



TRABAJO DE FIN DE GRADO

Análisis y Valoración de Empresas: El caso particular de una empresa auxiliar del Sector de Obra Civil y Construcción de Almería. (Firmes y Construcciones S.A)

(Business Analysis and Valuation: The particular case of an auxiliary Company in Civil Engineering and Construction Sector in Almería. (Firmes y Construcciones S.A)

Autor: D. ALFONSO LÓPEZ LOZANO.

Tutor: D. LEONARDO CAZORLA PAPIS.

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2013/2014

Almería, Septiembre de 2014

ÍNDICE

RESUMEN.....	Página 03
INTRODUCCIÓN.....	Página 03
La empresa y objetivo del informe.....	Página 03
Datos relevantes.....	Página 05
CAPÍTULO 1. SECTOR DE ACTIVIDAD: EVOLUCIÓN, SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS.	Página 07
1. Sector de actividad de la empresa.....	Página 07
1.1. Factores determinantes. Sector de la construcción en España.....	Página 07
1.2. Análisis de los subsectores de actividad.....	Página 10
1.2.1. Edificación.....	Página 10
1.2.2. Obra Pública.....	Página 11
CAPÍTULO 2. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA.....	Página 13
2. Análisis económico-financiero.....	Página 13
2.1. Análisis del Balance Empresarial.....	Página 13
2.2. Análisis de la Cuenta de Resultados.....	Página 14
2.3. Análisis de ratios. Análisis de la Rentabilidad, CMPC y Solvencia.....	Página 17
2.3.1. Rentabilidad Económica (ROA/ROI).....	Página 17
2.3.2. Rentabilidad Financiera (ROE).....	Página 18
2.3.3. Estimación del Coste Medio Ponderado de Capital (K).....	Página 19
2.3.4. Análisis de la solvencia y del ciclo operativo de la empresa.....	Página 22

CAPÍTULO 3. VALORACIÓN DE LA EMPRESA.....	Página 25
3. Valoración de la empresa.....	Página 25
3.1. Introducción: Objetivo general de la valoración de empresas.....	Página 25
3.2. Valoración de las actividades de la empresa.....	Página 28
3.2.1. Valoración: Actividad principal (construcción).....	Página 29
3.2.2. Valoración: Inversiones inmobiliarias.....	Página 38
3.2.1. Valoración: Inversiones financieras.....	Página 43
CONCLUSIONES.....	Página 48
BIBLIOGRAFÍA.....	Página 50
ANEXOS.....	Página 51
Anexo 1. Balance de Situación.	Página 51
Anexo 2. Balance Proforma.	Página 54
Anexo 3. Balance Proforma a capital invertido.	Página 55
Anexo 4. Balance desagregado por actividades. Año 2012.	Página 56
Anexo 5. Cuenta de Resultados.	Página 57
Anexo 6. Cuenta de Resultados Proforma.	Página 59
Anexo 7. Cuenta de Resultados desagregada (y resumida) por actividades. Año 2012.	Página 60

RESUMEN.

El objetivo del presente informe, pretende aplicar los conocimientos adquiridos en las asignaturas de Finanzas y Contabilidad del Grado, para determinar el valor de la empresa en su conjunto. En este caso la valoración que se va a realizar es de una empresa auxiliar del sector de obra civil y construcción de Almería.

El objeto de análisis del presente informe es:

- Realización de un análisis sobre la situación económico-financiera de la empresa estudiada.
- Tomar en consideración las perspectivas del sector y del desarrollo futuro de la empresa.
- Calcular un valor razonable del valor global de la compañía tomando en consideración las actividades principales distinguiendo de manera separa la actividad principal y otras adicionales, utilizando para ello el descuento de flujos de caja.

INTRODUCCIÓN.

La empresa y objetivo del informe.

En el presente trabajo, se va a efectuar un análisis económico-financiero y una posterior valoración de una empresa de Almería (Firmes y Construcciones S.A.) dedicada al sector de la construcción.

El análisis económico-financiero así como la posterior valoración de la misma se van a realizar, desagregando los estados contables de la empresa de manera simple, distinguiendo las actividades principales de la empresa así como el resto de actividades que la empresa realiza.

Firmes y Construcciones S.A, fue constituida el 24 de Julio de 1985, con domicilio social en Ribera de las Almadrabillas Nº 5 (Almería), en 2012 contaba con 48 trabajadores, y tres accionistas, con un Capital Social de 1.321.150,27 € (A cierre de 2012).

El objeto social de la sociedad es, la ejecución de obras y construcciones públicas o privadas de toda clase, por cuenta propia o ajena, y especialmente las obras de edificación urbana, industriales, de urbanización, saneamiento y abastecimiento de aguas, excavaciones, movimientos de tierra y similares. Las obras de carreteras, puentes, túneles, ferrocarriles, hidráulicas, riegos, puertos, aeropuertos, dragados y similares. Trabajos de reparación, conservación y decoración de todo tipo de obras. La fabricación de materiales auxiliares de la construcción en general. La adquisición, enajenación, parcelación, urbanización y administración de toda clase de fincas, sean rústicas o urbanas, así como la promoción, construcción, compra y venta o explotación en alquiler de edificaciones en su totalidad por partes o por pisos. Trabajos de maquinaria pesada y de transporte. Tales actividades podrán ser desarrolladas por la sociedad bien en forma directa, bien en cualesquiera de las admitidas en derecho, como la participación como socio en otras entidades de objeto idéntico o análogo.

1. La ejecución de obras y construcciones públicas o privadas de toda clases, por cuenta propia o ajena y, especialmente: Las obras de edificaciones urbanas, industriales, de urbanización, saneamiento y abastecimiento de aguas excavaciones, movimiento de tierras, y similares. Las obras de carreteras, puentes, túneles, ferrocarriles, hidráulicas, riegos, puertos, aeropuertos, dragados y similares. Trabajos de reparación conservación, decoración de todo tipo de obras. Fabricación y comercio al por mayor y menor de productos y materiales para la construcción.
2. La adquisición, enajenación, parcelación, urbanización y administración de toda clase de fincas, sean rústicas o urbanas así como a Promoción, construcción, compra y venta explotación en alquiler de edificaciones en su totalidad, por partes o por pisos.
3. Trabajos de maquinar a pesada y transporte.
4. Explotación de canteras.
5. Extracción, distribución y venta de áridos u otros materiales de cantera.
6. Producción de energía eléctrica.
7. Captación, tratamiento, depuración, desalinización y distribución de agua.
8. Explotación de aparcamientos de vehículos y de áreas de servicio e instalaciones anejas de carreteras, autopistas y autovías.
9. Venta de bebidas y alimentos mediante aparatos automáticos.

10. Recogida, gestión y recuperación de residuos y productos.
11. Transporte de viajeros y mercancías por cualquier medio.
12. Comercio al por mayor y menor de materias primas agrarias, combustibles, carburantes y lubricantes, libros, periódicos, artículos de papelería y escritorio.
13. Depósito y almacenamiento de mercancías. Promoción y explotación de centros comerciales.
14. Servicios de saneamiento y limpieza.
15. Producción, manipulación, comercialización y venta de productos agrícolas y hortofrutícolas.

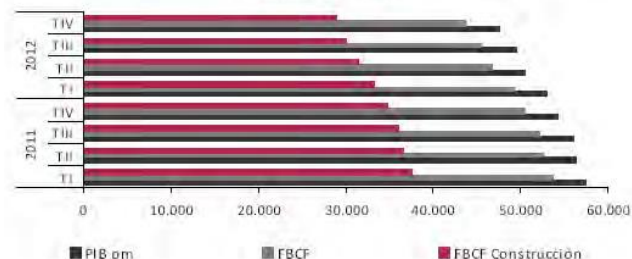
Si las disposiciones legales exigiesen para el ejercicio de alguna de las actividades comprendidas en el objeto social algún título profesional, o autorización administrativa o inscripción en Registros Públicos dichas actividades deberán realizarse por medio de persona que ostente dicha titularidad profesional y, en su caso, no podrán iniciarse antes de que se hayan cumplido los requisitos administrativos exigidos. Quedan exceptuadas todas aquellas operaciones reservadas a otras Entidades con regulación específica para cuyo ejercicio la Ley exija requisitos especiales que no cumpla esta Sociedad.

Datos relevantes.

De acuerdo con los datos obtenidos de la Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012), y a partir de las de los parámetros que componen el contexto económico nacional, y del estudio de la actividad del sector de la construcción, se pretende mostrar la incidencia de ciertos factores macroeconómicos descritos como factores de demanda.

La descomposición del PIB, por el lado de la demanda, se presenta la información relativa al sector de la construcción en sentido amplio. Así, en los últimos años, el volumen de la formación bruta de capital fijo en el sector de la construcción en España ha ido disminuyendo hasta reducirse más de la mitad. La caída ha tenido lugar desde 58.410 millones de euros en el último trimestre de 2007 hasta 28.964 millones de euros a finales de 2012.

GRÁFICO 1.: Inversión en construcción (Miles de euros)



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

El volumen del PIB también se ha visto reducido como resultado de la recesión económica, sin embargo, éste lo ha hecho en menor medida que el valor de la inversión en construcción. Por ello, el peso relativo del sector sobre el total del producto interior bruto a precios de mercado ha continuado cayendo en 2012. El porcentaje que representaba la inversión en construcción sobre el PIB a finales de año fue del 11,10%, casi dos puntos por debajo que a finales del año anterior.

GRÁFICO 2: Peso relativo de la inversión en construcción sobre el PIB (%).



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

Una posible aproximación al consumo de productos del sector de la construcción consiste en cuantificar la nueva contratación. Del análisis de la evolución anual de la nueva contratación se extraen las siguientes conclusiones:

- En términos generales, la actividad del sector se contrajo registrando una reducción en el índice de contratación superior a siete puntos, alcanzando los niveles más bajos de la serie histórica.
- Por subsectores, el índice de la nueva contratación muestra como la actividad del sector de la edificación se encuentra en sus niveles más bajos. La menor contratación se ha realizado en abril y en los meses estivales. En el sector de la

ingeniería civil, el índice de nueva contratación se mantuvo prácticamente invariable respecto al año precedente.

- A pesar del importante repunte registrado en el mes de abril, periodo tradicionalmente favorable para la nueva contratación en ingeniería civil, el índice general de 2012 se sitúa tan sólo 2 décimas por encima del de 2011. En cuanto a la partida otras actividades, que aumentó de forma importante en 2010, ha vuelto a disminuir en 2012. La caída ha sido significativa, situándose por debajo de los niveles de 2009.

CAPÍTULO 1.- SECTOR DE ACTIVIDAD: EVOLUCIÓN, SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS.

1.- Sector de Actividad de la empresa.

1.1 Factores determinantes. Sector de la construcción en España.

De acuerdo con los datos obtenidos de la Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012), en 2012, el porcentaje que supuso el Valor Añadido Bruto generado por el sector de la construcción sobre el PIB a precios de mercado de la economía española fue de 8,34%, 0,9 puntos inferior al porcentaje registrado en 2011. Debido a la desaceleración de actividad experimentada por el sector de la construcción, a lo largo de 2012 ha continuado disminuyendo considerablemente la proporción del PIB que supone el valor añadido bruto de dicha rama productiva. Como se mostraba anteriormente en el apartado de la inversión, el PIB (a precios de mercado) ha disminuido considerablemente reflejando las consecuencias económicas de la crisis financiera, deteriorándose a medida que avanzaba el año.

La parte del PIB que supone el valor añadido bruto generado en el sector de la construcción, en términos medios anuales, pasó del 8,79% en el primer trimestre de 2012 al 8,07% en el último trimestre del año. En cuanto a la producción del sector, se presenta a continuación el índice de producción publicado por el Ministerio de Fomento. En 2012 disminuyó nuevamente la producción del sector de la construcción. El índice de producción se redujo 3 décimas con respecto al valor de 2011. Del análisis mensual se

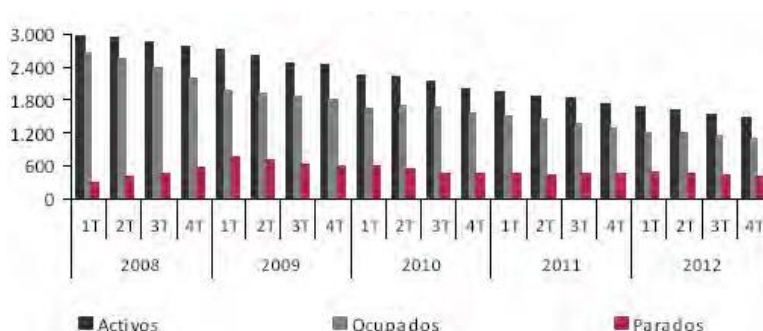
extrae que el índice registró los valores más bajos durante el primer semestre y fue aumentando a lo largo del año.

Por actividades, en edificación el índice se situó en 56,2 puntos, frente a los 53,6 puntos registrados en 2011. En ingeniería civil se anotaron importantes reducciones, reflejando la continuidad en la contracción del gasto público que ha tenido lugar en los últimos ejercicios. La producción englobada en otras actividades, experimentó también una reducción de su producción.

Los ingresos de explotación cayeron nuevamente en 2012. Se destaca la disminución registrada en ingeniería civil, que pasó de 60,9 puntos en 2011 a 50,4 puntos en 2012. En la rama de la edificación el índice pasó de 48,9 a 49,6 puntos.

A continuación, se presentan algunos datos del mercado de trabajo, en concreto, el número de activos, ocupados y parados en el sector de la construcción y el de fabricantes de productos de construcción. Por su parte, el número de ocupados en el sector de la construcción no ha dejado de disminuir. En el primer trimestre del año se registró una reducción interanual del 20,57% y fue reduciendo el ritmo de caída a lo largo del año hasta cerrar el cuarto trimestre de 2012 con una reducción interanual en el número de ocupados en el sector del 15,9%. En términos absolutos, en el año 2012 el número de ocupados en el sector de la construcción se redujo en 203.000 personas.

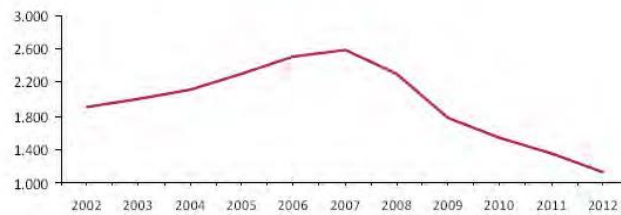
GRÁFICO 1.1. MERCADO DE TRABAJO EN EL SECTOR DE LA CONTRUCCIÓN.



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

La afiliación a la Seguridad Social, en el sector de la construcción, ha continuado en la senda de decrecimiento adoptada en 2007. Además, en el último año, se ha acentuado la tendencia negativa de los años precedentes.

GRÁFICO 1.2. AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL: CONTRUCCIÓN (En miles de personas).

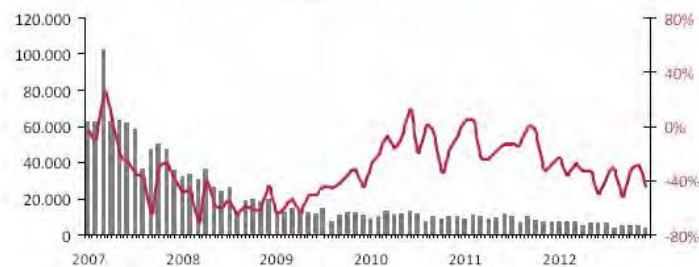


Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

Los datos publicados por el Ministerio de Fomento relativos al número de visados emitidos por el Colegio Oficial de Arquitectos Técnicos, así como en las licencias municipales de obra emitidas por los respectivos ayuntamientos, revelan que la actividad en el sector se mantiene en niveles notablemente bajos.

En 2012 se concedieron un 36,6% de Visados de Dirección de Obra menos que en 2011. El dato acumulado anual de 2011 se concretó en 109.866 visados, mientras que a lo largo de 2012 se visaron 69.656 proyectos de vivienda. De esta forma, se agudiza la tendencia decreciente iniciada hace seis años. En el ámbito de las licencias emitidas por los ayuntamientos, el número de viviendas para el cuál se ha concedido licencia ha experimentado una evolución negativa desde mayo de 2007 con la excepción de los repuntes experimentados en diciembre de 2010 y en enero de 2011, cuando se concedieron 12.474 y 10.310 licencias respectivamente. En 2011, la caída interanual se concretó en una tasa media en torno al 21%. Así, si continúa la tendencia actual en los datos correspondientes a noviembre y diciembre de 2012, que aún no han sido publicados, podrían apuntar a volúmenes mensuales medios de 4.663,6 licencias/mes. El dato acumulado de enero a octubre de 2012 fue de 47.237 licencias emitidas, suponiendo un descenso del 24,38% con respecto al mismo período del año anterior.

GRÁFICO 1.3. VISADOS DE DIRECCIÓN DE OBRA.



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

GRÁFICO 1.4. LICENCIAS DE OBRA MAYOR



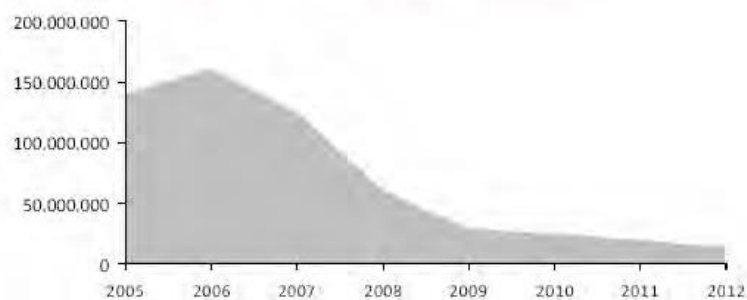
Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

1.2.- Análisis de los Subsectores de Actividad.

1.2.1.- Edificación: El segmento de la edificación tiene un peso muy importante en el sector de la construcción. En 2012 el total de superficie a construir se cifró en 12.524.764 m², lo que supone una disminución interanual del 37,24%. Se ha intensificado el ritmo de caída de la variable en 18,7 puntos, si comparamos esta tasa con la registrada en 2011.

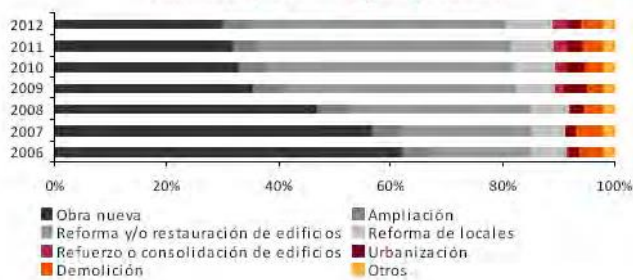
Atendiendo a la tipología de obra visada, la disminución del número de edificios de nueva construcción (7.865 edificios menos que en 2011) ha sido superior a aquellos edificios a reformar, por tanto, la proporción del número de visados de dirección de obra nueva ha disminuido nuevamente a favor de la reforma y/o restauración de edificios.

GRÁFICO 1.5. SUPERFICIE A CONTRUIR EN METROS CUADADOS.



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

GRÁFICO 1.6. VISADOS DE DIRECCIÓN DE OBRA (%)



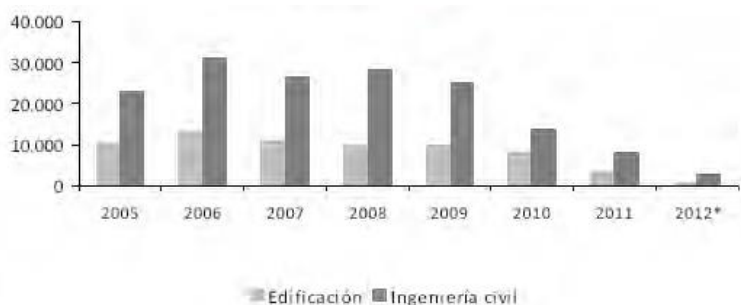
Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

Con respecto a 2011, la comunidad autónoma que mayor descenso de la superficie visada ha experimentado es Cantabria, con una caída del 65,46%. Le siguen la Comunidad de Madrid, Aragón, Navarra y Andalucía con caídas superiores al 40%. Tan solo en Baleares se han registrado aumentos en la superficie visada con respecto al año anterior. Con todo, las comunidades con mayor superficie visada en 2012 son Andalucía (2,24 millones de m²), la Comunidad de Madrid (1,85 millones de m²) y Cataluña (1,27 millones de m²). En un segundo plano, aparecen Castilla y León, la Comunidad Valenciana, el País Vasco y Galicia con una superficie visada alrededor de los 0,85 millones de m². El segmento de mercado más relevante en el mercado de la edificación es el que se dedica a fines residenciales.

1.2.2.- Obra pública: En el presente apartado se estudia la actividad en el subsector de la obra pública a través de la estadística de licitación oficial que lleva a cabo el Ministerio de Fomento. Se emplean tres criterios de clasificación: según el tipo de obra (edificación e ingeniería civil), según el agente contratante (estado, entes territoriales y seguridad social) y según la forma de contratación.

El presupuesto de licitación oficial en el primer semestre de 2012 se ha reducido un 46,85% con respecto al mismo periodo del año anterior, fijándose en 3.657 millones de euros. Por tipo de obra, el segmento de la edificación fue el que sufrió los mayores descensos. El presupuesto de la primera mitad del año fue de 943 millones de euros, registrando un descenso del 54,36% con respecto al primer semestre de 2011. De esta cifra, un 9,22% se destinó a edificación residencial y un 90,78% a edificación no residencial. En cuanto al segmento de ingeniería civil, en el que si bien la tasa de disminución interanual fue menor también experimentó una fuerte contracción del volumen licitado, se invirtieron 2.714 millones de euros en el primer semestre de 2012, un 43,63% menos que el año anterior.

GRÁFICO 1.7. LICITACIÓN POR TIPOLOGÍA DE OBRA.



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

En el ámbito de la ingeniería civil, se distinguen varios campos de actuación. La mayor parte del presupuesto público se destina a infraestructuras ferroviarias y a la construcción de carreteras y vías urbanas. Los saneamientos y el abastecimiento de agua potable también son dos partidas importantes en la licitación pública. Así, el porcentaje que supone el volumen licitado para obras de infraestructura ferroviaria se concretó, en el primer semestre de 2012, en el 55,59%, seguido del 21,94% que representa la licitación de carreteras y vías urbanas.

GRÁFICO 1.8. LICITACIÓN OFICIAL: OBRA CIVIL.



Fuente: Confederación Nacional de la Construcción (Informe sobre la evolución del sector de la Construcción, año 2012)

La variación interanual analizada corresponde con la evolución del primer semestre de 2012 con respecto al mismo periodo del año anterior. Cabe destacar el desplome producido en la mayor parte de las ramas. La rama de la edificación residencial ha disminuido un 80,98% y, en menor medida, la edificación no residencial. Por su parte, las administraciones públicas han licitado en el ámbito de la ingeniería civil un menor volumen en todas las tipologías de obra, salvo en puertos y canales de navegación que aumentó el valor licitado durante el primer semestre del año, con respecto al mismo

periodo del año anterior. El resto de ramas se destacan por los importantes descensos registrados.

CÁPITULO 2.- ANÁLISIS ECONÓMICO- FINANCIERO DE LA EMPRESA.

2.- Análisis Económico- Financiero.

Siguiendo la metodología empleada por (Rojo Ramírez, Alfonso A., 2011), se va a proceder al análisis económico- financiero de la empresa.

2.1- Análisis del balance empresarial.

Para el análisis del balance empresarial, partimos del balance Proforma (Véase Anexo 2, página 54).

Estructura del Activo Proforma.

El *activo fijo* supone un 74,25% del total, siendo la parte más importante de este activo los *activos financieros* que suponen el 42,97%; de los datos obtenidos de la empresa no podemos conocer la situación de amortización de estos activos, si bien de la cuenta de resultados se deduce un porcentaje de amortización del inmovilizado de aproximadamente un 4,74%, en 2012, que se mantiene relativamente estable desde el año 2010. Suponiendo que se mantuviera el coeficiente de amortización resultante en el año 2012, el *activo inmovilizado* pendiente requeriría aproximadamente 7 años para su amortización total.

El *activo circulante* supone un 25,75% del total del activo, que comparativamente con los años anteriores estudiados, baja aproximadamente un 8% desde 2010, encontrando las desviaciones más importantes en los deudores comerciales, que en 2012 bajan aproximadamente un 10% con respecto a 2011.

Como se ha comentado entre las distintas partidas del circulante destaca la de *deudores comerciales* con un 15,82%, las necesidades de capital circulante en base a la partida de clientes por venta a corto plazo arrojan una cifra muy importante (4,1 millones de Euros).

Estructura del Pasivo Proforma.

Con respecto a los *Recursos Propios* suponen un 51,57% del total, siendo la partida más destacada *Beneficios Retenidos (BR)* con un 41,82% en 2012, aumentando con respecto a 2010 casi 6 puntos porcentuales. Podemos destacar que el aumento de *Recursos Propios* que ha aumentado un 15,58% entre los años 2010 y 2012, motivados por el aumento de dotaciones a las reservas voluntarias.

El *pasivo exigible* representa¹ un 48,43% subdividido en *recursos ajenos a largo plazo* con un 24,69% y el pasivo circulante un 23,75%, porcentaje en el que destacan los acreedores comerciales con un 12,56%, en el año 2012 El saldo de estos acreedores comerciales se ha reducido en un 19,38% con respecto al año 2010, por otra parte, las obligaciones financieras a corto plazo destacan con un 8,54% del pasivo circulante viéndose reducidas en un 37,40% en 2012, con respecto a 2010.

Balance proforma a capital invertido.

Con respecto al *Capital Invertido*, en 2012, la empresa, refleja que necesita un volumen de inversión efectiva total (en fijo y en circulante de 21.857.837 € en 2012 y no de 27.777.020 € como figura en el *Activo total*. De esta inversión 19.140.217 € están materializados en *Activos Fijos Netos* y el resto 1.266.325 € están invertidos en el Fondo de Maniobra. Pasando el Capital Invertido de 25.032.585 € en 2010 a 21.857.837 € en 2012, suponiendo una disminución 12,68%.

La inversión está financiada en 2012 por 8.565.505 € que han prestado a la empresa tanto a largo plazo como a corto plazo, y otros 13.292.332 €, que corresponden a los propietarios, unos aportados por capital social (1.934.650 €), otros por beneficios retenidos de (10.780.493 €), y un resultado del ejercicio de (533.998 €), y finalmente *Otros Recursos Propios* (43.190 €).

TABLA 2.1. Datos del balance proforma a capital invertido.¹

	2010	2012	DIFERENCIA
Activo fijo	20.320.704	19.140.217	-5,81%
Capital Circulante explotación	2.783.498	1.266.325	-54,51%
Recursos propios	13.544.142	13.292.332	-1,86%
Recursos ajenos con coste	11.488.444	8.565.505	-25,44%

*Datos en euros.

Fuente: Elaboración propia.

2.2. Análisis de la cuenta de Resultados:

¹ Ver datos en Anexo 3. Página 55.

A continuación se va a realizar un análisis de la cuenta de resultados, destacando los elementos más relevantes. Los datos correspondientes a la cuenta de resultados se pueden observar, en los Anexos 4 y 5, Páginas 55 y 56 respectivamente.

- Evolución de la cifra de negocios: En los años analizados, la empresa no ha quedado al margen de las circunstancias por las que atraviesa la economía española en los últimos años. La empresa ha ido disminuyendo la cifra de negocio pasando de unos 13,5 millones de euros en 2010 a 9 millones en 2012, lo que da lugar a una reducción aproximada del 35%. Esto tiene lugar como consecuencia del recorte de la administración central, autonómica y local en los últimos años, como consecuencia de la crisis en la que está sumergida el país.

A continuación se muestra una tabla con el importe neto de la cifra de negocio así como el resto de ingresos que tiene la empresa.

TABLA 2.2. Evolución de los ingresos de la empresa.

	2010	2011	2012
Importe neto de la cifra de negocio (Afecto a la actividad)	13.580.277,25	11.337.454,62	8.916.053,57
Variación (%)		-16,52%	-21,36%
Otros ingresos (inversiones inmobiliarias)	532.006,10	550.185,85	561.008,55
Variación (%)		+3,42 %	+1,97 %
Ingresos financieros	177.624,78	349.988,38	35.538,32
Variación (%)		+97,03 %	-89,85 %

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

Aproximadamente para el año 2012 los ingresos de explotación suponen el 93%, otros ingresos, correspondientes a inversiones inmobiliarias suponen el 6% y el resto de ingresos, los financieros suponen el 1%

La empresa tiene otros ingresos de explotación correspondientes a arrendamientos operativos. Como arrendador, la sociedad tiene arrendados durante los ejercicios analizados, inmuebles, terrenos y bienes naturales, los cuales figuran en la contabilidad por un valor cercano a 4 millones de euros

Con los datos más relevantes, vistos anteriormente, se va a realizar un análisis de la cuenta de resultados de la empresa, en el que se va a analizar los ingresos y gastos de la actividad empresarial.

El *Importe neto de la cifra de negocios*, -como se ha comentado anteriormente- en el año 2012 asciende a 8.916.053,57 euros con un descenso del 21,35% con respecto al año 2011.

Podemos observar, como una de las partidas más importantes de gastos, los *Aprovisionamientos* que suponen el 64,97% de la cifra de negocios destacando la partida de *Consumo de materias primas y otros materiales consumibles* la cual supone 3,14 millones de euros. Observamos que en el año 2011 el total de *aprovisionamientos* descendió con respecto al año anterior un 21,64% aproximadamente y en el 2012 descendió igualmente un 6,96% aproximadamente.

Otra partida de gastos importante es *Otros gastos de explotación* que supone el 6,29% de la cifra de ventas del año 2012, que incluye la partida de 977.106,75 euros en concepto de *Servicios Exteriores*. En los años anteriores se ha mantenido en el intervalo entre el 11 y 14,6%

La *Amortización del activo inmovilizado* supone un gasto de 4,74 % de la cifra de ventas en 2012, lo que supone aproximadamente 420.000 euros, disminuyendo 142.000 euros con respecto a 2011.

La siguiente partida importante corresponde a *Gastos de personal* que supone el 14,2% con respecto a la cifra de ventas de 2012. La disminución anual viene siendo de un 1,15% aproximadamente.

La última partida importante de gastos sería los *Impuestos sobre beneficios*, que suponen un 0,8% con respecto a la cifra de ventas en el año 2012. El tipo impositivo que soporta esta Sociedad a lo largo de los años estudiados es aproximadamente del 30%, excepto en el año 2012 que tributó al 11,77% aproximadamente, ya que puede deberse a alguna deducción que pudiera tener la empresa.

Podemos destacar que en la empresa se aumentan los beneficios netos con respecto al año anterior en un 146,03% (con actividades afectas y no a la actividad principal de la empresa), pero con respecto a 2010 los beneficios bajan casi un 19%; es por la actividad que la empresa tiene en inversiones inmobiliarias por la cual la empresa aumenta los beneficios y no entra en pérdidas, ya que si no tuviera esas inversiones en inmobiliarias

y como consecuencia los respectivos ingresos por alquiler, la empresas tendría que ajustar su actividad para no entrar en pérdidas.

TABLA 2.3. Evolución de del beneficio neto global de la empresa

	2010	2011	2012
Beneficio Neto	657.164,16	217.042,23	533.998,01
Variación %		-66,97%	+146,03%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

TABLA 2.4. Resumen Cuenta de Resultados.²

	2010	2012	Diferencia
Importe neto de la cifra de negocio (afecto a la actividad)	13.580.277,25	8.916.053,67	-34,35%
Otros ingresos (inversiones inmobiliarias)	532.006,10	561.008,55	+5,45%
Ingresos financieros	177.624,78	35.538,32	-79,99%
Aprovisionamientos	7.945.194,72	5.792.328,83	-27,10%
Personal	1.985.514,52	1.267.683,12	-36,15%
Otros gastos explotación	1.258.023,23	882.587,36	-29,85%
Rdo. ejercicio	657.164,16	533.998,01	-18,74%

*Datos en miles de euros.

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

2.3. Análisis de ratios. Análisis de la Rentabilidad, WACC y Solvencia.

2.3.1. Análisis de la Rentabilidad. Rentabilidad económica: Es la capacidad de la empresa para generar rentas económicas capaces de remunerar a propietarios y prestamistas conservando el capital económico de la misma.

$$ROI = \frac{BE}{AT}$$

(Ecuación 2.1. ROI/ROA)

TABL³A 2.5. Rentabilidad económica.³

	2010	2011	2012
ROI (ROA)	7,34%	6,41%	5,09%

Como podemos observar en la tabla anterior, la Rentabilidad económica de la empresa, ha ido descendiendo desde el 7,34% en 2010, al 5,09% del año 2012.

$$ROI_{AT} = m \times r = \frac{BE}{CNN} \times \frac{CNN}{AT}$$

(Ecuación 3.2. ROI)

² Ver Cuenta de Resultados en Anexo 5, Página 57

	2011	2010	2009
Margen (m)	16,40%	15,26%	14,72%
Rotación (r)	0,44	0,42	0,35
ROI (ROA)	7,34%	6,41%	5,09%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

Siendo:

- BE: Beneficio económico
- AT: Activo total de cada periodo.
- M: Margen. Mide lo que queda al propietario-inversor por cada unidad monetaria vendida.
- R: Rotación. Número de veces que se puede recuperar la inversión con la cifra neta de negocio del ejercicio.
- ROI/ROA: Rentabilidad económica antes de impuestos.

En la tabla anterior, se puede observar como el margen y la rotación en los años estudiados va descendiendo, lo que provoca que la empresa tiene una rotación menor (tarda más en vender) y un margen menor, pasando del 16,40% en 2010 al 14,72% en 2012, aproximadamente un 2% menos.

2.3.2. Análisis de la Rentabilidad. Rentabilidad financiera: Capacidad de la empresa para generar rentas financieras que remuneren a los propietarios- inversores. Siendo:

- REjercicio: Resultado del Ejercicio
- RP: Recursos propios.

$$ROE_{dT} = \frac{R. Ejercicio}{RP}$$

(Ecuación 2.3. ROE)

TABLA 2.6. Rentabilidad financiera.

	2010	2011	2012
ROE_{dT}	4,85%	1,59%	4,02%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables

En la tabla anterior, podemos observar la evolución de la Rentabilidad Financiera de la empresa, pasando del 4,85% en 2010 hasta el 4,02% de 2012. En el año 2011 se da el

⁴Calculado con datos de Balance y Cuenta de Resultados Proforma. Ver Cuenta de Resultados Proforma, Anexo 6, Página 59.

dato más bajo, como consecuencia de la disminución de los beneficios de la empresa en ese ejercicio.

2.3.3.- Estimación del coste medio ponderado de capital:

Coste de la deuda antes de impuestos:

$$Kd = \frac{GF}{RA_c}$$

(Ecuación 2.4. Coste de la deuda antes de impuestos.)

TABLA 2.7. Coste de la deuda antes de impuestos.

	2010	2011	2012
<i>Kd</i>	2,13%	3,61%	4,06%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

Podemos observar como el coste de la deuda va aumentando desde el 2,13% de 2010, hasta el 4,06% del año 2012, prácticamente duplicándose en 3 años.

Coste de la deuda después de impuestos (ROD_{dT}): Donde:

- GF: Gastos financieros.
- T_e : Impuesto de sociedades.

$$ROD_{dT} (Kd_{dT}) = \frac{GF \times (1 - t_e)}{RA_c}$$

(Ecuación 2.5. Coste de la deuda después de impuestos)

TABLA 2.8. Coste de la deuda después de impuestos.⁵

	2010	2011	2012
<i>Kd_{dT}</i>	1,49%	2,53%	3,58%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

En la tabla anterior observamos como el coste de la deuda ha ido aumentando entre el año 2010 y año 2012, pasando de un 1,49% a un 3,58%.

La rentabilidad económica de la empresa y el coste de capital (Ko-WACC), una de las cuestiones más relevantes del estudio de las ROIC es su comparación con el coste de capital (ko), debemos preguntarnos continuamente hasta qué punto es interesante y viable el proyecto de inversión. Esta pregunta queda resuelta en la medida que el gestor

⁵ Calculado con datos de Balance a capital invertido y Cuenta de resultados Proforma. Ver Anexo 3 (Página 54) y 6 (Página 58) Respectivamente.

compruebe que la ROIC que obtiene la empresa sea superior al K_o . Para poder evaluar la bondad de la inversión, se precisa conocer la estimación del CMPC (k_o):

$$K = k_e \times \frac{RP}{RP + RAc} + k_d (1 - t) \times \frac{RAc}{RP + RAc}$$

(Ecuación 2.6. Coste medio ponderado de Capital.)

Fuente: (Rojo, 2011)

Estimar k_o requiere conocer tres variables clave:

1. El coste de los recursos propios (k_e).
2. El coste de los recursos ajenos (k_d), neto del efecto impositivo.
3. El nivel de apalancamiento financiero o apalancamiento (e).

Conocemos y hemos calculado el coste de los recursos ajenos (k_d) y el nivel de endeudamiento de apalancamiento financiero, pero “¿Cómo sabemos cuál es la rentabilidad que están dispuesto a exigir los propietarios-inversores?”. Indudablemente no lo sabemos, ya que cada inversor propietario tiene su preferencia de utilidad y riesgo. Vista a si las cosas, un inversor racional nunca estará dispuesto a recibir una rentabilidad inferior a otra inversión que no tenga riesgo”. (Rojo 2011, p.147).

Si denotamos por i la Tasa Libre de Riesgo, la rentabilidad que exigirá el inversor será:

$$R = \text{Tasa libre de riesgo } (i) + \text{Prima de riesgo } (p).$$

Conocido k_d para el año 2012:

$$k_d = \frac{GF}{RA}$$

(Ecuación 2.7. Coste de la deuda después de impuestos)

Siendo:

- GF: Gastos financieros.
- RA: Recursos Ajenos.

$ROI > ki \Rightarrow 5,09\% > 3,58\%$. Al año 2012 la rentabilidad es superior al coste de la financiación ajena.

TABLA 2.9. Coste de la deuda después de impuestos.

	2010	2011	2012
<i>ROI(ROA)</i> antes de impuestos	7,34%	6,41%	5,09%
<i>kd</i>	1,49%	2,53%	3,58%
Diferencia	5,85%	3,88%	1,51%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

Observamos que, si bien este diferencial de rentabilidad ha empeorado considerablemente desde 2010 a 2012, dándose del dato más bajo en 2012 con un 1,51%. Por tanto ganar un 1,51% sobre una inversión de riesgo no parece muy ilusionante y los propietarios-inversores podrían ganar más con otras inversiones alternativas, si bien cada inversor tiene una apreciación subjetiva propia de los procesos de inversión. Un inversor prudente o adverso al riesgo, invertirá en deuda de un estado solvente, ya que éste devolverá (en circunstancias normales), el préstamo recibido del inversor y pagará sus intereses.

“La tasa libre de riesgo en el caso español puede ser el interés de la deuda pública española. El tipo de interés libre de riesgo varía en función de diversas circunstancias macroeconómicas, políticas y sociales, por lo que no existe un único tipo de interés.” (Rojo 2011, p.148).

Por tanto en nuestro caso vamos a considerar, como prima de riesgo, el interés de la deuda pública española, considerando el mismo en un 4%. Por tanto $Ke = Kd + p$.

$$k_e (2012) = 3,58\% + 4\% = 7,58\%$$

Ahora podemos calcular k_0 en 2012. Donde:

- RP: Recursos propios.
- RAc: Recursos ajenos con coste (Deuda)
- K= Coste medio ponderado de capital.

$$K(WACC)(2012) = k_e \times \frac{RP}{RP + RAc} + k'_d(1 - t) \times \frac{RAc}{RP + RAc} = \mathbf{5,846\%}$$

(Ecuación 2.8. Coste medio ponderado de Capital)

Fuente: Balance Proforma a capital invertido.

Primero se va a realizar una comparación del ROI sólo con el coste de los recursos propios, obteniendo las siguientes circunstancias:

$ROI < ke \Rightarrow 5,09\% < 7,58\%$. En el año 2012 la rentabilidad económica es inferior a la rentabilidad exigida por los propietarios- inversores.

Desde este punto de vista la inversión no se está cumpliendo las expectativas de rentabilidad del inversor.

$ROE_{dT} < k_e \Rightarrow 4,02 \% < 7,58\%$. En el año 2012 la rentabilidad financiera es inferior a la rentabilidad exigida por los propietarios- inversores.

Desde este punto de vista la inversión está cumpliendo las expectativas de rentabilidad del inversor.

Como podemos observar, la consideración por parte del inversor de una prima de riesgo del 4%, incumpliría la condición de viabilidad económica de la inversión.

Finalmente se va a realizar una comparación del ROI con el coste medio ponderado de capital de la empresa (k), obteniendo las siguientes circunstancias:

$ROI < k \Rightarrow 5,09\% < 5,846\%$. En el año 2012 la rentabilidad económica es inferior a la rentabilidad del coste medio ponderado de capital (WACC).

$$k_d < k < k_e = 3,58\% < 5,846\% < 7,58\%$$

2.3.4. Análisis de la Solvencia y del ciclo operativo de la empresa:

Solvencia a corto plazo: A partir de los siguientes ratios, podemos calcular la solvencia de la empresa a largo plazo.

$$L_1 = \frac{AC}{PC} \quad L_2 = \frac{AC - EXISTENCIAS}{PC} \quad L_3 = \frac{DISPONIBLE}{PC}$$

(Ecuación 2.9. Ratios de Solvencia.)

Siendo:

- AC: Activo corriente, y PC: Pasivo corriente.

TABLA 2.10. Solvencia a corto plazo. ⁶

	2010	2011	2012
Liquidez o solvencia general (l_1)	0,86	1,10	0,85
Test ácido (l_2)	0,85	1,10	0,84
Liquidez inmediata (l_3)	0,20	0,07	0,13

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

- Primero medimos la liquidez, que es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo, una vez llegado el vencimiento de la deuda. Podemos observar que la liquidez permanece constante a lo largo de

⁶ Calculado con datos de Balance Proforma. Ver Anexo 2, Página 54

los años estudiados, del 0,86 como se muestra en 2010, hasta el 0,85 de 2012, solo mejorando en 2011, que fue de 1,10, y quiere decir que por cada euro que tiene que pagar a corto plazo solo dispone de 0,85 € en 2012, por lo que habría problemas de liquidez a corto plazo, según este indicador.

- Posteriormente observamos el test ácido, que es un ratio que trata de tomar en consideración solo las partidas de Activo Corriente que se convertirán en el corto plazo en disponible. Observamos que el test ácido, como no podía ser de otra forma, empeora el ratio de liquidez.
- Por último observamos la liquidez inmediata que se caracteriza por el conjunto de recursos financieros de que dispone o puede disponer la empresa de forma inmediata y sin coste para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo. Observamos en los datos de la empresa ha pasado de 0,20 en 2010 a 0,13 en 2011. Este ratio quiere decir que por cada euro que tiene que pagar a corto plazo la empresa solo dispone de 0,13 euros en 2012.

Solvencia a largo plazo: se mide con el coeficiente de endeudamiento (e), que refleja la estructura financiera adoptada por la empresa para hacer frente a sus políticas de inversión. Refleja el cociente entre recursos ajenos (RA) y recursos propios (RP), -del balance proforma a capital invertido-. Podemos observar en la empresa que el endeudamiento (e) ha ido disminuyendo a lo largo del horizonte estudiado, pasando del 0,85 en 2010 al 0,64 en 2012.

$$e = \frac{RA_C}{RP}$$

(Ecuación 2.10. Ratios de Solvencia.)

TABLA 3.11. Solvencia a largo plazo.⁷

	2010	2011	2012
Endeudamiento (e)	0,85	0,64	0,64

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

Siendo:

- RA_C: Recursos ajenos con coste, y RP: Recursos propios.

Periodos medio de maduración económico:

⁷ Calculado con datos de Balance Proforma, a capital invertido. Ver Anexo 3, Página 55

Periodo de maduración económico (PMMe): Se refiere a la inversión que tiene que soportar la empresa desde que comienza a invertir en la actividad productiva, mediante la compra de los factores de producción, hasta el momento en que finaliza el producto, lo vende y cobra.

- Periodo medio de aprovisionamiento (PMA): Número de días que por término medio están almacenadas las materias primas en la empresa. Siendo:
 - MP= Materias primas (existencias) del año estudiado.

$$PMA = 360 \times \frac{\frac{MP_{t-1} + MP_t}{2}}{\text{Aprovisionamientos}}$$

(Ecuación 2.11. Periodo medio de aprovisionamiento)

TABLA 2.12. Periodo medio de aprovisionamiento.

	2010-2011	2011-2012
Periodo medio de aprovisionamiento (PMA)	0,89	1,79

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

- Periodo medio de Cobro a clientes (PMci): Número de días que por término medio se tarda en cobrar a los clientes.

Donde:

- DCm: Deudores comerciales; y CNN: Cifra neta de negocios.

$$PM_{CI} = 360 \times \frac{\frac{DC_{m,t-1} + DC_{m,t}}{2}}{CNN_t}$$

(Ecuación 2.12. Periodo medio de cobro.)

TABLA 2.13. Periodo medio de cobro a clientes.⁸

	2010-2011	2011-2012
Periodo medio de cobro a clientes (PMci)	206,98	223,37

Fuente: Elaboración propia en base a los datos contables.

$$PMM_E (\text{Año } 2011 - 2012) = PMA + PM_{CI} = 1,79 + 223,37 = 225,16 \text{ días}$$

⁸ Calculado con datos de Balance Proforma, a capital invertido. Ver Anexo 3, Página 55

Inversión que tienen que soportar la empresa desde que comienza a invertir en la actividad productiva, mediante la compra de factores en la producción, hasta el momento en que finaliza el producto, lo vende y lo cobra.

Periodo medio de maduración Financiero:

Periodo medio de maduración financiero (PMMf): Se puede tomar en consideración la circunstancia de que los proveedores nos financian las compras, lo que da lugar a un acortamiento de la inversión por financiación espontánea de los proveedores.

- Periodo medio de pago a proveedores: Es el número de días que por término medio se tarda en pagar a proveedores. Siendo: AC_m: Acreedores comerciales.

$$PM_{Pr} = 360 \times \frac{\frac{AC_{m,t-1} + AC_{m,t}}{2}}{Aprovisiomanientos_t}$$

(Ecuación 2.13. Periodo medio de pago.)

TABLA 2.14. Periodo medio de pago.

	2010-2011	2011-2012
Periodo medio de pago a proveedores (PMp)	252,97	225,54

Fuente: Capital Circulante del Balance Proforma, apartado Acreedores comerciales.

$$PMM_F(\text{Año } 2011 - 2012) = PMM_E - PM_{Pr} = 225,16 - 225,54 = -0,38 \text{ días}$$

Toma en consideración la circunstancia de que los *proveedores* nos financian las compras, lo que da lugar a un acortamiento de la inversión por financiación espontánea de estos.

CAPÍTULO 3.- VALORACIÓN DE LA EMPRESA.

3.- Valoración de la empresa

3.1. Introducción: objetivo general de la valoración de empresas.

Como punto de partida para la valoración de la empresa estudiada, se va a dar la definición y características de la Valoración de Empresas.

Se puede definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser

valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, implicando numerosas dificultades técnicas. Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio. El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores.

En el presente informe la valoración de la empresa estudiada se va a realizar a través del método de descuento de flujos de caja. Algunas de las ventajas e inconvenientes que presenta el método de descuento de flujos, son los siguientes:

Ventajas de la valoración de empresas:

- Calcula el valor de la empresa, basándose en su potencial de generación de recursos (flujos de tesorería), tomando en consideración las inversiones efectuadas para la obtención de los mismos,
- Tiene en cuenta los principios fundamentales de la valoración financiera (binomio rentabilidad-riesgo, y valor del dinero en el tiempo).
- Facilita la valoración de unidades de negocio dentro de la empresa.
- Se basa en el concepto de flujo de tesorería, evitando la subjetividad del concepto beneficio.

Inconvenientes:

- La estimación de los flujos de tesorería futuros.
- La determinación del tipo de descuento aplicable.
- La estimación del valor residual.
- La hipótesis de reinversión de los flujos netos de caja.

Siguiendo algunos autores como (Arroyo y Prat, 2003) y (Martínez Abascal, Eduardo, 2006, capítulo 10), podemos clasificar de la siguiente manera, los diferentes métodos de Valoración de Empresas.

Figura 1.1. Métodos de valoración de empresas.

MÉTODOS			
SIMPLES	PATRIMONIALES (Estáticos)	Valor teórico contable (simple) Valor teórico contable (ajustado) Valor de liquidación. Valor de reposición.	Valoraciones en términos Absolutos (en Unidades Monetarias)
	FINANCIEROS (Dinámicos)	Descuento de dividendos Descuento beneficios Descuento de flujos de tesorería	
COMPUESTOS	Valor contable + Fondo de Comercio (Good will)		
RATIOS BURSÁTILES	Price Earning ratio (PER) Price cash-flow ratio (PCFR) Precio valor contable (P/VC) Rentabilidad por dividendos. Ratio EV/EBITDA Múltiplo de ventas		Valoraciones en términos relativos (en %)
OTROS MÉTODOS	Métodos basados en la creación de valor		Valor creado

Fuente: Elaboración Propia.

Existe una abundante literatura sobre la valoración de empresas por descuento de flujos, Fernández (2000) expone un resumen de los principales trabajos teórico-empíricos que han contribuido al desarrollo y consolidación de este método de valoración. A continuación exponemos un resumen de las principales aportaciones:

Breve reseña de los artículos más relevantes:

- Godon y E. Sapiro (1956), mostraron que el valor actual neto de un flujo, que crece a una tasa (g) y se descuenta a una tasa (K).
- Modigliani y Miler (1959-1961-1963), estudiaron el efecto del apalancamiento en el valor de la empresa. Publicaron las proposiciones, que siguen siendo actualmente el punto de partida y de referencia en cualquier trabajo de finanzas de la empresa.
- Myers (1974), el valor de la empresa apalancada es igual al valor de la empresa sin deuda, más el valor actual del ahorro de impuestos debido al pago de intereses.
- Arditti y Levy (1977), ellos siguieron calculando el valor de la empresa descontando el Flujo disponible para las acciones más el flujo para la deuda.
- Miller (1979), introduce impuestos personales e impuestos de la empresa.

- Miller y Sholes (1978), muestran que, si la tasa del impuesto sobre la renta es mayor que la tasa sobre plusvalías, muchos inversores no pagaran más que tasa sobre plusvalías aplicada a los dividendos. Concluyen que los inversores serán indiferentes entre cobrar dividendos o realizar plusvalías si la empresa recompra acciones. Según Miller y Sholes, el valor de la empresa no dependerá de la política de dividendos ni en presencia de impuestos personales y sobre beneficios.
- DeAngelo y Masulis (1980), consideran que la tasa marginal de impuestos es diferente para diferentes empresas, predicen que las empresas utilizaran menos deuda cuanto más posibilidad tengan de reducir el pago de impuestos por otros medios como, amortización, desgravación por inversiones...
- Chambers, Harris y Pringle (1982), comparan varios métodos de valorar empresas por descuento de flujo: actualizar el flujo disponible para el accionista a la tasa de rentabilidad; actualizar el Flujo de caja libre al coste medio ponderado de capital y actualizar el flujo disponible para el accionista más el flujo para la deuda al coste medio ponderado de capital antes de impuestos.
- Harris y Pringle (1985), proponen que el valor actual del ahorro de impuestos debido al pago de intereses, se debe calcular descontando el ahorro de impuestos debido a la deuda.

3.2. Valoración de las actividades de la empresa.

Partimos de los datos de la cuenta de resultados simplificada del año 2012, desagregados en las diferentes actividades a las que se dedica la empresa estudiada (Actividad principal, dedicada a la construcción; inversiones inmobiliarias e inversiones financieras).⁹

Como anteriormente se explicó en el trabajo, la actividad principal, en el año 2012 (referencia para realizar todas las previsiones futuras) representa el 93% de los ingresos totales de la empresa, las inversiones inmobiliarias y las inversiones financieras representan en ese año el 6 y 1% respectivamente.

⁹ Ver Cuenta de Resultados desagregada por actividades, más adelante en la valoración de cada apartado y Anexo 7, página 60

A la hora de obtener el valor de las actividades de la empresa, podemos optar por:

- El Valor contable o valor en libros es el importe neto por el que un activo o un pasivo se encuentra registrado en el balance una vez deducida, en el caso de los activos, su amortización acumulada y cualquier corrección valorativa por deterioro acumulada que se haya registrado. Es decir, es el valor por el que un activo o un pasivo figura registrado en los libros de contabilidad.
- Valor Económico-Financiero, a través del descuento de flujos de caja. Calcula el valor de la empresa, basándose en su potencial de generación de recursos (flujos de tesorería), tomando en consideración las inversiones efectuadas para la obtención de los mismos. Tiene en cuenta los principios fundamentales de la valoración financiera (binomio rentabilidad-riesgo, y valor del dinero en el tiempo). Facilita la valoración de unidades de negocio dentro de la empresa. Se basa en el concepto de flujo de tesorería, evitando la subjetividad del concepto beneficio.
- Valor de tasación: Las tasaciones inmobiliarias las podemos definir como un informe o documento destinado a determinar el valor de los inmuebles en el mercado en relación con la oferta y la demanda en determinado momento.

A continuación se muestran los datos relevantes obtenidos del Balance y de la Cuenta de Resultados para el cálculo de los Ratios de Eficiencia operativa del año 2012, y de las necesidades operativas de fondos (NOF) de la Actividad Principal (Construcción).

TABLA 3.1. Datos relevantes para la posterior valoración- año 2012

AÑO 2012	Actividad Principal (93%)	Inversiones Inmobiliarias (6%)	Inversiones Financieras (1%)
Existencias	47.089,85 €	--	--
Clientes	4.152.521,29 €	104.909,00€	1050,00 €
Proveedores	3.040.918,75 €	64756,84 €	10.792,81 €
Tesorería	744.002,86 €	48000,18 €	8000,03 €
Aprovisionamientos	5.792.238,83 €	--	--

Fuente: Elaboración propia

3.2.1- Valoración. Actividad principal (construcción).

PASO 1. Análisis de la cuenta de resultados (análisis vertical): Como paso previo para la realización de la valoración de las actividades de la empresa, se realizará un análisis

vertical de la cuenta de resultados del año 2012, correspondiente a la actividad principal de la empresa (dedicada a la construcción).

TABLA 3.2. Cuenta de resultados de la actividad principal - año 2012 (93%)

	Actividad Principal (93%)	2012
Ingresos por ventas	8.916.053,67 €	100,00%
Aprovisionamientos	- 5.792.328,83 €	-64,97%
Coste fijos	- 1.178.945,30 €	-13,22%
Otros costes generales	- 820.806,24 €	-9,21%
Otros ingresos (imputación de Sub. + deterioro por enajenación+ otros resultados)	304.226,39 €	3,41%
EBITDA	1.428.199,69 €	16,02%
Amortizaciones	- 374.526,67 €	-4,20%
BE	1.053.673,02 €	11,82%
Ingresos financieros	32.023,91 €	0,36%
Gastos financieros	- 122.135,24 €	-1,37%
Otros gastos por enajenaciones de instrumentos financieros	- 485.711,43 €	-5,45%
BAI	477.850,26 €	5,36%
Impuesto s/ Beneficio	- 41.514,96 €	-0,47%
BN	436.335,30 €	4,89%

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la tabla, la partida más importante es la correspondiente a los aprovisionamientos que representan el 65 % de los ingresos. Otra partida de las importantes es la correspondiente a los gastos de personal principalmente representa el 13,22% de los ingresos del año 2012.

Por último se destaca que el impuesto sobre sociedades del año 2012 se situó en el 11,77% debido a las posibles deducciones de las que se haya podido beneficiar la empresa en el año estudiado (datos obtenidos de la cuenta de resultados general).

PASO 2. Análisis de ratios. Ratios de eficiencia operativa: En este paso, se pretende hacer un análisis de los ratios de eficiencia operativa necesarios para el cálculo de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). Los ratios calculados se muestran a continuación.

Días Inventario. Muestra el número de días que las existencias permanecen en almacén. Se calcula como el cociente de las existencias del año estudiado (en este caso 2012) con los aprovisionamientos de ese mismo año, multiplicado por 360:

$$DÍAS INVENTARIO = \left(\frac{EXISTENCIAS 2012}{APROVISIONAMIENTOS 2012} \right) * 360$$

(Ecuación 3.1. Días inventario.)

$$DÍAS INVENTARIO = \left(\frac{47089,85}{5792328,83} \right) * 360 = 2,93 \text{ días}$$

2,93 días es el número de días que las existencias permanecen el almacén.

Periodo de cobro. Calcula el número de días que tardan por término medio, el cobro a los clientes de la empresa. Se calcula como el cociente de la partida, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (del año 2012) entre las ventas totales, multiplicado por 360.

$$PERÍODO DE COBRO = \left(\frac{DEUDORES COMERCIALES AÑO 2012}{VENTAS AÑO 2012} \right) * 360$$

(Ecuación 3.2. Periodo de cobro a clientes.)

$$PERÍODO DE COBRO = \left(\frac{4152521,29}{8916053,67} \right) * 360 = 167,66 \text{ Días}$$

167,66 días es el tiempo desde que la empresa vende y cobra a los clientes.

Periodo de pago. Muestra el número de días que la empresa tarda en pagar, por término medio a sus proveedores. Se calcula como el cociente entre los proveedores (del año 2012) con los aprovisionamientos de ese mismo año.

$$PERIODO DE PAGO = \left(\frac{ACREEDORES COMERCIALES AÑO 2012}{APROVISIONAMIENTOS AÑO 2012} \right) * 360$$

(Ecuación 3.3. Periodo de pago.)

$$PERIODO DE PAGO = \left(\frac{3040918,75}{5792328,83} \right) * 360 = 189,00 \text{ Días}$$

189 Días es el tiempo que por término medio, tarda en pagar a proveedores.

TABLA 3.3. Ratios de eficiencia operativa (2012).

Ratios de eficiencia	AÑO 2012
Días inventario	2,93 días
Periodo de Cobro a clientes	167,66 días
Periodo de Pago a Proveedores	189,00 días

Fuente: Elaboración propia

PASO 3. Hipótesis de la Cuenta de Resultados. Periodo coyuntural 2013-2017: En este apartado se hace una previsión de cómo puede evolucionar la cuenta de resultados del

periodo de estudio (2013-2017) con objeto de realizar la cuenta de resultados estimada. Según el entorno económico en el que se mueve la empresa (sector de la construcción y obra pública prácticamente estancado, sin incrementos de ventas), se prevé para la empresa un decrecimiento del 1% en 2013, pudiendo crecer las ventas en 2015, 2016 y 2017, hasta un 7% en 2017, como consecuencia de las mejoras de las perspectivas económicas del país.

TABLA 3.4. Hipótesis de evolución de la cuenta de resultados, de la actividad principal en el periodo coyuntural (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas próximos años	-1,00%	2,00%	2,50%	3,50%	7,00%
Aprovisionamientos	-59,45%	-59,45%	-59,45%	-59,45%	-59,45%
Coste fijos	1,00%	1,50%	1,00%	2,50%	6,50%
Otros costes generales	1,00%	1,00%	0,00%	0,00%	1,00%
Amortización (%)	-15,92%	-15,92%	-15,92%	-15,92%	-15,92%
Otros ingresos (imput. Sub. + deterioro por enajenación)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Fuente: Elaboración propia

TABLA 3.5. Amortización del inmovilizado de la empresa.

Concepto	AÑOS	%	MEDIA (%)
Construcciones	25-50	2-4	3
Maquinaria	4-8	12-24	18
Instalaciones	6-8	12-15	13,5
Mobiliario	7-10	10-15	12,5
Equipos para procesos De Información	4	25	25
Elementos de transporte	4-7	15-32	23,5
		MEDIA	15,92%

*Datos obtenidos de la memoria de la empresa. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia, en base a la memoria de la empresa.

En la tabla anterior, se muestra los porcentajes de Amortización de cada concepto obtenidos de la memoria de la empresa en el año 2012.

La media que podemos aplicar a la cuenta de resultados en el periodo coyuntural es del 15,92%, ya que en la memoria se dice: “se calcula la amortización aplicando el método lineal, sobre el coste de adquisición de cada activo minorado por su valor residual, entendiéndose que los terrenos sobre los que se asientan los edificios y otras construcciones tienen una vida útil indefinida, y que por tanto, no se amortizan”. De la memoria no se puede deducir el coste de adquisición de cada elemento, la fecha de

compra o el valor residual de cada elemento, por lo que se ha decidió aplicar la media de todos los elementos reflejados en la memoria, dando el valor indicado anteriormente, para poder realizar la cuenta de resultados en el periodo coyuntural (2013-2017), de la manera más correcta.

Para el porcentaje de Aprovisionamientos sobre ventas, se ha realizado la media de los años disponibles, es decir, 2010, 2011 y 2012, de los que se ha obtenido un valor de aprovisionamientos sobre ventas del 59,45 %.

TABLA 3.6. Porcentaje de aprovisionamiento medio.

	2010	2011	2012
Ingresos por ventas	13.580.277,25	11.337.454,62	8.916.053,67
Aprovisionamientos	7.945.194,72	6.225.684,02	5.792.328,83
$\% = \frac{\text{APROVISIONAMIENTOS}}{\text{INGRESOS POR VENTAS}}$	58,50%	54,91%	64,96%

Media: 59,45%. Valor que se va a utilizar para realizar la estimación de los aprovisionamientos en el periodo coyuntural.

Fuente: Elaboración propia

PASO 4. Cuenta de resultados estimada (periodo coyuntural 2013-2017). En la siguiente se muestra la evolución, estimada, de los ingresos y gastos que podría tener la empresa en la actividad principal, la de construcción.

TABLA 3.7. Cuenta de resultados estimada (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos por ventas	8.826.893,13 €	9.003.431,00 €	9.228.516,77 €	9.551.514,86 €	10.220.120,90 €
Aprovisionamientos	- 5.247.587,97 €	- 5.352.539,73 €	- 5.486.353,22 €	- 5.678.375,58 €	- 6.075.861,87 €
Coste fijos	- 1.190.734,75 €	- 1.208.595,77 €	- 1.220.681,73 €	- 1.251.198,78 €	- 1.332.526,70 €
Otros costes generales	- 829.014,30 €	- 837.304,45 €	- 837.304,45 €	- 837.304,45 €	-845.677,49 €
Otros ingresos	307.268,65 €	310.341,34 €	313.444,75 €	316.579,20 €	319.744,99 €
EBITDA	1.866.824,76 €	1.604.991,05 €	1.684.177,37 €	1.784.636,05 €	1.966.054,84 €
Amortizaciones	- 314.902,02 €	- 264.769,62 €	- 222.618,30 €	- 187.177,47 €	- 157.378,81 €
BE	1.551.922,74 €	1.340.221,43 €	1.461.559,08 €	1.597.458,59 €	1.808.676,03 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 5. Estimación de las necesidades operativas de fondos (NOF). Periodo coyuntural 2013-2017. Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa. Para el desarrollo de sus operaciones habituales la empresa debe financiar su activo circulante. El propio proceso productivo

(o de explotación) genera automáticamente financiación a través, básicamente, de proveedores.

TABLA 3.8. Actividad principal y ratios de eficiencia operativa (2013-2017).

Año 2012	Existencias	Clientes	Proveedores
Actividad principal (cantidades)	47.089,85 €	4.152.521,29 €	3.040.918,75 €
	Días inventario	Periodo de Cobro	Periodo de Pago
Ratios de eficiencia operativa Año 2012 (días)	2,93	167,66	189,00

Fuente: Elaboración propia

Con los datos anteriores empezamos a estimar los conceptos de la tabla siguiente, para poder calcular las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) del periodo coyuntural.

$$INVENTARIO = \frac{(Días inventario * Aprovisionamiento)}{360}$$

$$CLIENTES = \frac{(Periodo de Cobro * Ventas)}{360}$$

(Ecuación 3.4. Inventario y clientes)

TESORERÍA: Correspondiente al año 2012 (de la actividad principal) y suponemos que se mantiene constante a lo largo del estudio, es decir, a lo largo del periodo coyuntural (2013-2017).

$$NECESIDADES DE ACTIVO CIRCULANTE (NAC) = Existencias + Clientes + Tesorería$$

$$PASIVO CORRIENTE = \frac{(Periodo de Pago * Aprovisionamientos)}{360}$$

(Ecuación 3.5. Pasivo corriente.)

$$NOF = Existencias + Clientes - Proveedores$$

TABLA 3.9. Estimación de las NOF (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
INVENTARIO	42.661,27 €	43.514,50 €	44.602,36 €	46.163,45 €	49.394,89 €
CLIENTES	4.110.996,08 €	4.193.216,00 €	4.298.046,40 €	4.448.478,02 €	4.759.871,48 €
TESORERÍA	744.002,87 €	744.002,87 €	744.002,87 €	744.002,87 €	744.002,87 €
NAC	4.897.660,22 €	4.980.733,37 €	5.086.651,63 €	5.238.644,34 €	5.553.269,24 €
NAC DIFERENCIAL	83.073,15 €	105.918,26 €	151.992,71 €	314.624,90 €	--
PC	2.754.934,87 €	2.810.033,56 €	2.880.284,40 €	2.981.094,36 €	3.189.770,96 €
PC DIFERENCIAL	55.098,70 €	70.250,84 €	100.809,95 €	208.676,60 €	--
NOF DIFERENCIAL	27.974,45 €	35.667,42 €	51.182,75 €	105.948,30 €	105.948,30 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 6. Estimación de los flujos de caja libres. Periodo coyuntural 2013-2017. En la siguiente tabla, se muestran las estimaciones de los flujos de caja totales, la posterior valoración de la empresa, periodo coyuntural (2013-2017). En este caso el Flujo de Caja Total, es la diferencia entre el Flujo de caja operativo después de impuestos de sociedades, y la inversión en NOF (en este caso).

TABLA 3.10. Estimación de los flujos de caja (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
FCL OP A IS = BE + Amortizaciones	1.866.824,76 €	1.604.991,05 €	1.684.177,37 €	1.784.636,05 €	1.966.054,84 €
FCL OP D IS = FCL OP A IS * (1-t) + A* t	1.401.247,94 €	1.202.924,62 €	1.245.709,65 €	1.305.398,48 €	1.423.452,03 €
(-)inver NOF	- 27.974,45 €	- 35.667,42 €	-51.182,75 €	-105.948,30 €	- 105.948,30 €
(-) inver ANC					
FCL TOTAL = FCL OP D IS +- NOF	1.373.273,49 €	1.167.257,20 €	1.194.526,90 €	1.199.450,18 €	1.317.503,73 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 7. Estimación del valor residual. Periodo coyuntural 2013-2017. Partiendo de los datos del análisis económico-financiero, para el cálculo de K , tenemos:

Total (PN+PASIVO), proforma a capital invertido del año 2012: 21.857.837 € de los cuales:

- Patrimonio Neto: $13292332/21857837= 0,6081 \rightarrow 60,81\%$ corresponde a Patrimonio Neto o Equity.
- Pasivo o Recursos Ajenos con coste*: $8.565.505/21.857.837= 0,3919 \rightarrow 39,19\%$ corresponde a Recursos Ajenos con costes, en los cuales no tenemos en cuenta los acreedores comerciales ni otros pasivos circulantes.¹⁰

Posteriormente calculamos el Coste Medio Ponderado de Capital (K- WACC): Para calcular la K_d (coste de los recursos ajenos,), partidos de los datos obtenidos en el Balance Proforma a capital invertido en el año 2012 (Véase datos en Anexo 3, Página 55).

TABLA 3.11. Cálculo del coste de la Deuda. (2013-2017).

Gastos financieros	347.947,47€
Recursos ajenos con coste	8.565.505 €

¹⁰ Datos al año 2012

$$k_d = \frac{GASTOS\ FINANCIEROS\ 2012}{PASIVO\ CON\ COSTE\ 2012} = 0,0406 \rightarrow 4,06\%$$

(Ecuación 3.5. Coste de la deuda)

Fuente: Elaboración propia

El coste de la deuda antes de impuestos es del 4,06%.

A continuación se calcula el coste de la deuda después de impuestos de sociedades, cabe recordar que para el año 2012 el impuesto sobre sociedades de la empresa se situaba en el 11,77%, por las posibles deducciones que la sociedad tuviera en ese periodo.

$$k_{d(at)} = k_d(1 - t) = 0,0406(1 - 0,1177) = 0,0358 \rightarrow 3,58\%$$

Para el cálculo del coste de los recursos propios, como ya se hizo en el análisis económico financiero, podemos considerar como la prima de riesgo, el tipo de interés de la deuda pública española (aproximadamente el 4%).

$$k_e = k_d + Prima\ de\ riesgo = 0,0358 + 0,04 = 0,0758 \rightarrow 7,58\%$$

$$K(WACC)(2012) = k_e \times \frac{RP}{RP + RAc} + k_d(1 - t) \times \frac{RAc}{RP + RAc} = \mathbf{5,846\%}$$

(Ecuación 3.6. Coste Medio Ponderado de Capital (WACC))

Donde:

- RP= Recursos propios.
- RAc= Recursos ajenos con coste
- Kd= Coste de la deuda.
- Ke= Coste de los recursos propios.
- T= Impuesto de sociedades

Por lo que con los datos calculados anteriormente y con los que se disponían, pasamos al calcular el Coste Medio Ponderado de Capital (WACC), correspondiente al año 2012:

$$k(WACC)(2012) = 0,0758 \cdot 0,6081 + 0,0406(1 - 0,1177) \cdot 0,3919 = 0,06013 \rightarrow 6,013\%$$

Una vez calculado el Coste Medio Ponderado de Capital, pasamos a calcular el valor residual de la empresa en el periodo coyuntural (2013-2017). El valor residual se calcula de la siguiente manera:

$$VALOR\ RESIDUAL = \frac{FCL\ TOTAL_n \cdot (1 + g)}{(k - g)}$$

(Ecuación 3.7. Cálculo del valor residual)

Donde:

- FCL TOTAL n= Es el flujo de caja del año 2017, en nuestro caso.
- G= tasa de crecimiento, que la consideramos en el 0%.
- K= Coste medio ponderado de capital, que como ya se ha calculado anteriormente, se considera en el 6,013%.

Por lo que con los datos anteriores podemos calcular el valor residual de la empresa para el año 2017.

$$VALOR RESIDUAL (AÑO 2017) = \frac{1317503,73 \cdot (1 + 0)}{(0,06013 - 0)} = 21.910.921,88 \text{ €}$$

PASO 8. Cálculo del valor económico (financiero) de la empresa. Una vez que tenemos el valor residual, pasamos a calcular el Valor Económico (financiero) de la empresa, en este caso de la actividad principal (la de construcción), mediante la actualización de los flujos de caja libres totales del periodo coyuntural, mediante el Valor actual neto (VAN), que se calcula de la siguiente manera:

$$VEE = \frac{FCL\ TOTAL_{2013}}{(1+k)^1} + \frac{FCL\ TOTAL_{2014}}{(1+k)^2} + \frac{FCL\ TOTAL_{2015}}{(1+k)^3} + \frac{FCL\ TOTAL_{2016}}{(1+k)^4} + \frac{FCL\ TOTAL_{2017} + VALOR\ RESIDUAL}{(1+k)^5}$$

$$VEE = \frac{1373273,49}{(1+0,06013)^1} + \frac{1167257,20}{(1+0,06013)^2} + \frac{1194526,90}{(1+0,06013)^3} + \frac{1199450,18}{(1+0,06013)^4} + \frac{1317503,73 + 21910921,88}{(1+0,06013)^5} = \mathbf{21.633.162,97 \text{ €}}$$

(Ecuación 3.8. Valor económico financiero de la empresa (VEE), mediante el VAN)

Una vez calculado el VAN, vemos que el Valor Económico (Financiero) de la empresa, se sitúa en 21.633.162,97 €, correspondientes a la actividad principal (Construcción).

VALOR DEL PASIVO: A continuación se muestra el valor del Pasivo de la actividad Principal, este valor se ha obtenido de desagregar el Balance de Situación, del año 2012, en la diferentes actividades de la empresa.

TABLA 3.12. Valor del Pasivo: Actividad Principal (2013-2017).¹¹

¹¹ Ver datos en Anexo 4. Balance Desagregado por Actividades.

Actividad Principal	Año 2012
Pasivo No corriente	1.839.493,92
Pasivo corriente	4.243.039,46
Total PASIVO	6.082.533,38 €

Fuente: Elaboración propia

VEE (Valor Económico-Financiero): 21.633.162,97 €

Valor del Pasivo (Deuda, Actividad principal de construcción): 6.082.533,38 €

Valor Económico (financiero) de los Recursos Propios: (VEE-DEUDA): 21.633.162,97 – 6.082.533,38 € = 15.550.629,59 €.

Se puede observar como al reducir la deuda (pasivo) del Valor Económico (Financiero), obtenemos como valor de los recursos propios 15.550.629,50 €.

3.2.2.- Valoración: Inversiones Inmobiliarias.

PASO 1. Análisis de la cuenta de resultados (análisis vertical). Como paso previo para la realización de la valoración de las actividades de la empresa, se realizará un análisis vertical de la cuenta de resultados del año 2012, correspondiente a las inversiones inmobiliarias (cuenta de resultados desagregada y estimada).

TABLA 3.13 Cuenta de resultados Inversiones Inmobiliarias- año 2012. (6%)

	Inversiones Inmobiliarias (6%)	2012
Ingresos	561.008,55 €	100,00%
Coste fijos	-76.060,99 €	-13,56%
Otros costes generales	-52.955,24 €	-9,44%
EBITDA	431.992,32 €	77,00%
Amortizaciones	-48.195,02 €	-8,59%
BE	383.797,30 €	68,41%
Gastos financieros	-225.812,23 €	-40,25%
BAI	157.985,07 €	28,16%
Impuesto sobre Beneficios	-29.762,54 €	-5,31%
BN	128.222,53 €	22,86%

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la tabla, la partida más importante es la correspondiente a los gastos financieros que representan el 40,25 % de los ingresos, esto se debe a que la mayoría de los inmuebles que tienen en alquiler están financiados a través de deuda ajena, por lo que se tiene que hacer frente al pago de los préstamos que financian esta operación.

Otra partida de las importantes es la correspondiente a los gastos de personal principalmente representa el 13,22% de los ingresos del año 2012.

Por último se destaca que el impuesto sobre sociedades del año 2012 se situó en el 11,77% debido a las posibles deducciones de las que se haya podido beneficiar la empresa en el año estudiado (datos obtenidos de la cuenta de resultados general).

PASO 2. Análisis de ratios. Ratios de eficiencia operativa. En este paso, se pretende hacer un análisis de los ratios de eficiencia operativa necesarios para el cálculo de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). Los ratios calculados se muestran a continuación.

Periodo de cobro. Calcula el número de días que tardan por término medio, el cobro a los clientes de la empresa. Se calcula como el cociente entre los clientes por ventas y prestaciones de servicios (del año 2012) entre las ventas totales, multiplicado por 360.

$$PERÍODO DE COBRO = \left(\frac{DEUDORES COMERCIALES AÑO 2012}{VENTAS AÑO 2012} \right) * 360$$

(Ecuación 3.8. Periodo de cobro)

$$PERÍODO DE COBRO = \left(\frac{104909,00}{561008,55} \right) * 360 = 67,32 \text{ Días}$$

67,32 días es el tiempo desde que la empresa vende y cobra a los clientes.

PASO 3. Hipótesis de la cuenta de resultados. Periodo coyuntural 2013-2017. En este apartado se hace una previsión de cómo puede evolucionar la cuenta de resultados del periodo de estudio (2013-2017) con objeto de realizar la cuenta de resultados estimada. Se ha estimado un crecimiento durante el periodo coyuntural (2013-2017) del 2 al 4 %, como consecuencia de que la empresa puede revisar sus inversiones en inmuebles, obteniendo más cantidad monetaria por sus arrendamientos.

TABLA 3.14. Hipótesis de evolución de la cuenta de resultados, inversiones inmobiliarias en el periodo coyuntural (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	2,00%	2,50%	2,50%	3,00%	4,00%
Coste fijos	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Otros costes generales	1,00%	1,00%	0,00%	0,00%	1,00%
Amortizaciones (%)	-15,92%	-15,92%	-15,92%	-15,92%	-15,92%

Fuente: Elaboración propia

Al igual que en la Actividad Principal de la empresa (Construcción), los porcentajes de amortización del inmovilizado son idénticos.¹²

PASO 4. Cuenta de resultados estimada (periodo coyuntural 2013-2017). En la siguiente se muestra la evolución, estimada, de los ingresos y gastos que podría tener la empresa en las inversiones inmobiliarias.

TABLA 3.15. Cuenta de resultados estimada, Inversiones inmobiliarias, periodo coyuntural (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	572.228,72 €	586.534,44 €	601.197,80 €	619.233,73 €	644.003,08 €
Coste fijos	- 76.821,60 €	- 77.589,82 €	- 78.365,71 €	- 79.149,37 €	-79.940,86 €
Otros costes generales	- 53.484,79 €	- 54.019,64 €	- 54.019,64 €	- 54.019,64 €	-54.559,84 €
EBITDA	441.922,33 €	454.924,98 €	468.812,45 €	486.064,72 €	509.502,38 €
Amortizaciones	- 40.522,37 €	-34.071,21 €	- 28.647,07 €	- 24.086,46 €	- 20.251,90 €
BE	401.399,96 €	420.853,77 €	440.165,37 €	461.978,26 €	489.250,49 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 5. Estimación de las necesidades operativas de fondos (NOF). Periodo coyuntural 2013-2017. Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa. Para el desarrollo de sus operaciones habituales la empresa debe financiar su activo circulante. El propio proceso productivo (o de explotación) genera automáticamente financiación a través, básicamente, de proveedores.

TABLA 3.16. Inversiones Financieras y Ratios de Eficiencia operativa.

Año 2012	Cientes
Inversiones Inmobiliarias (6%) (cantidades)	104.909,00 €
	P. Cobro
Ratio de Eficiencia operativa Año 2012 (días)	67,32 días

Fuente: Elaboración propia

Con los datos anteriores empezamos a estimar los conceptos de la tabla siguiente, para poder calcular las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) del periodo coyuntural.

¹² Ver Página 32, Tabla 3.5

$$CLIENTES = \frac{(\text{Periodo de Cobro} * \text{Ventas})}{360}$$

(Ecuación 3.9. Estimación de las NOF: Clientes)

TESORERÍA: Correspondiente al año 2012 (de la actividad principal) y suponemos que se mantiene constante a lo largo del estudio, es decir, a lo largo del periodo coyuntural (2013-2017).

$$NECESIDADES DE ACTIVO CIRCULANTE (NAC) = \text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tesorería}$$

$$NOF = \text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$$

TABLA 3.17. Estimación de las NOF. Periodo coyuntural 2013-2017.

	2013	2014	2015	2016	2017
CLIENTES	107.007,18 €	109.682,36 €	112.424,42 €	115.797,15 €	120.429,04 €
TESORERÍA	48.000,19 €	48.000,19 €	48.000,19 €	48.000,19 €	48.000,19 €
NAC	155.007,37 €	157.682,55 €	160.424,61 €	163.797,34 €	168.429,23 €
NAC DIFERENCIAL	2.675,18 €	2.742,06 €	3.372,73 €	4.631,89 €	--
PC	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
PC DIFERENCIAL	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	--
NOF DIFERENCIAL	2.675,18 €	2.742,06 €	3.372,73 €	4.631,89 €	4.631,89 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 6. Estimación de los flujos de caja libres. En la siguiente tabla, se realizan las estimaciones de los flujos de caja totales, la posterior valoración de la empresa, periodo coyuntural (2013-2017). En este caso el Flujo de Caja Total, es la diferencia entre el Flujo de caja operativo después de impuestos de sociedades, y la inversión en NOF (en este caso).

TABLA 3.18. Estimación de los Flujos de Caja en el periodo coyuntural 2013-2017.

	2013	2014	2015	2016	2017
FCL OP A IS = BE + Amortizaciones	441.922,33 €	454.924,98 €	468.812,45 €	486.064,72 €	509.502,38 €
FCL OP D IS = FCL OP A IS * (1-t) + A* t	321.502,34 €	328.668,85 €	336.762,83 €	347.471,24 €	362.727,24 €
(-)inver NOF	- 2.675,18 €	- 2.742,06 €	-3.372,73 €	- 4.631,89 €	- 4.631,89 €
(-) inver ANC					
FCL TOTAL = FCL OP D IS +- NOF	318.827,16 €	325.926,79 €	333.390,10 €	342.839,36 €	358.095,35 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 7. Estimación del valor residual. Periodo coyuntural 2013-2017. Para el cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital, se ha seguido el mismo criterio que el Paso 7 de “Estimación del Valor residual”, de la actividad principal.¹³ .

$$k(WACC)(2012) = 0,0758 \cdot 0,6081 + 0,0406 (1 - 0,1177) \cdot 0,3919 = 0,06013 \rightarrow 6,013\%$$

Una vez calculado el Coste Medio Ponderado de Capital, pasamos a calcular el valor residual de la empresa en el periodo coyuntural (2013-2017). El valor residual se calcula de la siguiente manera:

$$VALOR RESIDUAL = \frac{FCL\ TOTAL_n \cdot (1 + g)}{(k - g)}$$

(Ecuación 3.10. Cálculo del Valor Residual)

Donde:

- FCL TOTAL n= Es el flujo de caja del año 2017, en nuestro caso.
- G= tasa de crecimiento, que la consideramos en el 0%.
- K= Coste medio ponderado de capital, que como ya se ha calculado anteriormente, se considera en el 6,013%.

Con los datos anteriores podemos calcular el valor residual de la empresa para el año 2017.

$$VALOR RESIDUAL (AÑO 2017) = \frac{358095,35 \cdot (1 + 0)}{(0,06013 - 0)} = 5.955.352,57 \text{ €}$$

PASO 8. Cálculo del valor económico (financiero) de la empresa. Una vez que tenemos el valor residual, pasamos a calcular el Valor Económico (financiero) de la empresa, en este caso de la actividad principal (la de construcción), mediante la actualización de los flujos de caja libres totales del periodo coyuntural, mediante el Valor actual neto (VAN), que se calcula de la siguiente manera:

$$VEE = \frac{FCL\ TOTAL_{2013}}{(1 + k)^1} + \frac{FCL\ TOTAL_{2014}}{(1 + k)^2} + \frac{FCL\ TOTAL_{2015}}{(1 + k)^3} + \frac{FCL\ TOTAL_{2016}}{(1 + k)^4} + \frac{FCL\ TOTAL_{2017} + VALOR\ RESIDUAL}{(1 + k)^5}$$

$$VEE = \frac{318827,16}{(1 + 0,06013)^1} + \frac{325926,79}{(1 + 0,06013)^2} + \frac{333390,10}{(1 + 0,06013)^3} + \frac{342839,36}{(1 + 0,06013)^4} +$$

¹³ Véase Páginas, 35,36 y 37; Paso 7, Apartado 3.2.1: Valoración. Actividad Principal (Construcción)

$$+ \frac{358095,35 + 5955352,57}{(1 + 0,06013)^5} = 5.856.875,15 \text{ €}$$

(Ecuación 3.11. Valor económico financiero de la empresa (VEE), mediante el VAN).

Una vez calculado el VAN, vemos que el Valor Económico (Financiero) de la empresa, se sitúa en 5.856.875,15 €, correspondientes a la parte de inversiones inmobiliarias.

VALOR DEL PASIVO: A continuación se muestra el valor del pasivo de la actividad principal, este valor se ha obtenido de desagregar el Balance de Situación, del año 2012, en la diferentes actividades de la empresa.

TABLA 3.19. Valor del Pasivo: Inversiones inmobiliarias.¹⁴

Inversiones Inmobiliarias (Año 2012)	
Pasivo No corriente	4.717.371,63€
Pasivo corriente	1.564.975,57 €
Total PASIVO	6.282.347,20 €

Fuente: Elaboración propia

Valor Económico (financiero) de los Recursos Propios: (VEE-VALOR DEL PASIVO):
5.856.875,57 € – 6.282.347,20 € = - 425.471,63 €.

Se puede observar como al reducir la deuda (pasivo) del Valor Económico (Financiero), obtenemos un valor negativo del VEE de los recursos propios por – 425.471.63 €.

Al obtener un valor de los recursos propios negativo, al deducir la deuda del VEE, no elegiríamos ese valor, si no que nos quedaríamos con el valor contable, que es de 8.658.769, 74 € para las inversiones inmobiliarias, el valor neto (restada la deuda), ascendería a 2.376.422,54 €.

3.2.3 - Valoración: Inversiones Financieras.

PASO 1. Análisis de la cuenta de resultados: Como paso previo para la realización de la valoración de las actividades de la empresa, se realizará un análisis de la cuenta de resultados del año 2012, correspondiente a las inversiones financieras (cuenta de resultados desagregada y estimada).

TABLA 3.20. Cuenta de resultados, Inversiones Financieras- año 2012. (1%)

¹⁴ Ver datos en Anexo 4. Balance Desagregado por Actividades. Página 60.

	Inversiones Financieras	2012
Ingresos financieros	3.514,41 €	100,00%
Otros ingresos por instrum. financieros	91.297,87 €	2597,81%
Coste fijos	- 12.676,83 €	-360,71%
Otros costes generales	- 8.825,87 €	-251,13%
Otros gastos (deterioro por enajenación)	-103.869,39 €	-2955,53%
EBITDA	-30.559,81 €	-869,56%
Amortizaciones	0,00 €	0,00%
BE	- 30.559,81 €	-869,56%
Gastos financieros	0,00 €	0,00%
BAI	-30.559,81 €	-869,56%
Impuesto sobre Beneficios	0,00 €	0,00%
BN	-30.559,81 €	-869,56%

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la tabla, la partida más importante es la correspondiente a los otros gastos, deterioro por enajenación, por valor de 103.869,39 €. Otra partida de las importantes es la correspondiente a los costes fijos por valor de 12.676,83 € en 2012. Por último que esta actividad en el año 2012 arroja unas pérdidas por valor de 30.559,81 €

PASO 2. Hipótesis de la cuenta de resultados. Periodo coyuntural 2013-2017. En este apartado se hace una previsión de cómo puede evolucionar la cuenta de resultados del periodo de estudio (2013-2017) con objeto de realizar la cuenta de resultados estimada. Se ha estimado un crecimiento durante el periodo coyuntural (2013-2017) del 25 al 75 %, como consecuencia de que la empresa, por las inversiones en acciones e instrumentos financieros (de terceros), puede recoger beneficios en los años de estudio y así aumentar los ingresos por estos conceptos.

TABLA 3.21. Hipótesis de evolución de la cuenta de resultados, de la actividad principal en el periodo coyuntural (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos financieros	25,00%	50,00%	75,00%	75,00%	75,00%
Otros ingresos por inst. Financieros	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Coste fijos	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Otros costes generales	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Otros gastos (deterioro por enajenación)	-90,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia

PASO 3. Cuenta de Resultados estimada (periodo coyuntural 2013-2017). En la siguiente tabla se muestra la evolución, estimada, de los ingresos y gastos que podría tener la empresa en las inversiones financieras.

TABLA 3.22. Cuenta de resultados estimada, inversiones inmobiliarias, periodo (2013-2017).

	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos financieros	4.393,01 €	6.589,52 €	11.531,66 €	20.180,40 €	35.315,70 €
Otros ingresos por inst finan	92.210,85 €	91.297,87 €	92.219,98 €	92.210,85 €	92.220,07 €
Coste fijos	-12.803,60 €	- 12.931,63 €	-13.060,95 €	-13.191,56 €	-13.323,48 €
Otros costes generales	- 8.914,13 €	- 9.003,27 €	- 9.093,30 €	-9.184,24 €	-9.276,08 €
Otros gastos (det. por enajenación)	-10.386,94 €	-10.386,94 €	-10.386,94 €	-10.386,94 €	-10.386,94 €
EBITDA	64.499,20 €	75.952,48 €	81.597,38 €	90.015,45 €	104.936,22 €
BE	64.499,20 €	75.952,48 €	81.597,38 €	90.015,45 €	104.936,22 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 4. Estimación de las necesidades operativas de fondos (NOF). Periodo coyuntural 2013-2017. En la valoración de inversiones financieras, la tesorería correspondiente al año 2012 (de las inversiones financieras, indicada en el Balance desagregado del año 2012) suponemos que se mantiene constante a lo largo del estudio, es decir, a lo largo del periodo coyuntural (2013-2017).

TABLA 3.23. Estimación de las NOF.

	2013	2014	2015	2016	2017
Inventario	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Clientes	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Tesorería	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €
NAC	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €	8.000,03 €
NAC diferencial	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	--
PC	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Pc diferencial	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	--
NOF diferencial	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 5. Estimación de los flujos de caja libres. Periodo coyuntural 2013-2017. En la siguiente tabla, se muestran las estimaciones de los flujos de caja totales, la posterior valoración de la empresa, periodo coyuntural (2013-2017). En este caso el Flujo de Caja Total, es la diferencia entre el Flujo de caja operativo después de impuestos de sociedades, y la inversión en NOF (en este caso).

TABLA 3.24. Estimación de los Flujos de caja para el periodo coyuntural.

	2013	2014	2015	2016	2017
FCL OP A IS = BE + Amortizaciones	64.499,20 €	75.952,48 €	81.597,38 €	90.015,45 €	104.936,22 €
FCL OP D IS = FCL OP A IS * (1-t) + A* t	45.149,44 €	53.166,74 €	57.118,17 €	63.010,82 €	73.455,35 €
(-)inver NOF	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
(-) inver ANC					
FCL TOTAL = FCL OP D IS +- NOF	45.149,44 €	53.166,74 €	57.118,17 €	63.010,82 €	73.455,35 €

Fuente: Elaboración propia

PASO 6. Estimación del valor residual. Periodo coyuntural 2013-2017. Para el cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital, se ha seguido el mismo criterio que el Paso 7 de “Estimación del Valor residual”, de la actividad principal¹⁵.

$$k(WACC)(2012) = 0,0758 \cdot 0,6081 + 0,0406 (1 - 0,1177) \cdot 0,3919 = 0,06013 \rightarrow 6,013\%$$

Una vez calculado el Coste Medio Ponderado de Capital, pasamos a calcular el valor residual de la empresa en el periodo coyuntural (2013-2017). El valor residual se calcula de la siguiente manera:

$$VALOR RESIDUAL = \frac{FCL TOTAL_n \cdot (1 + g)}{(k - g)}$$

(Ecuación 3.12. Cálculo del valor residual).

Donde:

- FCL TOTAL n= Es el flujo de caja del año 2017, en nuestro caso.
- G= tasa de crecimiento, que la consideramos en el 0%.
- K= Coste medio ponderado de capital, que como ya se ha calculado anteriormente, se considera en el 6,013%.

Por lo que con los datos anteriores podemos calcular el valor residual de la empresa para el año 2017.

$$VALOR RESIDUAL (AÑO 2017) = \frac{73455,35 \cdot (1 + 0)}{(0,06013 - 0)} = 1.221.609,06 \text{ €}$$

PASO 7. Cálculo del valor económico (financiero) de la empresa. Una vez que tenemos el valor residual, pasamos a calcular el Valor Económico (financiero) de la empresa, en este caso de la actividad principal (la de construcción), mediante la actualización de los

¹⁵ Véase Páginas, 35,36 y 37; Paso 7, Apartado 3.2.1: Valoración. Actividad Principal (Construcción)

flujos de caja libres totales del periodo coyuntural, mediante el Valor actual neto (VAN), que se calcula de la siguiente manera:

ECUACIÓN 3.13. Valor económico financiero de la empresa (VEE), mediante el VAN.

$$\begin{aligned}
 VEE &= \frac{FCL\ TOTAL_{2013}}{(1+k)^1} + \frac{FCL\ TOTAL_{2014}}{(1+k)^2} + \frac{FCL\ TOTAL_{2015}}{(1+k)^3} + \frac{FCL\ TOTAL_{2016}}{(1+k)^4} + \\
 &\quad + \frac{FCL\ TOTAL_{2017} + VALOR\ RESIDUAL}{(1+k)^5} \\
 VEE &= \frac{45149,44}{(1+0,06013)^1} + \frac{53166,74}{(1+0,06013)^2} + \frac{57118,17}{(1+0,06013)^3} + \frac{63010,82}{(1+0,06013)^4} + \\
 &\quad + \frac{73455,35 + 1221609,06}{(1+0,06013)^5} = \mathbf{1.154.875,31\ €}
 \end{aligned}$$

Una vez calculado el VAN, vemos que el Valor Económico (Financiero) de la empresa, se sitúa en 1.154.875,31 €, correspondientes a la parte de inversiones financieras.

VALOR DEL PASIVO: A continuación se muestra el valor del pasivo de la actividad Principal, este valor se ha obtenido de desagregar el Balance de Situación, del año 2012, en la diferentes actividades de la empresa.

TABLA 3.25. Valor del Pasivo: Inversiones Financieras.¹⁶

Inversiones Financieras (Año 2012)	
Pasivo No corriente	103.482,94€
Pasivo corriente	16.323,41 €
Total PASIVO	119.806,35 €

Fuente: Elaboración propia

VEE (Valor Económico-Financiero): 1.154.875,31 €

Valor del Pasivo (Deuda, Inversiones financieras): 119.806,35 €

Valor Económico (financiero) de los Recursos Propios: (VEE-DEUDA): 1.154.875,31 €
– 119.806,35 € = 1.035.068,96 €.

Se puede observar como al reducir la deuda (pasivo) del Valor Económico (Financiero), obtenemos como valor de los recursos propios, 1.035.068,96 €.

¹⁶ Ver datos en Anexo 4. Balance Desagregado por Actividades. Página 60.

CONCLUSIONES

Mediante la realización de este trabajo, se pretende poner de manifiesto la valoración de una empresa del sector de la construcción, ubicada en Almería, pasando antes por el análisis del sector de actividad y el análisis económico-financiero de los conceptos más importantes.

Se han intentado aplicar los ratios contables y otros indicadores financieros vistos a lo largo del Grado en Administración y Dirección de Empresas, que sirven para que en base a unos datos estimados de ingresos y gastos poder elaborar y posteriormente analizar los estados contables previsionales, en periodo coyuntural, 2013-2017 (en nuestro caso), y realizar la valoración de las actividades de la empresa, en ese mismo periodo.

Se ha analizado cada actividad de la misma (construcción (93% de los ingresos), Inversiones Inmobiliarias (6% de los ingresos) e inversiones financieras (1% de los ingresos), podemos ver como la actividad principal es la que genera el mayor valor para la empresa.

La empresa debe de intentar reducir sus ingresos procedentes de actividades extraordinarias (por ejemplo las inversiones inmobiliarias), y centrarse en obtener la mayoría de sus ingresos de la actividad principal, la de construcción, ya que por ejemplo en el año 2012, si la empresa no fuera tenido esos ingresos procedentes de otras actividades, estaría en pérdidas en 2012.

Centrándonos, en la valoración de la empresa, se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio. El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores. Por lo que los compradores y vendedores deberán llegar a un acuerdo para estimar su precio de venta.

En la valoración de la empresa, se ha optado por el Valor Económico-Financiero (VEE), excepto en la valoración de las inversiones inmobiliarias, ya que al dar un VEE negativo, nos quedamos con el valor contable. Para poder obtener un valor más preciso, se debería de obtener datos más específicos de esos inmuebles (por ejemplo, contratos de alquiler),

o el valor de tasación de cada uno de los inmuebles que componen esas inversiones inmobiliarias, datos a los que no podemos acceder.

A modo de resumen, a continuación se muestra el valor, que se ha calculado, de cada una de las actividades de la sociedad:

TABLA. Resumen VEE de la empresa (Firmes y Construcciones S.A)

	ACTIVIDAD PRINCIPAL	INVERSIONES INMOBILIARIAS	INVERSIONES FINANCIERAS	VEE- TOTAL
VEE¹⁷	21.633.162,97 €	5.856.875,15 €	1.154.875,31 €	28.644.913,43 €
PASIVO NO CORRIENTE	1.839.493,92	4.717.371,63€	103.482,94€	
PASIVO CORRIENTE	4.243.039,46	1.564.975,57 €	16.323,41 €	
(VEE- DEUDA)	15.550.629,59 €.	- 425.471.63 €. **	1.035.068,96 €.	16.160.226,92 €
				VALOR TOTAL
VALOR CONTABLE (Neto, restada la deuda)	---	2.376.422,54 €	---	18.962.121,09 €

*VEE: Valor Económico-Financiero de cada actividad.

Fuente: Elaboración propia

** En el caso de las inversiones inmobiliarias nos quedaríamos con el valor contable de esos inmuebles, es decir el valor reflejado en balance para esa actividad, ya que el Valor Económico-Financiero menos deuda de esta actividad arroja un valor negativo. En este caso el valor asciende a 8.658.769, 74 €, restada la deuda, ese valor de las Inversiones Inmobiliarias ascendería a 2.376.422,54 €.

Por lo que el valor de la empresa (sumando todas las actividades), quedaría:

- VEE- DEUDA (Actividad Principal): 15.550.629,59 €.
- Valor Contable – Deuda (Inversiones inmobiliarias): 2.376.422,54 €.
- VEE-DEUDA (Inversiones financieras): 1.035.068,96 €.

- **VALOR DE LA EMPRESA: 18.962.121,09 €.**

¹⁷ VEE: Valor Económico-Financiero de cada actividad.

BIBLIOGRAFÍA.

- Confederación Nacional de la Construcción (2012): “Informe Anual del Sector de la Construcción”. Páginas 9 a 43. Capítulo 1-5.
- Valls Martínez, María del Carmen, (2011): “Introducción a las Finanzas”
- Rojo Ramírez, Alfonso A., (2011): “Análisis económico-financiero de la empresa. Un análisis desde los datos contables”
- Martínez Abascal, Eduardo (2006): “Finanzas para directivos”. McGraw-Hill. Capítulo 10.
- Arroyo y Prat, (2003): “Dirección Financiera”. Deusto. Capítulo 9
- Fernández, Pablo, (2008): “Documento de Investigación, Métodos de Valoración de Empresas”. IESE Business School.
- Fernández, Pablo., (2000): “Valoración de Empresas”. Gestión 2000. Capítulo 25., en base a :
 - Gordon, Myron y E. Shapiro (1956): “Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit”. Management Science, 3”, octubre, pp 102-110.
 - Modigliani, F, y M. Miller (1958): “The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment”. American Economic Review, 48, pp 261-297.
 - Myers, S.C., (1974): “Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions- Implication for Capital Budgeting”, Journal Finance pp 1-25;
 - Arditti, F.D y H. Levy., (1977): “The Weighted Average Cost of Capital as a Cutoff Rate: A Critical Examination of the Classical Textbook Weighted Average”, Financial Management, pp 24-34.
 - Miler, M.H., (1977): “Debt and Taxes, Journal of Finance”, pp 261-276;
 - DeAngelo, L. y R. Masulis., (1980): “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”. Journal of Financial E., pp 3-29.
 - Chambers, D.R., R.S. Harris, y J.J Pringle., (1982): “Treatment of Financing Mix Analyzing Investment Opportunities”. Financial Management, pp 237-244.
- Materia de Dirección Financiera I: Financiación.
- Materia de Dirección Financiera II: Inversión.
- Materia de Contabilidad Avanzada.
- Memoria anual 2010, 2011 y 2012 de la Empresa (Firmes y Construcciones S.A).

ANEXOS.

ANEXO 1. BALANCE DE SITUACIÓN (FIRMES Y CONSTRUCCIONES S.A).

ACTIVO	2010	2011	2012
A) ACTIVO NO CORRIENTE	20.298.579,22	17.728.758,50	19.140.216,74
I. Inmovilizado Intangible	19.885,42	43.510,89	23.390,94
1. Desarrollo	0,00	0,00	0,00
2. Concesiones	0,00	28.812,97	7.203,25
3. Patentes, licencias, marcas y similares	0,00	0,00	0,00
4. Fondos de comercio	0,00	0,00	0,00
5. Aplicaciones Informáticas	19.885,42	14.697,92	16.187,69
6. Otro inmovilizado intangible	0,00	0,00	0,00
II. Inmovilizado Material	5.651.903,78	5.182.460,83	5.069.708,76
1. Terrenos y Construcción	3.812.133,87	3.788.792,51	3.953.313,10
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	1.839.769,91	1.393.668,32	1.116.395,66
3. Inmovilizados en curso y anticipos	0,00	0,00	0,00
III. Inversiones Inmobiliarias	5.962.232,61	5.938.680,34	5.319.817,64
1. Terrenos	3.721.032,91	3.745.675,66	3.175.007,98
2. Construcción	2.241.199,70	2.193.004,68	2.144.809,66
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	4.209.950,44	3.003.163,65	2.971.205,14
1. Instrumentos de patrimonio	4.209.950,44	3.003.163,65	2.971.205,14
2. Créditos a empresas	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deudas	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00
V. Inversiones financieras a largo plazo	4.476.732,05	3.569.914,54	5.756.094,26
1. Instrumentos de patrimonio	2.605.844,15	2.434.159,74	4.920.438,96
2. Créditos a empresas	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deudas	1.870.345,39	1.135.212,29	818.343,75
4. Derivados	0,00	0,00	16.346,54
5. Otros activos financieros	542,51	542,51	965,01
VI. Activos por impuestos diferidos	-22.125,08	-8.971,75	0,00
B) ACTIVO CORRIENTE	10.054.962,36	9.241.984,41	6.636.803,20
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00
II. Existencias	20.724,24	10.130,42	47.089,85
1. Comerciales	1.245,50	0,00	0,00
2. Materias primas y aprovisionamientos	19.478,74	10.051,55	14.381,89
3. Productos en curso	0,00	78,87	32.707,96
4. Productos terminados	0,00	0,00	0,00
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados	0,00	0,00	0,00
6. Anticipo a proveedores	0,00	0,00	0,00
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6.185.986,72	7.007.012,47	4.258.480,29
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	4.662.788,20	5.715.241,70	3.452.679,10
2. Clientes de empresas del grupo y asociadas	158.117,55	816.149,45	64.106,28
3. Deudores varios	1.217.226,85	338.925,12	481.228,09

4. Personal	0,00	0,00	0,00
5. Activos por impuesto corriente	0,00	0,00	155.467,07
6. Otros créditos con la Administración Pública	147.854,12	136.696,20	104.999,75
7. Accionistas (socios) por desembolso exigidos	0,00	0,00	0,00
IV. Inversiones en empresas asociadas y del grupo a corto plazo	1.413.391,08	17.253,53	5.360,68
1. Instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00
2. Créditos a empresas	1.405.523,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deudas	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	7.868,08	17.253,53	5.360,68
V. Inversiones financieras a corto plazo	514.991,62	1.587.369,12	1.445.934,29
1. Instrumentos de patrimonio	376,16	500.374,58	376,16
2. Créditos a empresas	0,00	535.000,00	54.355,07
3. Valores representativos de deudas	0,00	486.792,54	1,04
4. Derivados	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	514.615,46	65.202,00	1.391.202,02
VI. Periodificación a corto plazo	34.570,35	125.088,13	79.935,01
VII. Efectivos y otros activos líquidos equivalentes	1.885.298,35	495.130,74	800.003,08
1. Tesorería	1.885.298,35	495.130,74	800.003,08
2. Otros activos líquidos equivalentes	0,00	0,00	0,00
TOTAL ACTIVO	30.353.541,58	26.970.742,91	25.777.019,94
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2010	2011	2012
A) PATRIMONIO NETO	13.544.141,95	13.616.237,80	13.292.332,01
A-1) Fondos propios	12.239.592,82	12.477.682,56	13.065.387,33
I. Capital	1.282.300,00	1.309.691,57	1.321.150,27
1. Capital Escriturado	1.282.300,00	1.289.288,40	1.312.258,70
2. (Capital no exigido)	0,00	20.403,17	8.891,57
II. Prima de emisión	613.500,00	613.500,00	613.500,00
III. Reservas	9.686.648,47	10.369.209,65	10.596.739,05
1. Legal y Estatutarias	256.460,00	256.460,00	256.460,00
2. Otras reservas	9.430.188,47	10.112.749,65	10.340.279,05
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	0,00	-15.488,40	0,00
V. Resultado de ejercicios anteriores	0,00	-16.272,49	0,00
1. Remanente	0,00	3,42	0,00
2. (Resultado negativo de ejercicios anteriores)	0,00	-16.275,91	0,00
VI. Otras aportaciones de socios	0,00	0,00	0,00
VII. Resultados del ejercicio	657.144,35	217.042,23	533.998,01
VIII. (Dividendos a cuenta)	0,00	0,00	0,00
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	0,00	0,00	0,00
A-2) Ajustes por cambios de valor	1.287.699,34	1.127.391,83	183.754,42
I. Activos financieros disponibles para la venta	1.287.699,34	1.127.391,83	183.754,42
II. Operaciones de cobertura	0,00	0,00	0,00
III. Otros	0,00	0,00	0,00
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	16.849,79	11.163,41	43.190,26

B) PASIVO NO CORRIENTE	7.779.240,07	6.711.308,95	6.660.348,49
I. Provisiones a largo plazo	1.187.438,17	1.041.568,15	964.921,28
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	60.000,00	0,00	0,00
2. Actuaciones medioambientales	184.553,19	184.553,19	184.553,19
3. Provisiones por reestructuración	0,00	0,00	0,00
4. Otras provisiones	942.884,98	857.014,96	780.368,09
II. Deudas a largo plazo	5.997.715,31	5.210.686,87	5.232.388,01
1. Obligaciones y otros valores negociables	132,87	132,87	0,00
2. Deudas con entidades de créditos	5.814.228,79	5.118.158,79	5.103.689,97
3. Acreedores por arrendamientos financieros	109.870,71	-87,73	25.215,10
4. Derivados	0,00	0,00	0,00
5. Otros pasivos financieros	73.482,94	92.482,94	103.482,94
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	162.665,76	165.983,04	165.983,04
IV. Pasivos por impuestos diferidos	431.420,83	293.070,89	297.056,16
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00	0,00	0,00
VI. Acreedores comerciales no corrientes	0,00	0,00	0,00
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	0,00	0,00	0,00
C) PASIVO CORRIENTE	9.030.159,36	6.643.196,16	5.824.339,44
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00
II. Provisiones a corto plazo	160.409,64	369.060,93	384.674,26
III. Deudas a corto plazo	4.140.625,09	2.253.797,40	2.202.212,65
1. Obligaciones y otros valores negociables	0,00	0,00	0,00
2. Deudas con entidades de créditos	2.193.401,30	1.760.810,37	1.630.040,12
3. Acreedores por arrendamientos financieros	129.151,16	109.866,80	19.112,18
4. Derivados	0,00	0,00	0,00
5. Otros pasivos financieros	1.818.072,63	383.120,23	553.060,35
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0,00	0,00	120.984,13
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	4.729.122,97	4.020.336,17	3.116.468,40
1. Proveedores	3.111.974,32	2.350.048,71	2.006.572,65
2. Proveedores empresas del grupo y asociadas	149.675,61	37.098,70	622,06
3. Acreedores varios	763.538,52	722.133,83	609.779,77
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	74.118,79	33.952,13	42.249,70
5. Pasivos por impuesto corriente	84.914,72	88.227,12	0,00
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	544.901,01	761.032,61	427.251,19
7. Anticipo de clientes	0,00	27.843,07	29.993,03
VI. Periodificación a corto plazo	1,66	1,66	0,00
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	30.353.541,38	26.970.742,91	25.777.019,94

ANEXO 2. BALANCE PROFORMA

ACTIVO PROFORMA						
Activo	2010		2011		2012	
Activo Fijo.....[AF]	20.320.704	66,95%	17.737.730	65,77%	19.140.217	74,25%
Activo Inmovilizado [AFe o AI] ..	9.881.740	32,56%	8.229.135	30,51%	8.064.305	31,28%
Activos tangibles e intangibles	9.881.740	32,56%	8.229.135	30,51%	8.064.305	31,28%
- Amortización acumulada	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Activo Financiero [AFf]	10.438.965	34,39%	9.508.595	35,26%	11.075.912	42,97%
Activo circulante [AC] ..	8.104.455	33,05%	7.628.390	34,23%	5.185.508	25,75%
Existencias..... [Ex] ..	20.724	0,07%	10.130	0,04%	47.090	0,18%
Deudores comerciales..... [DCm]	6.050.578	19,93%	6.986.433	25,90%	4.077.948	15,82%
Otros activos circulantes ..[OAC]	147.854	0,49%	136.696	0,51%	260.467	1,01%
Disponible [DISP] ..	1.885.298	6,21%	495.131	1,84%	800.003	3,10%
Activo circ ajeno explotación (AC _{AEExp})	1.928.383	6,35%	1.604.623	5,95%	1.451.295	5,63%
ACTIVO TOTAL [AT] ..	30.353.542	100,00%	26.970.743	100,00%	25.777.020	100,00%
PATRIMONIO NETO +PASIVO PROFORMA						
PN y Pasivo	2010		2011		2012	
Recursos Propios (RP)	13.544.143	44,62%	13.616.236	50,49%	13.292.332	51,57%
Capital social (CS)	1.895.800	6,25%	1.923.192	7,13%	1.934.650	7,51%
Beneficios retenidos (BR)	10.974.349	36,16%	11.464.841	42,51%	10.780.493	41,82%
RTDO DEL EJERCICIO	657.144	2,16%	217.042	0,80%	533.998	2,07%
Otros Recursos propios	16.850	0,06%	11.162	0,04%	43.190	0,17%
Pasivo exigible [ET] ..	16.809.399	55,38%	13.354.507	49,51%	12.484.688	48,43%
Recursos ajenos a L.P.... [RALP].	7.347.819	24,21%	6.418.238	23,80%	6.363.292	24,69%
Pasivo circulante [PC] ..	9.461.579	31,17%	6.936.269	25,72%	6.121.396	23,75%
Acreedores comerciales [ACm] ..	4.729.123	15,58%	4.020.339	14,91%	3.237.453	12,56%
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	4.140.626	13,64%	2.253.797	8,36%	2.202.213	8,54%
Otros pasivos circulantes [OPC]..	591.830	1,95%	662.132	2,46%	681.730	2,64%
Pasivo Ajeno a la explotación (PC _{AEExp})						
PN Y PASIVO TOTAL.... [PT] ..	30.353.542	100,00%	26.970.743	100,00%	25.777.020	100,00%

ANEXO 3. BALANCE PROFORMA (A CAPITAL INVERTIDO).

BALANCE (CAPITAL INVERTIDO) PROFORMA			
ACTIVO	2010	2011	2012
Activo Fijo.....[AF]	20.320.704	17.737.730	19.140.217
Activo Inmovilizado [AI] ..	9.881.740	8.229.135	8.064.305
Activos tangibles e intangibles	9.881.740	8.229.135	8.064.305
- Amortización acumulada	0	0	0
Activo Financiero	10.438.965	9.508.595	11.075.912
Capital circulante [CC_{Exp}] ..	2.783.498	2.945.919	1.266.325
+ Existencias..... [Ex] ..	20.724	10.130	47.090
+ Deudores comerciales.. [DCm] ..	6.050.578	6.986.433	4.077.948
+ Otros activos circulantes ..[OAC] ..	147.854	136.696	260.467
+ Disponible [DISP] ..	1.885.298	495.131	800.003
- Acreedores comerciales [ACm] ..	(4.729.126)	(4.020.339)	(3.237.453)
- Otros pasivos circulantes [OPC]..	(591.830)	(662.132)	(681.730)
Activo circ ajeno explotación (AC _{AE_{exp}})	1.928.383	1.604.623	1.451.295
CAPITAL INVERTIDO (CI)	25.032.585	22.288.272	21.857.837
CAPITAL INVERTIDO ECONÓMICO (CIe)	23.104.202	20.683.649	20.406.542

BALANCE (PN Y RAC) PROFORMA A CAPITAL INVERTIDO			
PN y PASIVO	2010	2011	2012
Recursos Propios (RP)	13.544.142	13.616.238	13.292.332
Capital social (CS)	1.895.800	1.923.192	1.934.650
Beneficios retenidos (BR)	10.974.348	11.464.841	10.780.493
RESULTADO EJERCICIO	657.144	217.042	533.998
Otros Recursos propios	16.850	11.163	43.190
Recursos ajenos con coste (RAc)	11.488.444	8.672.035	8.565.505
Recursos ajenos a L.P.... [RALP].	7.347.819	6.418.238	6.363.292
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	4.140.625	2.253.797	2.202.213
Pasivo Ajeno a la explotación (PC _{AE_{exp}})	0	0	0
PN Y PASIVO TOTAL [PN+PT]	25.032.585	22.288.272	21.857.837
PN y PASIVO TOTAL AFECTO ... [PN + RAc]	23.104.204	20.683.651	20.406.542

ANEXO 4. BALANCE DESAGREGADO POR ACTIVIDADES. AÑO 2012

AÑO 2012- DESAGREGADO	ACTIVIDAD PRINCIPAL	INVERSIONES INMOBILIARIAS	INVERSIONES FINANCIERAS	AÑO 2012- TOTAL
ACTIVO NO CORRIENTE	4.646.071,91 €	8.726.724,74 €	5.767.420,09 €	19.140.216,74 €
Inmovilizado intangible	22.257,80 €	971,26 €	161,88 €	23.390,94 €
Inmovilizado material	1.038.247,96 €	66.983,74 €	11.163,96 €	1.116.395,66 €
Inversiones inmobiliarias	614.361,00 €	8.658.769,74 €	0,00 €	9.273.130,74 €
Inversiones en empresas	2.971.205,14 €	0,00 €	0,00 €	2.971.205,14 €
Inversiones financieras a l/p	0,00 €	0,00 €	5.756.094,26 €	5.756.094,26 €
ACTIVO CORRIENTE	5.023.314,25 €	157.705,29 €	1.455.783,67 €	6.636.803,20 €
Existencias	47.089,85 €	0,00 €	0,00 €	47.089,85 €
Deudores comerciales y otras ctas a cobrar	4.152.521,29 €	104.909,00 €	1.050,00 €	4.258.480,29 €
Inversiones en empresas	5.360,68 €	0,00 €	0,00 €	5.360,68 €
Inversiones financieras a c/p	0,00 €	0,00 €	1.445.934,29 €	1.445.934,29 €
Periodificaciones a c/p	74.339,56 €	4.796,10 €	799,35 €	79.935,01 €
Tesorería	744.002,86 €	48.000,18 €	8.000,03 €	800.003,08 €
TOTAL ACTIVO	9.669.386,15 €	8.884.430,03 €	7.223.203,76 €	25.777.019,94 €
PATRIMONIO NETO	3.586.852,77 €	2.602.081,83 €	7.103.397,41 €	13.292.332,01 €
Fondos propios	3.543.662,51 €	2.602.081,83 €	6.919.642,99 €	12.451.887,33 €
Ajustes por cambio de valor	0,00 €	0,00 €	183.754,42 €	183.754,42 €
Subvenciones	43.190,26 €	0,00 €	0,00 €	43.190,26 €
PASIVO NO CORRIENTE	1.839.493,92 €	4.717.371,63 €	103.482,94 €	6.660.348,49 €
Provisiones a l/p	964.921,28 €	0,00 €	0,00 €	964.921,28 €
Deudas a l/p	535.584,10 €	4.593.320,97 €	103.482,94 €	5.232.388,01 €
Deudas con empresas del grupo	165.983,04 €	0,00 €	0,00 €	165.983,04 €
Pasivos por impuestos diferidos	173.005,51 €	124.050,65 €	0,00 €	297.056,16 €
PASIVO CORRIENTE	4.243.039,46 €	1.564.976,57 €	16.323,41 €	5.824.339,44 €
Provisiones a c/p	384.674,26 €	0,00 €	0,00 €	384.674,26 €
Deudas a c/p	696.462,32 €	1.500.219,73 €	5.530,60 €	2.202.212,65 €
Deudas con empresas del grupo	120.984,13 €	0,00 €	0,00 €	120.984,13 €
Acreedores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.040.918,75 €	64.756,84 €	10.792,81 €	3.116.468,40 €
TOTAL PN+ PASIVO	9.669.386,15 €	8.884.430,02 €	7.223.203,76 €	25.777.019,94 €

ANEXO 5. CUENTA DE RESULTADOS. (FIRMES Y CONSTRUCCIONES S.A).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS						
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
A) OPERACIONES CONTINUADAS						
1. Importe neto de la cifra de negocios	13.580.277,25	11.337.454,62	8.916.053,67	100,00%	100,00%	100,00%
a) Ventas	13.184.036,62	10.719.732,66	8.426.679,78	97,08%	94,55%	94,51%
b) Prestación de servicios	396.240,63	617.721,96	489.373,89	2,92%	5,45%	5,49%
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
4. Aprovisionamientos	-7.945.194,72	-6.225.684,02	-5.792.328,83	-58,51%	-54,91%	-64,97%
a) Consumo de mercaderías	-5.489,59	-69.396,44	-1.798,17	-0,04%	-0,61%	-0,02%
b) Consumo de materias primas y otros materiales consumibles	-4.099.249,18	-3.424.964,84	-3.137.780,58	-30,19%	-30,21%	-35,19%
c) Trabajo realizado por otras empresas	-3.840.455,95	-2.731.322,74	-2.652.750,08	-28,28%	-24,09%	-29,75%
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
5. Otros ingresos de explotación	532.006,10	550.185,85	561.008,55	3,92%	4,85%	6,29%
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	532.006,10	550.185,85	561.008,55	3,92%	4,85%	6,29%
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	0,00			0,00%	0,00%	0,00%
6. Gastos de personal	-1.985.514,52	-1.743.065,75	-1.267.683,12	-14,62%	-15,37%	-14,22%
a) Sueldos, salarios y asimilados	-1.407.001,87	-1.403.694,26	-1.030.610,21	-10,36%	-12,38%	-11,56%
b) Cargas sociales	-578.512,65	-505.343,94	-313.719,78	-4,26%	-4,46%	-3,52%
c) Provisiones	0,00	165.972,45	76.646,87	0,00%	1,46%	0,86%
7. Otros gastos de explotación	-1.258.023,28	-1.318.112,56	-882.587,36	-9,26%	-11,63%	-9,90%
a) Servicios exteriores	-893.000,96	-1.070.377,06	-977.106,75	-6,58%	-9,44%	-10,96%
b) Tributos	-220.707,94	-202.308,05	-201.567,88	-1,63%	-1,78%	-2,26%
c) Pérdidas, deterioros y variación de provisiones por operaciones comerciales	-970,76	-45.322,44	295.976,36	-0,01%	-0,40%	3,32%
d) Otros gastos de gestión corriente	-143.343,62	-105,01	110,91	-1,06%	0,00%	0,00%
8. Amortización de Inmovilizado	-627.980,03	-564.237,25	-422.721,69	-4,62%	-4,98%	-4,74%
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras	19.683,76	8.123,40	10.805,90	0,14%	0,07%	0,12%
10. Exceso de provisión	68.702,63	0,00	0,00	0,51%	0,00%	0,00%
11. Deterioro y resultados por enajenación de inmovilizado	16.119,37	0,00	114.331,96	0,12%	0,00%	1,28%
a) Deterioros y pérdidas	-3.680,63	0,00	-103.869,39	-0,03%	0,00%	-1,16%
b) Resultados por enajenaciones y otras	19.800,00	0,00	218.201,35	0,15%	0,00%	2,45%
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
13. Otros Resultados	-172.294,96	-315.099,13	75.219,14	-1,27%	-2,78%	0,84%
A-1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.227.781,60	1.729.565,16	1.312.098,22	16,40%	15,26%	14,72%

14. Ingresos financieros	177.624,78	349.988,38	35.538,32	1,31%	3,09%	0,40%
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0,00	100.000,00	0,00	0,00%	0,88%	0,00%
a1) En empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
a2) En terceros	0,00	100.000,00	0,00	0,00%	0,88%	0,00%
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	177.624,78	249.988,38	35.538,32	1,31%	2,20%	0,40%
b1) En empresas del grupo y asociadas	58.084,55	35.443,15	32.023,91	0,43%	0,31%	0,36%
b2) En terceros	119.540,23	214.545,23	3.514,41	0,88%	1,89%	0,04%
15. Gastos financieros	-244.364,36	-313.205,73	-347.947,47	-1,80%	-2,76%	-3,90%
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-14.306,23	-3.488,18	-97.044,99	-0,11%	-0,03%	-1,09%
b) Por deudas con terceros	-230.058,13	-289.717,55	-250.902,48	-1,69%	-2,56%	-2,81%
c) Por actualización de provisiones	0,00	-20.000,00		0,00%	-0,18%	0,00%
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-466.344,00	-246.510,00	91.297,87	-3,43%	-2,17%	1,02%
a) Cartera de negociación y otros	-466.344,00	-246.510,00	91.297,87	-3,43%	-2,17%	1,02%
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
17. Diferencias de cambio	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
18. Deterioro y resultados por enajenaciones de instrumentos financieros	-757.425,91	-1.206.786,79	-485.711,43	-5,58%	-10,64%	-5,45%
a) Deterioros y pérdidas	0,00	0,00	-500.000,00	0,00%	0,00%	-5,61%
b) Resultados por enajenaciones y otras	-757.425,91	-1.206.786,79	14.288,57	-5,58%	-10,64%	0,16%
A-2) RESULTADOS FINANCIEROS	-1.290.509,49	-1.416.514,14	-706.822,71	-9,50%	-12,49%	-7,93%
A-3) RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	937.272,11	313.051,02	605.275,51	6,90%	2,76%	6,79%
20. Impuestos sobre beneficios	-280.107,95	-96.008,79	-71.277,50	-2,06%	-0,85%	-0,80%
A-4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	657.164,16	217.042,23	533.998,01	4,84%	1,91%	5,99%
A-5) RESULTADO DEL EJERCICIO	657.164,16	217.042,23	533.998,01	4,84%	1,91%	5,99%

ANEXO 6. CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA.

CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA			
Partida	2010	2011	2012
A) OPERACIONES CONTINUADAS			
1. Importe neto de la cifra de negocios.	13.580.277,25	11.337.454,62	8.916.053,67
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0,00	0,00	0,00
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0,00	0,00	0,00
5. Otros ingresos de explotación.	532.006,10	550.185,85	561.008,55
VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)	14.112.283,35	11.887.640,47	9.477.062,22
4. Aprovisionamientos.	-7.945.194,72	-6.225.684,02	-5.792.328,83
7. Otros gastos de explotación.	-1.258.023,28	-1.318.112,56	-882.587,36
VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)	4.909.065,35	4.343.843,89	2.802.146,03
6. Gastos de personal.	-1.985.514,52	-1.743.065,75	-1.267.683,12
RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)	2.923.550,83	2.600.778,14	1.534.462,91
8. Amortización del inmovilizado.	-627.980,03	-564.237,25	-422.721,69
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	19.683,76	8.123,40	10.805,90
10. Excesos de provisiones.	68.702,63	0,00	0,00
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-156.175,59	-315.099,13	189.551,10
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)	2.227.781,60	1.729.565,16	1.312.098,22
12. Ingresos financieros.	177.624,78	349.988,38	35.538,32
13. Gastos financieros.	-244.364,36	-313.205,73	-347.947,47
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	-466.344,00	-246.510,00	91.297,87
15. Diferencias de cambio.	0,00	0,00	0,00
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	-757.425,91	-1.206.786,79	-485.711,43
A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)	-1.290.509,49	-1.416.514,14	-706.822,71
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	937.272,11	313.051,02	605.275,51
17. Impuestos sobre beneficios.	-280.107,95	-96.008,79	-71.277,50
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	657.164,16	217.042,23	533.998,01
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)	657.164,16	217.042,23	533.998,01

ANEXO 7. CUENTA DE RESULTADOS DESAGREGADA (Y RESUMIDA) POR ACTIVIDADES. AÑO 2012. (FIRMES Y CONSTRUCCIONES S.A).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS- DESAGREGADA Y SIMPLIFICADA AÑO 2012						
	AÑO 2012	(93%) ¹⁸			(6%) ¹⁵	(1%) ¹⁵
A) OPERACIONES CONTINUADAS	TOTAL	ACT. PRINCI	Empresa (69,1%) ¹⁹	UTES ²⁰ (30,9%) ¹⁶	INVER. INMOB.	INVER. FINANC.
1. Importe neto de la cifra de negocios	8.916.053,67 €	8.916.053,67 €	6.160.993,09 €	2.755.060,58 €		
4. Aprovisionamientos	- 5.792.328,83 €	- 5.792.328,83 €	-4.002.499,22 €	-1.789.829,61€		
5. Otros ingresos de explotación	561.008,55 €				561.008,55 €	
6. Gastos de personal	-1.267.683,12€	-1.178.945,30 €	- 814.651,20 €	- 364.294,10 €	- 76.060,99 €	- 12.676,83 €
7. Otros gastos de explotación	- 882.587,36 €	- 820.806,24 €	-567.177,12 €	- 253.629,13 €	-52.955,24 €	- 8.825,87 €
8. Amortización de Inmovilizado	-422.721,69 €	-374.526,67 €	-258.797,93 €	- 115.728,74 €	- 48.195,02 €	
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras	10.805,90 €	10.805,90 €	7.466,88 €	3.339,02 €		
11. Deterioro y resultados por enajenación de inmovilizado	114.331,96 €	218.201,35 €	150.777,13 €	67.424,22 €		- 103.869,39 €
13. Otros Resultados	75.219,14 €	75.219,14 €	51.976,43 €	23.242,71 €		
A-1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.312.098,22 €	1.053.673,01 €	728.088,05 €	325.584,96 €	383.797,30 €	- 125.372,09 €
14. Ingresos financieros	35.538,32 €	32.023,91 €	22.128,52 €	9.895,39 €		3.514,41 €
15. Gastos financieros	- 347.947,47 €	- 122.135,24 €	-84.395,45 €	- 37.739,79 €	- 225.812,23 €	
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	91.297,87 €					91.297,87 €
17. Diferencias de cambio	- 485.711,43 €	- 335.626,60 €	- 150.084,83 €			
A-2) RESULTADOS FINANCIEROS	- 706.822,71 €	- 575.822,76 €	-397.893,53 €	-177.929,23 €	- 225.812,23 €	94.812,28 €
A-3) RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	605.275,51 €	477.850,26 €	330.194,53 €	147.655,73 €	157.985,07 €	- 30.559,81 €
20. Impuestos sobre beneficios	- 71.277,50 €	-41.514,96 €	- 28.686,84 €	- 12.828,12 €	- 29.762,54 €	
A-5) RESULTADO DEL EJERCICIO	533.998,01 €	436.335,30 €	301.507,69 €	134.827,61 €	128.222,53 €	- 30.559,81 €

¹⁸ Porcentaje de cada Actividad de la empresa, sobre los ingresos totales (valor aproximado)

¹⁹ Valores sólo del año 2012.

²⁰ UTES: Unión Temporal de Empresas.