



TRABAJO DE FIN DE GRADO

VALORACIÓN DE LA EMPRESA DIA CORPORATE UTILIZANDO EL MÉTODO DE DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

(DIA VALUATION USING DISCOUNTED CASH FLOWS)

Autor: D. Ashraf Belrhiti Alaoui El Maghraoui

Tutor: D. Leonardo Cazorla Papis

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2015 / 2016

Almería, diciembre de 2015

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	1
1.1 Resumen	1
1.2 Empresa seleccionada	2
CAPÍTULO 2. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL	5
2.1 Análisis del sector de la distribución alimentaria	5
2.2 Análisis del sector general: Mercadona	11
2.3 Análisis DAFO: DIA vs Mercadona	14
CAPÍTULO 3. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	16
3.1 Análisis del estado de balance	16
3.1.1 Análisis de la situación del activo	17
3.1.2 Análisis de la situación del patrimonio neto	18
3.1.3 Análisis de la situación del pasivo	19
3.2 Análisis de la cuenta de resultados	20
3.3 Análisis del fondo de maniobra	22
3.4 Análisis de las ratios de liquidez	22
3.5 Análisis de las ratios de endeudamiento	23
3.6 Análisis del rendimiento económico	24
3.7 Análisis de los plazos de cobro y pago	26
3.8 Análisis del rendimiento financiero	26
CAPÍTULO 4. VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA: MÉTODO DE DESCUENTO DEL FLUJO DE EFECTIVO	28
4.1 Introducción al método de valoración	28
4.2 Valoración de la compañía: variables de referencia	30

4.2.1 Activos no afectos a la explotación	30
4.2.2 Horizonte temporal	30
4.2.3 Umbral de rentabilidad exigible: tasa de descuento aplicable	30
4.2.3.1 Cálculo del coste de la deuda (k_d)	31
4.2.3.2 Cálculo del coste de los recursos propios (k_e)	31
4.2.4 Flujo de caja libre	34
4.2.4.1 Análisis de las proyecciones financieras	34
4.2.4.2 Estimación de la cifra de ventas	34
4.2.4.3 Estimación de los gastos de explotación y amortizaciones	35
4.2.4.4 Estimación de las necesidades operativas de fondos.....	36
4.2.4.5 Proyección de la inversión en activo no corriente	37
4.2.4.6 Cálculo de los flujos de caja	38
4.2.5 Valor residual	39
4.2.6 Deuda financiera neta	40
5. CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES Y ANÁLISIS DE RESULTADOS	41
6. CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA	43
ANEXOS	45

ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS

Figura 1. Utilidad de la valoración de empresas	1
Figura 2. Número de tiendas DIA.....	3
Figura 3. Factores de elección del establecimiento.....	5
Figura 4. Evolución del gasto en alimentación 2009-2013.....	6
Figura 5. Gasto alimentario en los hogares en 2013 en relación al año anterior.....	7
Figura 6. Gasto en alimentación en España 2013.....	7
Figura 7. Ranking de empresas que más facturan en el sector 2015.....	8
Figura 8. Principales bienes y servicios adquiridos por Internet 2013 (en porcentaje).	9
Figura 9. Principales motivos para comprar en Internet	9
Figura 10. Evolución de la media de retraso de pago en España.....	10
Figura 11. Rentabilidad de las principales empresas del sector de distribución.....	12
Figura 12. Cuotas del mercado de distribución.....	12
Figura 13. DAFO DIA.....	14
Figura 14. DAFO Mercadona	15
Tabla 1. Balance de situación del activo 2010-2014 (miles de euros)	16
Tabla 2. Balance de situación del pasivo y patrimonio neto 2010-2014 (miles de euros) ...	18
Tabla 3. Cuenta de resultados de DIA 2010-2014 (miles de euros)	20
Tabla 4. Evolución EBITDA de DIA 2010-2014 (miles de euros	21
Tabla 5. Fondo de Maniobra de DIA 2010-2014 (miles de euros)	22
Tabla 6. Ratios de liquidez 2010-2014.....	22

Tabla 7. Ratios de endeudamiento 2010-2014.....	24
Tabla 9. Análisis del rendimiento económico considerando los gastos atribuidos	25
Tabla 10. Comparación rentabilidad económica y coste de la deuda.....	25
Tabla 11. Plazos de cobro y pago de DIA 2010-2014 (días)	26
Tabla 12. Análisis del rendimiento financiero DIA 2010-2014.....	26
Tabla 13. Rentabilidad financiera utilizando el capital social.....	27
Tabla 14. Coste de la deuda de DIA 2010-2014	31
Tabla 15. Rentabilidad del activo libre de riesgo	32
Tabla 16. Coste de los recursos propios DIA	33
Tabla 17. Coste medio ponderado de capital DIA.....	34
Tabla 18. Evolución ventas en escenario optimista 2014-2024 (miles de euros)	35
Tabla 19. Evolución ventas en escenario realista 2014-2024 (miles de euros)	35
Tabla 20. Evolución ventas en escenario pesimista 2014-2014 (miles de euros)	35
Tabla 21. Hipótesis de trabajo de los ingresos y gastos de explotación en los diferentes escenarios	36
Tabla 22. Hipótesis de cálculo de las NOF e inversiones en ANC.....	36
Tabla 23. NOF para los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros)	37
Tabla 24. EBIT de DIA en los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros)	38
Tabla 25. FCL Total de DIA en los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros)	39
Tabla 26. Análisis de los resultados obtenidos.....	42
Anexo 1	45
Anexo 2	45

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Resumen

En este Trabajo de Fin de Grado se va a realizar un análisis de la empresa de origen español, DIA Corporate, con la posterior valoración de la misma utilizando para ello los métodos financieros basados en las expectativas de continuidad de la compañía como el modelo de descuento de flujos financieros (dividendos, beneficios y flujos de caja).

La valoración de empresas en la actualidad se trata de un proceso de suma importancia debido a que durante numerosas actividades que deben afrontar las compañías es necesario conocer el valor de éstas. Operaciones tales como la de abrir nuevos negocios, nuevos segmentos, búsqueda de financiación y conocer si el precio pagado durante las operaciones de compra-venta efectuadas en el mercado bursátil está por debajo de su verdadero valor (infravaloración) o si se está pagando más de lo que vale (sobravaloración). Además, se trata de un proceso imprescindible para controlar si la dirección está gestionando la empresa de forma eficaz y para determinar la creación de valor de los accionistas.

Figura 1. Utilidad de la valoración de empresas

1. Operaciones de compraventa: Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. - para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado. - para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado. - la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
3. Salidas a bolsa: La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
4. Herencias y testamentos: La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (<i>value drivers</i>): Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.
8. Planificación estratégica: Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar. - permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
9. Procesos de arbitraje y pleitos: Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios. - la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre)*.

Fuente: Pablo Fernández (2008).

El objetivo, por tanto, de este trabajo consistirá en estimar un valor razonable de la compañía. Para ello, es necesario conocer cómo ha evolucionado la empresa en los últimos años (2010-2014) y sobre esta situación se efectuará la previsión de la evolución de la empresa para calcular el valor actual de DIA teniendo en cuenta las expectativas futuras. Como DIA Corporate es una empresa cotizada, se comparará el precio que está pagando el mercado por participar en la empresa con el valor obtenido y así sabremos si el título está infravalorado o sobrevalorado.

El método utilizado para calcular el valor actual de la empresa es el del descuento de los flujos de efectivo, por el cual actualizamos los flujos futuros de DIA al período actual a una tasa de riesgo asociada a la empresa que hemos calculado por el modelo CAPM. Los resultados obtenidos es que actualmente los títulos de esta empresa se encuentran sobrevalorados pues la ratio Equity Value sobre el beneficio neto que hemos calculado se encuentra por encima del PER de DIA.

1.2. Empresa seleccionada.

La empresa seleccionada DIA Corporate se trata de una empresa de distribución que actúa en un ámbito internacional participando en la actualidad en Portugal, Argentina, Brasil, China y España, siendo éste último el territorio principal y en el que cuenta con un mayor número de almacenes.

Figura 2. Número de tiendas DIA.

Número de tiendas DIA

	2013*	TOTAL	2014	TOTAL
	PROPIAS/FRANQUICIAS		PROPIAS/FRANQUICIAS	
España	2.694 / 1.457	4.151	3.135/ 1.646	4.781
Portugal	375 / 266	641	346 / 288	634
Argentina	193 / 450	643	238 / 486	724
Brasil	251 / 416	667	304 / 495	799
China	189 / 172	361	198 / 170	368
TOTAL TIENDAS DIA	3.702/ 2.761	6.463	3.712 / 2.886	7.306

Fuente: Página web de la empresa (www.dia.es)

DIA Corporate al abarcar un público objetivo tan amplio ha apostado por segmentar su mercado con una diversa variedad de modalidades de sus establecimientos para cubrir de manera eficiente las necesidades de los distintos clientes que posee. Entre sus tiendas encontramos:

- **DIA Market.** La estrategia seguida en ese tipo de tienda es la de ofrecer un amplio surtido de productos a la mejor relación entre precio y calidad.
- **DIA Fresh y Fresh by DIA.** Que se trata de un modelo de negocio que está pensado como una plataforma de experimentación para que DIA se convierta en especialista de frutas y verduras.
- **DIA Maxi.** Es el tipo de tienda más grande y se suele encontrar en los centros urbanos.
- **La Plaza de DIA.** Este tipo de establecimiento representa la idea de supermercado sustentado en un trato cercano y familiar al cliente para cubrir sus necesidades diarias de compra.
- **Max Descuento.** Está orientada a los profesionales de hostelería y alimentación.
- **Clarel.** Cuyo objetivo es satisfacer las demandas de productos de belleza, cuidado personal y hogar de los clientes.

- **El Árbol.** Sigue el concepto de cercanía y proximidad a los clientes.
- **Cada DIA.** Orientado a los ámbitos rurales.
- **Minipreço.** Se trata de la marca con la que funciona en Portugal.
- **Mais Perto.** Equivalente de Cada DIA en Portugal.

Toda esta amplia red de tiendas con las que la empresa DIA Corporate opera en el mundo se sustenta bajo la estrategia de franquicia, en la que más de un 40% de las tiendas con las que cuenta la empresa son franquicias, siendo DIA la compañía que más franquiciadoras posee en el sector de la alimentación de España y la 3ª en Europa. (Datos de la IFA).

La estrategia que DIA está llevando actualmente es la de intentar ser el líder de la distribución en el segmento 2P, es decir busca satisfacer las necesidades de los clientes que demandan precio y proximidad.

Según la página web de la compañía, los ejes fundamentales en los que se sustenta esta estrategia son:

- Ser especialistas en proximidad.
- Mejorar la eficiencia para colocar sus productos a mejores precios.
- Mejorar la imagen de marca de la empresa, invirtiendo en calidad a los productos propios.
- Programas de fidelización de clientes.
- Ser un operador de bajo coste.
- Apostar por las franquicias.

La información que se usará para la valoración de la empresa es la que viene recogida en los estados financieros de DIA Corporate que aparecen recogidos en su página web. También se analizarán los resultados de la empresa para ver cuál es la evolución que ha seguido en los últimos años y prever cuál es la dirección que va a seguir.

Asimismo, y puesto que DIA se trata de una entidad de gran peso en España y pertenece al grupo de empresas que forman el IBEX-35, se estudiarán los diversos índices y los valores históricos de importancia para obtener datos de utilidad sobre el grupo DIA.

2. ANALISIS DEL ENTORNO GENERAL

2.1. Análisis del sector de la distribución alimentaria

El sector de la distribución alimentaria en España desde la etapa de crisis económica ha vivido afectado por las guerras de precios de las empresas que lo conforman, donde encontramos a Mercadona como líder, que ha apostado por un crecimiento orgánico, seguida de otras empresas de Discount (como son DIA, Lidl, entre otras), que han apostado por seguir estrategias de fusiones y adquisiciones para crecer.

Los consumidores de este sector ya no buscan ir a grandes hipermercados, de hecho, en España el 2013 fue el año con menos aperturas de hipermercados desde 2013 (Nielsen 360).

En un estudio realizado por Kantar WordPanel se revelan los factores que más atraen a los clientes a la hora de seleccionar el establecimiento donde van a realizar la compra de los alimentos.

Figura 3. Factores de elección del establecimiento.

FACTORES DE ELECCIÓN DE ESTABLECIMIENTO PARA LA COMPRA DE ALIMENTOS

En porcentaje

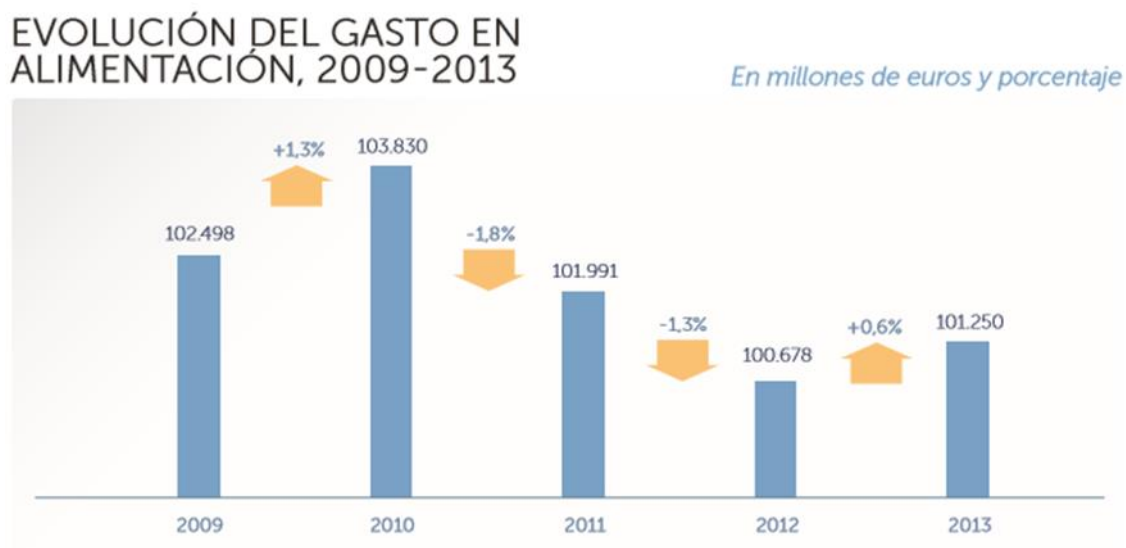
	2006	2008	2010	2011	2012	2013
Calidad de los productos	54,0	62,1	67,2	66,7	51,9	64,1
Buenos precios (aparte de ofertas)	35,3	55,5	58,3	59,3	62,7	55,3
Proximidad y cercanía	54,8	44,3	45,1	40,4	50,9	47,8

Fuente: Magrama.gov.es datos de consumo alimentario en España 2013.

Observamos en la figura 5, como los factores condicionantes para la selección del establecimiento son la calidad, con un 64,1% de importancia, el precio, 55,3% y la proximidad del establecimiento, 47,8%. Por lo que, aunque estos clientes demandan ahorro, no lo hacen a costa de la calidad de los productos.

El gasto de los consumidores en alimentación ha ido en descenso provocado por la situación de crisis, desde el año 2010 hasta el 2012 pero en el año 2013, se produjo un leve incremento del 0,6% con respecto al año anterior, tal y como se aprecia en la figura que se muestra a continuación.

Figura 4. Evolución del gasto en alimentación 2009-2013.



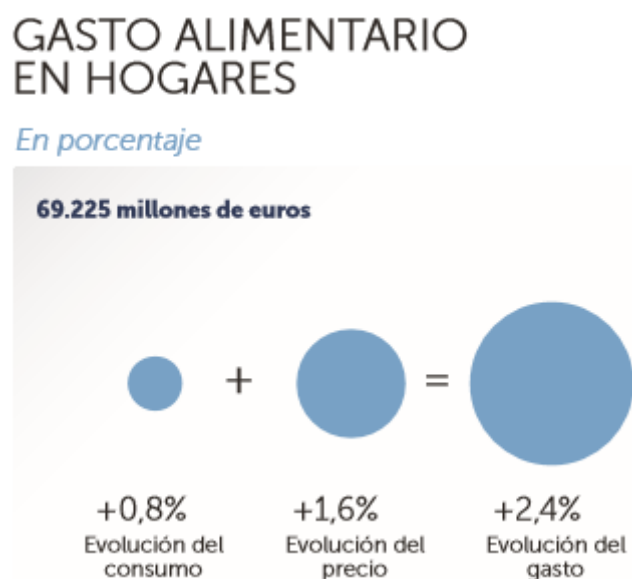
Fuente: Magrama.gob.es datos de consumo alimentario en España 2013.

Este incremento en el gasto en alimentación en España, se debe fundamentalmente al incremento del gasto alimentario en los hogares (+2,4%).

El aumento de este consumo es debido a un crecimiento en el consumo de productos básicos (en torno al 10%), como la harina, seguido de las pastas (algo más del 6%), las legumbres (3,5%) y el pan.

Según datos de Kantar, la cesta de la compra en España incrementó en 2013 en un 0,4% y cada hogar gastaba de media alrededor de 4 500€.

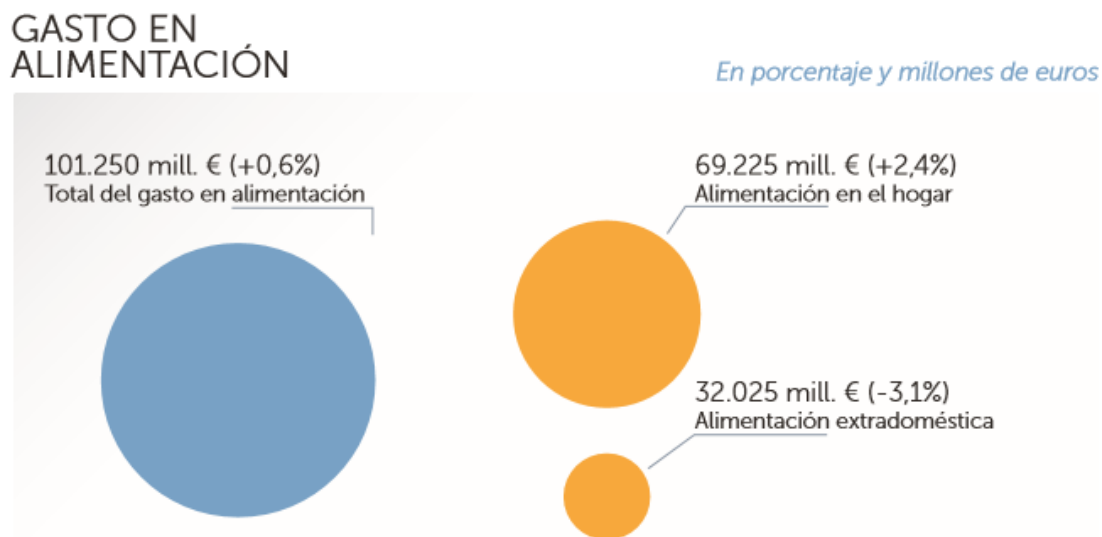
Figura 5. Gasto alimentario en los hogares en 2013 en relación al año anterior.



Fuente: Magrama.gob.es datos de consumo alimentario en España 2013.

Con todo lo anterior, el gasto en alimentación total de España en 2013, ascendía a 101.250 millones de euros de los cuales 69.225 millones pertenecen a la alimentación en los hogares y 32.025 millones a la alimentación extradoméstica.

Figura 6. Gasto en alimentación en España 2013.



Fuente: Magrama.gob.es datos de consumo alimentario en España 2013.

Las empresas que más han facturado en el sector de la distribución son las que se muestran en la figura 9, donde encontramos como principal compañía a Mercadona con una facturación en este año 2015 que asciende a 18 mil millones de euros seguida de muy de lejos por Carrefour con 7 mil millones y DIA con 4 mil millones.

Figura 7. Ranking de empresas que más facturan en el sector 2015.

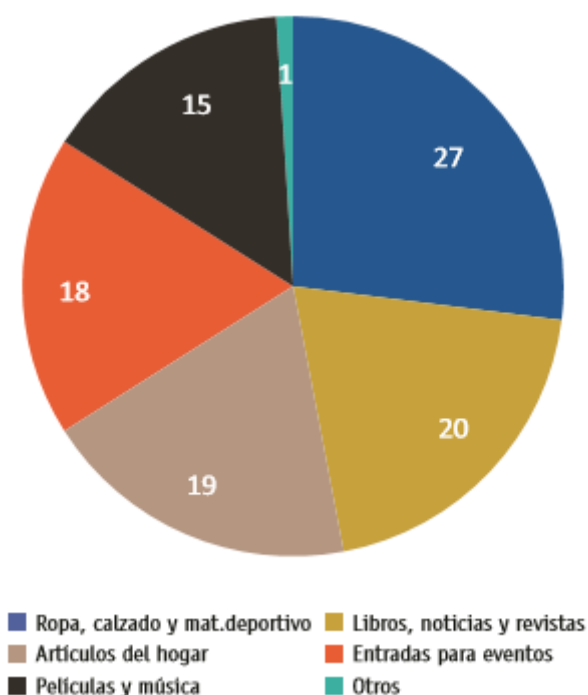
Ranking Sectorial de Empresas				
Sector CNAE: (4711) Comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en productos alimenticios, bebidas y tabaco				
Posición Sector	Evolución Posiciones	Nombre de la empresa	Facturación (€)	Provincia
1	0 ➡	MERCADONA SA	18.033.983.000	Valencia
2	0 ➡	CENTROS COMERCIALES CARREFOUR SA	7.355.180.000	Madrid
3	0 ➡	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA	4.199.037.000	Madrid
4	0 ➡	ALCAMPO SA	3.139.226.000	Madrid
5	0 ➡	EROSKI SOCIEDAD COOPERATIVA	1.771.302.000	Bizkaia
6	0 ➡	CONSUM S COOP V	1.729.581.194	Valencia
7	0 ➡	CECOSA SUPERMERCADOS SOCIEDAD LIMITADA	981.528.000	Bizkaia
8	1 ⬆	SUPERMERCADOS SABECO SA	951.084.115	Zaragoza
9	1 ⬆	GRUPO EL ARBOL DISTRIBUCION Y SUPERMERCADOS, SA	891.299.000	Valladolid
10	0 ➡	BON PREU SA	815.837.640	Barcelona

Fuente: Eleconomista.

Una de las nuevas formas de ventas que están surgiendo en la actualidad se trata del comercio electrónico, en el caso de la UE un 47% de personas lo han hecho según datos del INE. Los principales bienes que suelen adquirir, cómo se muestran en la figura a continuación, son la ropa, libros y artículos del hogar.

Es por este motivo, que con el objetivo de estar no sólo físicamente localizadas las empresas de este sector están apostando por invertir en las TIC, hecho que se observa según la ONTSI (Observatorio de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información) en que un 26,4% de las microempresas de este sector participan activamente en las redes sociales en 2013, un 17,4% más que el año anterior.

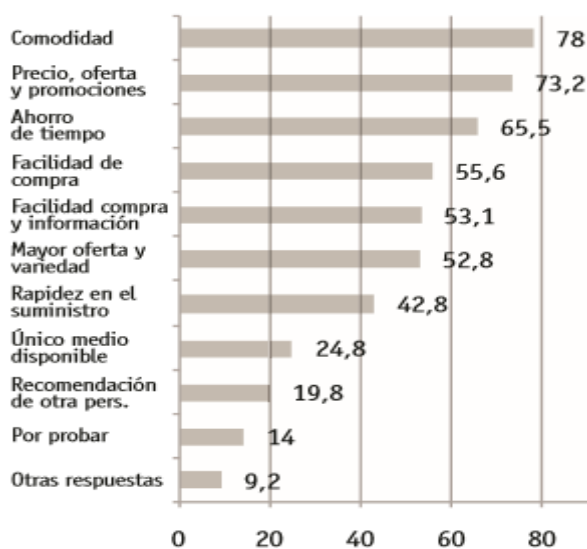
Figura 8. Principales bienes y servicios adquiridos por Internet 2013 (en porcentaje).



Fuente: INE

Según datos del Instituto Nacional de Estadística, en España en torno al 60% de los consumidores de productos en Internet están comprendidos entre los 25 y 44 años de edad y los principales motivos de realizarlas utilizando el comercio electrónico aparecen reflejadas en la figura 11.

Figura 9. Principales motivos para comprar en Internet.

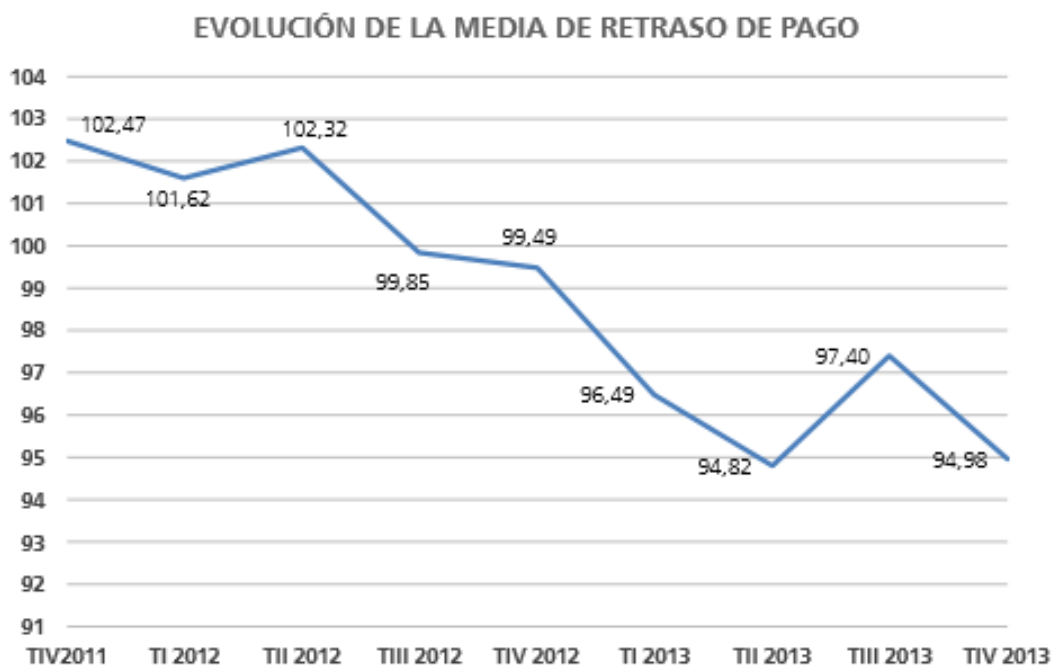


Fuente: INE

Por último, destacar que una de las características que destacan en este sector es que los plazos de pago a los proveedores suelen ser mucho más largos que los plazos de cobro a clientes. Por esto, y con el fin de evitar la morosidad en el sector privado, en España se aprobó la ley que fija el plazo máximo de pago en 60 días para evitar perjudicar a las pequeñas empresas y autónomos que son los que más sufren esta situación.

La evolución de estos plazos de pago ha ido bajando en España desde la aprobación de la ley, donde a pesar de esto existen proveedores que aceptan plazos por encima del límite de legal.

Figura 10. Evolución de la media de retraso de pago en España.



Fuente: Eurostat.

Se observa en la figura anterior como el plazo de pago a proveedores ha bajado desde el 2011 que se encontraba en 102 días hasta el último trimestre de 2013 situándose en 94 días, una bajada de 8 días de plazo medio, aunque todavía muy lejos de los 60 días que se imponen como máximo en la legislación.

2.2 Análisis del entorno general: Mercadona

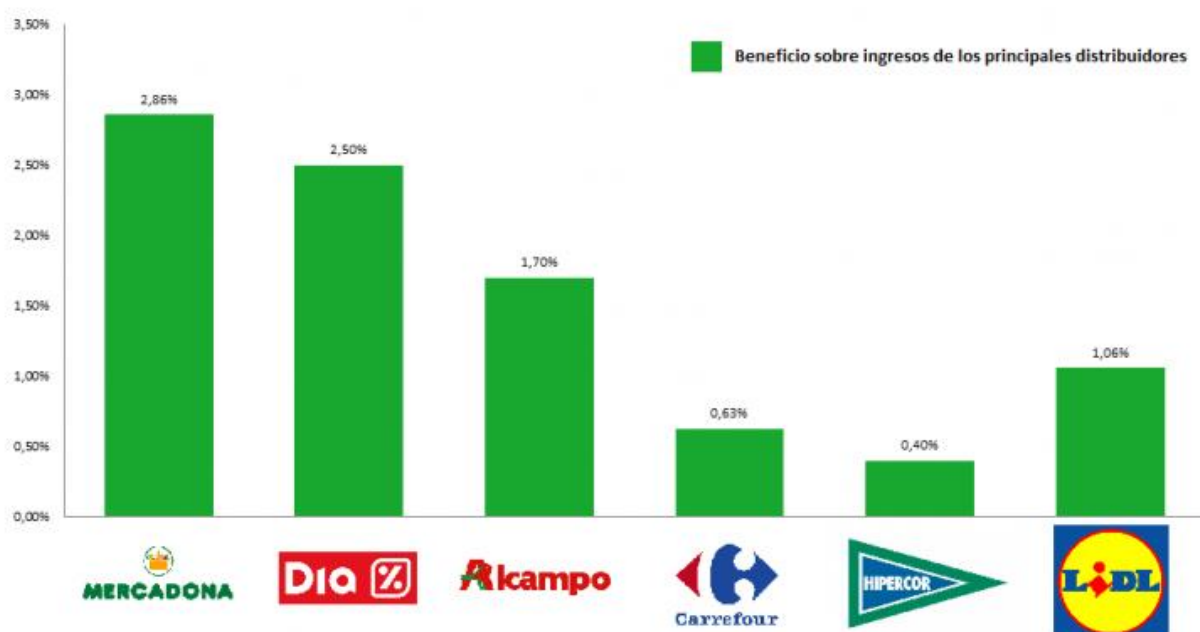
Para conocer mejor la posición competitiva que DIA ocupa en su segmento de actividad dentro del sector de la gran distribución, en este apartado compararemos la compañía objeto de nuestro estudio con la empresa líder Mercadona, con la finalidad de conocer mejor su situación actual y sus tendencias de desarrollo futuro.

En primer lugar, DIA se trata de una empresa cotizada y forma parte del IBEX35 y Mercadona no cotiza por lo que hay factores como la especulación del mercado y la falta de transparencia que afectan a una empresa más que a otra y esto hace que puedan existir diferencias y complicaciones para comparar ambas empresas.

Mercadona es el líder en España del sector de la distribución con una cuota de mercado del 23%, en comparación con la segunda empresa que se trata del Grupo DIA que posee el 9%. Ambas empresas han ido incrementando sus respectivas cuotas desde 2012 en la que Mercadona poseía el 20% y DIA el 7,7%. (Datos de Kantar WordPanel).

Además, estas empresas son las más rentables del territorio español en el sector de la distribución, tal y como se muestra en la tabla Mercadona genera 2,86 euros por cada 100 euros que factura y DIA 2,50 euros por cada 100.

Figura 11. Rentabilidad de las principales empresas del sector de distribución.



Fuente: Voz Populi.

Estas compañías han llevado a cabo estrategias de precios competitivos para productos de calidad mediante la cual han conseguido impulsar sus ventas aprovechando la proximidad a sus clientes y la variedad de productos de sus establecimientos.

Figura 12. Cuotas del mercado de distribución.



Fuente: Cinco Días.

En lo que respecta al número de trabajadores, Mercadona opera con 74.000 trabajadores sólo en España mientras que DIA cuenta con 40.000 trabajadores repartidos por Argentina, Brasil, China, Portugal y España.

En lo referente al posicionamiento, los clientes de Mercadona son las familias españolas, al que denominan como “jefes” y para satisfacer sus necesidades cuentan con cerca de 2.000 proveedores e interproveedores comerciales y de servicios y que suponen en su balance 2.096 millones de euros.

Los clientes del grupo DIA son los consumidores finales de los países en los que se encuentra como Argentina, Brasil, China, Portugal y España. Para abastecer a estos la empresa trabaja con cerca de 1.000 proveedores, de los cuales el 84% son proveedores locales. Esta cifra representa 1,7 millones en la partida de acreedores comerciales en su balance, significativamente inferior a la de Mercadona.

En relación al plazo medio de pago a proveedores, Mercadona tarda en pagar a sus proveedores 51 días de media mientras que DIA posee un plazo de pago a proveedores en torno a los 120 días. Este dato indica que DIA cuenta con más financiación con origen en proveedores, recursos que puede destinar para financiar otras necesidades a corto, medio y largo plazo.

Por otra parte, en comparación con Mercadona, DIA cuenta con una tarjeta de fidelización con la cual sus clientes obtienen puntos que pueden canjear y además ofrecen servicios de recargas telefónicas, entre otros. Así se observa que el mercado de DIA abarca no sólo el territorio español ya que se encuentra en distintas partes del mundo, sino que ofrece más variedad en la gama de servicios ofertada a sus clientes, a pesar de que ambas compañías sigan la estrategia de “locales de barrio” con una buena relación calidad/precio.

En relación a la cifra de ventas, en 2014, DIA alcanzó una cifra de negocio de algo más de 8 millones de euros, cifra que representa un descenso del 18,6% respecto del año anterior. Por su parte, Mercadona alcanzó una cifra de negocio de 18 millones habiendo, cifra que supuso un incremento del 1,8% respecto del año anterior.

Respecto de la partida de inmovilizado, en Mercadona éste alcanza un valor contable de 3,4 millones de euros, situándose la ratio ventas sobre inmovilizado en 5,29.

En el caso del grupo DIA el valor contable de los activos se situó en unos 1,3 millones, tomando el indicador ventas sobre inmovilizado el valor de 6,15 euros de venta. Debemos de tener en cuenta que ambas empresas gestionan parte de sus ventas vía online, si bien, esta línea de negocio apenas representa un 1% de sus ventas.

2.3 Análisis DAFO: DIA vs Mercadona.

Con todas estas características y teniendo en cuenta los factores que afectan al entorno en el que operan las empresas podemos realizar un análisis DAFO, que se trata de un modelo sencillo para analizar, dependiendo de las oportunidades y amenazas detectadas y partiendo de sus debilidades y fortalezas, tomar decisiones estratégicas acerca del futuro de la empresa.

Figura 13. DAFO DIA.

FACTORES INTERNOS	DEBILIDADES	FORTALEZAS
	Imagen de marca Alto nivel de endeudamiento Gestión del SEO online	Rentabilidad Calidad de los productos Cuota de mercado Precios competitivos
FACTORES EXTERNOS	AMENAZAS	OPORTUNIDADES
	Entrada de nuevos competidores Posible imitación de la estrategia	Ubicaciones geográficas Compra online Predisposición de los clientes

Fuente: Elaboración propia

En el apartado de debilidades de DIA Corporate se observa cómo una de sus limitaciones es la poca solidez de la imagen de marca con respecto a su competidor Mercadona, que explica la mejor cuota de ésta en el mercado. Otra de las debilidades con las que cuenta a parte del alto nivel de endeudamiento es su gestión del posicionamiento online, ya que si lo gestionase de una forma más eficiente y aprovecharse las TIC podría convertir esta situación en una oportunidad de crecimiento. Entre sus fortalezas destaca la buena relación entre precio y calidad que atrae a sus clientes y la alta rentabilidad que ofrece a sus accionistas.

Analizando los factores externos que pueden llegar a afectar a la empresa, las ubicaciones geográficas en las que están expandiéndose en los últimos años (China o

Brasil) son países emergentes que se espera que crezcan en los próximos años y pueden generar grandes beneficios para la compañía. Esto también conlleva la principal amenaza de que su modelo de gestión sea imitado en estos países.

Figura 14. DAFO Mercadona.

FACTORES INTERNOS	DEBILIDADES	FORTALEZAS
	Poca variedad de marcas No existen servicios específicos	Rentabilidad Calidad de los productos Líder del mercado Fuerte imagen de marca Precios competitivos
FACTORES EXTERNOS	AMENAZAS	OPORTUNIDADES
	Entrada de nuevos competidores Adaptación a la cultura de otros países	Apertura de nuevos mercados Economías de escala Predisposición de los clientes

Fuente: Elaboración propia.

Si analizamos el cuadro DAFO de Mercadona, encontramos como principal debilidad la poca variedad de marcas en relación a su competidor DIA y la inexistencia de servicios específicos para profesionales, restaurantes, etc. Sin embargo, el grupo DIA sí que cuenta con esta gama de productos diferenciados en sus diferentes tipos de establecimientos que se analizara más adelante. En referencia a sus fortalezas, Mercadona es el líder indiscutible del territorio español y tiene una fuerte imagen de marca que permite llegar mejor a sus clientes, todo esto apoyado en su estrategia de Siempre Precios Bajos. Además, esta empresa es la más rentable de su sector y podría aprovechar esta situación para expandirse más allá del horizonte español.

Esta posible oportunidad como la expansión aprovechando las economías de escala que Mercadona posee presenta la amenaza de la dificultad de adaptarse a las nuevas culturas de los países en los que decida operar.

3. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA COMPAÑÍA DIA

En este apartado se analizarán los distintos estados financieros que presenta la compañía DIA para conocer el valor contable que va a ser el punto de partida de cara al estudio de su valor, utilizando para ello métodos basados en la estimación de las expectativas.

Conocer los datos de la compañía a nivel contable, así como la estructura, la composición y la evolución de las partidas clave que conforman los estados financieros de la empresa, permitirá poder realizar las oportunas estimaciones de hechos futuros a partir de sucesos pasados.

3.1 Análisis del estado de balance

El balance de situación nos muestra la situación que presenta una entidad en un momento determinado, por eso se dice que presenta magnitud fondo. Esta situación o imagen que vamos a tomar de DIA será a 31 de diciembre, ya que es el momento de cierre del ejercicio económico y su actividad coincide con el año natural.

Los datos recopilados corresponden a los últimos 4 años para evitar utilizar información de la evolución de la empresa que se deba a circunstancias eventuales. Además, al utilizar varios ejercicios económicos, podemos efectuar un análisis de la evolución de las principales magnitudes financieras.

Tabla 1. Balance de situación del activo 2010-2014 (miles de euros).

ACTIVO	2010	2011	2012	2013	2014
Inmovilizado material	1.597.421	1.625.960	1.618.631	1.601.651	1.270.356
Fondo de Comercio	414.435	416.543	422.966	454.388	464.642
Otros activos intangibles	45.419	44.376	38.377	45.613	32.567
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	108	1.599	1.303	787	-
Otros activos financieros no corrientes	51.665	57.668	65.253	79.086	81.162
Créditos al consumo de empresas financieras	3.191	1.973	1.037	555	363
Activos por impuesto diferido	29.283	58.191	54.550	57.667	147.890
Activos no corrientes	2.141.522	2.206.310	2.202.117	2.239.747	1.996.980
Existencias	539.303	521.926	527.066	544.867	553.119
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	178.983	191.254	179.556	209.661	244.592
Créditos al consumo de empresas financieras	5.634	5.364	5.444	5.698	6.362
Activos por impuestos corrientes	38.392	61.705	80.218	77.651	106.940
Otros activos financieros corrientes	21.615	18.981	30.643	10.714	12.144
Otros activos	11.097	14.100	15.299	14.112	7.836
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	316.842	289.943	350.425	262.037	199.004
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	13.875	6.100	10
Activos corrientes	1.111.866	1.103.273	1.202.526	1.130.840	1.130.007
TOTAL ACTIVO	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587	3.126.987

Fuente: Elaboración propia a partir de la memoria de DIA.

3.1.1. Análisis de la situación del activo 2010-2014.

En relación al Activo, en la tabla 1, observamos que las partidas que más peso tienen son el inmovilizado material, el fondo de comercio, las existencias y el efectivo.

El inmovilizado material ha disminuido progresivamente desde el año 2011 al 2014, pese a que ha ido expandiéndose por los mercados de Brasil y Argentina, debido a las bajas de elementos sustituidos durante las mejoras que han ido realizando sobre las instalaciones y el cierre de algunos establecimientos que se produjo en Turquía en 2013.

Los fondos de comercio del Grupo son una partida que ha ido incrementando con el tiempo y están compuestos, en España, por la adquisición de El Árbol en 2014, la adquisición de Schlecker en 2013, la adquisición de Sociedad Plus Supermercados y la Sociedad Distribuciones Reus. Además de otros fondos de comercio generados en Francia y Portugal principalmente.

Las existencias son otra partida que tiene un elevado peso sobre el volumen total del activo suponiendo cerca del 50% del activo corriente. Este alto porcentaje que ocupan las existencias es importante para una empresa de distribución como DIA, pues debe tener un volumen suficiente para evitar que el cliente no encuentre el producto que busca en el establecimiento y evitar lo que se denomina costes de ruptura de stocks o de demanda insatisfecha. Sin embargo, tener un nivel alto de existencias también implica una serie de costes como el de aprovisionamiento y el de almacenaje.

También, se observa en la tabla cómo la partida de deudores posee un peso importante en el activo, por lo que esta situación sumada a lo anterior son datos que se analizarán posteriormente.

Por último, la empresa en los años de análisis ha gozado de cierta liquidez en forma de tesorería, y la disminución entre el período 2013-2014 se explica por el vencimiento de los depósitos inferiores a 3 meses de Francia y Argentina.

En definitiva, la reducción del activo total entre 2011 y 2014 se explica fundamentalmente por la reducción del inmovilizado explicada anteriormente, lo que significa que DIA ha reducido la importancia de su activo no corriente incrementando la del activo corriente, dándole prioridad a la liquidez.

Tabla 2. Balance de situación del pasivo y patrimonio neto 2010-2014 (miles de euros).

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2010	2011	2012	2013	2014
Capital	3.899	67.934	67.934	65.107	65.107
Prima de emisión	848.533	618.157	618.157	618.157	618.157
Reservas	565.396	648.968	624.624	659.648	553.059
Otros instrumentos de patrimonio propio	16.524	37.066	53.089	10.510	36.037
Beneficio neto del ejercicio	122.149	98.462	157.884	209.259	329.229
Diferencias de conversión	4.594	86	13.516	37.909	45.836
Cobertura de flujos de efectivo	20	167	647	820	55
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante	430.283	98.772	152.099	183.636	377.616
Participaciones no dominantes	7.794	5.844	4.436	-	46
Total Patrimonio neto	422.489	104.616	147.663	183.636	377.570
Deuda financiera no corriente	27.994	599.656	553.112	700.672	532.532
Provisiones	184.433	168.975	100.630	72.570	86.100
Otros pasivos financieros no corrientes	-	-	-	8.245	7.539
Pasivos por impuesto diferido	10.377	85.614	115.509	57.978	2.749
Pasivos no corrientes	222.804	854.245	769.251	839.465	628.920
Deuda financiera corriente	540.459	266.146	426.623	212.328	199.912
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.726.110	1.780.233	1.758.570	1.786.884	1.693.113
Refinanciación de los créditos al consumo	480	-	-	-	-
Pasivos por impuestos corrientes	106.820	117.313	118.460	141.837	82.440
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	23.489	6.851	7.208	18.702	8.747
Otros pasivos financieros	208.190	178.287	154.687	156.679	136.189
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	2.547	1.892	22.181	31.056	96
Pasivos corrientes	2.608.095	2.350.722	2.487.729	2.347.486	2.120.497
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587	3.126.987

Fuente: Elaboración propia a partir de la memoria de DIA.

3.1.2. Análisis de la situación del patrimonio neto 2010-2014.

Respecto del Patrimonio Neto, en el balance se observa que las partidas más importantes son las pertenecientes a la prima de emisión y las reservas. La prima corresponde a una ampliación de capital de 847.736 miles de euros realizada en 2004, que fue totalmente desembolsada y suscrita aportando en forma de pago 39.000 acciones correspondientes a la entidad ED SAS. La disminución que se produjo en el período 2010-2011 es debida a que la compañía decidió ampliar el capital social con cargos a esta reserva, y por el reparto de dividendos extraordinarios producido el 23 de junio de 2011, momento desde el cuál esta partida ha permanecido intacta.

Por otro lado, las reservas están formadas por la reserva legal y otras reservas. La reserva legal de esta sociedad debe dotar una cifra igual al 10% del beneficio del ejercicio hasta que alcance, al menos, el 20% del capital social. Además, no pueden ser distribuidas a menos que se justifiquen con beneficios futuros. Otras reservas, partida que es indisponible y se originó como consecuencia de una disminución de capital social, incluyen las reservas de consolidación y las reservas por redenominación del capital. Finalmente, conforman esta partida de reservas las reservas voluntarias que presentan las mismas restricciones de disposición que la prima de emisión.

En resumen, el patrimonio neto de la empresa bajó considerablemente entre el período de 2010-2011 debido a la variación producida en la prima de emisión explicada anteriormente y desde entonces el patrimonio neto ha ido incrementando.

3.1.3. Análisis de la situación del pasivo 2010-2014.

Respecto al Pasivo No Corriente, está constituido en su totalidad por la deuda financiera no corriente, por las provisiones y, en menor medida, por los pasivos por impuesto diferido. La deuda financiera no corriente se debe a que la Sociedad dominante realizó en 2011 un contrato de financiación con diversas entidades de crédito tanto nacionales como extranjeras de un importe máximo de 1.050.000 miles de euros. Este préstamo presenta las siguientes características:

- Tramo A, consiste en un préstamo por importe de hasta 350.000 miles de euros y plazo de 5 años, cuya amortización consiste en un abono anual de cuotas en 2011 (10%) y 2012, 2013, 2014, 2015 (20%) a final del ejercicio económico a 31 de diciembre.
- Tramo B consistente en un préstamo de 350.000 miles de euros y plazo de amortización de 5 años con amortización al vencimiento.
- Tramo C que se trata de una línea de crédito revolving por importe máximo de hasta 350.000 miles de euros para la financiación de necesidades de capital circulante y amortizable a último día del período de interés.
- El tipo de interés aplicado es para los tramos A (Euribor + 1,75%), B (Euribor + 1,90%), C (Euribor + 1,50%-1,90%, dependiendo del margen de utilización).
- Las garantías asumidas por la Sociedad dominante serán solidariamente garantizadas por Twins Alimentación, Pe-Tra y DIA Portugal Supermercados.

La bajada producida en el último año se debe a que el 3 de julio de 2014, DIA formalizó un contrato de crédito con varias entidades por importe de 400 millones y vencimiento a 5 años, que, junto con la emisión de algunos bonos, ha servido para cancelar totalmente préstamos concedidos en 2013, y parcialmente partes de los tramos de los préstamos A y B. Además de esto también ha podido financiar operaciones ordinarias y de fondo de maniobra.

En resumen, el efecto neto de estas operaciones ha supuesto un incremento de 400.000 millones del pasivo no corriente

La otra gran partida es la relativa a las provisiones que está formada por las retribuciones a largo plazo al personal por planes de prestación, que se trata de compromisos con sus trabajadores en activo en concepto de pensiones y premios de permanencia. También forman parte de esta partida las provisiones fiscales, legales y sociales que incluyen principalmente riesgos derivados de las actuaciones inspectoras de la Administración. En general, esta partida ha ido perdiendo peso a lo largo de los últimos años reduciendo su importancia en el pasivo no corriente.

Por último, y en referencia al Pasivo Corriente, las grandes partidas que lo conforman se tratan de la deuda financiera corriente y los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar. La deuda financiera corriente consiste en la parte anual de la financiación de la deuda no corriente explicada anteriormente que debe afrontar la compañía.

La mayor partida dentro del pasivo corriente pertenece a los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar que suponen más del 50% del total del pasivo corriente. Esta cuenta recoge principalmente, deudas a corto plazo con suministradores de mercancías y de servicios representados mediante efectos de giro y/o pagarés. Estos saldos no devengan intereses y no han variado de manera significativa en los últimos años.

3.2 Análisis de la cuenta de resultados.

La importancia de la cuenta de resultados radica en que no sólo proporciona información de las pérdidas y las ganancias de la empresa, sino que también informa sobre las causas de ese resultado. Un resultado positivo en esta cuenta nos dice que ha aumentado la riqueza de los propietarios de la empresa y uno negativo de que ha disminuido la riqueza, y por lo tanto minora el valor del patrimonio neto.

Tabla 3. Cuenta de resultados de DIA 2010-2014 (miles de euros).

	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas	9.588.045	9.779.473	9.707.554	9.844.338	8.010.967
Otros ingresos	84.951	115.379	131.793	142.927	105.250
TOTAL INGRESOS	9.672.996	9.894.852	9.839.347	9.987.265	8.116.217
Consumo de mercaderías y otros consumibles	7.621.858	7.796.862	7.754.444	7.821.780	6.350.221
Gastos de personal	796.007	807.875	781.545	820.273	660.282
Gastos de explotación	776.408	785.299	708.094	737.463	580.120
Amortizaciones	292.321	278.784	268.940	266.886	184.604
Deterioro	8.000	8.989	7.648	4.601	5.525
Resultados procedentes de inmovilizado	40.359	4.367	10.539	10.642	11.558
RESULTADOS DE EXPLOTACION	138.043	212.676	308.137	325.620	323.907
Ingresos financieros	5.945	9.057	26.211	9.822	16.447
Gastos financieros	18.628	44.780	52.052	49.467	57.259
Resultado procedente de instrumentos financieros	-	-	85	105	103
Resultado de sociedades por el método de la participación	600	870	1.070	554	-
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	124.760	177.823	283.281	286.424	283.198
Impuesto sobre beneficios	87.207	83.449	101.839	95.495	74.556
BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS	37.553	94.374	181.442	190.929	208.642
Beneficio después de impuestos de las actividades interrumpidas	79.341	-	35.056	5.129	120.582
BENEFICIO NETO	116.894	94.374	146.386	196.058	329.224
BENEFICIO DEL EJERCICIO ATRIBUIBLE A TENEDORES DE INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO NETO DE LA DOMINANTE	122.149	98.462	157.884	209.259	329.229
BENEFICIO DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS	41.129	98.462	181.901	190.929	208.647
BENEFICIO DE LAS ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS	81.020	-	24.017	18.330	120.582
Resultado de actividades continuadas atribuido a participaciones no dominantes	3.576	4.088	459	-	5
Resultado de actividades interrumpidas atribuido a participaciones no dominantes	1.679	-	11.039	13.201	-
Ganancias por acción básicas y diluidas					
Beneficio de las actividades continuadas	0,06	0,15	0,28	0,29	0,32
Beneficio de las actividades interrumpidas	0,12	-	0,04	0,03	0,19
Beneficio del ejercicio	0,18	0,15	0,24	0,32	0,51

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la tabla 3, el beneficio neto ha incrementado de manera significativa doblando en 2014 la cifra que representaba en 2010. Comparando este beneficio neto con la cifra de ventas se observa que en 2010 por cada 100 euros que vendía DIA, 1,2 euros eran de beneficio, y en 2014 asciende ese beneficio hasta 4 euros. Se trata de un dato muy positivo que indica, como puede comprobarse, que los gastos, sobre todo los referentes a los de explotación, se han reducido más que los ingresos debido a las mejoras realizadas que ha hecho que se opere con mayor eficiencia.

Estas cifras de ventas corresponden a los tres segmentos donde opera DIA Corporate:

- Segmento Iberia. (España y Portugal).
- Segmento de Francia.
- Segmento de Países Emergentes. (Brasil y Argentina).

Es decir, como se observa en la tabla la empresa evoluciona favorablemente pese a ir disminuyendo los ingresos debido a que los gastos se han disminuido en mayor medida.

El mayor crecimiento es el que se produce entre el período 2013-2014 debido al beneficio después de impuestos de las actividades interrumpidas que eleva mucho la cifra de beneficio neto. Esta cifra viene dada debido a que DIA formalizó una opción de compra venta con Carrefour, por la Carrefour se obligaba a adquirir la totalidad del capital social de DIA Francia. Por otro lado, también firmó un contrato conjuntamente con un socio de Turquía, por el que éste se comprometía a adquirir el 100% de las acciones DIA Turquía.

En cuanto al resultado de explotación, es una cifra que ha ido aumentando con el paso de los años en el período de estudio por lo que cuando se realicen proyecciones a futuro se estimará un crecimiento del mismo.

Por último y con referencia al EBITDA dentro de esta cuenta de resultados, se trata de un indicador que muestra la capacidad de la empresa para generar beneficios considerando únicamente la capacidad productiva de la misma.

Tabla 4. Evolución EBITDA de DIA 2010-2014 (miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	478.723	504.816	595.264	607.749	525.594

Fuente: Elaboración propia.

Se observa como este dato ha ido en crecimiento, excepto en el último año. Este incremento en los niveles de EBITDA se debe, entre otras razones, a una buena gestión empresarial de sus necesidades operativa de fondos con origen en la política de financiación de proveedores.

3.3 Análisis del Fondo de Maniobra.

Con el análisis del fondo de maniobra se pretende comprobar que parte del activo circulante es financiada con recursos a largo plazo, con el objetivo de conocer la capacidad que posee la empresa para hacer frente a los compromisos de pago.

Tabla 5. Fondo de Maniobra de DIA 2010-2014 (miles de euros).

	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	1.111.866	1.103.273	1.202.526	1.130.840	1.130.007
Pasivo Corriente	2.608.095	2.350.722	2.487.729	2.347.486	2.120.497
FONDO DE MANIOBRA	1.496.229	1.247.449	1.285.203	1.216.646	990.490

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla se observa como DIA ha presentado un fondo de maniobra negativo, que en otras empresas podría ser síntoma de tener problemas de liquidez, sin embargo, por las características del sector en el que opera esta empresa esto no significa que sea un dato negativo. Esta situación se da debido a que estos establecimientos cobran al contado a sus clientes y pagan a sus proveedores en amplios plazos lo que produce una situación de activos corrientes bajos y unos pasivos corrientes altos. Es decir, gozan de una amplia tesorería para financiar sus activos fijos.

3.4 Análisis de las ratios de liquidez.

Tabla 6. Ratios de liquidez 2010-2014.

	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez [AC/PC]	0,43	0,47	0,48	0,48	0,53
Tesorería [(D+E)/PC]	0,19	0,20	0,21	0,20	0,21
Disponibilidad [E/PC]	0,12	0,12	0,14	0,11	0,09

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta a la liquidez, da una cifra menor a la unidad debido a las características propias del sector que hacen que el activo corriente sea menor que el pasivo corriente, tomando como referencia la empresa Mercadona SA a final del ejercicio del 2014, vemos cómo esta presenta un ratio de liquidez de 1,19 (memoria anual de Mercadona) pero esta situación es debida a la alta cifra de tesorería que posee y no a la propia capacidad de los activos para generar los recursos que satisfagan los compromisos de pago de la empresa.

Por otro lado, la ratio de tesorería o lo que se conoce como test ácido, oscila en 0,2 durante todos los años pese a que el pasivo corriente ha descendido. Esto es debido a que también se ha incrementado la cifra de clientes en el balance, que incluye los créditos derivados de la financiación que el Grupo otorga a sus franquiciados, y es señal de que se apuesta por la marca DIA.

Por último, con la ratio de disponibilidad se pretende conocer la solvencia que posee la empresa para pagar a sus proveedores únicamente con su tesorería. Las empresas de distribución se caracterizan por necesitar poca disponibilidad ya que es habitual que el período medio de pago a proveedores es mayor que el período medio de pago de los clientes, con lo que intentan rentabilizar al máximo la tesorería y disponer de los medios líquidos estrictamente necesarios.

3.5 Análisis de las ratios de endeudamiento.

Tabla 7. Ratios de endeudamiento 2010-2014.

	2010	2011	2012	2013	2014
Endeudamiento [P/(PN+P)]	0,87	0,97	0,96	0,95	0,88
Solvencia [A/P]	1,15	1,03	1,05	1,06	1,14
Coste de la deuda [GF/P con coste]	0,03	0,05	0,05	0,05	0,08
Cobertura de GF[BAlI/GF]	7,41	4,75	5,92	6,58	5,66

Fuente: Elaboración propia.

Con esta ratio de endeudamiento se pretende conocer que cantidad de recursos de los que dispone la empresa son ajenos y qué cantidad son propios. Se suele aconsejar que la mitad de la cantidad sea ajena y la otra mitad propia. Sin embargo, se observa como esta empresa está muy financiada por recursos ajenos representando el 90% de los recursos de los que dispone.

Esta cifra llegó a suponer el 97% de los recursos en el 2011 y desde entonces se ha ido reduciendo hasta situarse al final del ejercicio económico de 2014 en el 88%, este dato explica la situación de DIA en lo que respecta a la liquidez y es debido al alto volumen de recursos ajenos mediante los que se financia explicado anteriormente.

La ratio de solvencia permite conocer la capacidad que posee DIA para afrontar sus deudas con todo lo que dispone. En la tabla 7 se observa que la compañía es solvente pues su valor se sitúa por encima de 1, es decir, lo que nos muestra es que DIA tiene 1,14 euros por cada euro de pasivo en 2014.

Esto significa que DIA posee las suficientes garantías ante terceros, ya que, cumpliendo con todas las obligaciones tanto a largo plazo como a corto, mantiene parte de sus activos. Mientras esta ratio se sitúa por encima de la unidad quiere decir que es un motivo para confiar en la compañía y querer financiarla.

Si analizamos el período de análisis se observa que el coste de la deuda está en torno al 5% de media, que es el precio al que los proveedores exigen que DIA les pague. Comparando este dato con otra empresa del sector como Mercadona, en 2013 esta compañía pagaba su deuda al 15% por lo que vemos que DIA paga su deuda mucho más barata.

No obstante, y observando que el Euribor ha disminuido en los últimos años, anexo 1, la empresa podría renegociar los tipos de interés.

El último de los datos de este apartado es la ratio de cobertura de los gastos financieros, que nos informa de la capacidad de la empresa para pagar los gastos financieros mediante el sólo uso de la explotación de la misma.

Dado que DIA prácticamente no tiene actividad financiera, todo lo que produce se debe a la explotación de su actividad. Por eso, se observa cómo esta cifra se encuentra en valores bastante superiores a 1. En el último año esta cifra ha crecido de una forma muy importante al igual que la propia compañía.

3.6 Análisis del rendimiento económico.

Según la opinión más extendida, la rentabilidad económica es considerada como una medida de la capacidad de los activos de una empresa para generar valor con independencia de cómo han sido financiados, lo que permite la comparación de la rentabilidad entre empresas sin tener en cuenta las distintas estructuras financieras (Ballesta, 2002).

Tabla 8. Análisis del rendimiento económico de DIA 2010-2014.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad económica [BAII/A]	0,04	0,06	0,09	0,10	0,10
Rentabilidad comercial [EBITDA/V]	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07
Margen de ventas [BAII/V]	0,01	0,02	0,03	0,03	0,04
Rotación del activo no corriente [V/ANC]	4,48	4,43	4,41	4,40	4,01
Rotación del activo corriente [V/AC]	8,62	8,86	8,07	8,71	7,09
Rotación de stocks [V/EX]	17,78	18,74	18,42	18,07	14,48
Rotación de clientes [V/C]	53,57	51,13	54,06	46,95	32,75
Rotación de tesorería [V/T]	30,26	33,73	27,70	37,57	40,26

Fuente: Elaboración propia.

La evolución de la rentabilidad económica ha sido muy positiva y ha superado la cifra en más del doble de la que poseía en el año 2010. Esto quiere decir que cada vez se está aprovechando de mejor manera la inversión que realiza la empresa en su activo.

La forma de interpretar esta cifra es que en el año 2010 por cada 100 euros que DIA invertía en su activo total obtenía 4 euros de beneficio económico, pasando a suponer 10 euros de beneficio en el 2014.

Con la rentabilidad comercial se pretende conocer la eficacia operativa de la compañía. En la tabla se aprecia este incremento, lo que quiere decir que es capaz de generar un mayor número de beneficios en relación a las ventas que realiza.

Otro dato positivo en este aspecto, es el referente al margen de ventas que ha crecido en los últimos años, que indica cómo han ido sacando mayor provecho de las ventas realizadas.

La rotación de stocks y la de los activos no corrientes y corrientes ha disminuido en el período 2013-2014, esto es debido a que las ventas han disminuido y se han reducido los gastos atribuidos a éstas por lo que este dato no debe interpretarse como una evolución negativa ya que sólo considera el importe de la cifra de ventas.

Esta misma reducción de la ratio sigue la rotación de clientes, siendo la única cifra que incrementa la de la rotación de tesorería. Es por esto, que con el objetivo de ver la eficiencia de la gestión en estos apartados y comprobar el rendimiento que se le saca a las partidas de existencias, efectivo, clientes y los activos, se realizará una tabla de rotación considerando a parte de la cifra de ventas, los gastos atribuidos a éstas.

Tabla 9. Análisis del rendimiento económico considerando los gastos atribuidos

	2010	2011	2012	2013	2014
Rotación del activo no corriente [BAII/ANC]	0,06	0,10	0,14	0,15	0,16
Rotación del activo corriente [BAII/AC]	0,12	0,19	0,26	0,29	0,29
Rotación de stocks [BAII/EX]	0,26	0,41	0,58	0,60	0,59
Rotación de clientes [BAII/C]	0,77	1,11	1,72	1,55	1,32
Rotación de tesorería [BAII/T]	0,44	0,73	0,88	1,24	1,63

Fuente: Elaboración propia.

Es ahora, con esta nueva tabla donde se puede comprobar de mejor manera que la actuación de la compañía ha sido eficiente y le ha sacado mayor rendimiento a todas las partidas que se han comentado en la tabla anterior.

Finalmente, y con el objetivo de comprender mejor la situación en la que se encuentra DIA, realizaremos una comparación entre la rentabilidad económica y el coste de la deuda para saber cuál es la forma de financiarse más beneficiosa para la compañía.

Tabla 10. Comparación rentabilidad económica y coste de la deuda.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad económica [BAII/A]	0,04	0,06	0,09	0,10	0,10
Coste de la deuda [GF/P con coste]	0,03	0,05	0,05	0,05	0,08

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla comparativa se observa como el valor entre la rentabilidad económica y el coste de deuda es muy similar, y el coste de la deuda se sitúa en prácticamente todo el período un poco por debajo, excepto en el tercer año en el que la diferencia es realmente significativa. Este dato indica que en el caso de que la empresa tuviese que financiarse, al estar en una situación de apalancamiento financiero positivo, a la empresa le conviene financiarse utilizando recursos ajenos, es decir, mediante la deuda.

3.7. Análisis de los plazos de cobro y pago.

Tabla 11. Plazos de cobro y pago de DIA 2010-2014 (días).

	2010	2011	2012	2013	2014
Plazo de cobro	3,639418146	5,71007569	5,76128184	5,96324679	8,55244638
Plazo de pago	73,36336039	99,3076693	100,775268	100,095487	121,014739

Fuente: Elaboración propia.

Si analizamos el plazo de cobro a clientes y el pago a proveedores de DIA Corporate, se observa claramente como la empresa tarda cada vez más en pagar a sus proveedores, cifra que ha aumentado en aproximadamente 50 días.

A su vez, la empresa ha facilitado mayores comodidades a sus clientes a la hora de cobrar mediante el uso de tarjetas de crédito, aunque esta cifra no ha aumentado en una gran cuantía, 5 días de media en todo el período analizado.

Esta diferencia entre ambos plazos de cobro y pago es un dato positivo para una empresa como DIA que opera en un sector en el que la tesorería de la que goza entre dichos plazos se puede aprovechar para invertir, como por ejemplo en seguir abriendo nuevos supermercados y seguir disfrutando de las ventajas de cobro y pago, etc.

3.8 Análisis del rendimiento financiero.

El análisis de la rentabilidad financiera nos permitirá saber el beneficio neto que obtienen los propietarios de la empresa que proviene de los fondos propios. Esta cifra será buena en el sentido en el que supere a las expectativas que los propietarios depositen en la compañía.

Tabla 12. Análisis del rendimiento financiero DIA 2010-2014.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad financiera [BN/PN]	0,28	0,90	0,99	1,07	0,87
Apalancamiento financiero [(A/PN) X (BAI/BAII)]	6,96	26,45	21,20	16,15	7,24
Efecto fiscal [BN/BAI]	0,94	0,53	0,52	0,68	1,16

Fuente: Elaboración propia.

La rentabilidad financiera de DIA se ha situado desde el período 2011-2014 en una cifra superior al 90%, que indica que por cada 100 euros invertidos en el patrimonio neto se obtendría una rentabilidad de 90 euros.

Este dato es una cifra demasiado elevada y se debe a que las reservas negativas que ha ido acumulando la empresa a lo largo de los últimos años hacen que descienda el patrimonio neto.

Esta cifra es un dato que podríamos corregir si se centra en comparar el beneficio neto con el capital social de la empresa. El nuevo parámetro de rentabilidad financiera permitirá conocer el valor de beneficio neto que se obtiene por cada euro invertido en el capital social.

Tabla 13. Rentabilidad financiera utilizando el capital social.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad financiera [BN/CS]	29,98	1,39	2,15	3,01	5,06

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla se observa como en el período 2011-2014 se ha producido un aumento significativo en este dato, lo que quiere decir que cada vez se obtiene más beneficio neto al invertir en el capital social de DIA.

La gran bajada producida entre el año 2010 y el 2011 se debe a un aumento muy importante que se produjo en el capital social pasando de 3 a 67 millones.

Con el apalancamiento financiero se pretende conocer en qué medida la compañía depende de la deuda. Si analizamos los 3 últimos años vemos cómo cada vez depende menos de la deuda, ya que pese a encontrarse en un sector caracterizado por un alto apalancamiento financiero, ha ido disminuyendo gracias a que las empresas han ido creando sus propias “marcas blancas” que hacen que no dependan tanto de personas externas a la compañía. Es por esto, que DIA ha tratado de reducir su alto grado de apalancamiento pese a que le implica una rentabilidad mucho mayor, pues el riesgo asociado es mayor también.

El efecto fiscal ha crecido en los últimos años, es decir, cada vez a DIA le queda más beneficio neto por unidad de beneficio bruto.

4. VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA: MÉTODO DE DESCUENTO DEL FLUJO DE EFECTIVO

4.1 Introducción al método de valoración

De acuerdo con este método el valor de la empresa DIA nos vendrá dado por su capacidad de generar rentas en el futuro. El valor final de una empresa, incluye elementos tanto afectos como no afectos, propiedad de la misma (Rojo, 2007), por lo que debemos considerarlos para calcular el valor de los recursos propios.

De acuerdo al método de descuento del flujo de efectivo, el valor de la compañía se estimaría de acuerdo al siguiente procedimiento.

(+) Valor Empresa (Enterprise Value)
(+) Valor de los Activos No Afectos
(-) Valor de la deuda financiera
(=) Valor de los recursos propios (Equity value)

El Valor de la Empresa (Enterprise Value) se calcula a partir del valor actualizado de los flujos de caja libres después de impuestos generados por el activo empresarial, utilizado un tipo de actualización o descuento acorde al nivel de riesgo del flujo. Para el cálculo utilizaremos la siguiente expresión:

$$VE = \sum_{j=1}^n \frac{FCL_j}{(1+k)^j} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

VE: Valor de la Empresa (Enterprise Value)

FCL: Flujo de caja libre

k; Tasa de actualización

VR: Valor residual

n: número de años actualizados

A dicho valor se añadirán el valor de los activos no afectos y se le descontará el valor de la deuda financiera a la fecha de valoración (en nuestro caso 31/12/2014) para obtener el valor de los recursos propios de la compañía (Equity Value).

Al tratarse de un método que se basa en la capacidad de la empresa de generar flujos en el futuro es preciso que se realicen una serie de proyecciones de los gastos e ingresos de la compañía, que se efectuaran tomando en consideración la evolución que hayan tenido en los últimos años.

Es por este motivo, que se ha realizado un estudio del entorno en el que opera el grupo DIA y se hecho un profundo análisis de la situación económica y financiera para conocer cómo van a evolucionar estos flujos a partir de la estructura que presenta.

Las ventajas de la aplicación de este método son las siguientes:

- Considera el potencial de su activo en producir los flujos para el cálculo de su valor.
- Se basa en los principios financieros del binomio rentabilidad-riesgo y del valor del dinero en el tiempo.
- Utiliza el concepto del flujo de efectivo evitando la subjetividad del concepto de beneficio.

Sin embargo, este método también cuenta con una serie de limitaciones:

- La proyección de los flujos de tesorería futuros.
- Cálculo de la tasa de descuento.
- Determinar si es necesario considerar el valor residual o no hacerlo.

Para calcular el valor utilizando este método son necesarias una serie de hipótesis sobre las que basaremos la evolución de la empresa. La primera es determinar el horizonte temporal de análisis, después se hará el cálculo de los flujos de caja libre que se proyectarán en el período anteriormente citado y por último se calculara el valor residual de la empresa.

Con el objetivo de poder comprobar mejor la evolución de empresa, se confeccionarán 3 posibles escenarios; optimista, realista y pesimista. Así podremos comprobar, de acuerdo al crecimiento que siga la empresa, como varía el valor actualizado de DIA Corporate.

Para la aplicación del método es necesario el cálculo de las siguientes variables:

- Activos no afectos a la explotación.
- Horizonte temporal.
- Umbral de rentabilidad exigible.
- Flujo de caja libres.
- Valor residual.
- Deuda Financiera.

4.2. Valoración de la compañía DIA: Variables de referencia.

4.2.1. Activos no afectos a la explotación

Analizados los estados contables de la compañía no se ha comprobado la existencia de activos no afectos.

4.2.2. Horizonte temporal

Para una correcta valoración de empresas es necesario plantear un plazo que abarque el tiempo suficiente para que la inversión se estabilice, definido por muchos autores que este debe situarse entre 5 a 10 años.

Con el objetivo de tener en cuenta las fluctuaciones cíclicas que puedan producirse en esta empresa proyectaremos la duración de ésta a 10 años (Sanjurjo y Reinoso, 2003).

A partir de la finalización de este horizonte se realizará una estimación del cálculo del valor residual de la compañía.

4.2.3 Umbral de rentabilidad exigible: tasa de descuento aplicable

El valor de la tasa de descuento aplicable (k) que utilizemos para la actualización de los flujos que producirá la empresa es un dato de suma importancia, ya que pequeñas variaciones en este dato hacen que la empresa sufra importantes cambios en su valor.

La función de esta variable es permitir actualizar los flujos futuros y representa el coste de oportunidad para los que deciden invertir en la empresa. El método que utilizaremos para el cálculo de la tasa de descuento será utilizando la fórmula del coste medio ponderado de capital.

Con esta fórmula obtendremos una tasa ponderada de los costes de financiación que la empresa utiliza para desempeñar su actividad.

$$CMPC = k_e * \left(\frac{E}{E + D} \right) + k_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

Donde:

CMPC: Coste medio ponderado de capital.

kd: Coste de la deuda.

ke: Coste de los recursos propios.

t: Tipo impositivo.

E: Recursos propios; D: Deuda

4.2.3.1 Cálculo del coste de la deuda (k_d).

El coste de la deuda del grupo DIA lo hemos calculado en un apartado anterior y representaba en 2014 un 7,82%.

Tabla 14. Coste de la deuda de DIA 2010-2014.

	2010	2011	2012	2013	2014	Media
Coste de la deuda (k_d)	3,28%	5,17%	5,31%	5,42%	7,82%	5,40%

Fuente: Elaboración propia.

Este coste de la deuda se ha efectuado antes de intereses y para el método del coste medio ponderado lo necesitamos después de impuestos, teniendo en cuenta que el impuesto de sociedades al que opera la empresa es un 26%, el coste del endeudamiento, k_d después de impuestos [$k_d * (1-t)$] de DIA, es un 5,78%.

4.2.3.2 Cálculo del coste de los recursos propios (k_e).

Este coste determina la tasa de rentabilidad que exigen los inversores por invertir en el capital de la empresa. Dado que DIA se trata de una empresa cotizada, la rentabilidad exigida la podemos calcular utilizando el modelo CAPM, modelo que asume que en mercados eficientes los accionistas pueden formar carteras diversificadas eliminando el riesgo propio de un activo con lo cual sólo habría que remunerarles la parte del riesgo de mercado. La expresión que nos permite calcular la tasa de rentabilidad exigida ir el capital de acuerdo al CAPM es la siguiente:

$$k_e = RLR + [E(RM) - RLR] * Beta$$

Donde:

k_e : Coste de los recursos propios de DIA.

RLR: Rentabilidad del activo libre de riesgo.

$E(RM)$: Rentabilidad media del mercado donde cotiza DIA.

Beta: Coeficiente de volatilidad.

✓ *Determinación de la rentabilidad del activo libre de riesgo.*

La rentabilidad del activo libre de riesgo viene dada por los activos financieros que no presentan riesgo alguno, tales como las letras del tesoro, obligaciones o los bonos del Estado.

En nuestro caso, en base a los datos facilitados por la página del Tesoro público de España, hemos calculado el tipo de interés medio para el año 2014 de la deuda emitida por el Estado en la que se incluyen las letras, obligaciones, bonos y el resto. Para este año esta cifra es de un 3,77%, la cual utilizaremos en nuestro análisis.

Tabla 15. Rentabilidad del activo libre de riesgo.

	Letras	Bonos	Obligaciones	Resto	Tipo de interés medio
2014					
Enero	1,19	3,48	4,71	0,92	3,72
Febrero	1,09	3,42	4,70	0,93	3,70
Marzo	1,02	3,38	4,69	0,95	3,69
Abril	0,89	3,30	4,66	0,97	3,67
Mayo	0,85	3,28	4,63	0,97	3,64
Junio	0,68	3,21	4,58	1,15	3,62
Julio	0,61	3,17	4,56	1,13	3,58
Agosto	0,54	3,16	4,55	1,13	3,56
Septiembre	0,45	3,11	4,53	1,13	3,52
Octubre	0,40	3,08	4,50	1,13	3,51
Noviembre	0,38	3,05	4,49	1,13	3,49
Diciembre	0,36	3,02	4,46	1,34	3,48
Número de títulos	(77.926)	(228.749)	(450.277)	(44.528)	
TOTAL					3,77

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Tesoro Público de España.

✓ *Determinación de la rentabilidad media del mercado.*

Puesto que DIA cotiza en el IBEX35, para obtener el dato de la rentabilidad media del mercado tomaremos como muestra la rentabilidad que obtendría un inversor si hubiese invertido en el IBEX35 en el período 31/06/2013 a 31/12/2014.

Para ello, se ha tomado la cotización en esas fechas del IBEX35 a partir de la información proporcionada por la Bolsa de Madrid. El valor obtenido de la rentabilidad para el año de análisis ha sido de un 5,31%, en clara diferencia con la rentabilidad de los activos libres de riesgo explicada anteriormente situada en un 3,77%.

Si comparamos el dato con la noticia publicada en *negocios.com* sobre la rentabilidad media anual de la bolsa española obtienen una cifra de un 5%, muy similar a la cifra que hemos obtenido anteriormente y la comparan con la media de los sectores en otros países, tal y como aparece recogido en el anexo 2.

Lo que esta cifra quiere decir es que por cada 1 000 euros que un inversor realice en el IBEX35 obtendría una rentabilidad por dividendo de unos 53,1 euros.

✓ *Determinación del coeficiente de volatilidad.*

Este parámetro mide el riesgo sistemático o riesgo de mercado, es decir, lo que intentamos obtener con este dato es el grado de vinculación que presenta DIA respecto al rendimiento del mercado.

Se considera que la beta propia del mercado donde opera es 1 y en función de la diferencia con respecto a ésta sabremos el grado de sensibilidad de la empresa con respecto al mercado:

- Aquellos activos con Betas mayores a la unidad son activos con perfiles de riesgo mayor al riesgo del mercado, que quiere decir que la tasa de rentabilidad que van a exigir los accionistas será mayor que la rentabilidad promedio del mercado en que dichos activos cotizan.
- Aquellos activos con Betas menores a la unidad son activos con perfiles de riesgo menor al riesgo del mercado que quiere decir que la tasa de rentabilidad que van a exigir los accionistas será menor que la rentabilidad promedio del mercado en que dichos activos cotizan.

La cifra que vamos a utilizar en nuestro análisis es la que nos proporciona la página de *Infobolsa*, que nos dice que el coeficiente de volatilidad de DIA es un 0,85, que nos quiere decir que se trata de un activo financiero que presenta un corte defensivo, es decir, este título es un 15% menos volátil que el índice que hemos tomado de referencia.

Con todos estos datos obtenidos podemos calcular el coste de los recursos propios mediante el uso del modelo CAPM:

Tabla 16. Coste de los recursos propios DIA.

Coste de los recursos propios (ke)	Rentabilidad activo libre riesgo	3,78	$RLR+[E(Rm)-RLR]*Beta$
	Rentabilidad media IBEX35	5,31	5,0805
	Coefficiente volatilidad activo	0,85	

Fuente: Elaboración propia.

Con todos estos datos ya sólo necesitamos el valor de las ponderaciones, es decir, del peso de cada una de las partes que conforman la estructura financiera de la empresa para poder calcular el coste medio ponderado del capital.

Los datos que deben usarse para calcular estas cifras son a valor de mercado tanto del valor de los recursos propios como el de la deuda, aunque este último suele coincidir con el valor contable.

Para calcular el valor de mercado de los recursos propios, usaremos la cotización de los títulos del grupo DIA a 31 de diciembre de 2014 y la multiplicaremos por el volumen total de títulos en circulación ese día.

La cotización de la empresa era de 5,63 euros/título con un volumen de 723.000 títulos, que nos da un valor de mercado de los recursos propios de 4.070 (miles de euros).

Considerando que el valor contable de la deuda coincide con su valor de mercado tenemos un valor de 731.000 euros.

Con esto, podemos calcular el peso de cada una de las partidas sobre el total de la estructura financiera en la que la deuda representa un 15% del total y los recursos propios un 85%.

A partir de todos estos datos ya sí es posible calcular el coste medio ponderado que será:

Tabla 17. Coste medio ponderado de capital DIA.

$k = k_e * \text{Peso de los recursos propios en la estructura financiera} + k_d * (1-t) * \text{Peso de la deuda en la estructura financiera}$ $k = 5,08 * 0,85 + 5,78 * 0,15$ $k = 5,20\%$
--

Fuente: Elaboración propia.

4.2.4 Flujo de Caja Libre

4.2.4.1 Análisis de las proyecciones financieras.

El objetivo que se persigue con la elaboración de las proyecciones financieras es el de tratar de prever la evolución que va a seguir la empresa en los próximos años. Las proyecciones que vamos a realizar serán considerando tres posibles escenarios en los que puede encontrarse la empresa y que denominaremos, respectivamente: “escenario optimista”, “realista” y “pesimista”. Como se ha comentado con anterioridad el horizonte temporal de proyección será de 10 años.

La estimación que realizaremos partirá de la estimación de la cifra de ventas y las demás variables evolucionarán en función de ésta, ya que viendo los datos del período analizado están íntimamente ligadas a la misma.

4.2.4.2 Estimación de la cifra de ventas

La proyección de ventas constituye uno de los datos más importante para el análisis de las proyecciones financieras, dado que, de acuerdo a las características del sector de actividad, el resto de variables a estimar guardan una relación directa con las mismas (gastos de explotación, amortizaciones, existencias, clientes, proveedores, ...).

Respecto de las ventas, se ha considerado que éstas evolucionarán en la medida en lo que lo haga el PIB español, y analizaremos 3 posibles escenarios; que crezca en la misma medida, que crezca en un valor por debajo del PIB y que no crezca. Según un informe del FMI, la evolución del producto interior bruto de España crecerá en torno a un 2% anual en el período 2015-2020.

De este modo, la estimación ventas para cada uno de los escenarios planteados anteriormente:

- Escenario optimista: Evolución igual al crecimiento del PIB (2%).

Tabla 18. Evolución ventas en escenario optimista 2014-2024 (miles de euros).

	ESCENARIO OPTIMISTA										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Evolución		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Ventas	8.010.967	8.171.186	8.334.610	8.501.302	8.671.328	8.844.755	9.021.650	9.202.083	9.386.125	9.573.847	9.765.324

Fuente: Elaboración propia.

- Escenario realista: Evolución inferior al crecimiento del PIB (1,2%).

Tabla 19. Evolución ventas en escenario realista 2014-2024 (miles de euros).

	ESCENARIO REALISTA										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Evolución		1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Ventas	8.010.967	8.107.099	8.204.384	8.302.836	8.402.470	8.503.300	8.605.340	8.708.604	8.813.107	8.918.864	9.025.891

Fuente: Elaboración propia.

- Escenario pesimista: La empresa no crece (0%).

Tabla 20. Evolución ventas en escenario pesimista 2014-2014 (miles de euros).

	ESCENARIO PESIMISTA										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Evolución		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ventas	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967

Fuente: Elaboración propia.

4.2.4.3 Estimación de los gastos de explotación y amortizaciones

En la tabla 21 podemos observar la hipótesis de trabajo consideradas para la estimación de los aprovisionamientos, gastos de personal, otros gastos de explotación y amortizaciones. Dichas hipótesis de trabajo se han establecido tomando en consideración los resultados alcanzados a partir del análisis económico-financiero de la compañía (apartado 3).

Tabla 21. Hipótesis de trabajo de los ingresos y gastos de explotación en los diferentes escenarios.

	<i>Escenario Optimista</i>	<i>Escenario Realista</i>	<i>Escenario Optimista</i>
INGRESOS Y GASTOS DE EXPLOTACIÓN			
<i>Cifra de Ventas</i>	Partiendo de la cifra del año base 2014, se ha considerado un crecimiento anual acumulado del 2%	Partiendo de la cifra del año base 2014, se ha considerado un crecimiento anual acumulado del 1,20%	Partiendo de la cifra del año base 2014, se ha considerado un crecimiento anual acumulado del 0%
<i>Aprovisionamientos</i>	Se han estimado en un 80% de la cifra de ventas		
<i>Gastos de Personal</i>	Se han estimado en un 8% de la cifra de ventas		
<i>Gastos de Explotación</i>	Se han estimado en un 8% de la cifra de ventas		
<i>Amortizaciones</i>	Se han estimado en un 3% de la cifra de ventas		

Fuente: Elaboración propia.

4.2.4.4 Estimación de las Necesidades Operativas de Fondos

A partir del valor estimado de las ventas y los gastos de explotación para el horizonte temporal de proyección, se han estimado las Necesidades Operativas de Fondos (N.O.F) de los próximos 10 años como diferencia entre las Necesidades de Activo Circulante y la financiación con origen en proveedores.

$$NOF = Existencias + Clientes + Tesorería mínima - Proveedores$$

En la tabla adjunta se exponen las hipótesis de trabajo utilizadas para el cálculo de estas variables. Éstas se han establecido tomando en consideración los resultados alcanzados a partir del análisis económico-financiero de la compañía (apartado 3).

Tabla 22. Hipótesis de cálculo de las NOF e inversiones en ANC.

Necesidades Operativas de Fondos	
<i>Existencias</i>	Se ha considerado 27 días aprovisionamientos
<i>Clientes</i>	Se ha considerado 8 días ventas
<i>Tesorería mínima</i>	Dadas las características del sector de actividad, no se han considerado inversiones por este concepto
<i>Proveedores</i>	Se ha considerado 120 días aprovisionamientos
Inversiones en Activos No Corrientes	
<i>Inversión anual</i>	Se ha considerado un 1% del valor de los ANC en el año base 2014

Fuente: Elaboración propia.

A partir de estas cifras de ventas y aprovisionamientos que hemos estimado, podemos realizar una proyección de las partidas de existencias, clientes y proveedores con lo que calcularemos las NOF para cada uno de los posibles escenarios.

Tabla 23. NOF para los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros).

ESCENARIO OPTIMISTA											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Existencias	553.119	483.555	493.226	503.091	513.153	523.416	533.884	544.562	555.453	566.562	577.893
Clientes	244.592	179.094	182.676	186.330	190.057	193.858	197.735	201.689	205.723	209.838	214.035
Proveedores	1.693.113	2.149.134	2.192.117	2.235.959	2.280.678	2.326.292	2.372.818	2.420.274	2.468.679	2.518.053	2.568.414
NOF	-895.402	-1.486.484	-1.516.214	-1.546.538	-1.577.469	-1.609.018	-1.641.199	-1.674.023	-1.707.503	-1.741.653	-1.776.486
NOF (dif)		-591.082	-29.730	-30.324	-30.931	-31.549	-32.180	-32.824	-33.480	-34.150	-34.833
ESCENARIO REALISTA											
Existencias	553.119	479.763	485.520	491.346	497.242	503.209	509.247	515.358	521.543	527.801	534.135
Clientes	244.592	177.690	179.822	181.980	184.164	186.374	188.610	190.874	193.164	195.482	197.828
Proveedores	1.693.113	2.132.278	2.157.865	2.183.760	2.209.965	2.236.484	2.263.322	2.290.482	2.317.968	2.345.783	2.373.933
NOF	-895.402	-1.474.826	-1.492.524	-1.510.434	-1.528.559	-1.546.902	-1.565.465	-1.584.250	-1.603.261	-1.622.500	-1.641.970
NOF (dif)		-579.424	-17.698	-17.910	-18.125	-18.343	-18.563	-18.786	-19.011	-19.239	-19.470
ESCENARIO PESIMISTA											
Existencias	553.119	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074	474.074
Clientes	244.592	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583	175.583
Proveedores	1.693.113	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994	2.106.994
NOF	-895.402	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338	-1.457.338
NOF (dif)		-561.936	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar la inversión en NOF toma valores negativos como consecuencia de la financiación con origen en proveedores. Debemos de recordar que el plazo medio de pago a proveedores se ha estimado en 120 días, mientras que los “días existencias sobre aprovisionamientos” y los “días cliente sobre ventas” son, respectivamente, 27 y 8 días.

Estas NOF negativas indican que las aportaciones de los proveedores son más elevadas que las necesidades de activo circulante de la empresa. Esta situación es ideal para una empresa en el sector de la distribución, pues el pasivo espontáneo financia la actividad de la empresa y además cubre otras necesidades no corrientes de la empresa.

4.2.4.5 Proyección de la inversión en activo no corriente

DIA, como hemos comentado anteriormente está expandiéndose por nuevos países, y, pese a que en el último año la cifra de inmovilizado ha bajado debido a que han realizado mejoras por la eficiencia, se espera de esta compañía que siga una estrategia de crecimiento y expansión por lo que la evolución de su inmovilizado debería de crecer.

Esta cifra de inversión en el activo fijo de la empresa para cada año estimaremos, por prudencia, que será de un 1% de la cifra del activo no corriente del año 2014, cantidad que la compañía dedicará tanto a abrir nuevos supermercados como a la reparación o reformas de los ya existentes.

La partida del activo no corriente en 2014 representaba la cifra en el balance de 1.996 980 (miles de euros), por lo que la inversión estimada será de 19.969 (miles de euros) durante los 10 años que hemos limitado nuestro horizonte temporal de análisis.

4.2.4.6 Cálculo de los flujos de caja

La proyección de los flujos de caja libres totales que DIA va a generar requiere que conozcamos la cuenta de resultados en el período, para ello hemos realizado las estimaciones pertinentes hasta el nivel EBIT. Vemos a continuación como quedaría la cuenta de resultados de la empresa para el período citado 2014 – 2024 para cada uno de los escenarios considerados.

Tabla 24. EBIT de DIA en los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros).

	ESCENARIO OPTIMISTA										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas	8.010.967	8.171.186	8.334.610	8.501.302	8.671.328	8.844.755	9.021.650	9.202.083	9.386.125	9.573.847	9.765.324
Aprovisionamientos	80% V	6.536.949	6.667.688	6.801.042	6.937.063	7.075.804	7.217.320	7.361.666	7.508.900	7.659.078	7.812.259
Margen bruto	Ventas- Aprov	1.634.237	1.666.922	1.700.260	1.734.266	1.768.951	1.804.330	1.840.417	1.877.225	1.914.769	1.953.065
Gastos de personal	8% V	653.695	666.769	680.104	693.706	707.580	721.732	736.167	750.890	765.908	781.226
Gastos de explotación	8% V	653.695	666.769	680.104	693.706	707.580	721.732	736.167	750.890	765.908	781.226
EBITDA	Margen-GP-GE	326.847	333.384	340.052	346.853	353.790	360.866	368.083	375.445	382.954	390.613
Amortizaciones	3% V	245.136	250.038	255.039	260.140	265.343	270.649	276.062	281.584	287.215	292.960
EBIT	EBITDA-Amo	81.712	83.346	85.013	86.713	88.448	90.216	92.021	93.861	95.738	97.653
	ESCENARIO REALISTA										
Ventas	8.010.967	8.107.099	8.204.384	8.302.836	8.402.470	8.503.300	8.605.340	8.708.604	8.813.107	8.918.864	9.025.891
Aprovisionamientos	80% V	6.485.679	6.563.507	6.642.269	6.721.976	6.802.640	6.884.272	6.966.883	7.050.486	7.135.091	7.220.713
Margen bruto	Ventas- Aprov	1.621.420	1.640.877	1.660.567	1.680.494	1.700.660	1.721.068	1.741.721	1.762.621	1.783.773	1.805.178
Gastos de personal	8% V	648.568	656.351	664.227	672.198	680.264	688.427	696.688	705.049	713.509	722.071
Gastos de explotación	8% V	648.568	656.351	664.227	672.198	680.264	688.427	696.688	705.049	713.509	722.071
EBITDA	Margen-GP-GE	324.284	328.175	332.113	336.099	340.132	344.214	348.344	352.524	356.755	361.036
Amortizaciones	3% V	243.213	246.132	249.085	252.074	255.099	258.160	261.258	264.393	267.566	270.777
EBIT	EBITDA-Amo	81.071	82.044	83.028	84.025	85.033	86.053	87.086	88.131	89.189	90.259
	ESCENARIO PESIMISTA										
Ventas	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967	8.010.967
Aprovisionamientos	80% V	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774	6.408.774
Margen bruto	Ventas- Aprov	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193	1.602.193
Gastos de personal	8% V	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877
Gastos de explotación	8% V	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877	640.877
EBITDA	Margen-GP-GE	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439
Amortizaciones	3% V	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329	240.329
EBIT	EBITDA-Amo	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110	80.110

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar el EBIDTA acumulado en el horizonte de proyección es, respectivamente, de 3.423, 3.578 y 3.204 miles de euros, para los escenarios realista, optimista y pesimista.

Como podemos observar la cifra de EBIDTA acumulada en el escenario optimista es un 4,53% mayor que en el escenario realista, mientras que en el escenario pesimista es un 6,41% inferior respecto al “realista”

A partir de la cifra de ventas y gastos estimadas, y tomado en consideración las inversiones prevista en NOF y ANC, podemos realizar una estimación de los flujos de caja libres totales que la empresa va a obtener después de impuestos. Para el cálculo de los impuestos se ha considerado una tasa del 26% (tasa efectiva de los últimos años de acuerdo al análisis efectuado en el apartado 3).

Tabla 25. FCL Total de DIA en los diferentes escenarios 2014-2024 (miles de euros).

ESCENARIO OPTIMISTA											
FCL	EBITDA	326.847	333.384	340.052	346.853	353.790	360.866	368.083	375.445	382.954	390.613
FCL después de IS		305.602	311.714	317.949	324.308	330.794	337.410	344.158	351.041	358.062	365.223
(-)INV ACT. No Corr	1% ANC	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969
(-)INV NOF		591.082	29.730	30.324	30.931	31.549	32.180	32.824	33.480	34.150	34.833
FCL TOTAL		916.654	361.413	368.242	375.207	382.312	389.559	396.951	404.491	412.181	420.025
ESCENARIO REALISTA											
FCL	EBITDA	324.284	328.175	332.113	336.099	340.132	344.214	348.344	352.524	356.755	361.036
FCL después de IS		303.205	306.844	310.526	314.252	318.023	321.840	325.702	329.610	333.566	337.568
(-)INV ACT. No Corr	1% ANC	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969
(-)INV NOF		579.424	17.698	17.910	18.125	18.343	18.563	18.786	19.011	19.239	19.470
FCL TOTAL		902.598	344.511	348.405	352.347	356.335	360.372	364.456	368.590	372.774	377.007
ESCENARIO PESIMISTA											
FCL	EBITDA	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439	320.439
FCL después de IS		299.610	299.610	299.610	299.610	299.610	299.610	299.610	299.610	299.610	299.610
(-)INV ACT. No Corr	1% ANC	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969	19.969
(-)INV NOF		561.936	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCL TOTAL		881.515	319.579	319.579	319.579	319.579	319.579	319.579	319.579	319.579	319.579

Fuente: Elaboración propia.

4.2.5 Valor residual

A final del horizonte de planificación de la compañía se ha estimado el valor residual de ésta. El cálculo del valor residual se efectuará de acuerdo a la siguiente expresión:

$$VR_n = \frac{FCL_{n-1} * (1 + g)}{(k - g)}$$

Donde g y k hacen referencia, respectivamente, a la tasa de crecimiento y umbral de rentabilidad aplicable una vez alcanzado el horizonte temporal de planificación.

Para la estimación del valor residual, se ha partido el flujo de caja estimado para el año 10, y hemos considerado un valor de la tasa de crecimiento del 0% y un valor de k similar al utilizado para el horizonte temporal de planificación (5,20%).

4.2.6 Deuda Financiera Neta

De acuerdo a los estados contables de la compañía para 2014, el valor de la deuda financiera neta total era de 731 000 (miles de euros), a la cual para obtener la deuda financiera neta hay que descontarle el valor del efectivo con el que contaba la empresa de 199 000 (miles de euros). Lo que nos da un valor de la deuda financiera neta de 532.000 (miles de euros).

5. CONCLUSIONES Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

A partir de los flujos de caja libres estimados para el horizonte temporal de planificación 10 años, se puede calcular el valor de empresa DIA (Enterprise Value) actualizando estos al coste medio ponderado de capital calculado con anterioridad ($k=5,20\%$) para los 3 escenarios (ver tabla 17):

Tabla 26. Análisis de los resultados obtenidos.

	ESCENARIO OPTIMISTA		ESCENARIO REALISTA		ESCENARIO PESIMISTA	
	Sin VR	Con VR	Sin VR	Con VR	Sin VR	Con VR
Enterprise Value	3.466.848 €	8.332.204 €	3.263.216 €	7.630.275 €	2.978.072 €	6.679.912 €
Activos No Afectos	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera	532.000 €	532.000 €	532.000 €	532.000 €	532.000 €	532.000 €
Equity Value	2.934.848 €	7.800.204 €	2.731.216 €	7.098.275 €	2.446.072 €	6.147.912 €
Valor contable Equity	377.570 €	377.570 €	377.570 €	377.570 €	377.570 €	377.570 €
Valor mercado Equity	4.070.000 €	4.070.000 €	4.070.000 €	4.070.000 €	4.070.000 €	4.070.000 €
Beneficio Neto (2014)	329.224 €	329.224 €	329.224 €	329.224 €	329.224 €	329.224 €
PER	12,37	12,37	12,37	12,37	12,37	12,37
Equity Value / BN	8,91	23,69	8,30	21,56	7,43	18,67

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la valoración efectuada podemos destacar los siguientes resultados:

- Sin tomar en consideración el valor residual, el valor de la empresa estaría entre un máximo de 3.466 miles de euros para el escenario optimista y un mínimo de 2.978 miles de euros para el escenario pesimista. En el escenario realista el valor aproximado sería de 3.263 miles de euros.
- Descontando el valor de la deuda financiera a 31/12/2014 y sin tener en cuenta el valor Residual el valor de los recursos propios (Equity value) estaría: entre un máximo de 2.934 miles de euros para el escenario optimista y un mínimo de 2.446 miles de euros para el escenario pesimista. En el escenario realista el valor aproximado sería de 2.73 miles de euros.
- Para comprobar la fiabilidad de la valoración efectuada con el método de descuento de flujos de caja, podemos comparar los valores obtenidos con el PER de la empresa a 31/12/2014. Tomando en consideración la capitalización de la compañía a valores de mercado y la cifra de beneficio neto en esa fecha se ha estimado el PER de la compañía en 12,37.
- Como podemos comprobar sin tomar en consideración el Valor Residual la ratio Equity value sobre Beneficio Neto toma valores entre 7,43 y 8,91.

- En consecuencia, podemos suponer que en esa fecha los títulos de la empresa DIA Corporate tomaban valores por debajo del PER, lo que quiere decir que esos títulos se encontraban sobrevalorados en el mercado pues el valor teórico del título está debajo de su valor en el mercado.
- Finalmente, el valor que se considera más adecuado para la empresa DIA sería considerando un escenario realista, es decir que este grupo va a tener un crecimiento los próximos 10 años levemente por debajo del PIB, por lo que concluimos que el valor de la empresa es:

$$\underline{VALOR DIA sin VR = 3.263.216 €}$$

- Si consideramos que esta empresa seguirá funcionando pasado el horizonte temporal que hemos proyectado, un valor apropiado sería:

$$\underline{VALOR DIA con VR = 7.630.275 €}$$

6. BIBLIOGRAFÍA

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School.

Kast, F. y Rosenzweig, J. (1979). *Administración en la organización: un enfoque de sistemas*. México DF: McGraw-Hill.

Rojo, A (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*. Madrid: Thomson Paraninfo.

Sánchez, J. P. (2002). *Análisis de Rentabilidad de la empresa*. Recuperado de 5campus.com, Análisis Contable <http://www.5campus.com/lección/anarenta>, 13, 2003.

Sanjurjo, M. y Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. Price Waterhouse Coopers, Segunda Edición, Rivera del Loira–Madrid. Editorial Pearson Educación, SA.

Fuentes electrónicas consultadas:

ANGED: www.anged.es

Alimarket: www.alimarket.es

Banco de España: www.bde.es

Bolsa de Madrid: www.bolsamadrid.es

Cuentas anuales de DIA y Mercadona: www.dia.es y www.mercadona.es

Diario Expansión: www.expansion.com

Grupo IFA: www.grupoifa.com

Instituto Nacional de estadística : www.ine.es

Ministerio de Agricultura, alimentación y medio ambiente: www.magrama.gob.es

Paneles Kantar WordPanel: www.kantarwordpanel.com/global

Paneles Nielsen: www.nielsen.com

Portal Cinco días: www.cincodias.com

Portal financiero Eleconomista: www.elconomista.es

Valores Euribor: www.euribor.com.es

Otras consultas electrónicas:

<http://raimon.serrahima.com/las-necesidades-operativas-de-fondos-n-o-f-2/>

http://agricultura.gencat.cat/web/.content/de_departament/de02_estadistiques_observatoris/27_butlletins/02_butlletins_nd/documentos_nd/fitxers_estatics_nd/2015/0163_2015_I_A_Distribucio_Distribucio-alimentaria-Espanya-2015.pdf

<https://www.mercadona.es/corp/esp-html/memoria2014.html>

<http://www.expansion.com/2013/08/27/empresas/distribucion/1377638511.html>

<http://www.rtve.es/noticias/20150414/fmi-mejora-prevision-crecimiento-espana-25-este-ano-2-2016/1129620.shtml>

<http://blog.iedge.eu/direccion-finanzas/valoracion-empresas/aurelio-garcia-del-barrio-diferencias-entre-valoracion-de-empresas-cotizadas-cotizadas/>

<http://material-electrico.cdecomunicacion.es/noticias/sectoriales/12865/el-70-de-los-proveedores-soporta-plazos-de-pago-ilegales>

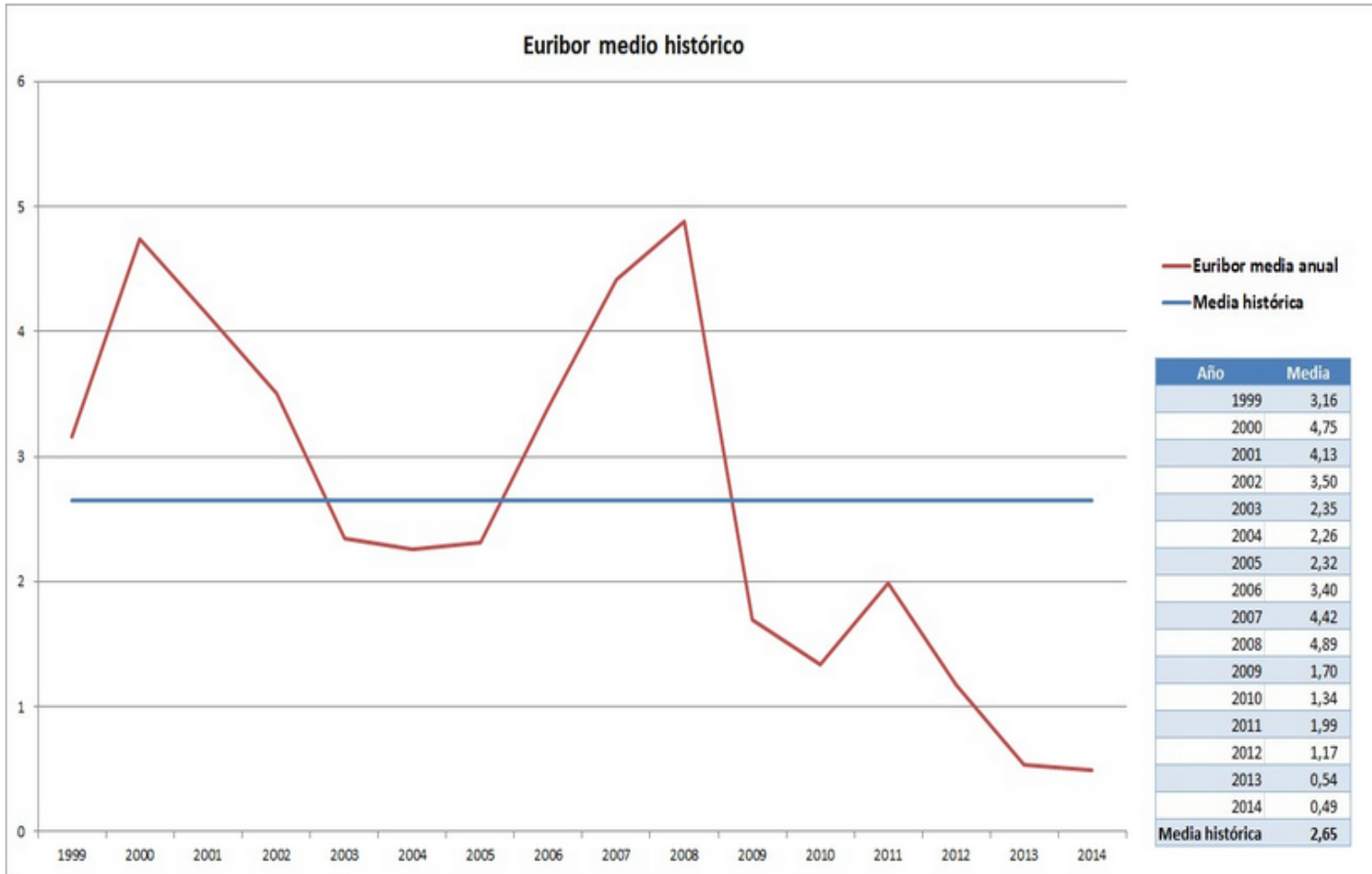
<http://vozpopuli.com/economia-y-finanzas/55160-el-ibex-35-lider-en-rentabilidad-en-europa-tras-su-segundo-ano-seguido-de-subida>

http://www.italcamara-es.com/files/immagini_news_eventi/2014/Investigacion_OBS._El_Comercio_Electronico_2014.pdf

<http://www.informa.es/system/resources/BAhbBlsHOgZmSSJCMjAxNC8wMS8zMS8wOS8xOC8yMC84NzIvRXN0dWRpb19Db21wb3J0YW1pZW50b19QYWdvc18yMDZLnBkZgY6BkVU/Estudio%20Comportamiento%20Pagos%202013.pdf>

ANEXOS

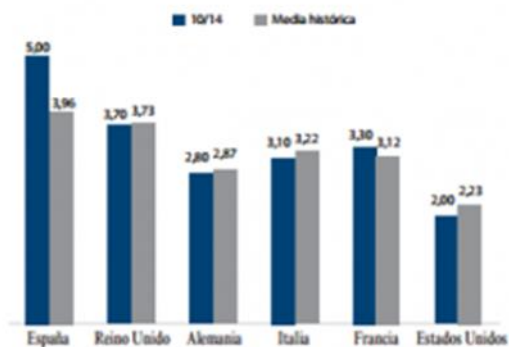
Anexo 1: Euribor medio histórico



Fuente: Valores Euribor

Anexo 2: Rentabilidad por dividendo: España

ESPAÑA, LIDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



Fuente: Voz Populi