. La Economía Mundial durante el Año 2012

La economía mundial ha emprendido un largo camino de recuperación desde que en el año 2009 gran parte de las economías alcanzaron su punto más bajo. Los temores a un agravamiento de la recesión han sido continuos debido a la inestabilidad de los países de la zona euro, al gran déficit de Estados Unidos, a la difícil situación sociopolítica en los países árabes y a la renqueante economía de Japón.

Mientras que estos países se recuperan tímidamente otros países emergentes, mayoritariamente los asiáticos, registran unas notables tasas de crecimiento.

Como se puede observar en la Tabla 1, son estos países los que registran un aumento de su producto interior bruto durante el periodo comprendido entre el año 2008 y 2012.

Tabla 1: Variación del PIB, en porcentaje

	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	3,0	-0,8	5,0	4,9	3,2
Economías avanzadas	0,5	-3,2	3,0	2,7	1,3
Estados Unidos	0,4	-2,5	2,8	1,7	2,3
Zona euro	0,6	-3,9	1,8	1,5	-0,4
Alemania	1,2	-4,8	3,6	3,0	0,9
Francia	0,3	-2,3	1,6	1,5	0,2
Italia	-1,0	-4,8	1,0	0,5	-2,1
España	0,9	-3,6	-0,2	0,6	-1,4
Japón	-1,2	-5,3	2,6	-0,7	2,0
Reino Unido	0,5	-4,8	1,7	0,9	-0,2
Brasil	5,1	-0,4	7,5	2,9	1,0
Rusia	5,6	-9,0	3,7	4,3	3,6
China	9,6	8,7	10,3	9,2	7,8
India	7,3	5,6	9,7	7,1	4,5

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

La economía de Estados Unidos ha crecido durante los dos últimos años debido a la reducción del endeudamiento privado de empresas y familias, el reajuste del mercado inmobiliario, a que el sector bancario relajó sus condiciones a la concesión de créditos y al proceso de regreso de las empresas deslocalizadas a Estados Unidos.

Aunque todavía arrastra sus problemas con el déficit público y externo, ya que, no ha resuelto la implantación de un sistema fiscal sostenible a largo plazo y posee una deuda acumulada de 16 billones de dólares que está siendo financiada por bajos tipos

de interés, cuando estos tipos de interés se normalicen el coste de la deuda podría ser muy perjudicial y dejar al país en una mala situación.

Por su parte, la economía de la zona Euro presenta una difícil situación con una grave recesión, un elevado porcentaje de desempleo, la lentitud con la que se afrontan los problemas colectivos de Europa y un deficiente sistema monetario. Todas estas causas provocan una grave inestabilidad en la zona y un deterioro de las expectativas.

Entre las economías con más problemas de la zona Euro se encuentra la griega que sigue recibiendo ayuda monetaria sin evidenciar ninguna mejora, la portuguesa que continua aplicando programas de austeridad sin obtener ninguna mejora y la española que ha llevado a cabo reformas fiscales y bancarias pero son insuficientes ya que existe un problema estructural, una degradación del sistema productivo, un sector bancario que no concede créditos al mercado privado y un sector público sobredimensionado.

En la Tabla 2 se puede observar que son los países con una mayor tasa de desempleo.

Tabla 2: Tasa de desempleo, en porcentaje

Zona euro	11,7
Alemania	6,8
Holanda	7,2
Bélgica	7,5
Reino Unido	7,1
Francia	10,6
Italia	11,2
Portugal	13,4
España	26,1
Grecia	26,8

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

La profunda y duradera crisis junto con los temores sobre la desaparición del euro ha llevado al Banco Central Europeo (BCE) a intervenir en algunos asuntos como en el mal funcionamiento del mercado interbancario y en la inyección de liquidez al sector público, algo que tenía prohibido. Las acciones que se realizaron fueron los rescates sometidos a estrictas condiciones o la adquisición de bonos de países en dificultades con la finalidad de rebajar su coste de endeudamiento y facilitar su acceso a los mercados financieros.

3.2.2. La Economía Española durante el Año 2012

España ha vivido durante el 2012 una segunda recesión manifestada por la contracción del Producto Interior Bruto (PIB) en un 1,4%, prolongada durante más de dos trimestres consecutivos con valores negativos.

El cambio de gobierno producido a finales del año 2011 parecía que traería consigo una mejora de la situación económica pero sus medidas graduales e implantadas con lentitud han empeorado los problemas.

El crecimiento de la economía en 2012, como se comentó anteriormente, ha sido negativo en un 1,4%. Cabe destacar que todos los sectores experimentan una disminución de su valor añadido excepto el agrícola que es el único que aumenta. Para el informe, es interesante señalar que la industria manufacturera, a la que pertenece la compañía, registra una disminución cercana al 4% de su valor añadido.

Tabla 3: Tasa de variación interanual por sectores y trimestres, en porcentaje

	T1	T2	T3	T4
PIB	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9
Agricultura	2,5	2,2	2,4	-1,9
Industria	-3,2	-3,1	-2,9	-2,4
<i>Industria manufacturera</i>	-4,3	-4,5	-3,4	-3,6
Construcción	-7,5	-7,7	-8,9	-8,5
Servicios	0,7	-0,3	-0,6	-1,2
AA.PP. (Administraciones Públicas)	0,6	-0,2	-1,4	-1,2

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

En la Tabla 4 se recogen una serie de indicadores que reflejan la situación de la economía española:

Tabla 4: Indicadores de la economía española, en porcentaje

	2008	2009	2010	2011	2012
PIB	0,9	-3,6	-0,1	-0,7	-1,4
Índice de producción industrial	-16,0	15,1	0,8	-1,8	-5,7
Formación B. de capital fijo	-4,4	-16,6	-6,3	-5,1	-9,1
Exportaciones	-1,0	-12,3	17,4	15,9	3,1
Importaciones	-4,9	-17,8	14,2	9,6	-5,0
Balanza corriente (%PIB)	-9,6	-5,1	-4,5	-3,6	-0,8
IPC	-4,1	0,8	1,8	3,2	2,9
Tasa de paro (% Pb. activa)	11,3	18,5	20,3	23,0	26,0
Costes laborales unitarios	4,6	1,0	-1,5	-1,9	-3,4
Déficit AA.PP. (% del PIB)	-4,1	-11,4	-9,67	9,4	7,0

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

Al igual que el PIB, la demanda privada y pública, el consumo y la formación de capital, también, han alcanzado tasas negativas de variación. Acentuando el comportamiento desfavorable del mercado interior.

La tasa de paro ha seguido creciendo, durante el periodo comprendido entre 2008-2012, llegando a alcanzar una tasa del 26% de la población activa. Mientras que los costes laborales unitarios han disminuido, evidenciando las condiciones más precarias del mercado laboral.

Por otro lado, la balanza de pagos ha mejorado con la reducción de su déficit, esto es debido a la menor demanda de importaciones a causa de la recesión y a la búsqueda de mercados externos ante el estancamiento del mercado interno.

Esta segunda recesión, además de arrastrar los problemas ocasionados por la burbuja inmobiliaria y la crisis financiera, presenta una nueva causa, que son las políticas de austeridad.

Estas políticas buscan garantizar a los acreedores la solvencia del deudor con la finalidad de tranquilizar los mercados e implantar medidas para que los gastos no sobrepasen los ingresos.

Si se produjera una desconfianza de los acreedores ocasionaría un repunte de la prima de riesgo, por lo que si los gobiernos no pueden garantizar la devolución de la deuda se produciría el rescate europeo, como ha ocurrido en Grecia, Irlanda y Portugal. En estos países tuvieron que implantar importantes recortes en el estado de bienestar y estrictas medidas de control del gasto público. Aunque ni Italia ni España han sido oficialmente rescatadas por la Unión Europea (UE), sí que se encuentran en una situación de intervención económica ya que están siendo sometidos a un estricto control de sus cuentas.

El rescate al sector bancario se produjo por el afloramiento del agujero contable de Bankia. Esto desencadenó en una nueva actuación del Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) dirigida a reordenar el sector financiero, obligándole a tener provisiones de sus fondos por valor de un 30% y que ha convertido a la mayoría de cajas de ahorros en bancos.

Otro de los ajustes exigidos por las autoridades europeas es el de reducir el déficit público en un 3%, esto implica una reducción del gasto público de más de 55.000 millones de euros. Siendo los sectores más perjudicados por estas medidas han sido el sanitario y el educativo.

En definitiva, en el balance de 2012 se encuentran luces y sombras. Entre los aspectos positivos destaca el saneamiento del sistema bancario (por la salida de sus balances de los activos tóxicos), la balanza comercial presenta un saldo más favorable, la aportación del sector turístico es muy importante y la intervención del Banco Central Europeo (BCE) que ha ayudado a mejorar las condiciones de financiación de la economía.

Aunque, todavía existen muchos problemas a los que se debe hacer frente, como por ejemplo, la gran cantidad de intereses que se pagarán por la deuda contraída, la alta tasa de desempleo (una cuarta parte de la población activa y la mitad de la población joven) y la redefinición del sector público con el fin de hacerlo sostenible a largo plazo.

3.2.3. La Industria de la Alimentación y Bebidas

La industria de la alimentación y bebidas, a la que pertenece la compañía, está formada en más de un 95% por empresas de menos de 50 trabajadores por lo que solo un 3,78% de las empresas tienen más de 50 trabajadores.

En la Tabla 5 se puede observar la distribución de las empresas por estrato de asalariados:

Tabla 5: Número de empresas por estrato de asalariados

		0	1 - 9	10 - 49	50 - 199	200 - 499	+ 500	TOTAL
Total Economía	Nº	1.764.947	1.288.390	122.183	19.134	3.214	1.709	3.199.617
	%	55,16	40,27	3,82	0,60	0,10	0,05	100,00
Alimentación y Bebidas	Nº	8.044	15.272	4.776	866	179	59	29.196
	%	27,55	52,31	16,36	2,97	0,61	0,20	100,00

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

Si se analiza cuál es la distribución de las empresas en los subsectores de esta industria nos encontramos que el subsector al que pertenece la compañía (otros alimentos) solo representa un 2,94% del total de empresas, como se aprecia en la Tabla 6.

Tabla 6: Distribución por sectores de la industria de alimentación y bebidas, en porcentaje

	Cárnica	Pescados	Frutas y Hort.	Aceites	Lácteas	Molinería	Alim. Animal	Pan y Pastas	Otros Alim.	Bebidas
2010	14,48	2,42	4,68	5,29	5,24	2,04	36,87	9,09	3,03	16,84
2011	14,31	2,40	4,53	5,45	5,37	2,01	36,96	9,10	2,91	16,96
2012	14,15	2,38	4,62	5,49	5,35	1,96	36,65	9,24	2,94	17,21

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

Respecto al nivel de producción del subsector, Tabla 7, se observa que durante los ejercicios de 2010 y 2011 se ha producido un incremento.

Tabla 7: Tasa de crecimiento de la producción, en porcentaje

	2009	2010	2011
Industria cárnica	3,85	3,12	9,21
Elaboración y conservación de pescados	-4,17	4,49	9,95
Preparación y conservación de frutas y hortalizas	-3,63	7,62	1,08
Fabricación de grasas y aceites	2,09	5,94	5,60
Industrias lácteas	-1,46	-3,27	8,65
Molinería, almidones y productos amiláceos	-9,53	-5,54	23,45
Productos para la alimentación animal	-8,61	3,87	10,04
Pan, galletas y productos de panadería y pastelería	3,48	8,99	0,39
Industria del azúcar, cacao y chocolate	25,29	2,14	10,04
Otros productos alimenticios diversos	-9,67	4,28	4,55
Elaboración de bebidas con contenido alcohólico	-13,62	0,93	5,50
Producción de aguas minerales y bebidas con contenido alcohólicas	-7,23	-3,86	-0,64

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

En la Tabla 8 se recoge la tasa de cobertura del subsector, que representa el porcentaje de exportaciones sobre importaciones, registró en 2011 un ascenso de casi 10 puntos porcentuales respecto al año anterior hasta situarse en el 92,38%, reforzándose la tendencia alcista detectada en los últimos años.

Tabla 8: Tasa de cobertura, en porcentaje

Secciones y capítulos	2009	2010	2011
II. Grasas y aceites	197,92	189,58	216,50
16. Preparaciones de carne, pescado, etc.	107,81	117,14	118,43
17. Azúcares, confitería	71,22	45,64	57,58
18. Cacao y sus preparaciones	60,04	62,72	63,22
19. Preparaciones de cereales	76,92	93,95	100,34
20. Preparaciones de legumbres, frutas, etc.	253,49	245,97	265,74
21. Preparaciones alimenticias diversas	76,92	81,78	92,39
22. Bebidas, líquidos alcohólicos	161,85	173,82	204,85
23. Residuos industria alimentaria	42,59	46,53	50,92
24. Tabaco	16,80	22,72	24,39
III. Productos Industria alimentaria, bebidas y tabaco	92,97	98,69	108,63
TOTAL INDUSTRIA ALIMENTACIÓN Y BEBIDAS	99,25	103,27	115,88

Fuente: Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas

3.2.4. Previsiones económicas para 2013 y 2014

Las previsiones de crecimiento del PIB se sitúan en una disminución del 1,5% y 0,7% para los años 2013 y 2014 respectivamente.

El consumo privado continuará con la tendencia negativa de trimestres anteriores por la reducción de la renta disponible de las familias, la previsión para 2014 se espera que ronde el -0,3%.

La evolución esperada del consumo público también se prevé negativa aunque en menor medida que en las previsiones anteriores debido al menor ajuste presupuestario. Para 2013 se espera que decrezca en un 3,4% y para 2014 en un 1,5%.

Respecto a la inversión en bienes de equipo, su previsión de crecimiento para 2013 se sitúa en -4,5% como consecuencia de la restricción crediticia, de las condiciones aún muy desfavorables de la demanda y de la elevada capacidad productiva sin utilizar. Aunque, para el año 2014 se espera que vuelva a crecer en un 0,5% gracias al estímulo de las exportaciones, a la necesidad de renovar y modernizar el capital productivo tras varios años de parálisis inversora, a la paulatina suavización de las condiciones crediticias y al saneamiento de la situación financiera de las empresas.

Las exportaciones se espera que crezcan en un 3% durante el 2013 debido a la debilidad de la economía mundial, mientras que para 2014 se espera un comportamiento más dinámico ya que las condiciones económicas internacionales serán más favorables.

Por otro lado las importaciones, se espera que disminuyan en 2013 en un 4,4%, para volver a crecer en 2014 como consecuencia del menor declive de la demanda interna y del mayor crecimiento de las exportaciones, a cuya evolución se encuentran estrechamente vinculadas.

La tasa de paro, se prevé que en 2013 alcance el 26,5% para reducirse ligeramente en 2014 como consecuencia del descenso de la población activa, que se explica tanto por una tasa de actividad ligeramente decreciente como, sobre todo, por la disminución de la población en edad de trabajar.

La productividad y los costes laborales unitarios mantendrán la tendencia de los últimos años, es decir, al alza y a la baja respectivamente.

La inflación mantendrá su tendencia a la baja, al 1,6% en 2013 y para 2014 se espera una media del 1,3%.

4. Análisis Económico-Financiero

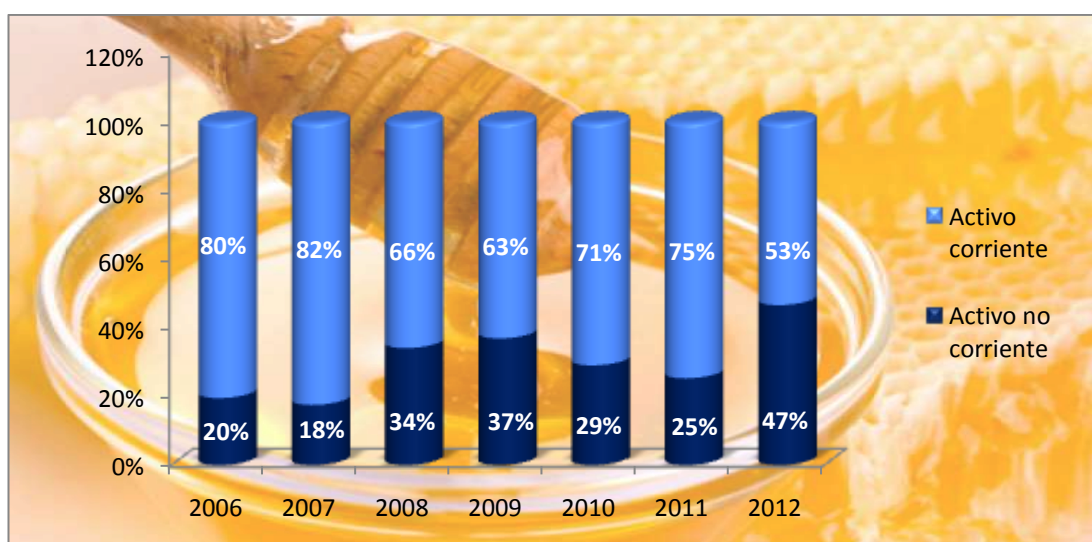
El análisis económico-financiero engloba una serie de técnicas encaminadas a diagnosticar la situación y perspectivas de la empresa para llevar a cabo las acciones correctas. Este análisis puede ser interno, para que la dirección de la empresa potencie sus fortalezas y corrija esas debilidades que puedan perjudicarla, o externo, para que todas las personas interesadas sean capaces de conocer su situación y su posible evolución. (Amat, 2008)

4.1. Análisis Estructural

Durante este apartado se llevará a cabo un análisis de la evolución del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía, correspondiente al periodo comprendido entre los ejercicios 2006 y 2012.

La evolución de la estructura del activo de la compañía se puede apreciar en el Gráfico 1.

Gráfico 1: Estructura del activo



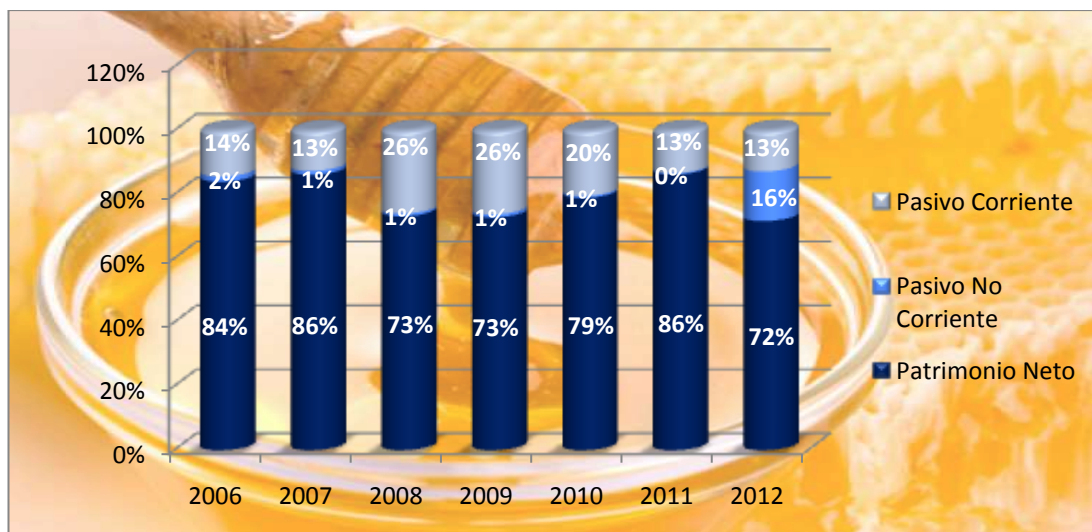
Fuente: Elaboración propia

El activo no corriente ha experimentado un aumento durante estos siete años, esto es debido al fuerte incremento en las partidas de inversiones financieras a largo plazo, en inmovilizado inmaterial pero, sobre todo, en inmovilizado material, lo que nos evidencia el aumento de dimensión de la compañía.

Por su parte, el activo corriente ha reducido su peso relativo en el balance. Las partidas de existencias, deudores, inversiones financieras a corto plazo y tesorería han aumentado anualmente pero en menor proporción que lo ha hecho el activo no corriente.

En la gráfica 2 se recoge la evolución del patrimonio neto y el pasivo de la compañía:

Gráfico 2: Estructura del patrimonio neto y pasivo



Fuente: Elaboración propia

El patrimonio neto durante el periodo estudiado ha tomado un valor promedio del 80%, lo que indica que se trata de una empresa muy capitalizada.

El pasivo no corriente ha representado un nivel muy bajo salvo en el ejercicio 2012 que ha aumentado su peso relativo porque la compañía consideró oportuno la obtención de un préstamo para financiar parte de la ampliación de sus instalaciones.

Mientras que el pasivo corriente ha representado en promedio un 18% de la estructura financiera, siendo la partida más importante la de acreedores y otras cuentas a pagar.

4.2. Análisis de Ratios

4.2.1. Posición de Liquidez

La posición de liquidez trata de determinar cuál es la capacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo. Para ello se utilizarán los ratios de la Tabla 9, cuyos valores para el periodo 2006-2012 reproducimos a continuación:

Tabla 9: Evolución de los ratios de liquidez

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liquidez a Corto Plazo	526,75%	620,04%	247,61%	232,46%	330,55%	532,97%	397,92%
Liquidez a Medio Plazo	562,34%	659,03%	254,14%	241,11%	347,83%	562,26%	419,11%
Garantía a Largo Plazo	626,85%	727,76%	373,84%	368,88%	476,13%	731,88%	354,01%

Fuente: Elaboración propia

El ratio de liquidez a corto plazo trata de determinar la relación existente entre los activos disponibles líquidos, es decir, aquellos que solamente necesitan el cobro para convertirse en tesorería, con las deudas con vencimiento inferior a un año. Dicho ratio trata de medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo con sus activos más líquidos.

Durante el periodo de tiempo estudiado se observa que en los primeros años se produce una mejora para sufrir una gran reducción en 2008 y en 2009, mientras que en los últimos tres años comienza a mejorar. En 2012 la compañía ha podido hacer frente al 397,92% de sus deudas a corto plazo con sus activos más líquidos.

El ratio de liquidez a medio plazo, por su parte, determina la relación entre los activos y pasivos corrientes.

La evolución del ratio es similar a la anterior. En el año 2012 la compañía pudo hacer frente a un 419,11% de las deudas a corto plazo con su activo corriente.

Por último, la garantía a largo plazo se encarga de medir la relación entre el activo y el pasivo, siendo un buen indicador de la solvencia de la empresa.

La evolución del ratio es similar a la de los anteriores ratios y en el año 2012 la compañía presenta un buen dato ya que ha podido hacer frente al 354,01% de sus deudas a corto y largo plazo con todo su activo.

4.2.2. Equilibrio Financiero

Para el análisis de este ratio se mide cuál es la importancia del capital circulante sobre la totalidad del activo.

Con él se podrá determinar si una empresa financia correctamente sus inversiones. Si el capital corriente es positivo quiere decir que el activo no corriente y parte del corriente está siendo financiado con recursos permanentes, mientras que si es negativa significa que parte del activo no corriente lo financia el pasivo corriente.

Tabla 10: Evolución del ratio de equilibrio financiero

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Capital Circulante sobre Activo	66,16%	69,96%	39,94%	36,89%	50,52%	61,40%	40,58%

Fuente: Elaboración propia

Como se recoge en la Tabla 10, la evolución del ratio coincide con la comentada en el apartado anterior. Durante el periodo estudiado el ratio se mantiene positivo por lo que sus inversiones se están financiando correctamente.

4.2.3. Nivel de Endeudamiento

En este apartado se determina la estructura financiera de la compañía con el fin de conocer cuál es el origen de sus recursos financieros a partir de los ratios recogidos en la Tabla 11:

Tabla 11: Evolución de los ratios de endeudamiento

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Autonomía Financiera	84,05%	86,26%	73,25%	72,89%	79,00%	86,34%	71,75%
Endeudamiento a Largo Plazo	1,64%	1,23%	0,84%	0,97%	0,62%	0,38%	15,53%
Endeudamiento a Corto Plazo	14,31%	12,52%	25,91%	26,14%	20,39%	13,28%	12,72%
Recursos Permanentes	85,69%	87,48%	74,09%	73,86%	79,61%	86,72%	87,28%
Capacidad de Devolución de Deuda	111,97%	127,13%	68,16%	76,48%	111,17%	168,40%	61,88%
Carga Financiera	0,0002%	0,0001%	0,0001%	0,0022%	1,2883%	0,0032%	0,5692%

Fuente: Elaboración propia

El grado de capitalización, medido por el ratio de autonomía financiera, representa la importancia del patrimonio neto respecto del total de la estructura financiera.

La compañía presenta una fuerte capitalización, promediando durante el periodo estudiado un valor del cercano al 80%. En su evolución se observa de nuevo una disminución en 2008 y 2009, un aumento durante los siguientes dos años y, finalmente, en 2012 una nueva bajada.

El ratio de endeudamiento a largo plazo representa el peso de los acreedores a largo plazo respecto al total de la estructura financiera. Para la compañía este ratio ha sido mínimo, e incluso, ha descendido entre los años 2006 y 2011. En el año 2012 toma un valor del 15,53%, valor muy superior al de años anteriores, lo que es debido a la obtención de un préstamo para el cambio de ubicación de la planta de producción y oficinas.

El endeudamiento a corto plazo representa la importancia de los acreedores a corto plazo respecto a la estructura financiera. La evolución de este ratio sigue la tendencia inversa de los anteriores, siendo los años de 2008 y 2009 en los que el ratio aumentaba. El valor promedio durante los siete años ha sido cercano al 18%.

Con el ratio de capacidad de devolución de deuda se puede conocer si la compañía podrá hacer frente a sus deudas a corto y largo plazo con los recursos que genera, tratándose así de un indicador de riesgo.

La compañía presenta unos excelentes porcentajes y en su evolución se observa una bajada en los años 2007 y 2008; en los siguientes dos años se vuelve a recuperar y en 2012 vuelve a bajar hasta situarse en el 61,88%. Esto significa que la compañía pudo devolver un 61,88% de sus deudas sin necesidad de recurrir a un nuevo endeudamiento.

Finalmente, la carga financiera representa el porcentaje que suponen los gastos financieros respecto al total del importe neto de la cifra de negocios. Para la compañía este ratio presenta porcentajes muy pequeños salvo en los años 2010 y 2012 que se han elevado debido al fuerte aumento de la partida de intereses de deudas con terceros.

4.2.4. Análisis de Rentabilidad

En la Tabla 12 se recogen los ratios con los que se analizará la rentabilidad de la compañía:

Tabla 12: Evolución de los ratios de rentabilidad

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilidad Económica	22,71%	21,71%	22,45%	24,26%	27,25%	27,13%	21,95%
Rotación del Activo	0,89	0,85	0,79	0,80	0,73	0,78	0,62
Margen de Explotación	25,49%	25,51%	28,31%	30,46%	37,34%	34,92%	35,38%
Apalancamiento financiero	0,81	0,82	0,99	1,03	0,97	0,90	1,03
Rentabilidad Financiera	18,40%	17,84%	22,27%	24,94%	26,33%	24,51%	22,69%

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad económica trata de medir la generación de beneficios que generan los activos de la compañía sin considerar como han sido financiados. Se calcula como el cociente entre el beneficio de la explotación respecto al activo total afecto a la explotación. Su valor indicará cuál ha sido la eficiencia de la inversión.

Durante el periodo estudiado la compañía ha mantenido un valor promedio cercano al 24% y su evolución ha llevado un ligero aumento durante los primeros años, sufriendo en 2012 una bajada más acusada.

Este hecho se puede explicar a partir de la rotación del activo y del margen de explotación. Este último indica como ha variado la eficiencia del ciclo de explotación, calculándose como el ratio entre resultado de explotación más ingresos financieros e importe neto de la cifra de negocios más otros ingresos de explotación. Para la compañía la eficiencia del ciclo de explotación ha mejorado hasta el año 2010, en 2011 empeoró y, finalmente, en 2012 vuelve a mejorar.

Por su parte, la rotación del activo determina la capacidad que tienen las inversiones realizadas para generar ingresos, constituyendo un buen indicador de la eficiencia de la dimensión de la compañía. Como se observa en la Tabla 12 su evolución ha sido decreciente durante todo el periodo analizado.

La rentabilidad financiera mide la capacidad de la compañía para remunerar a los propietarios de los fondos propios. Para los propietarios, representa un coste de oportunidad mantener los fondos en la empresa ya que se podrían obtener otros rendimientos si su inversión fuera diferente, por lo que también se trata de una medida de riesgo asumido por los propietarios.

La evolución del ratio ha sido similar al que ha experimentado la rentabilidad económica; en este caso, su valor promedio durante el periodo ha sido del 22%. En 2012 el propietario de cada 100 euros de fondo que mantuvo en la compañía consiguió un rendimiento de 22,69 euros.

Finalmente, el apalancamiento financiero trata de determinar cuál es el efecto que produce el uso de deuda sobre la rentabilidad financiera. La evolución del ratio indica que durante los tres primeros el endeudamiento perjudica la rentabilidad financiera pero sigue una tendencia favorable hasta 2009, año en el que sería favorable el endeudamiento, el ratio vuelve a empeorar durante los siguientes dos años pero en 2012 retoma su posición favorable.

4.2.5. Análisis de Productividad

El análisis de la productividad se realizará a partir del aumento de la riqueza generada por la actividad de la compañía en función de las ventas generadas durante el ejercicio, del coste representado por el personal y del número medio de empleados que tuvo la compañía en ese periodo.

Los ratios se recogen en la Tabla 13:

Tabla 13: Evolución de los ratios de productividad

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Valor Añadido Bruto sobre Ventas	45,82%	47,40%	49,29%	51,60%	53,69%	52,62%	49,89%
Valor Añadido Bruto sobre Gastos de Personal	2,67	2,49	2,73	2,95	4,10	3,86	3,99
Valor Añadido Bruto sobre Empleo	65.251,08	71.608,30	88.790,13	100.653,68	112.499,05	126.488,97	135.221,22

Fuente: Elaboración propia

El aumento de la riqueza que genera su actividad respecto de la cifra de ventas y al gasto de personal experimentó hasta 2010 una tendencia ascendente pero a partir de este año ha comenzado a disminuir.

Por otro lado, con respecto al valor añadido en relación al número de empleados, se constata que ha llevado una tendencia creciente durante todo el periodo estudiado llegando a alcanzar en 2012 la cifra de 135.221,22 euros.

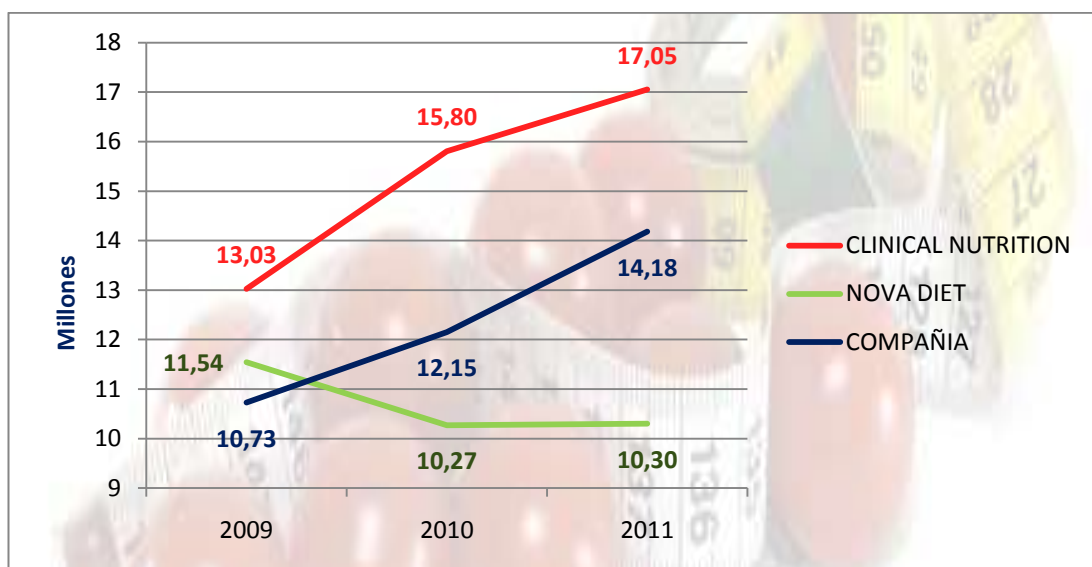
4.3. Análisis de las empresas competidoras

En este apartado se llevará a cabo un análisis comparativo de la compañía con otras dos empresas de su sector mediante los ratios utilizados en el apartado anterior.

En este sector existe una gran diversidad de empresas con distintos tamaños y estructuras productivas, por lo que los criterios seguidos para elegir a las dos empresas competidoras han sido principalmente que se trate de empresas dedicadas a tanto a la fabricación como a la comercialización de este tipo de productos. Una vez identificadas, se buscó empresas que en el año 2009 hubieran logrado alcanzar una cifra de ventas superior a los 10 millones de euros, con un porcentaje de capitalización superior al 60% y una media de empleados superior a los 45 empleados.

En el Gráfico 3 se observa la evolución de las ventas de las tres empresas. En el año 2009 la compañía era la que menor importe neto de la cifra de negocios presentaba, durante estos tres años tanto Clinical Nutrition como la compañía han tenido una tendencia positiva de crecimiento, manteniendo la diferencia de ventas cercana a los tres millones de euros, mientras que Nova Diet ha visto como su cifra de ventas ha disminuido, esto es algo preocupante para los propietarios ya que lleva cinco ejercicios ocurriendo.

Gráfico 3: Evolución de la cifra de ventas



Fuente: Elaboración propia

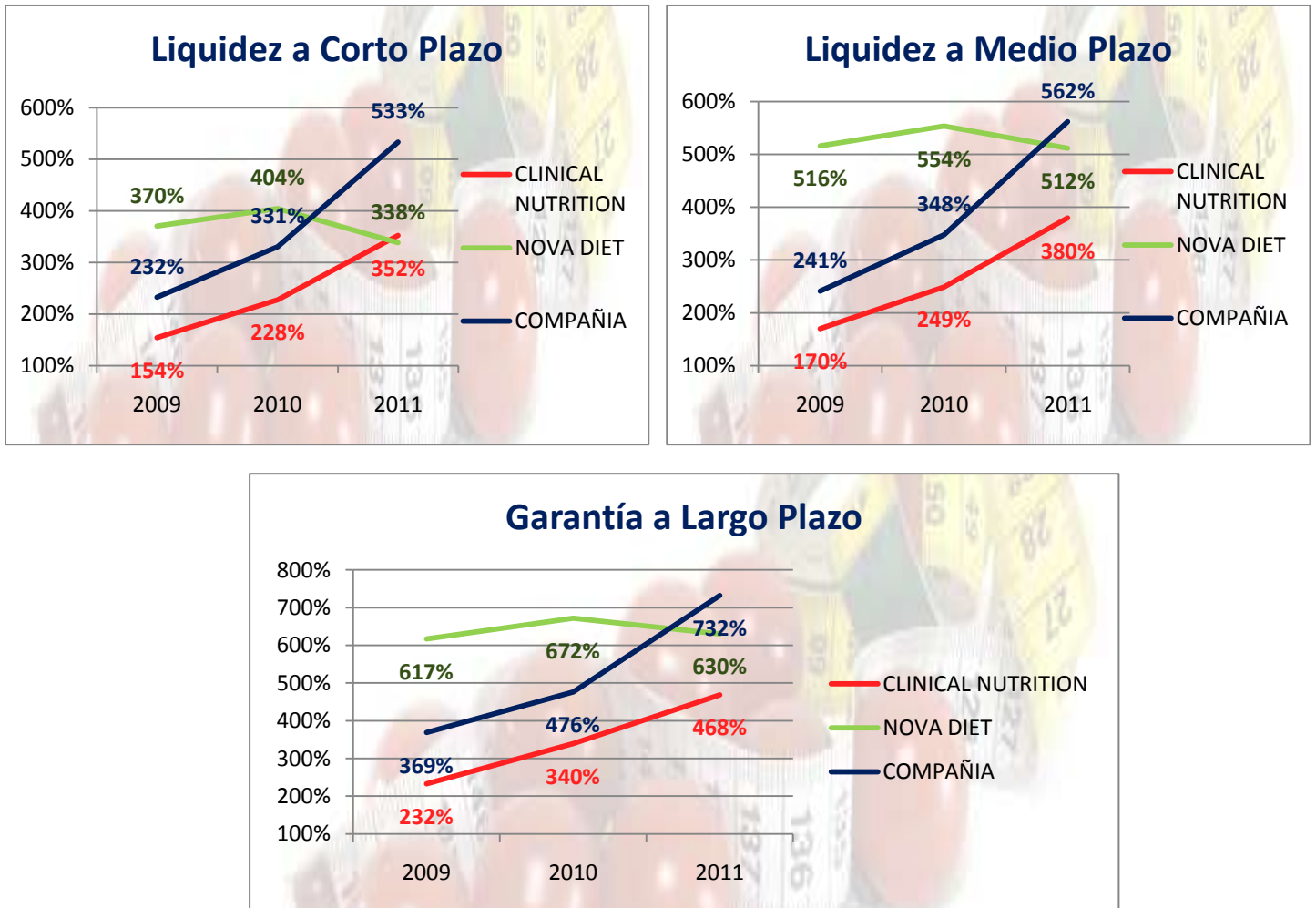
4.3.1. Posición de Liquidez

Tanto la liquidez a corto y medio plazo como la garantía a largo plazo de la compañía presenta una posición intermedia entre los años 2009 y 2010 mientras que en el año 2011 presenta un repunte siendo la empresa con mejor liquidez.

Clinical Nutrition mejora su posición de liquidez durante los tres años, aunque presenta los peores ratios a medio y largo plazo. Cabe destacar que en el año 2011 mejora hasta superar a Nova Diet, que siendo la empresa que presentaba la mejor posición de liquidez, durante los años 2009 y 2010 en los tres ratios, es en 2011 cuando sus ratios de liquidez empeoran.

En el Gráfico 4 se puede observar cual es el comportamiento de las empresas:

Gráfico 4: Evolución de los ratios de liquidez



Fuente: Elaboración propia

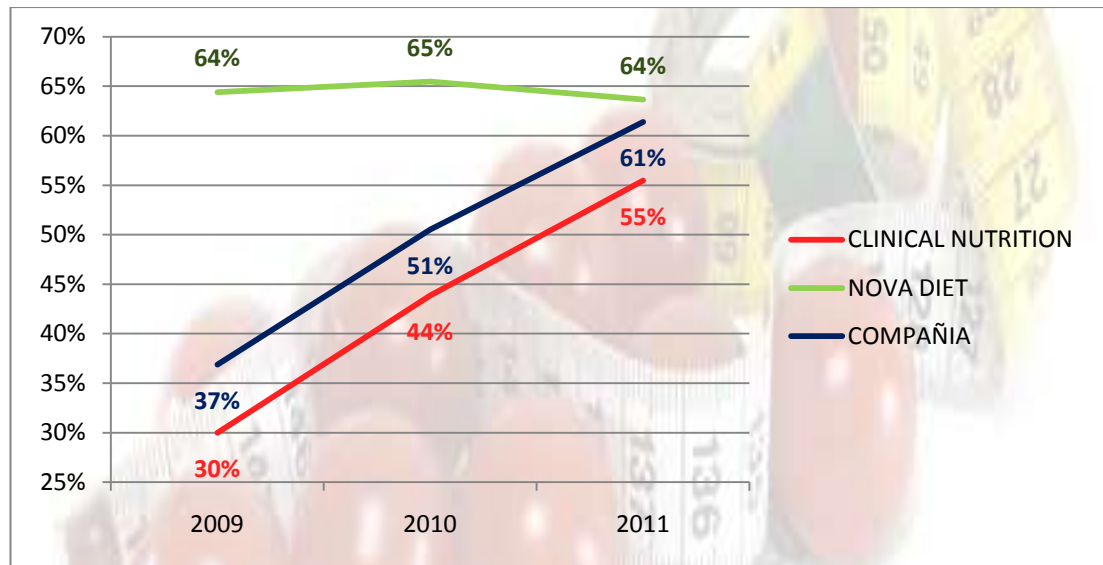
4.3.2. Equilibrio Financiero

Nova Diet durante el periodo estudiado mantiene un porcentaje estable siendo la que mejor valor presenta.

Respecto a la compañía y a Clinical Nutrition, presentan una tendencia creciente similar pero es la compañía la que presenta un mejor valor.

La evolución de su comportamiento se recoge en Gráfico 5:

Gráfico 5: Evolución del equilibrio financiero



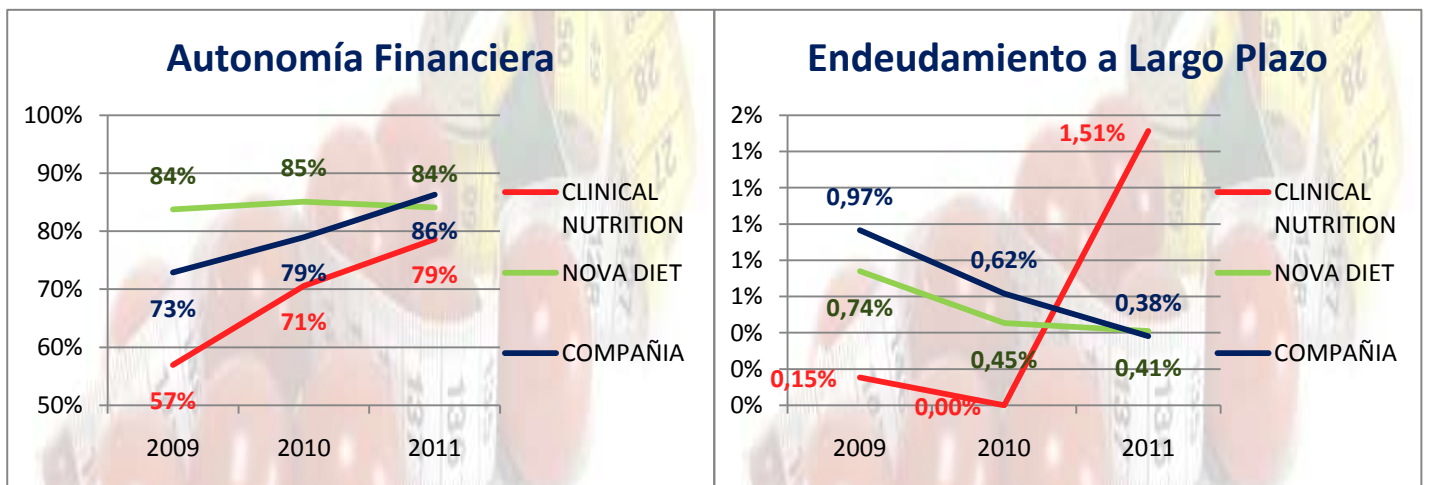
Fuente: Elaboración propia

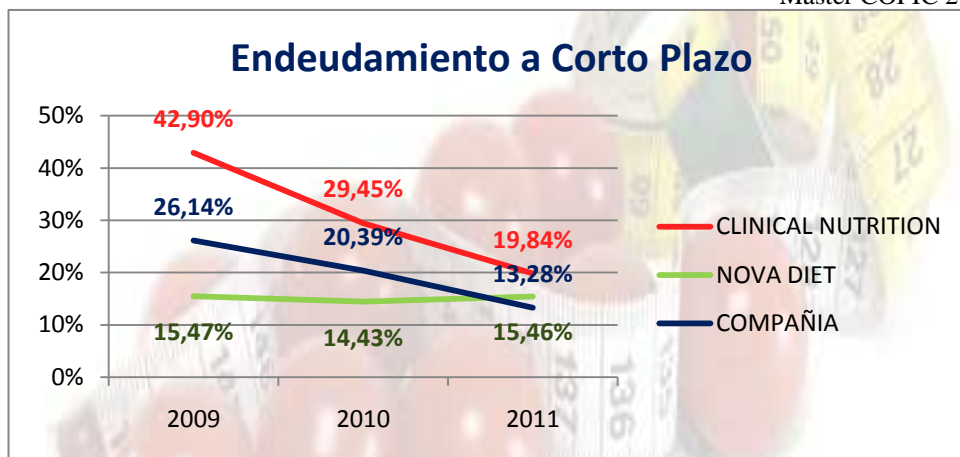
4.3.3. Nivel de Endeudamiento

En este sector las empresas se caracterizan porque sus fondos propios representan un alto porcentaje de la estructura financiera mientras que el pasivo no corriente es mínimo, o incluso nulo. Estas empresas necesitan mantener esta estructura para ser competitivas y mantenerse en el mercado.

En el Gráfico 6 se recogen la estructura financiera de las tres empresas y su evolución:

Gráfico 6: Evolución de los ratios de endeudamiento





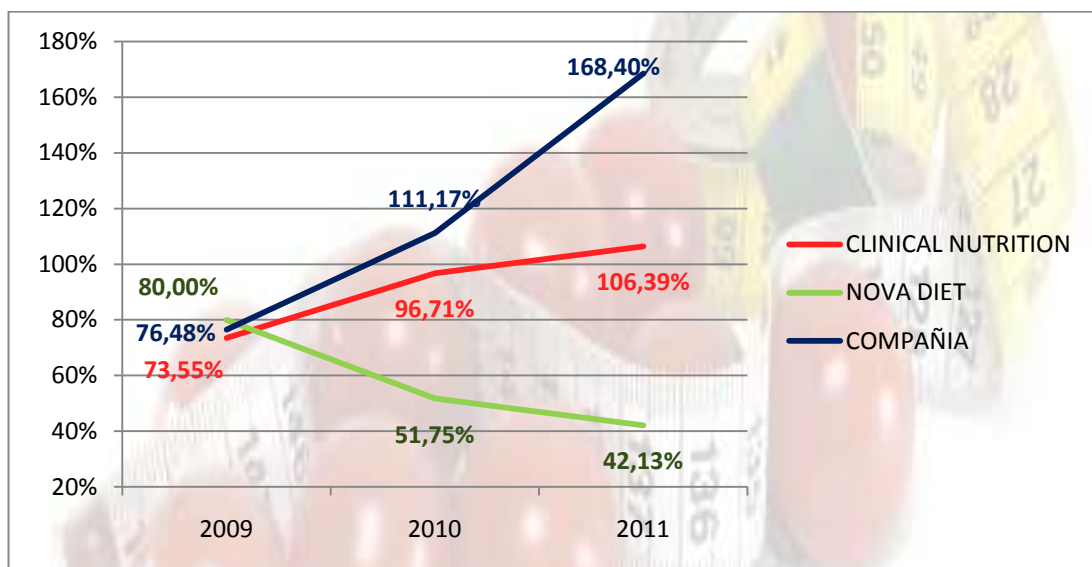
Fuente: Elaboración propia

Como se comentó anteriormente, se trata de tres empresas con un alto grado de capitalización, con una tendencia creciente en su evolución. El endeudamiento a largo plazo representa un porcentaje mínimo, inferior al 2%, mientras que el endeudamiento a corto presenta una tendencia decreciente.

Respecto a la capacidad de devolución de deuda las tres empresas presentan en 2009 valores similares como se aprecia en el Gráfico 7. Nova Diet presenta una mala evolución ya que su evolución es decreciente, mientras que tanto para la compañía como para Clinical Nutrition este ratio presenta una evolución más favorable.

La compañía es la que tiene la mayor capacidad de hacer frente a sus deudas con los recursos que genera, sin necesidad de recurrir a un nuevo endeudamiento.

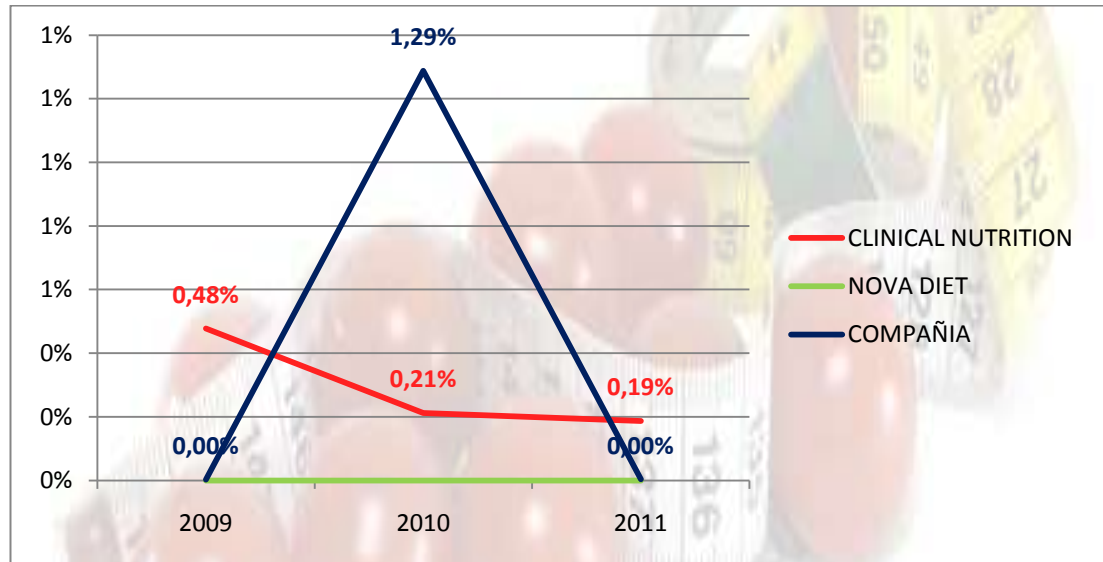
Gráfico 7: Evolución del ratio devolución de deuda



Fuente: Elaboración propia

Por último, como el endeudamiento es muy pequeño y en ocasiones nulo, la carga financiera presenta unos porcentajes pequeños que no superan el 2%, véase Gráfico 8.

Gráfico 8: Evolución del ratio de carga financiera

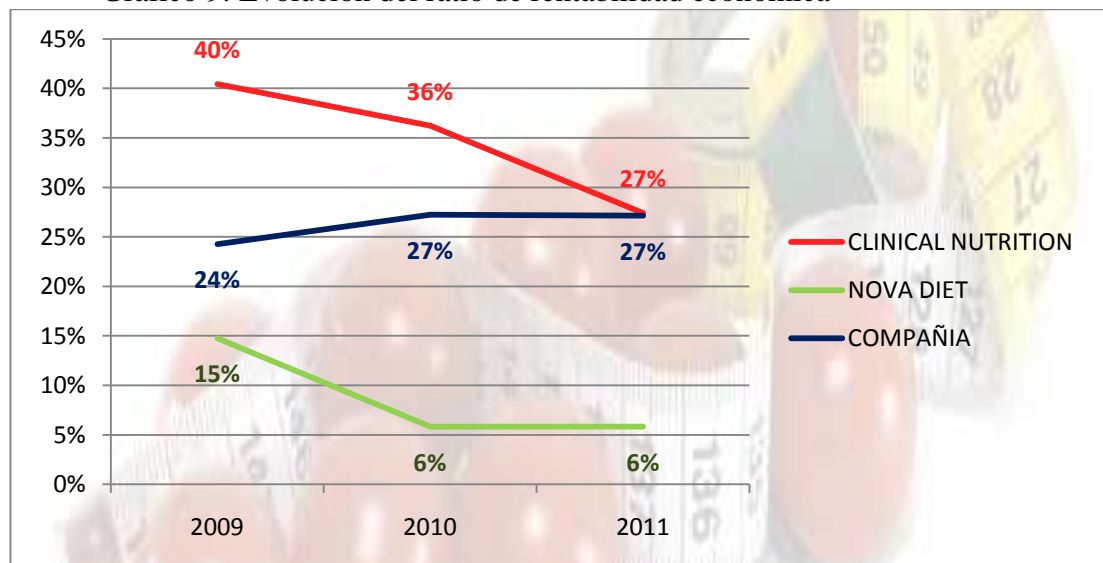


Fuente: Elaboración propia

4.3.4. Análisis de Rentabilidad

Como se registra en el Gráfico 9, las dos competidoras han empeorado su capacidad de generar beneficios con sus activos, solamente la compañía ha sido capaz de mantener constante su valor.

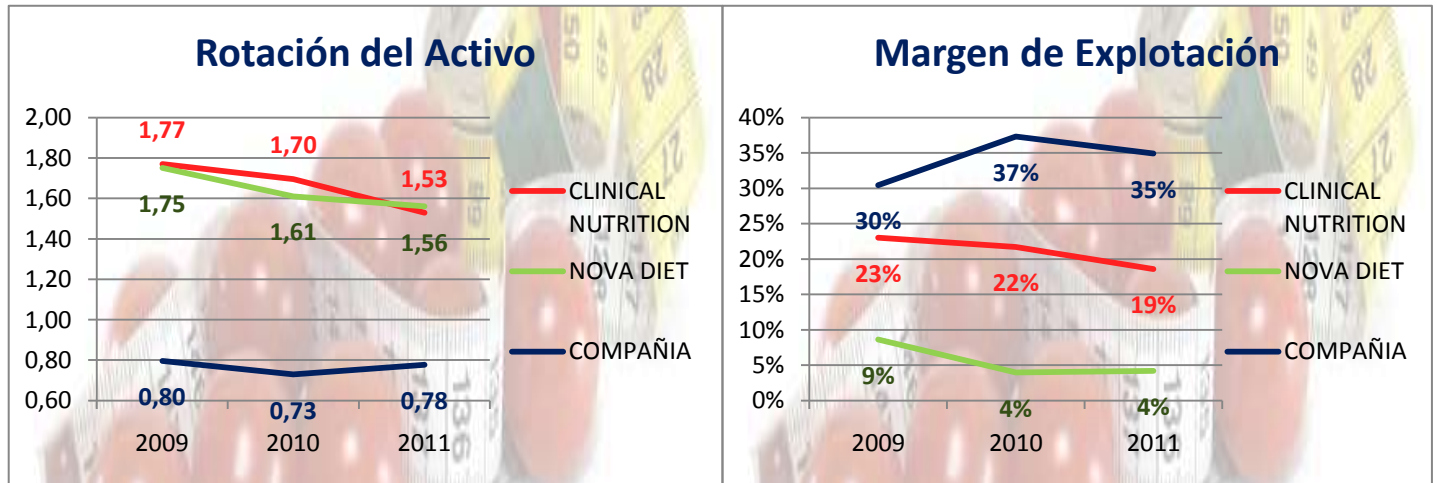
Gráfico 9: Evolución del ratio de rentabilidad económica



Fuente: Elaboración propia

Para conocer a que se debe esa bajada en la rentabilidad económica se calcula la rotación del activo y el margen de explotación:

Gráfico 10: Evolución de la rotación del activo y del margen de explotación:

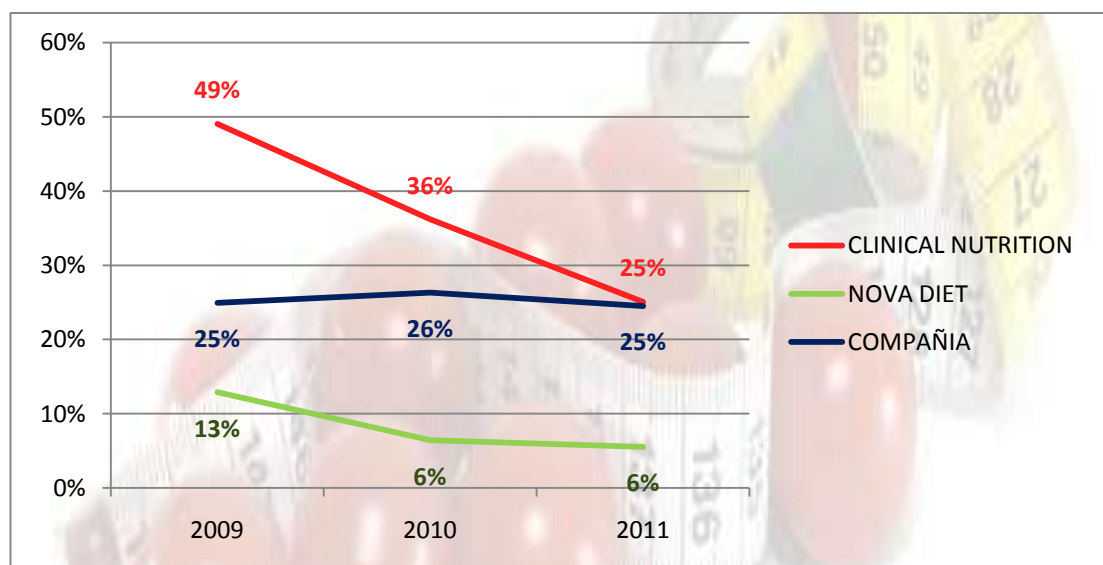


Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el Gráfico 10 la disminución de la rentabilidad económica se debe al empeoramiento de los ratios rotación por activo y margen de explotación. Ambas empresas han reducido las unidades vendidas respecto a la inversión que han realizado y el beneficio que obtienen por cada unidad vendida.

Al igual que lo ocurrido con la rentabilidad económica, la financiera también ha disminuido en las dos competidoras, véase gráfico 11. Cabe destacar la bajada de casi un 25% de Clinical Nutrition en este periodo esto se debe tanto a la disminución de ventas y de beneficio por ventas como al aumento de los fondos propios.

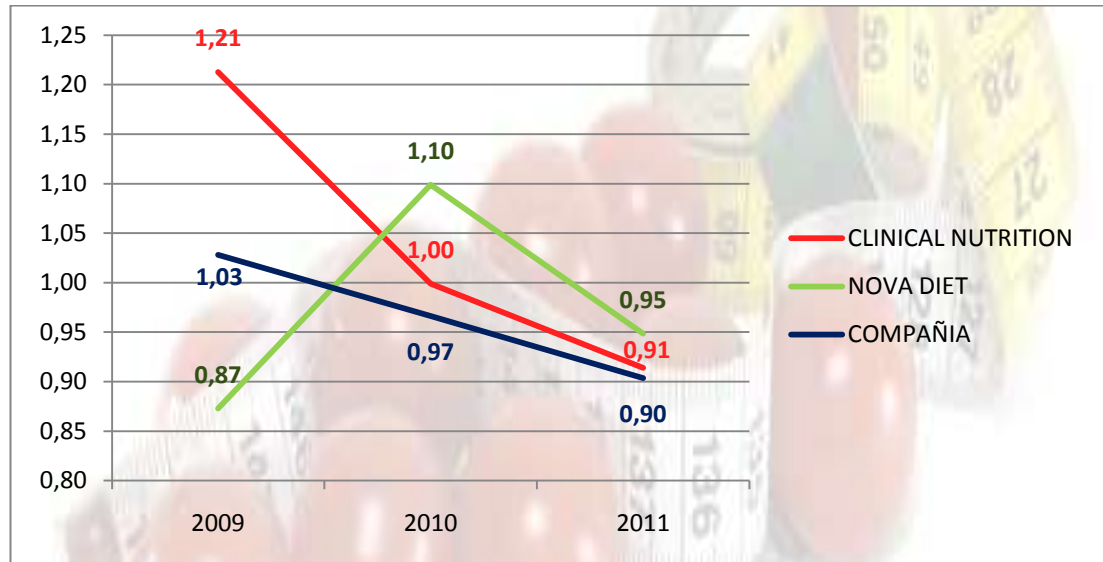
Gráfico 11: Evolución del ratio de rentabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia

El apalancamiento financiero ha decrecido para las tres empresas en 2011 situándose entre un 0,9 y un 0,95, siendo la compañía la que presenta el menor dato, véase Gráfico 12.

Gráfico 12: Evolución del ratio de apalancamiento financiero

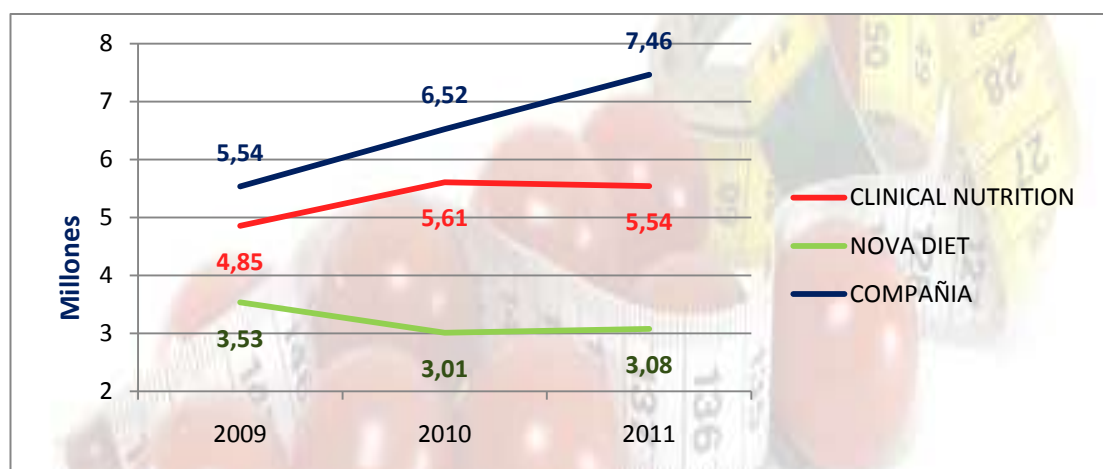


Fuente: Elaboración propia

4.3.5. Análisis de Productividad

La compañía es la empresa que logra un mayor valor añadido y ha mantenido una tendencia creciente durante los tres años seguida por Clinical Nutrition, que en el año 2011 ha visto disminuido su diferencial entre sus beneficios por ventas de mercaderías y costes de producción, mientras que Nova Diet tras una caída en 2010 ha mejorado su valor en 700.000 euros en el año 2011. El Gráfico 13 representa su evolución.

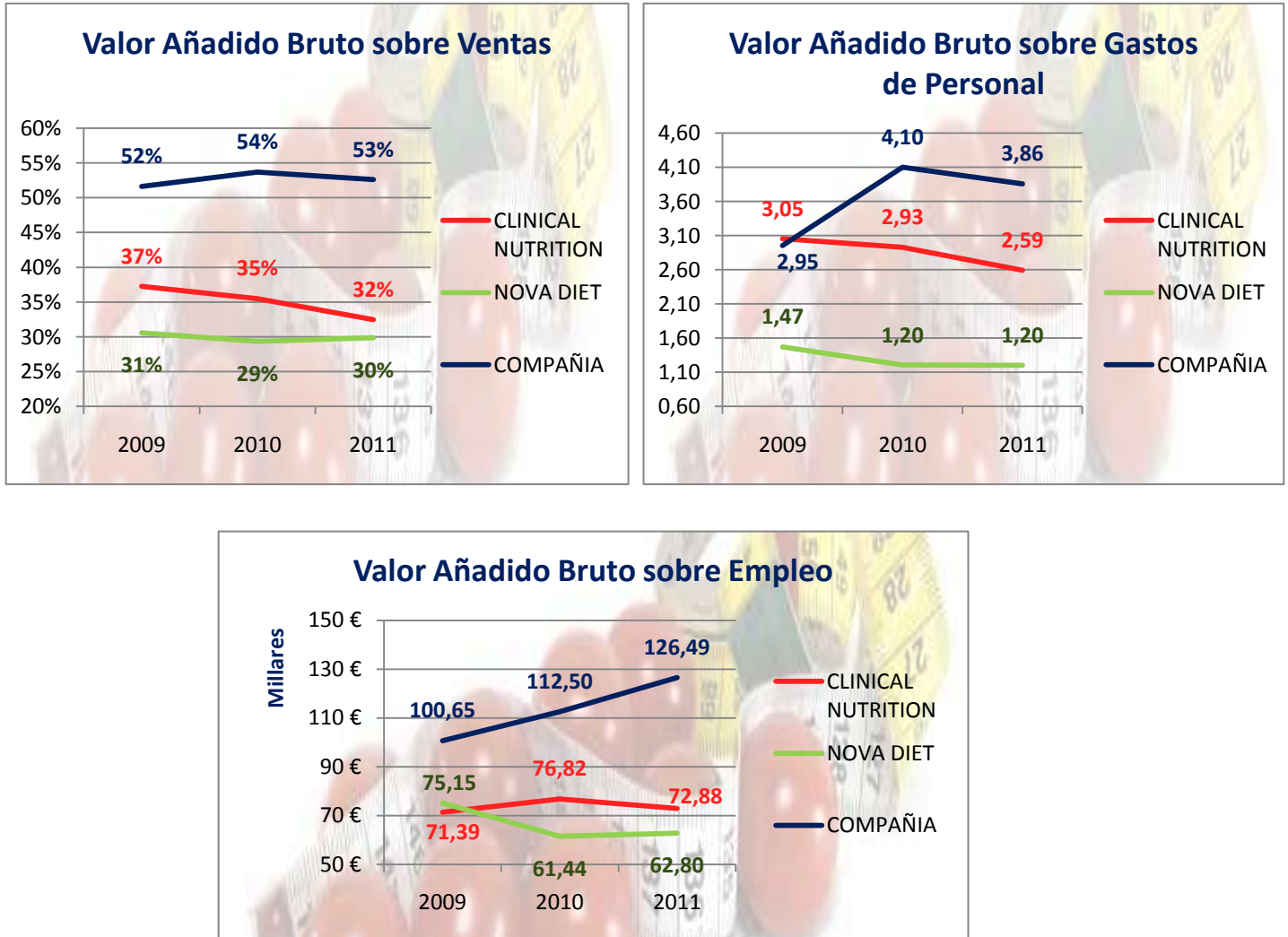
Gráfico 13: Evolución del ratio de valor añadido



Fuente: Elaboración propia

Si se compara este valor añadido respecto a la cifra de ventas, los gastos de personal o el número de empleados es la compañía la que obtiene los mejores datos de productividad (como se observa en el Gráfico 14) seguida por Clinical Nutrition, que en 2011 experimenta un descenso, y finalmente Nova Diet con los peores datos de productividad.

Gráfico 14: Evolución del ratio de valor añadido sobre ventas, gastos de personal y empleo



Fuente: Elaboración propia

4.4. Análisis del Sector

Con el fin de conocer la situación de la compañía desde otra perspectiva, se va a proceder en este apartado a analizar su posición competitiva respecto a otras empresas con idéntica clasificación empresarial de la Región de Murcia.

Para ello se van a utilizar los datos recogidos por el Instituto de Fomento de la Región de Murcia (INFO) para todas las empresas que cumplan los siguientes requisitos:

- ∞ Su código CNAE sea 108, industrias de la alimentación dedicadas a la fabricación de otros productos alimenticios.
- ∞ Su número de empleados sea superior a 50 trabajadores.

Los informes desarrollados por el INFO son muy útiles ya que proporcionan información sobre la mediana y los cuartiles 25 y 75 de los indicadores económico-financiero. Con los resultados que han obtenido se podrá saber si la compañía se encuentra por encima o por debajo de la mitad de las observaciones de la muestra, concretamente se sabrá si se encuentra peor que la cuarta parte de las empresas (cuartil 25) o si está en mejor situación que las tres cuartas partes de las dichas empresas (cuartil 75).

Δ Evolución de las Principales Variables

Se han calculado las tasas de variación de los ingresos de explotación, del valor añadido, de la generación de recursos, del valor del inmovilizado y del activo para la compañía. Y se puede comprobar que su evolución, en líneas generales, es superior a la de su sector de actividad.

Tabla 14: Evolución de las tasas de variación de las principales variables

	CNAE: 108			COMPAÑÍA		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Tasa de Variación de los Ingresos de Explotación	-3,20%	3,30%	12,20%	13,93%	13,94%	15,20%
Tasa de Variación del Valor Añadido Bruto	11,70%	8,30%	3,50%	20,93%	16,26%	15,64%
Tasa de Variación de la Generación de Recursos	47,10%	31,90%	4,00%	29,00%	40,07%	6,63%
Tasa de Variación del Valor del Inmovilizado	4,80%	-1,10%	-2,30%	19,56%	1,61%	-6,85%
Tasa de Variación del Valor del Activo	-3,60%	10,10%	5,60%	13,45%	24,38%	8,20%

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la Tabla 14, solamente se encuentran dos datos negativos en comparación con la media del sector, durante el periodo comprendido entre los años 2009-2011, que son la evolución de generación de recursos y la del inmovilizado.

En el ejercicio 2009 la compañía se sitúa en el cuartil 75 en cuota de mercado y en valor tanto de activo como de inmovilizado, es decir, forma parte del 25% de empresas del sector con mejores resultados en estos indicadores, véase Tabla 15.

Mientras que la variación de la generación de recursos se situó en el cuartil 25, esto indica que la rentabilidad resultó desfavorecida.

En 2010 y 2011 se sitúa por encima de la mediana del sector salvo el último año en el que el valor del inmovilizado disminuye, encontrándose finalmente entre la cuarta parte de las peores empresas del sector.

Tabla 15: Evolución de las tasas de variación de las principales variables del sector, mediana y cuartiles

% Tasa de Variación de Ingresos de Explotación				% Tasa de Variación del Valor Añadido Bruto			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	-3,2	3,3	12,2	mediana	11,7	8,3	3,5
cuartil 25	-7,8	-8,7	7,9	cuartil 25	-1,9	0,7	-3,2
cuartil 75	12,5	11,0	21,8	cuartil 75	31,8	14,0	14,2
% Tasa de Variación de la Generación de Recursos				% Tasa de Variación del Valor del Inmovilizado			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	47,1	31,9	4,0	mediana	4,8	-1,1	-2,3
cuartil 25	31,4	13,0	-25,6	cuartil 25	-9,2	-9,3	-5,1
cuartil 75	131,7	106,2	11,2	cuartil 75	16,4	15,5	15,2
% Tasa de Variación del Valor del Activo							
	2009	2010	2011				
mediana	-3,6	10,1	5,6				
cuartil 25	-13,8	-1,5	2,3				
cuartil 75	11,9	28,0	15,3				

Fuente: INFO

Δ Posición de Liquidez y Equilibrio Financiero

Tabla 16: Evolución de los ratios de liquidez y equilibrio financiero

	CNAE: 108			COMPAÑIA		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Liquidez a Corto Plazo	84,40%	106,60%	109,70%	232,46%	330,55%	532,97%
Liquidez a Medio Plazo	139,70%	137,00%	136,10%	241,11%	347,83%	562,26%
Garantía a Largo Plazo	148,40%	145,20%	148,50%	368,88%	476,13%	731,88%
Capital Circulante sobre Activo	21,90%	15,80%	16,80%	36,90%	50,52%	61,40%

Fuente: Elaboración propia

Durante los tres ejercicios la compañía se ha situado entre la cuarta parte de las empresas con mejor posición de liquidez del sector, es decir es una de las empresas con más facilidad de hacer frente a sus deudas.

Por su parte, el equilibrio financiero del sector ha sufrido una disminución entre el periodo 2009-2011 al contrario de lo que ocurre con la situación experimentada por la compañía. Ésta se ha posicionado en el cuartil 75, lo que indica que se encuentra entre las empresas que mejor financian sus inversiones, los recursos permanentes financian todo el activo no corriente y parte del corriente.

Tabla 17: Evolución de los ratios de liquidez y equilibrio financiero del sector, mediana y cuartiles

% Liquidez a Corto Plazo				% Liquidez a Medio Plazo			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	84,4	106,6	109,7	mediana	139,7	137,0	136,1
cuartil 25	64,0	69,9	59,2	cuartil 25	77,8	104,1	106,7
cuartil 75	204,9	162,1	139,9	cuartil 75	236,9	181,1	180,5
% Garantía a Largo Plazo				% Capital Circulante sobre Activo			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	148,4	145,2	148,5	mediana	21,9	15,8	16,8
cuartil 25	120,3	124,6	135,1	cuartil 25	-15,8	1,4	3,2
cuartil 75	241,6	264,2	224,9	cuartil 75	36,9	33,8	39,3

Fuente: INFO

Δ Nivel de Endeudamiento

Tabla 18: Evolución de los ratios de endeudamiento

	CNAE: 108			COMPAÑÍA		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Autonomía Financiera	32,60%	31,00%	32,70%	72,89%	79,00%	86,34%
Recursos Permanentes	59,10%	58,60%	53,30%	73,86%	79,61%	86,72%
Capacidad de Devolución de Deuda	22,60%	20,90%	19,20%	76,48%	111,17%	168,40%
Carga Financiera	1,20%	1,00%	0,60%	0,00%	1,29%	0,00%

Fuente: Elaboración propia

Como se comentó anteriormente, la compañía se encuentra muy capitalizada y si se compara con el sector se aprecia que se encuentra en el cuartil 75, es decir, forma parte del 25% de empresas más capitalizadas del sector, como se observa en la Tabla 19.

Su capacidad de devolución de deuda, también, se sitúa en el cuartil 75 por lo que es una de las mejores empresas con más facilidad de devolver las deudas que ha contraído.

Es interesante destacar que con los recursos que generó la compañía en 2010 y 2011 pudo haber liquidado todo su pasivo y aun hubiera obtenido un pequeño beneficio.

La carga financiera de la compañía ha sido históricamente baja, se situaba en el cuartil 25, ya que ha preferido financiarse con recursos propios. Salvo en los años en los que se acudió al endeudamiento, que el ratio se mantuvo en la mediana del sector.

Tabla 19: Evolución de los ratios de endeudamiento del sector, mediana y cuartiles

<u>% Autonomía Financiera</u>				<u>% Recursos Permanentes</u>			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	32,6	31,0	32,7	mediana	59,1	58,6	53,3
cuartil 25	16,9	19,7	26,0	cuartil 25	44,1	47,5	49,7
cuartil 75	58,6	61,2	55,5	cuartil 75	70,5	68,1	68,6
<u>% Capacidad de Devolución de Deuda</u>				<u>% Carga Financiera</u>			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	22,6	20,9	19,2	mediana	1,2	1,0	0,6
cuartil 25	6,8	10,3	11,4	cuartil 25	0,3	0,3	0,3
cuartil 75	42,8	38,4	30,4	cuartil 75	2,2	2,1	2,1

Fuente: INFO

Δ Rentabilidad

Tabla 20: Evolución de los ratios de rentabilidad

	CNAE: 108			COMPAÑIA		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Rentabilidad Económica	9,30%	11,20%	4,00%	24,26%	27,25%	27,13%
Rotación del Activo	2,13	1,78	1,68	0,80	0,73	0,78
Margen de Explotación	6,70%	4,70%	3,90%	30,46%	37,34%	34,92%
Apalancamiento Financiero	1,66	1,23	1,98	1,03	0,97	0,90
Rentabilidad Financiera	15,40%	13,80%	7,90%	24,94%	26,33%	24,51%

Fuente: Elaboración propia

La compañía presenta muy buenos datos de rentabilidad económica y financiera todos los años se encuentra en el cuartil 75, esto es debido a los excelentes márgenes de explotación que registra, también situado en el cuartil 75, como se observa en la Tabla 21.

El peor dato viene de la rotación de activo, que durante los tres años se sitúa en el cuartil 25. En 2011 la compañía por cada euro que invierte en activo consigue realizar una venta de 0,78 euros, mientras que la media del sector consiguió vender 1,68 euros.

Respecto al apalancamiento financiero se observa que ha experimentado una tendencia decreciente y durante los tres años se ha mantenido por debajo de la media del sector.

Tabla 21: Evolución de los ratios de rentabilidad del sector, mediana y cuartiles

% Rentabilidad Económica				Rotación del Activo			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	9,3	11,2	4,0	mediana	2,13	1,78	1,68
cuartil 25	3,5	4,3	1,4	cuartil 25	1,08	0,87	1,15
cuartil 75	19,4	15,6	10,9	cuartil 75	2,61	2,38	2,35

% Margen de Explotación				% Rentabilidad Financiera			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	6,7	4,7	3,9	mediana	15,4	13,8	7,9
cuartil 25	2,1	3,9	0,9	cuartil 25	5,4	6,0	3,4
cuartil 75	8,2	8,1	5,7	cuartil 75	27,9	36,9	15,1

Fuente: INFO

Δ Productividad

Tabla 22: Evolución de los ratios de productividad

	CNAE: 108			COMPAÑIA		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Valor Añadido Bruto sobre Ventas	32%	33%	26%	52%	54%	53%
Valor Añadido Bruto sobre Gastos de Personal	1,51	1,52	1,51	2,95	4,10	3,86
Valor Añadido Bruto sobre Empleo	48.364,00	52.987,00	54.006,00	100.653,68	112.499,05	126.488,97

Fuente: Elaboración propia

La compañía forma parte del 25% de las empresas más productivas de su sector, tanto si se calcula en función de las ventas, de los gastos de personal como del empleo, como se observa en la Tabla 23.

Tabla 23: Evolución de los ratios de productividad del sector, mediana y cuartiles

<u>Valor Añadido Bruto sobre Ventas (€)</u>				<u>Valor Añadido Bruto sobre Gastos de Personal (€)</u>			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
mediana	0,32	0,33	0,26	mediana	1,51	1,52	1,51
cuartil 25	0,24	0,25	0,20	cuartil 25	1,37	1,42	1,35
cuartil 75	0,42	0,46	0,38	cuartil 75	1,74	1,65	1,67

<u>Valor Añadido Bruto sobre Empleo (€)</u>			
	2009	2010	2011
mediana	48.364	52.987	54.006
cuartil 25	32.024	31.096	35.970
cuartil 75	68.779	71.783	66.697

Fuente: INFO

4.5. Conclusiones

Tras el análisis económico-financiero realizado a la compañía se ha podido observar que en el año 2012 se ha producido un aumento de su dimensión como demuestran las partidas de inmovilizado material e inmovilizado en curso.

La gerencia de la compañía decidió cambiar su localización con el fin de aumentar su planta de fabricación y poder atender a todos los pedidos de sus clientes y aumentar la rotación de productos.

Asimismo, se constata que la compañía goza de una buena posición de liquidez y es la empresa más solvente comparada con dos de sus competidoras.

También se encuentra muy bien posicionada en relación al equilibrio financiero y a la tasa de crecimiento de los ingresos de explotación.

La compañía se encuentra muy capitalizada, estando entre el 25% de las empresas más capitalizadas del sector.

En comparación con las competidoras es la compañía la que mejor capacidad de devolución de deuda registra.

Presenta unos buenos datos de rentabilidad, aunque en 2012 hayan disminuido debido a la bajada de la rotación del activo. Si se compara con los datos de las competidoras, la compañía presenta el peor dato de rotación de activo pero el mejor en margen de explotación.

Por último, es la que ofrece unos mejores datos de valor añadido que han aumentado año tras año. Y respecto a las dos competidoras es la empresa más productiva.

5. Valoración de la Compañía

5.1. Objetivo de la Valoración

El objetivo de este apartado del informe es ofrecer un rango de valor de la compañía mediante la utilización de la metodología de valoración por descuento de flujos de efectivo.

En las páginas siguientes se hará una descripción del funcionamiento de esta metodología así como de los datos e hipótesis financieras que han servido de base para llegar a la valoración final.

El proceso de valoración se ha basado tanto en datos financieros y de negocio facilitados por la propia compañía como en información de mercado y estimaciones propias. Toda esta información ha sido utilizada a fin de realizar previsiones de los estados contables de la empresa para el periodo comprendido entre los años 2013 y 2017 ambos incluidos, por lo que su utilización en otros contextos o hipótesis, ya sea de forma individual o conjunta, puede carecer de significado.

5.2. Metodología del Informe

Para realizar la valoración de la compañía se ha empleado el método de descuento de flujos de caja (DFC), el cuál determina el valor de la compañía a través de la estimación de los flujos de caja que será capaz de generar en el futuro y del valor residual de la compañía, posteriormente descontados por medio del coste medio ponderado del capital (WACC).

El valor económico de la empresa no es más que la suma de todos estos flujos descontados agregando el valor residual de la compañía. Al restarle al valor económico el importe de la deuda neta, se obtiene el valor de los fondos propios o valor financiero, es decir, el valor de la empresa para los propietarios.

5.3. Hipótesis Financieras

5.3.1. Hipótesis de Ingresos

La estimación de las proyecciones se ha realizado a partir de la información financiera aportada por la compañía y las expectativas de la gerencia sobre su posible evolución futura.

Como se puede apreciar en el gráfico 15, las ventas han experimentado un constante crecimiento durante el periodo 2006-2012 siendo su tasa de crecimiento anual promedio del 16,88%.

A partir de esta información y con los datos recogidos en los informes económicos-financieros elaborados por el INFO, la gerencia de la compañía determinó las tasas de crecimiento de la cifra de negocio para tres escenarios diferentes: favorable, base y desfavorable.

Tabla 24: Evolución de la tasa de variación de los ingresos de explotación del sector

% Tasa de Variación de Ingresos de Explotación			
	2009	2010	2011
mediana	-3,2	3,3	12,2
cuartil 25	-7,8	-8,7	7,9
cuartil 75	12,5	11,0	21,8

Fuente: INFO

Para determinar el porcentaje de crecimiento de los distintos escenarios se tomó la tasa de variación de los ingresos de explotación del sector al que pertenece la compañía (CNAE 108) para aquellas empresas que en su plantilla cuentan con más de 50 trabajadores. (ver Tabla 24)

Los datos de 2011 pueden resultar llamativos al ser tan elevados en una época de tanta inestabilidad económica, por lo que se debe ser prudente al determinar los porcentajes, y se consideró utilizar las cifras de la mediana (12,20%), el cuartil 25 (7,90%) y el cuartil 75 (21,80%) para los tres escenarios aunque se reducirán para que las proyecciones se ajusten mejor a la situación económica.

Sabiendo todo esto, el crecimiento estimado para el escenario base se sitúa en el 10%, para el escenario favorable un 15% y para el desfavorable un 5%.

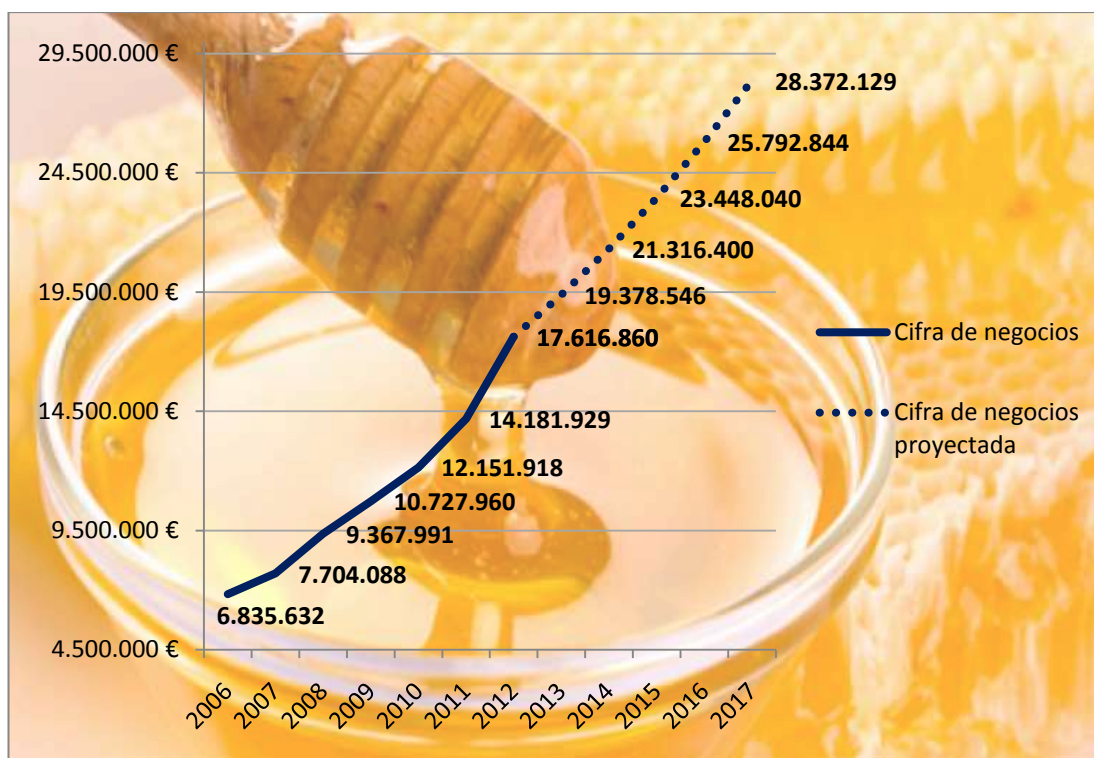
Las proyecciones de las ventas para el escenario base se recogen en la tabla 25:

Tabla 25: Evolución de la cifra de ventas proyectada

	2013	2014	2015	2016	2017
Cifra de ventas	19.397.889	21.337.678	23.471.446	25.818.591	28.400.450

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 15: Evolución de la cifra de ventas



Fuente: Elaboración propia

5.3.2. Hipótesis de costes

Costes directos

Las proyecciones de los aprovisionamientos se han realizado a partir de los datos de la compañía. Para ello, se calculó el porcentaje que representaban los aprovisionamientos sobre la cifra de ventas en cada ejercicio del periodo correspondiente a 2006 – 2012. (ver Gráfico 16)

Con estos porcentajes se calcula la mediana y éste es el valor que se utiliza para pronosticar el crecimiento que experimentarían los aprovisionamientos en los próximos 5 ejercicios.

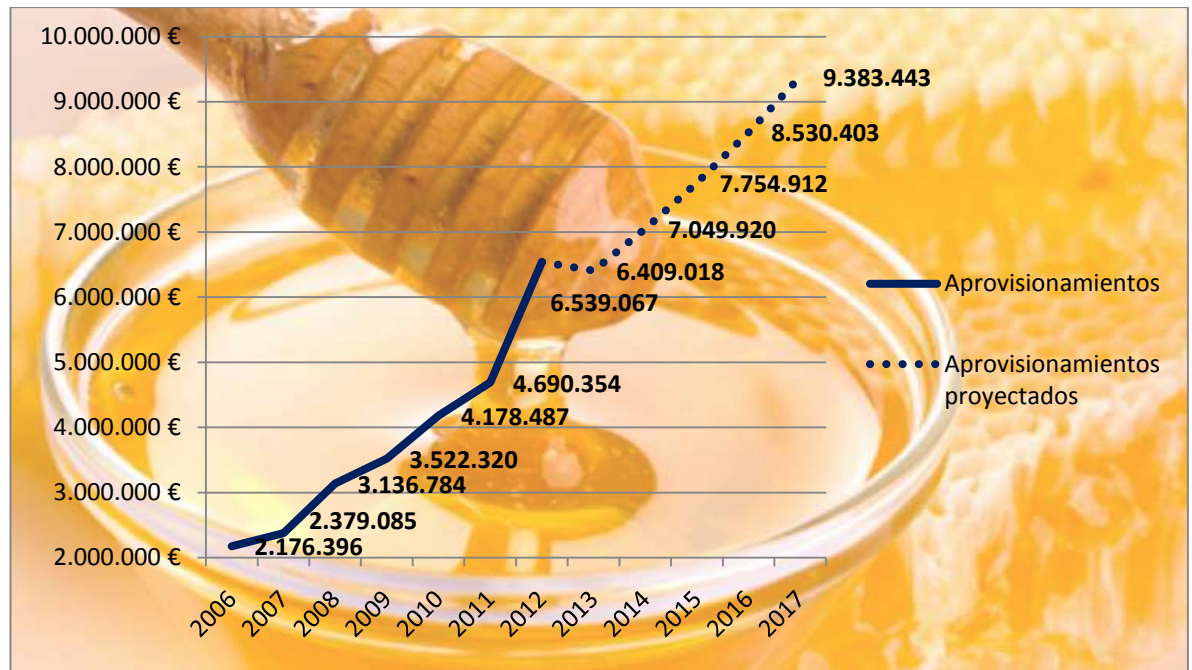
Concretamente, los aprovisionamientos representarán el 33% de la cifra de ventas y su evolución durante el periodo proyectado es la que se muestra en la Tabla 26.

Tabla 26: Evolución de los aprovisionamientos proyectados

	2013	2014	2015	2016	2017
Aprovisionamientos	6.405.004	7.045.504	7.750.055	8.525.060	9.377.566

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16: Evolución de los aprovisionamientos



Fuente: Elaboración propia

También se han realizado las proyecciones de la variación de existencias siguiendo los mismos pasos llevados a cabo con los aprovisionamientos. En este caso, se pronostica un crecimiento de la partida en un 0,71% de la cifra de ventas. (ver Tabla 27)

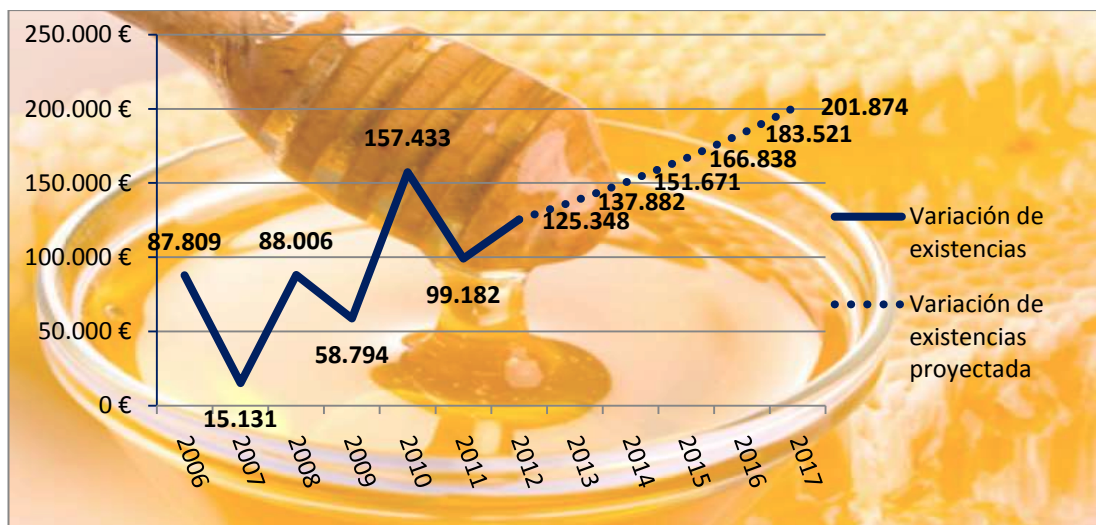
En el Gráfico 17 se puede observar cuál será la evolución de la variación de existencias.

Tabla 27: Evolución de la variación de existencias proyectada

	2013	2014	2015	2016	2017
Variación de existencias	137.882	151.671	166.838	183.521	201.874

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 17: Evolución de la variación de existencias



Fuente: Elaboración propia

Costes indirectos

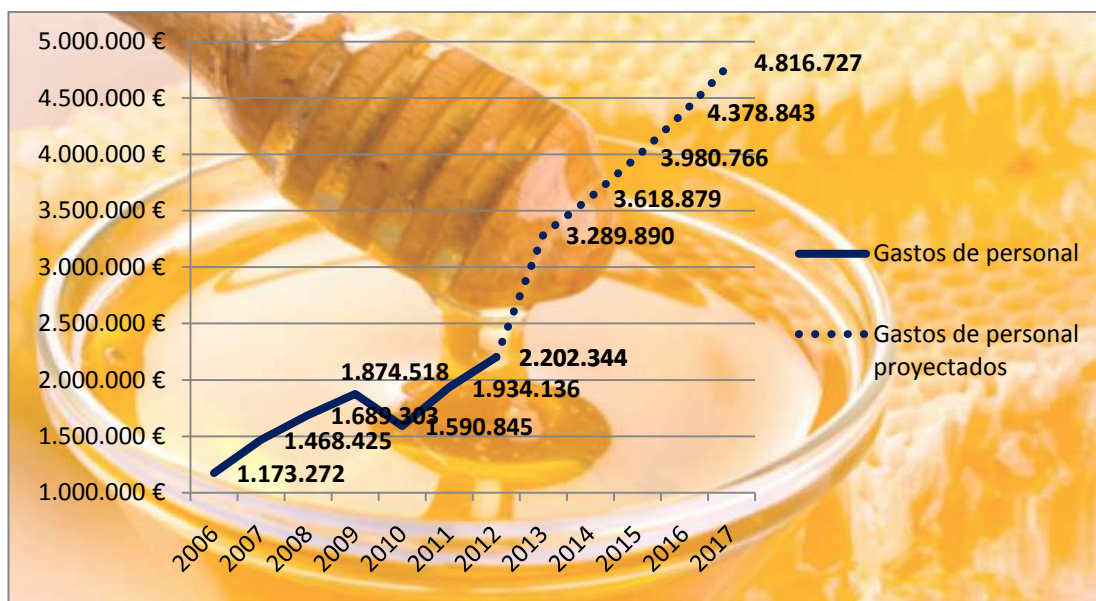
Las proyecciones de los gastos de personal se han realizado del mismo modo que las partidas anteriores, en este caso se estima que dichos gastos van a suponer un 17,16% de la cifra de negocios. (ver Tabla 28 y Gráfico 18)

Tabla 28: Evolución de los gastos de personal proyectados

	2013	2014	2015	2016	2017
Gastos de personal	3.289.890	3.618.879	3.980.766	4.378.843	4.816.727

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 18: Evolución de los gastos de personal



Fuente: Elaboración propia

Para obtener la proyección de la partida de otros gastos de explotación, también se han utilizado los datos proporcionados por la compañía.

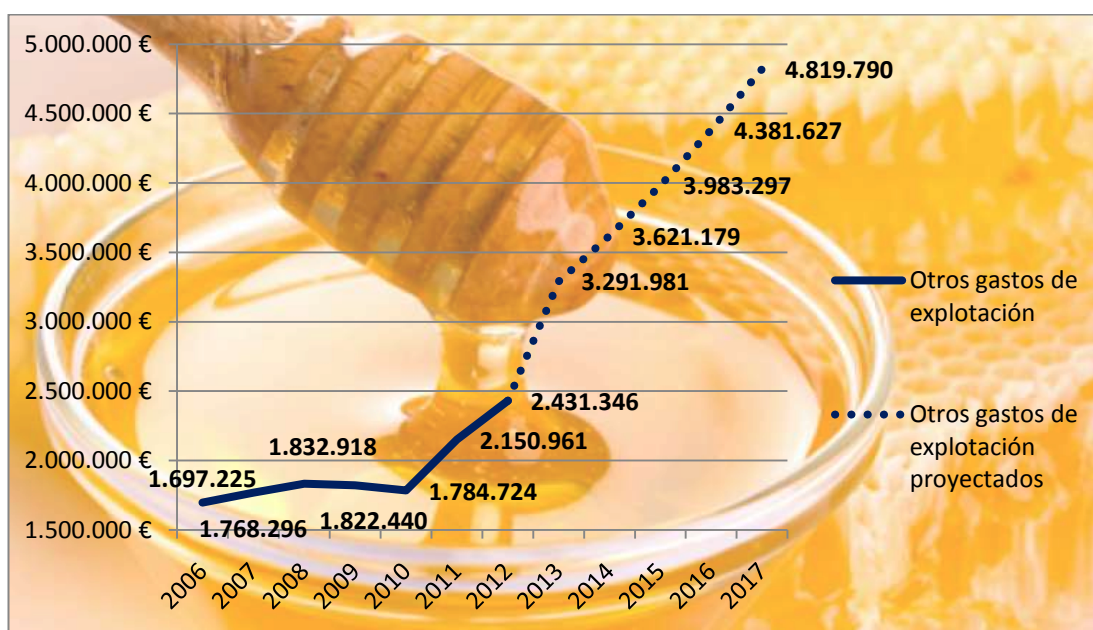
Concretamente, esta partida representa el 16,99% de la cifra de ventas. (ver Tabla 29 y Gráfico 19)

Tabla 29: Evolución de los otros gastos de explotación proyectados

	2013	2014	2015	2016	2017
Otros gastos de explotación	3.266.657	3.593.322	3.952.655	4.347.920	4.782.712

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 19: Evolución de los otros gastos de explotación



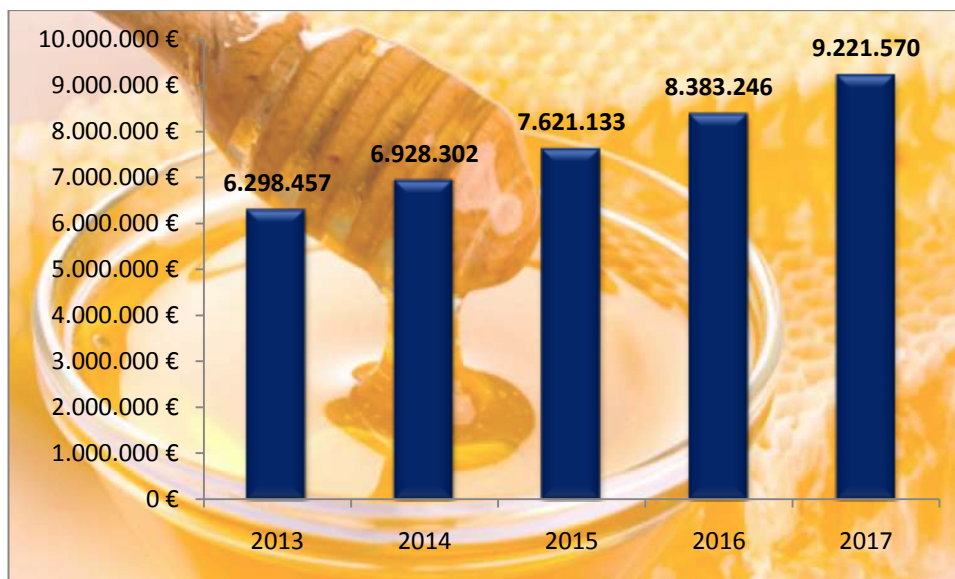
Fuente: Elaboración propia

5.3.3. Evolución del EBITDA

El EBITDA es una magnitud que nos permite conocer cuál es el beneficio que obtiene la compañía de sus operaciones de explotación. Se calcula restándole a la cifra de ventas los costes directos e indirectos, sin incluir las amortizaciones, los intereses ni los impuestos.

Como se puede apreciar en el Gráfico 20, la evolución del EBITDA pronosticado para la compañía experimenta una evolución favorable. En 2013 se espera que la compañía consiga más de seis millones de margen operativo mientras que en 2017 la cifra asciende hasta rondar los nueve millones de euros.

Gráfico 20: Evolución del EBITDA proyectado



Fuente: Elaboración propia

5.3.4. Amortización

Al igual que con las partidas anteriores, para determinar las proyecciones de la amortización durante el periodo estimado se ha calculado la mediana a partir de los datos históricos de la compañía.

Por lo que la estimación de la amortización durante el periodo 2013-2017 representa un 2,57% de la cifra de negocios.

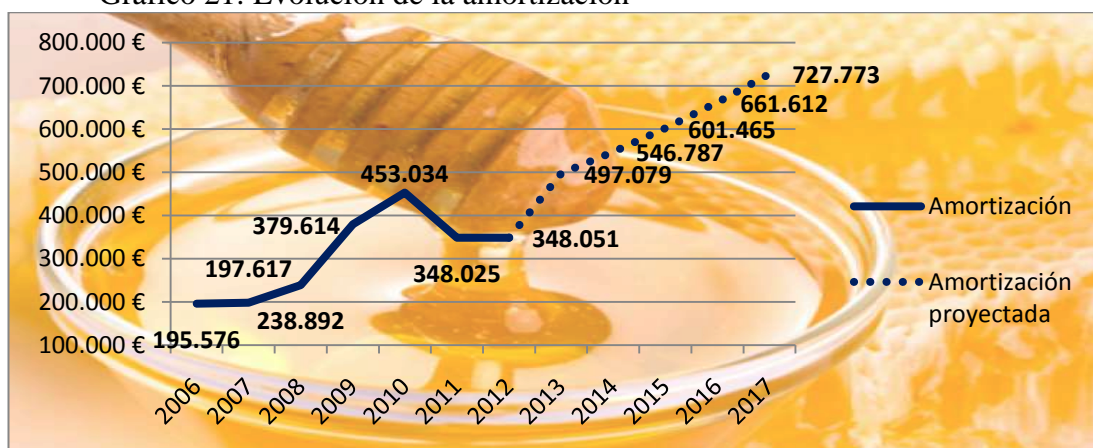
Tanto su evolución como sus valores proyectados se muestran en el Gráfico 21 y la Tabla 30.

Tabla 30: Evolución de la amortización proyectada

	2013	2014	2015	2016	2017
Amortización	492.449	541.694	595.864	655.450	720.995

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 21: Evolución de la amortización



Fuente: Elaboración propia

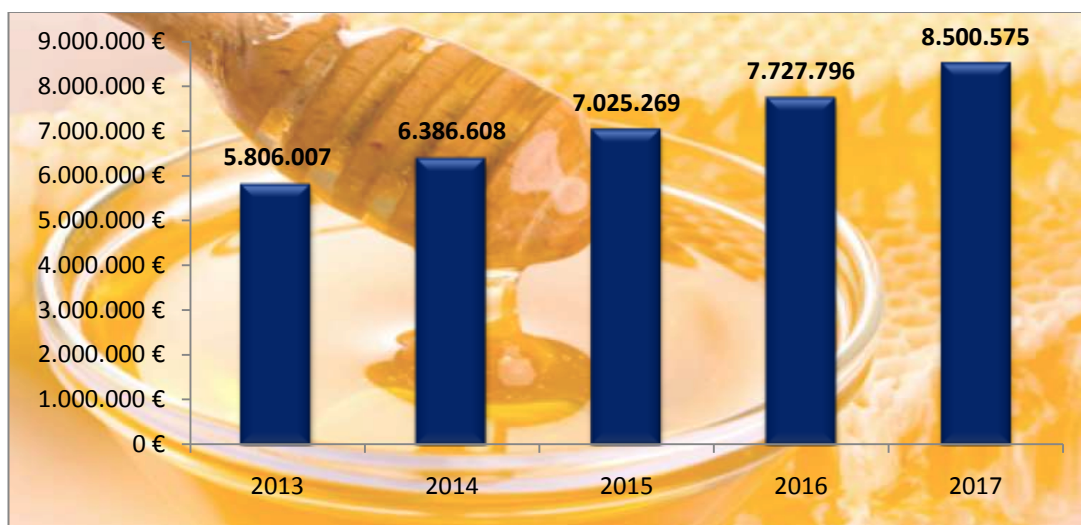
5.3.5. Evolución del EBIT

El EBIT permite conocer cuál es el beneficio que obtiene la compañía de sus operaciones independientemente de cómo se financien los activos y de los impuestos aplicados.

Su cálculo se obtiene restándole al EBITDA la estimación de la amortización y la de la variación de las provisiones de tráfico.

En el Gráfico 22 se puede apreciar cuál es la evolución del EBIT durante el periodo proyectado.

Gráfico 22: Evolución del EBIT proyectado



Fuente: Elaboración propia

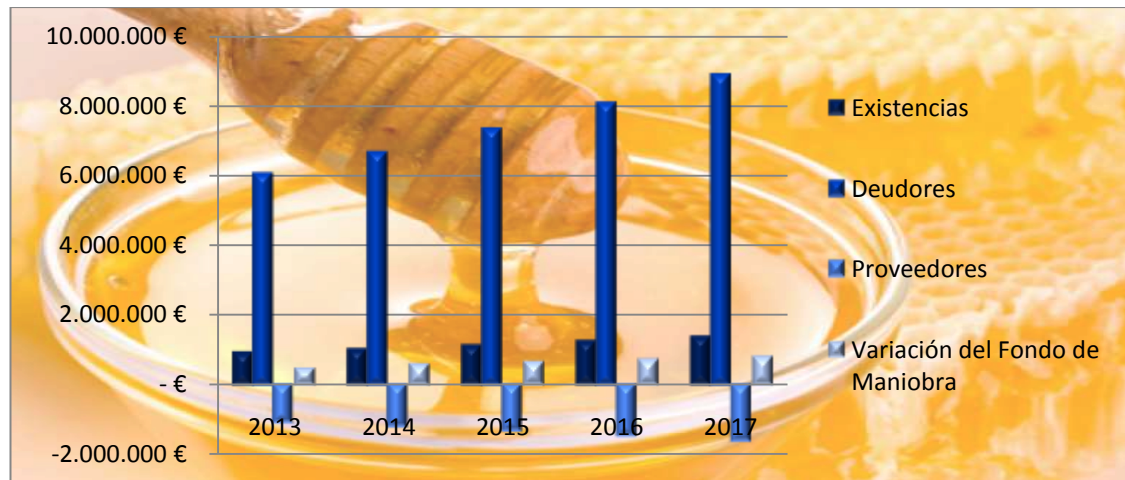
5.3.6. Fondo de maniobra

Con el fin de determinar el fondo de maniobra para el periodo proyectado de la compañía se ha utilizado la información correspondiente a las cuentas a pagar, las cuentas a cobrar y las existencias.

En el gráfico23 se puede observar como varían las mencionadas magnitudes.

Además, se han estimado los plazos de pago a proveedores y cobro a clientes que se mantendrán constantes en función de los datos facilitados por la compañía, siendo el periodo medio de pago a los proveedores de unos 64 días y el periodo medio de cobro a los clientes de unos 115 días.

Gráfico 23: Evolución del fondo de maniobra proyectado

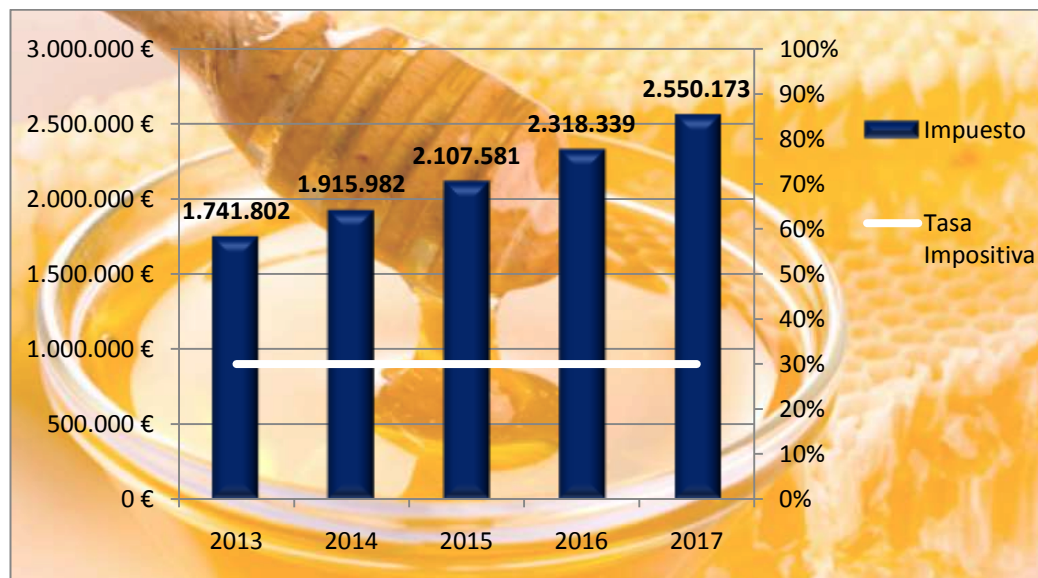


Fuente: Elaboración propia

5.3.7. Impuestos

La tasa impositiva que se aplica sobre el beneficio antes de impuestos se fija en el 30%. Ésta se ha calculado a partir de la tasa impositiva histórica y se espera que se mantenga constante durante el periodo de proyección debido a las características de la actividad de la empresa y el tamaño de la misma.

Gráfico 24: Evolución de los impuestos proyectados



Fuente: Elaboración propia

5.4. Cálculos Previos

A continuación, nos referimos a las tres etapas clave de la metodología del DCF:

- a. Estimación de los flujos de caja.
- b. Estimación del WACC.
- c. Estimación del valor residual.

5.4.1. Estimación de los Flujos de Caja

Para la estimación de los flujos de caja es necesario proyectar la cuenta de resultados con las hipótesis recogidas en el apartado anterior.

El procedimiento se inicia con el beneficio operativo del que se debe deducir los impuestos y se vuelven a sumar las amortizaciones y la variación de provisiones, al no constituir éstas últimos movimientos de caja (Fernández, 2007).

Una vez hecho esto, se procede a la deducción de la inversión neta, que llevará a cabo la compañía durante el periodo proyectado, y la variación del fondo de maniobra.

En la Tabla 31 se aprecian los valores que tomarán los flujos de caja para el escenario base:

Tabla 31: Estimación de los flujos de caja, escenario base

	2013	2014	2015	2016	2017
Beneficio operativo	5.806.007	6.386.608	7.025.269	7.727.796	8.500.575
Impuesto sobre B.operativo	1.741.802	1.915.982	2.107.581	2.318.339	2.550.173
B.O. después impuestos	4.064.205	4.470.626	4.917.688	5.409.457	5.950.403
Amortización	492.449	541.694	595.864	655.450	720.995
Variación de provisiones	0	0	0	0	0
Inversión neta en activos fijos	7.000.000	4.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Cambio en fondo de maniobra	2.126.732	589.341	648.275	713.102	784.413
Flujos libres de caja	-4.570.077	422.979	3.865.277	4.351.805	4.886.985

Fuente: Elaboración propia

Durante el periodo estimado, el crecimiento experimentado por los flujos libres de caja es muy importante. El flujo de caja negativo estimado para 2013 se debe a las grandes inversiones previstas para mejorar el proceso productivo.

La estimación de los flujos de caja para los otros dos escenarios (favorable y desfavorable) se muestra en los Anexos 6 y 7.

5.4.2. Estimación del WACC

Una vez determinados los flujos libres de caja se debe realizar la estimación del coste medio ponderado de capital (WACC), a partir del cálculo del coste de los recursos propios y del coste de la deuda.

Para lo cual se utiliza la siguiente expresión:

$$WACC = k_e \cdot \frac{RP}{RP + RA_C} + k_i \cdot (1 - t) \cdot \frac{RA_C}{RP + RA_C}$$

Siendo:

k_e : coste de los recursos propios.

RP: recursos propios de la empresa.

RA_C: recursos ajenos con coste.

k_i : coste de la deuda.

El procedimiento seguido para la estimación del coste de los recursos propios ha sido el recogido en el Documento nº 7 de Valoración de Empresas de AECA (2005), basado en el enfoque económico o fundamental para estimar la tasa de actualización que se debería utilizar en la valoración de Pymes. Es un modelo que parte de la tasa libre de riesgo para agregar dos primas, una por el riesgo de mercado (no diversificable), y otra específica que recoge, entre otros, el riesgo derivado de la falta de diversificación y liquidez propios de las Pymes.

En concreto, la expresión utilizada por AECA (2005) para calcular el coste de los recursos propios es la siguiente:

$$k_e = i + (R_m - i) \times (1 + \beta)$$

Siendo:

k_e : coste de los recursos propios.

i : tasa libre de riesgo.

R_m : rentabilidad del mercado.

β : coeficiente de variabilidad de las rentabilidades, se calcula mediante la siguiente expresión:

$$\beta = \frac{\sigma_a}{\sigma_m} = \frac{\text{Desviación típica de la rentabilidad de la empresa}}{\text{Desviación típica de la rentabilidad del mercado}}$$

Para la determinación de la tasa libre de riesgo (i) se ha utilizado el tipo de interés de las nuevas emisiones del Estado, concretamente de las Obligaciones del Estado a diez años, y se ha calculado el promedio de su valor durante el periodo 2006 – 2012. (ver Anexo 8)

La rentabilidad del mercado (R_m) se ha calculado a partir del índice sectorial correspondiente a la compañía, en este caso de alimentación y bebidas. Se recuperaron los datos históricos de cotización diarios del Índice General de la Bolsa de Madrid durante el periodo 2006 – 2012 y se determinó el valor promedio anual. (ver Anexo 9)

Para la compañía el coeficiente β toma un valor del 0,095.

Una vez obtenidos los datos anteriores se procede a calcular el coste de los recursos propios mediante el método AECA (2005), siendo éste igual a 13,22%. (ver detalle del cálculo en Anexo 10)

Por su parte, el coste de deuda es del 1,84%, siendo este un dato ofrecido por la compañía una vez deducido el efecto impositivo.

Finalmente, se aplica la fórmula del WACC y con ella se obtiene un valor del 11,05%. (ver Anexo 11)

5.4.3. Estimación del Valor Residual

El último paso para determinar el rango de valor de la compañía es el de proceder a la estimación del valor residual (VR). Dado que no es posible estimar los flujos de caja hasta infinito, es necesario fijar un horizonte temporal limitado de estimación de los flujos de caja y determinar, a continuación, un valor (denominado valor residual o terminal) que refleje el valor actualizado de los flujos de caja más allá del horizonte temporal limitado de estimación.

El procedimiento habitual (Rojo y García, 2006) calcula el VR capitalizando el último flujo libre de caja estimado bajo la hipótesis de que se va a mantener a perpetuidad, dando lugar a la siguiente fórmula:

$$VR_n = \frac{FLTE_j \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

Una vez calculado el VR, se procede a determinar cuál es el valor económico (VG) y financiero (VE) de la compañía, mediante las siguientes expresiones:

$$VG = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1 + WACC)^j} + \frac{VR_n}{(1 + WACC)^n}$$

$$VE = VG - VARA$$

Asumiendo un $g=1,5\%$, los valores de la compañía para el escenario base son:

Valor económico=	35.539.836,31
Valor financiero=	31.089.968,32

5.5. Rango de Valoración

Con el fin de reflejar la situación de incertidumbre que conlleva un proceso de valoración y de paliar los inconvenientes que pueden surgir, se consideró oportuno proyectar tres escenarios diferentes sobre la evolución de la compañía: base, favorable y desfavorable. Además, como es habitual en los informes de valoración se han establecido unos rangos para cada escenario entre los que pueden oscilar los valores en un $\pm 10\%$. (ver Tabla 32)

El detalle de los cálculos puede verse en el Anexo 12.

Tabla 32: Rango de valoración

ESCENARIO	Valor Económico		Valor Financiero	
	Rango Inferior	Rango Superior	Rango Inferior	Rango Superior
Base	31.985.852,68	39.093.819,94	27.980.971,49	34.198.965,15
Favorable	56.353.343,44	68.876.308,65	52.348.462,25	63.981.453,87
Desfavorable	25.590.959,87	31.277.839,84	21.586.078,68	26.382.985,05

Fuente: Elaboración propia

5.6. Análisis de Sensibilidad

La aplicación de esta técnica permitirá conocer la variación de los valores económico y financiero en función de los distintos valores que puedan alcanzar el coste medio ponderado de capital y la tasa de crecimiento a perpetuidad.

En la Tabla 33 se muestra el análisis de sensibilidad del valor económico y financiero para el escenario base.

Tabla 33: Análisis de sensibilidad, escenario base

Valor Económico		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	37.931.889	39.919.761	42.141.500	44.640.957	47.473.675	50.711.067	54.446.519
	10,00%	35.450.103	37.206.880	39.158.855	41.340.474	43.794.795	46.576.359	49.755.289
	10,50%	33.212.125	34.773.016	36.498.212	38.415.096	40.557.495	42.967.695	45.699.255
	11,00%	31.184.572	32.578.169	34.111.125	35.805.446	37.688.024	39.792.082	42.159.147
	11,05%	30.976.535	32.353.512	33.867.445	35.539.836	37.396.939	39.471.141	41.802.877
	11,50%	29.339.871	30.589.615	31.958.382	33.464.026	35.128.158	36.977.195	39.043.765
	12,00%	27.655.045	28.780.324	30.007.900	31.352.388	32.831.325	34.465.939	36.282.178
	12,50%	26.110.801	27.127.774	28.233.180	29.439.078	30.759.823	32.212.642	33.818.390
	13,00%	24.690.811	25.613.051	26.612.144	27.698.115	28.882.810	30.180.334	31.607.610

Valor Financiero		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	33.482.021	35.469.893	37.691.632	40.191.089	43.023.807	46.261.199	49.996.651
	10,00%	31.000.235	32.757.012	34.708.987	36.890.606	39.344.927	42.126.491	45.305.421
	10,50%	28.762.257	30.323.148	32.048.344	33.965.228	36.107.627	38.517.827	41.249.387
	11,00%	26.734.704	28.128.301	29.661.257	31.355.578	33.238.156	35.342.214	37.709.279
	11,05%	26.526.667	27.903.644	29.417.577	31.089.968	32.947.071	35.021.273	37.353.009
	11,50%	24.890.003	26.139.747	27.508.514	29.014.158	30.678.290	32.527.327	34.593.897
	12,00%	23.205.178	24.330.456	25.558.032	26.902.520	28.381.457	30.016.071	31.832.310
	12,50%	21.660.933	22.677.906	23.783.312	24.989.210	26.309.955	27.762.774	29.368.522
	13,00%	20.240.943	21.163.183	22.162.276	23.248.247	24.432.942	25.730.466	27.157.742

Fuente: Elaboración propia

Así, de un simple vistazo el propietario podrá conocer cuál es el valor estimado de su compañía en función de las diferentes percepciones de riesgo y expectativas de crecimiento a largo plazo.

Los análisis de sensibilidad para los otros dos escenarios pueden verse en el Anexo 13.

5.7. Análisis de Sensibilidad mediante la Simulación de Montecarlo

En este apartado se va determinar cuáles son las variables que pueden ocasionar un mayor impacto en el valor de la empresa, sobre las que se deben mantener un control más exhaustivo si se desea conseguir alcanzar ese valor esperado.

Este análisis se llevará a cabo mediante la simulación Montecarlo, se trata de herramienta de análisis de sensibilidad basada en la distribución de probabilidad de las variables más importantes.

El primer paso que se debe realizar es seleccionar las principales variables de riesgo y la asignación de la distribución de probabilidades a cada una de ellas de acuerdo con su comportamiento en el pasado.

Para la compañía las principales variables de riesgo que se han seleccionado son:

- ∞ Tasa de crecimiento de las ventas: a partir de las previsiones de la gerencia, a esta variable se la considera una variable triangular. Se le asignará un valor mínimo del 5%, un máximo del 15% y un valor más probable del 10%.
- ∞ Aprovechamientos: esta variable se ha considerado uniforme con un mínimo de 30,56% y un máximo de 37,08%.
- ∞ Gastos de personal: también presenta una distribución uniforme, siendo sus límites inferior y superior del 12,49% y del 18,86% respectivamente.
- ∞ Amortización: se considera una variables uniforme con un valor mínimo de 1,97% y un valor máximo de 3,67%.

- ∞ Coste medio ponderado de capital: se distribuye como una variable triangular en torno al 11,05% con un valor mínimo del 10,05% y un valor máximo del 12,05%.
- ∞ Tasa de crecimiento a perpetuidad: a partir de las previsiones de la economía es posible que el crecimiento rondará el 1,5% con un crecimiento mínimo del 0% y máximo del 3%.

Una vez, introducidos todos estos datos, se procede a correr la simulación.

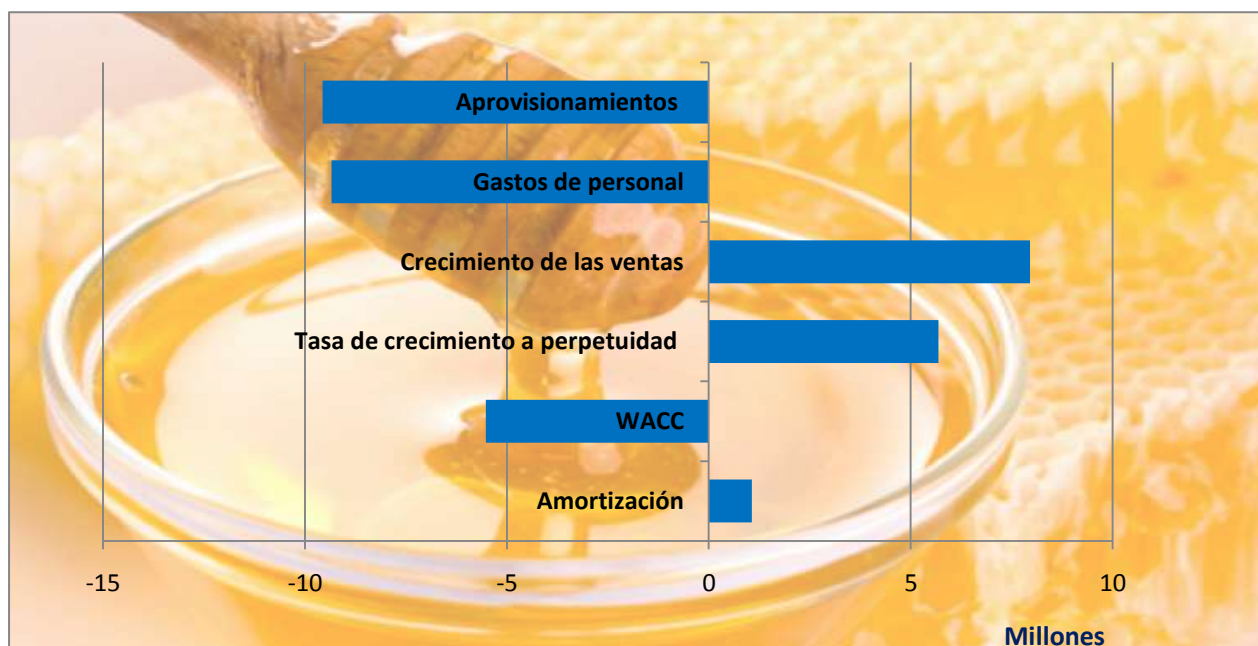
Tras la obtención de estos datos estadísticos se procede a estudiar el impacto de las variables de riesgo sobre el valor de la compañía.

Para ello se debe determinar el nuevo valor de la compañía en función de los distintos valores que puede tomar cada variable, correspondiente al percentil 10 y 90, bajo la hipótesis de que cuando se produce la variación en una de las variables el resto permanece constante.

Lo siguiente es calcular la diferencia entre el mayor valor y el menor valor de la compañía obtenidos para cada variable.

Y, finalmente, se tienen que ordenar esas diferencias de mayor a menor valor y representar en un gráfico denominado Tornado.

Gráfico 25: Gráfico de Tornado



Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 25 se observa que los aprovisionamientos son la variable que más riesgo implican por lo que se deberá tener un gran control sobre ella ya que si se produjera un pequeño cambio en su valor el impacto sobre el valor financiero sería mayor.

La siguiente variable que conlleva un más riesgo son los gasto de personal y la menos arriesgada la amortización.

6. Fortalezas y Debilidades

En este apartado se van a recoger los aspectos negativos y positivos que se han detectado en el estudio de la compañía.

Entre las fortalezas destacan las siguientes:

- ∞ Se trata de una empresa consolidada en el mercado que cuenta con una experiencia en el sector de más de 40 años.
- ∞ Su volumen de negocios ha aumentado progresivamente, incluso durante esta etapa de dificultades económicas. Además, sus efectos se han podido contrarrestar gracias a que se trata de una empresa exportadora.
- ∞ La solvencia de la compañía es elevada, aunque el último año la garantía a largo plazo se haya resentido.
- ∞ La financiación de las inversiones las realiza correctamente.
- ∞ La estructura financiera es la adecuada para conseguir ser una empresa competitiva en este sector. Se trata de una empresa altamente capitalizada.
- ∞ Su capacidad de devolución de deuda es buena aunque se haya reducido este último año.
- ∞ Las rentabilidades económica y financiera también presentan buenos datos aunque se han reducido. Cabe destacar que el margen de explotación presenta unos datos muy favorables.
- ∞ Su valor añadido se incrementa año a año y sus ratios de productividad ofrecen muy buenos resultados.

Mientras que entre las debilidades solo se ha podido apreciar el mal dato en la rotación del activo.

6.1. Propuestas de Actuación

Tras realizar el análisis económico y financiero de la compañía se ha podido observar que goza de una buena salud financiera pero debe mejorar su rentabilidad porque la ventaja que poseía respecto de su sector se ha visto reducida, y aunque todavía resulta superior las diferencias se van reduciendo.

Según los resultados obtenidos, para mejorar su rentabilidad económica debería aplicar acciones dirigidas hacia la mejora de la rotación del activo, ya que de cada unidad monetaria que se invierte en activo solo se consigue recuperar 0,62 unidades en el año 2012.

El mayor problema encontrado durante el análisis es que la rotación del activo es peor que la conseguida tanto por el sector como por las dos empresas competidoras incluidas en el informe.

La rotación del activo se ha calculado con la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios} + \text{Otros ingresos de explotación}}{\text{Activo total}}$$

Para mejorar este ratio la compañía puede llevar a cabo dos tipos de estrategias: a) incrementar las ventas y b) reducir tamaño.

Para aumentar el nivel de ventas, una posible estrategia sería, aprovechando que es una compañía con experiencia en el mercado internacional, aumentar el grado de internacionalización, a la espera de que el mercado nacional se reactive y también vuelvan a crecer las ventas en territorio nacional.

En cuanto a la estrategia de reducción de tamaño, se puede reducir el nivel de activos innecesarios. Para ello es conveniente conocer los resultados del ratio si el activo lo desglosamos en corriente y en no corriente.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rotación del Activo no Corriente	4,56	4,86	2,32	2,15	2,51	3,07	1,33
Rotación del Activo Corriente	1,11	1,03	1,20	1,26	1,03	1,04	1,16

Fuente: Elaboración propia

La rotación del activo corriente se ha mantenido a niveles similares durante todo el periodo 2006-2012 mientras que la rotación del activo no corriente ha sufrido una fuerte disminución debido al incremento en el inmovilizado necesario para poder atender a los niveles de producción y a la ampliación de la planta de fabricación.

Las propuestas de actuación las dirigiría hacia la disminución del activo corriente, concretamente de las siguientes partidas:

- ∞ Mejorar el manejo de los volúmenes de inventario. Debido a que gran parte de la producción se realiza bajo pedido previo del cliente, se podría analizar cuál es el punto de rotura de stock para mantener un nivel de existencias menor.
- ∞ Intentar reducir el periodo medio de cobro, que para el periodo estudiado se sitúa en unos 115 días, ya que así se reducirá la partida de cuentas a cobrar.
- ∞ Como consecuencia de la excelente posición de liquidez de la compañía, aprovecharía ese exceso de tesorería para invertir en los mercados financieros y así reducir el coste de oportunidad que puede ocasionar las políticas de autoabastecimiento.

Otro punto a tener en cuenta es el sector en el que opera la compañía caracterizado por la presencia de fuertes competidores y ser un mercado cambiante, para ello la compañía debería seguir potenciando:

- ∞ La innovación, la calidad y la diferenciación en sus productos.
- ∞ La flexibilidad de la organización, tanto a corto plazo para utilizar los factores de los que dispone lo mejor posible ante un cambio inmediato, como a largo plazo para adaptarse fácilmente al entorno y lograr mantenerse.

Todo ello con el fin de adaptarse rápidamente a las nuevas demandas del cliente y mantener elevado su nivel de satisfacción.

7. Bibliografía

∞ Libros

Fernández López, P. (2001): “*Valoración de Empresas: Como Medir y Gestionar la Creación de Valor*”. Gestión 2000. Barcelona.

Amat Salas, O. (2008): “*Análisis Económico – Financiero*”. Ediciones Gestión 2000.

AECA (2005): “*Valoración de Pymes*”, Documento n.º 7

Fernández López, P. (2007): “*Los 120 errores en valoración de empresas*” Documento de Investigación, nº 681, IESE Business School.

∞ Artículos

García, D. y Bernal, J.J. (2009): “*Análisis económico y financiero de la empresa a partir del NPGC. Ratios Económicos*”, Estrategia Financiera, nº263, págs.24-31.

García, D. y Bernal, J.J. (2009): “*Análisis económico y financiero de la empresa a partir del NPGC. Ratios Financieros*”, Estrategia Financiera, nº261, págs.30-37.

Rojo Ramírez, A.A. y García, D. (2006): “*La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico*”, Revista Española de Financiación y Contabilidad, nº 132, págs. 913-934

∞ Páginas webs

Instituto de Fomento de la Región de Murcia (2011): INFO (<http://www.institutofomentomurcia.es/web/empresarial>)

Bolsa y Mercados Españoles: Gráfico Índice General de la Bolsa de Madrid (<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Comun/Graficos.aspx?cod=ESI500000000>)

Secretaría General Del Tesoro Y Política Financiera: Deuda del estado en moneda nacional: tipos efectivos de interés de las nuevas emisiones. (<http://www.tesoro.es/doc/SP/home/estadistica/13y14.pdf>)

El Economista: Índice histórico bienes de consumo. (<http://www.economista.es/indice/MAD-B-DE-CONSUMO/historico>)

Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (FIAB): Informe económico 2012. (http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20130510124729.pdf)

8. Anexos

Anexo 1: Balance de la Compañía, en euros.

	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
ACTIVO							
A) ACTIVO NO CORRIENTE	1.515.623	1.602.393	4.089.996	5.022.962	4.916.305	4.629.398	13.272.952
I. Inmovilizado Intangible.	35.511	28.230	41.800	264.069	333.327	272.272	239.951
II. Inmovilizado Material.	1.440.657	1.392.349	3.705.415	4.216.122	4.219.048	3.968.376	12.542.746
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	719	719					
V. Inversiones Financieras a largo plazo.	38.734	182.532	342.781	542.772	363.930	325.254	426.759
VI. Activos por Impuesto diferido.						63.496	63.496
B) ACTIVO CORRIENTE	6.247.187	7.543.274	7.887.283	8.564.891	11.983.978	13.656.223	15.149.812
II. Existencias.	395.357	446.265	202.439	307.464	595.282	711.222	766.190
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar.	2.680.885	2.681.643	4.073.833	4.370.868	5.088.441	5.567.360	6.518.475
V. Inversiones Financieras a Corto Plazo.	300.600	1.235	1.035	435		4.154.648	3.537.372
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.870.346	4.414.131	3.609.976	3.886.124	6.300.254	3.222.993	4.327.776
TOTAL ACTIVO	7.762.810	9.145.667	11.977.279	13.587.853	16.900.283	18.285.621	28.422.764
PASIVO							
A) PATRIMONIO NETO	6.524.426	7.888.978	8.773.446	9.904.330	13.350.775	15.787.181	20.394.019
A-1) Fondos Propios	6.473.570	7.848.293	8.732.762	9.774.422	13.267.253	15.743.855	20.363.813
I. Capital.	60.101	60.101	60.101	60.101	60.101	60.101	60.101
III. Reservas.	5.222.443	6.388.139	6.727.790	7.276.840	9.714.321	11.824.436	15.683.754
VII. Resultado del Ejercicio.	1.191.025	1.400.052	1.944.870	2.437.481	3.492.831	3.859.318	4.619.958
A-2) Ajustes por cambios de valor.				53.342	20.075	7.001	7.001
I. Activos Financieros disponibles para la Venta.				53.342	20.075	7.001	7.001
A-3) Subvenciones, Donaciones y Legados recibidos.	50.856	40.685	40.685	76.566	63.446	50.327	37.208
B) PASIVO NO CORRIENTE	127.453	112.082	100.268	131.269	104.128	69.614	4.414.023
II. Deudas a Largo Plazo.							4.344.409
IV. Pasivos por impuesto diferido	127.453	112.082	100.268	131.269	104.128	69.614	69.614
C) PASIVO CORRIENTE	1.110.930	1.144.608	3.103.564	3.552.255	3.445.379	2.428.825	3.614.722
III. Deudas a Corto Plazo.	30	7.509	1.456		170		96.733
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	1.110.900	1.152.116	3.102.109	3.552.255	3.445.209	2.428.825	3.517.989
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	7.762.810	9.145.667	11.977.279	13.587.853	16.900.283	18.285.621	28.422.764
Plantilla media de empleados	48	51	52	55	58	59	65
Valor añadido	3.132.052	3.652.023	4.617.087	5.535.953	6.524.945	7.462.849	8.789.380

Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Compañía, en euros.

	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
1. Importe neto de la cifra de negocios.	6.835.632	7.704.088	9.367.991	10.727.960	12.151.918	14.181.929	17.616.860
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso	87.809	15.131	88.006	58.794	157.433	99.182	125.348
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.					107.910		
4. Aprovisionamiento.	-2.176.396	-2.379.085	-3.136.784	-3.522.320	-4.178.487	-4.690.354	-6.539.067
5. Otros Ingresos de Explotación	82.232	80.186	130.793	93.959	178.805	23.053	17.585
6. Gastos Personal	-1.173.272	-1.468.425	-1.689.303	-1.874.518	-1.590.845	-1.934.136	-2.202.344
7. Otros Gastos de Explotación	-1.697.225	-1.768.296	-1.832.918	-1.822.440	-1.784.724	-2.150.961	-2.431.346
8. Amortización del inmovilizado.	-195.576	-197.617	-238.892	-379.614	-453.034	-348.025	-348.051
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.				14.383	14.383	14.383	
10. Excesos de provisiones							
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.					1.435	-234.668	
A) RESULTADO DE EXPLOTACION	1.763.204	1.985.980	2.688.892	3.296.203	4.604.795	4.960.402	6.238.985
12. Ingresos Financieros.	120.490	137.032	141.160	94.380	93.318	180.254	168.632
13. Gastos Financieros.	-15	-10	-11	-239	-156.552	-459	-100.282
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros		3.799	-87.107				
15. Diferencias de Cambio.	-90.021	-137.567	-49.050	83.402	446.129	138.119	38.804
16. Deterioro y resultado por enajenación del instrumentos financieros.			1.167	0	176	325	39.787
B) RESULTADO FINANCIERO	30.454	3.255	6.160	177.543	383.070	318.238	146.940
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.793.658	1.989.235	2.695.051	3.473.746	4.987.865	5.278.640	6.385.925
17. Impuestos sobre Beneficios.	602.632	589.183	750.181	1.036.265	1.495.034	1.419.323	1.765.968
D) RESULTADO DEL EJERCICIO	1.191.025	1.400.052	1.944.870	2.437.481	3.492.831	3.859.318	4.619.958

Anexo 3: Balance: Clinical Nutrition, S.A. y Nova Diet, S.A, en euros.

	CLINICAL NUTRITION			NOVA DIET		
	2.009	2.010	2.011	2.009	2.010	2.011
ACTIVO						
A) ACTIVO NO CORRIENTE	2.002.958	2.493.258	2.760.118	1.337.347	1.289.527	1.379.563
I Inmovilizado intangible	15.178	10.888	5.914	136.378	123.425	149.962
II Inmovilizado material	1.965.787	2.453.377	2.725.211	1.044.791	962.802	1.020.445
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo				141.508		
V Inversiones financieras a largo plazo	21.993	28.993	28.993	14.669	203.300	209.155
B) ACTIVO CORRIENTE	5.384.027	6.851.614	8.423.854	5.304.248	5.125.104	5.226.876
II Existencias	501.092	590.191	603.094	1.499.120	1.380.392	1.770.478
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.696.507	2.460.444	3.045.169	1.139.111	1.079.855	1.022.899
V Inversiones financieras a corto plazo	1.765.000	3.380.000	4.295.737	207.086	785	1.328
VI Periodificaciones a corto plazo	5.048			35.459	18.532	22.756
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	416.380	420.979	479.854	2.423.473	2.645.540	2.409.413
TOTAL ACTIVO	7.386.984	9.344.872	11.183.972	6.641.595	6.414.631	6.606.439
PASIVO						
A) PATRIMONIO NETO	4.206.857	6.592.879	8.795.826	5.564.786	5.459.737	5.557.989
A-1) Fondos propios	4.206.857	6.592.879	8.795.826	5.475.528	5.414.662	5.515.115
I Capital	60.101	60.101	60.101	408.680	408.680	408.680
III Reservas	2.084.007	4.146.755	6.532.778	81.746	81.746	81.746
V Resultados de ejercicios anteriores				4.279.255	4.576.422	4.719.896
VII Resultado del ejercicio	2.062.749	2.386.023	2.202.946	705.847	347.814	304.793
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos				89.258	45.074	42.874
B) PASIVO NO CORRIENTE	11.269		169.195			
II Deudas a largo plazo	11.269					
IV Pasivos por impuesto diferido			169.195	49.119	29.061	26.996
C) PASIVO CORRIENTE	3.168.859	2.751.993	2.218.952	1.027.690	925.834	1.021.453
III Deudas a corto plazo	1.417.224	606.699	620.255			
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.751.634	2.145.294	1.598.697	1.027.690	925.834	1.021.453
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	7.386.984	9.344.872	11.183.972	6.641.595	6.414.631	6.606.439
Plantilla media de empleados	68	73	76	47	49	49
Valor añadido	4.854.406	5.607.732	5.538.717	3.531.902	3.010.525	3.077.081

Anexo 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias: Clinical Nutrition, S.A. y Nova Diet, S.A., en euros.

	CLINICAL NUTRITION			NOVA DIET		
	2.009	2.010	2.011	2.009	2.010	2.011
A) OPERACIONES CONTINUADAS						
1. Importe neto de la cifra de negocios	13.027.757	15.801.983	17.051.994	11.543.874	10.267.364	10.304.637
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-80.398	54.608	-25.088			
4. Aprovisionamientos	-7.028.375	-8.918.902	-9.666.774	-5.914.759	-5.141.713	-5.287.367
5. Otros ingresos de explotación	43.200	43.200	43.200	84.892	65.615	9.409
6. Gastos de personal	-1.589.066	-1.914.718	-2.135.035	-2.400.166	-2.498.840	-2.556.762
7. Otros gastos de explotación	-1.107.778	-1.373.157	-1.864.615	-2.182.105	-2.180.741	-1.949.598
8. Amortización del inmovilizado	-276.365	-275.544	-337.833	-155.561	-146.317	-136.908
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras				4.066	3.143	3.143
10. Excesos de provisiones						
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-2.161	-20.041	-966		6.000	
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio						
13. Otros resultados		-11.844	-626	476	455	-1.674
A1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.986.815	3.385.585	3.064.257	980.718	374.966	384.880
14. Ingresos financieros	22.680	56.493	114.739	22.736	33.541	47.952
15. Gastos financieros	-62.189	-33.475	-31.929			
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros						
17. Diferencias de cambio						
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros				-52.159	43.558	8.048
A2) RESULTADO FINANCIERO	-39.509	23.019	82.809	-29.423	77.099	56.000
A3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	2.947.306	3.408.604	3.147.066	951.295	452.065	440.880
19. Impuestos sobre beneficios	-884.557	-1.022.581	-944.120	-245.448	-104.251	-136.087
A4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	2.062.749	2.386.023	2.202.946	705.847	347.814	304.793
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS						
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos						
A5) RESULTADO DEL EJERCICIO	2.062.749	2.386.023	2.202.946	705.847	347.814	304.793

Anexo 5: Valoración de la Compañía: Escenario Base (Crecimiento 10%), en euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	19.397.889	21.337.678	23.471.446	25.818.591	28.400.450
Ventas netas	19.397.889	21.337.678	23.471.446	25.818.591	28.400.450
Costes directos	6.542.886	7.197.175	7.916.893	8.708.582	9.579.440
Aprovisionamientos	6.405.004	7.045.504	7.750.055	8.525.060	9.377.566
% sobre ventas	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%
Variación de existencias	137.882	151.671	166.838	183.521	201.874
% sobre ventas	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Margen Bruto	12.855.003	14.140.503	15.554.554	17.110.009	18.821.010
Costes indirectos	6.556.546	7.212.201	7.933.421	8.726.763	9.599.439
Gastos de personal	3.289.890	3.618.879	3.980.766	4.378.843	4.816.727
% sobre ventas	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%
Otros gastos de explotación	3.266.657	3.593.322	3.952.655	4.347.920	4.782.712
% sobre ventas	-16,84%	-16,84%	-16,84%	-16,84%	-16,84%
EBITDA	6.298.457	6.928.302	7.621.133	8.383.246	9.221.570
Amortización	492.449	541.694	595.864	655.450	720.995
% sobre ventas	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Variación provisiones de tráf.	0	0	0	0	0
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBIT	5.806.007	6.386.608	7.025.269	7.727.796	8.500.575
Necesidades operativas de fondos	5.893.407	6.482.748	7.131.023	7.844.125	8.628.538
Variación de las NOF	2.126.732	589.341	648.275	713.102	784.413

	ESTIMACIÓN FREE CASH FLOWS				
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Beneficio operativo	5.806.007	6.386.608	7.025.269	7.727.796	8.500.575
Impuesto sobre B.operativo	1.741.802	1.915.982	2.107.581	2.318.339	2.550.173
B.O. después impuestos	4.064.205	4.470.626	4.917.688	5.409.457	5.950.403
Amortización	492.449	541.694	595.864	655.450	720.995
Variación de provisiones	0	0	0	0	0
Inversión neta en activos fijos	7.000.000	4.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Cambio en fondo de maniobra	2.126.732	589.341	648.275	713.102	784.413
Flujos libres de caja	-4.570.077	422.979	3.865.277	4.351.805	4.886.985

Anexo 6: Valoración de la Compañía: Escenario Favorable (Crecimiento 15%), en euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	20.279.612	23.321.553	26.819.786	30.842.754	35.469.168
Ventas netas	20.279.612	23.321.553	26.819.786	30.842.754	35.469.168
Costes directos	6.840.290	7.866.334	9.046.284	10.403.227	11.963.711
Aprovisionamientos	6.696.141	7.700.562	8.855.646	10.183.993	11.711.592
% sobre ventas	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%
Variación de existencias	144.150	165.772	190.638	219.234	252.119
% sobre ventas	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Margen Bruto	13.439.321	15.455.220	17.773.503	20.439.528	23.505.457
Costes indirectos	5.783.346	6.403.528	7.101.098	7.887.662	8.776.572
Gastos de personal	3.439.430	3.955.345	4.548.646	5.230.943	6.015.585
% sobre ventas	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%
Otros gastos de explotación	-2.343.916	-2.448.184	-2.552.451	-2.656.719	-2.760.987
% sobre ventas	11,56%	10,50%	9,52%	8,61%	7,78%
EBITDA	7.655.976	9.051.691	10.672.405	12.551.865	14.728.885
Amortización	514.833	592.059	680.867	782.997	900.447
% sobre ventas	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Variación provisiones de tráfico	0	0	0	0	0
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBIT	7.141.142	8.459.633	9.991.538	11.768.868	13.828.438
Necesidades operativas de fondos	6.161.290	7.085.483	8.148.305	9.370.551	10.776.134
Variación de las NOF	2.394.614	924.193	1.062.822	1.222.246	1.405.583

	ESTIMACIÓN FREE CASH FLOWS				
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Beneficio operativo	7.141.142	8.459.633	9.991.538	11.768.868	13.828.438
Impuesto sobre B.operativo	2.142.343	2.537.890	2.997.461	3.530.660	4.148.532
B.O. después impuestos	4.998.799	5.921.743	6.994.076	8.238.208	9.679.907
Amortización	514.833	592.059	680.867	782.997	900.447
Variación de provisiones	0	0	0	0	0
Inversión neta en activos fijos	7.000.000	4.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Cambio en fondo de maniobra	2.394.614	924.193	1.062.822	1.222.246	1.405.583
Flujos libres de caja	-3.880.981	1.589.608	5.612.121	6.798.959	8.174.771

Anexo 7: Valoración de la Compañía: Escenario Desfavorable (Crecimiento 5%), en euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	18.516.167	19.441.976	20.414.074	21.434.778	22.506.517
Ventas netas	18.516.167	19.441.976	20.414.074	21.434.778	22.506.517
Costes directos	6.245.482	6.557.757	6.885.644	7.229.927	7.591.423
Aprovisionamientos	6.113.867	6.419.561	6.740.539	7.077.566	7.431.444
% sobre ventas	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%	33,02%
Variación de existencias	131.615	138.196	145.106	152.361	159.979
% sobre ventas	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Margen Bruto	12.270.685	12.884.219	13.528.430	14.204.851	14.915.094
Costes indirectos	6.258.521	6.571.448	6.900.020	7.245.021	7.607.272
Gastos de personal	3.140.349	3.297.367	3.462.235	3.635.347	3.817.114
% sobre ventas	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%
Otros gastos de explotación	3.118.172	3.274.081	3.437.785	3.609.674	3.790.158
% sobre ventas	-16,84%	-16,84%	-16,84%	-16,84%	-16,84%
EBITDA	6.012.163	6.312.771	6.628.410	6.959.830	7.307.822
Amortización	470.065	493.569	518.247	544.159	571.367
% sobre ventas	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Variación provisiones de tráfico	0	0	0	0	0
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBIT	5.542.098	5.819.203	6.110.163	6.415.671	6.736.455
Necesidades operativas de fondos	5.625.525	5.906.802	6.202.142	6.512.249	6.837.861
Variación de las NOF	1.858.849	281.276	295.340	310.107	325.612

	ESTIMACIÓN FREE CASH FLOWS				
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Beneficio operativo	5.542.098	5.819.203	6.110.163	6.415.671	6.736.455
Impuesto sobre B.operativo	1.662.629	1.745.761	1.833.049	1.924.701	2.020.936
B.O. después impuestos	3.879.469	4.073.442	4.277.114	4.490.970	4.715.518
Amortización	470.065	493.569	518.247	544.159	571.367
Variación de provisiones	0	0	0	0	0
Inversión neta en activos fijos	7.000.000	4.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Cambio en fondo de maniobra	1.858.849	281.276	295.340	310.107	325.612
Flujos libres de caja	-4.509.315	285.734	3.500.021	3.725.022	3.961.273

Anexo 8: Tipo efectivo de Interés Nuevas Emisiones del Estado

		2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	Promedio
Bonos	3 Años	3,22%	3,99%	3,58%	2,11%	2,75%	4,11%	3,86%	3,37%
	5 Años	3,57%	4,11%	4,15%	3,09%	3,07%	4,64%	4,53%	3,88%
Obligaciones	10 Años	3,81%	4,27%	4,30%	4,26%	4,46%	5,57%	5,45%	4,59%
	15 Años			4,92%	4,42%	4,79%	5,99%		5,03%
	30 Años	4,01%	4,77%	4,62%	4,80%	5,05%	5,95%	6,15%	5,05%

Anexo 9: Índice Sectorial De La Alimentación Y Bebidas

2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
1.403	1.917	1.517	1.413	1.778	1.995	2.550

Gráfico Índice General de la Bolsa de Madrid



Anexo 10: Cálculo de la Rentabilidad Esperada (Ke)

	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Recursos Propios	6.473.570	7.848.293	8.732.762	9.774.422	13.267.253	15.743.855	20.363.813
RP medios		7.160.931	8.290.527	9.253.592	11.520.838	14.505.554	18.053.834
RBE	1.763.204	1.985.980	2.688.892	3.296.203	4.604.795	4.960.402	6.238.985
Gastos financieros	-15	-10	-11	-239	-156.552	-459	-100.282
Impuestos	-602.632	-589.183	-750.181	-1.036.265	-1.495.034	-1.419.323	-1.765.968
RBE dIT		1.396.788	1.938.700	2.259.699	2.953.209	3.540.620	4.372.736
RF dIT		0,20	0,23	0,24	0,26	0,24	0,24
Promedio de la rentabilidad (2006-2012)							23,60%
Desviación típica (2006-2012)							0,02

	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Índice sectorial total	1402,80	1917,24	1516,56	1412,90	1778,24	1994,55	2550,00
Rentabilidad sectorial del mercado		36,67%	-20,90%	-6,84%	25,86%	12,16%	27,85%
Promedio de la rentabilidad (2006-2012)							12,47%
Desviación típica (2006-2012)							0,22

beta total	0,095
-------------------	--------------

Tasa libre de riesgo (i)	4,59%
Rentabilidad sectorial del mercado	12,47%
Prima de riesgo del mercado	7,88%
Prima específica	0,75%
Rentabilidad esperada	13,22%

Anexo 11: Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

k_e	0,13	
WACC	11,05%	
k _i	1,84%	
t	38,00%	Pond.
RP	20.363.812,68	82,07%
Rac	4.449.868	17,93%

Anexo 12: Rango de Valoración, en euros.

Escenario Base

	2013 dscn.	2014E dscn.	2015E dscn.	2016E dscn.	2017E dscn.	VR
g	-4.115.180,16	342.964,95	2.822.127,68	2.861.085,08	2.893.128,58	30.735.710,19
1,50%						

Valor económico=	35.539.836,31
Valor financiero=	31.089.968,32

Escenario Favorable

	2013 dscn.	2014E dscn.	2015E dscn.	2016E dscn.	2017E dscn.	VR
g	-3.494.675,27	1.288.904,52	4.097.538,59	4.469.961,60	4.839.520,11	51.413.576,49
1,50%						

Valor económico=	62.614.826,05
Valor financiero=	58.164.958,06

Escenario Desfavorable

	2013 dscn.	2014E dscn.	2015E dscn.	2016E dscn.	2017E dscn.	VR
g	-4.060.466,75	231.682,41	2.555.445,78	2.449.008,02	2.345.100,66	24.913.629,75
1,50%						

Valor económico=	28.434.399,86
Valor financiero=	23.984.531,87

ESCENARIO	Valor Económico		Valor Financiero	
	Rango Inferior	Rango Superior	Rango Inferior	Rango Superior
Base	31.985.852,68	39.093.819,94	27.980.971,49	34.198.965,15
Favorable	56.353.343,44	68.876.308,65	52.348.462,25	63.981.453,87
Desfavorable	25.590.959,87	31.277.839,84	21.586.078,68	26.382.985,05

Anexo 13: Análisis de Sensibilidad: Valor Económico, en euros.

Escenario Favorable

		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	66.639.474	69.964.714	73.681.159	77.862.159	82.600.626	88.016.017	94.264.546
	10,00%	62.480.598	65.419.271	68.684.464	72.333.796	76.439.295	81.092.194	86.409.793
	10,50%	58.729.493	61.340.495	64.226.339	67.432.833	71.016.561	75.048.255	79.617.509
	11,00%	55.330.320	57.661.478	60.225.752	63.059.949	66.209.057	69.728.649	73.688.189
	11,05%	54.981.503	57.284.859	59.817.310	62.614.826	65.721.319	69.190.970	73.091.412
	11,50%	52.236.958	54.327.485	56.617.108	59.135.695	61.919.395	65.012.396	68.469.279
	12,00%	49.410.980	51.293.304	53.346.749	55.595.759	58.069.671	60.803.995	63.842.132
	12,50%	46.820.110	48.521.266	50.370.349	52.387.531	54.596.825	57.027.049	59.713.085
	13,00%	44.437.043	45.979.732	47.650.979	49.467.552	51.449.267	53.619.717	56.007.213

Escenario Desfavorable

		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	30.380.831	31.992.152	33.793.041	35.819.041	38.115.174	40.739.326	43.767.194
	10,00%	28.366.653	29.790.654	31.372.878	33.141.246	35.130.660	37.385.329	39.962.094
	10,50%	26.550.188	27.815.409	29.213.811	30.767.591	32.504.169	34.457.819	36.671.956
	11,00%	24.904.374	26.033.990	27.276.568	28.649.943	30.175.916	31.881.415	33.800.101
	11,05%	24.735.498	25.851.642	27.078.799	28.434.400	29.939.722	31.621.021	33.511.070
	11,50%	23.406.858	24.419.871	25.529.361	26.749.799	28.098.706	29.597.490	31.272.602
	12,00%	22.039.015	22.951.139	23.946.182	25.035.992	26.234.783	27.559.762	29.031.962
	12,50%	20.785.201	21.609.536	22.505.551	23.483.023	24.553.587	25.731.208	27.032.789
	13,00%	19.632.182	20.379.727	21.189.568	22.069.830	23.030.116	24.081.858	25.238.773

Anexo 14: Análisis de Sensibilidad: Valor Financiero, en euros.

Escenario Favorable

		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	62.189.606	65.514.846	69.231.291	73.412.291	78.150.758	83.566.149	89.814.678
	10,00%	58.030.730	60.969.403	64.234.596	67.883.928	71.989.427	76.642.326	81.959.925
	10,50%	54.279.625	56.890.627	59.776.471	62.982.965	66.566.693	70.598.387	75.167.641
	11,00%	50.880.452	53.211.610	55.775.884	58.610.081	61.759.189	65.278.781	69.238.321
	11,05%	50.531.635	52.834.991	55.367.442	58.164.958	61.271.451	64.741.102	68.641.544
	11,50%	47.787.090	49.877.617	52.167.240	54.685.827	57.469.527	60.562.528	64.019.411
	12,00%	44.961.112	46.843.436	48.896.881	51.145.892	53.619.803	56.354.127	59.392.264
	12,50%	42.370.242	44.071.398	45.920.481	47.937.663	50.146.957	52.577.181	55.263.217
	13,00%	39.987.175	41.529.864	43.201.111	45.017.684	46.999.399	49.169.849	51.557.345

Escenario Desfavorable

		Tasa de Crecimiento (g)						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	9,50%	25.930.963	27.542.284	29.343.173	31.369.173	33.665.306	36.289.458	39.317.326
	10,00%	23.916.785	25.340.786	26.923.010	28.691.378	30.680.792	32.935.461	35.512.226
	10,50%	22.100.320	23.365.541	24.763.943	26.317.723	28.054.301	30.007.951	32.222.088
	11,00%	20.454.506	21.584.122	22.826.700	24.200.075	25.726.048	27.431.547	29.350.233
	11,05%	20.285.630	21.401.774	22.628.931	23.984.532	25.489.854	27.171.153	29.061.202
	11,50%	18.956.990	19.970.003	21.079.493	22.299.931	23.648.838	25.147.622	26.822.734
	12,00%	17.589.147	18.501.271	19.496.314	20.586.124	21.784.915	23.109.894	24.582.094
	12,50%	16.335.333	17.159.668	18.055.683	19.033.155	20.103.719	21.281.340	22.582.921
	13,00%	15.182.314	15.929.859	16.739.700	17.619.962	18.580.248	19.631.990	20.788.905