
8.2. EJEMPLO: EMPRESA DEL SECTOR DEL MUEBLE

8.2.1. LA EMPRESA Y EL SECTOR

La empresa.

La empresa que se va a analizar se ubica en el sector del mueble, aunque atendiendo al desarrollo real de su objeto social se puede concretar dentro del subsector mueble de oficina, realizando además una actividad comercial (comercialización de mueble de oficina de otros fabricantes).

Por tanto, la empresa realiza dos actividades, considerando como actividad principal la de fabricación de muebles. Consecuentemente ubicamos la empresa en el sector del mueble.

La empresa es de considerable antigüedad, ya que se constituyó a principios de la década de los setenta.

En cuanto al ámbito geográfico, se ubica en la Comunidad Valenciana, concretamente en la provincia de Valencia.

El sector.

Como se ha dicho, la empresa se ubica en el sector del mueble, y en concreto en el subsector del mueble de oficina.

El sector presenta una relativa atomización, aunque se han producido procesos de concentración, acuerdos de colaboración, tendentes a aprovechar economías de escala y de la infraestructura comercial, a su vez gran parte de las empresas más grandes han acometido importantes proyectos de inversión. En definitiva el sector ha mostrado un importante dinamismo, favorecido por la bonanza del ciclo económico de los últimos años.

Se trata de un sector muy sensible a los ciclos económicos, donde se estima una ralentización del incremento de las ventas una fuerte competitividad creciente (se han

producido procesos de concentración del sector, acuerdos de colaboración, y se han acometido numerosos proyectos de renovación y ampliación de capacidades productivas) y donde hay una baja diferenciación del producto. Todo ello puede derivar en una presión sobre los precios de venta, y en última instancia sobre los márgenes, más aun si se tiene en cuenta el elevado peso de los aprovisionamientos y por tanto la sensibilidad al aumento de precios de estos.

Para afrontar estos retos es fundamental que la empresa siga mejorando su equilibrio financiero en especial el aumento de su capitalización y de la situación de liquidez, y por el lado de los costes especialmente el control de los costes salariales.

8.2.1.1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL

Es destacable el enorme peso del realizable debido a los clientes que representa la mitad del activo total siendo además superior a la media del sector (38%).

Los principios generales para el buen funcionamiento de la empresa son:

1. El activo circulante debe ser el doble del pasivo circulante.
2. Realizable más disponible debe estar en torno al pasivo circulante. En esta empresa se observa una situación deficitaria de liquidez, (aunque la evolución ha sido favorable en los últimos ejercicios.
3. Capitales propios en torno al 40, 50% del pasivo total. En este caso, 17,9% (2001), 34,6% (2002), y 46,7% (2003). Se observa una evolución tendente hacia valores correctos.

Esta situación se ha llevado a cabo exclusivamente mediante la autofinanciación.

8.2.1.2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ

El análisis mediante ratios permite relacionar magnitudes patrimoniales que guardan afinidad, facilitando el análisis, al comparar los valores individuales, o incluso los valores de la empresa con los de otras del sector.

	2001	2002	2003
Liquidez general			
$LG = \frac{AC}{ExC / P}$	1,14	0,96	0,87
Tesorería			
$T = \frac{R + D}{ExC / P}$	1,04	0,87	0,79
Disponibilidad			
$D = \frac{D}{ExC / P}$	0,12	0,17	0,22
Días de disponible			
$Diasdisp = \frac{D}{Pagos anuales expl.}$	17	29	46
FM s/ activo			
$\frac{FM}{Activo}$	0,04	-0,01	-0,05
FM s/deudas c/p			
$\frac{FM}{DeudasC / P}$	0,14	-0,04	-0,13

Tanto la liquidez general como la tesorería decrecen en el intervalo considerado, debido al incremento del endeudamiento a corto plazo.

Sin embargo la disponibilidad se incrementa, habida cuenta que el disponible es la única partida del activo circulante que experimenta una variación al alza, debido a la conversión en medios líquidos de determinadas partidas del realizable, y que compensa el efecto del endeudamiento a corto plazo. Esta es la razón que explica el incremento de los días de disponible.

Respecto al ratio de fondo de maniobra, arroja valores negativos a partir del segundo ejercicio. Se puede concluir que la empresa no ofrece garantías de liquidez para poder afrontar sus pagos a corto plazo.

8.2.1.3. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO

Ya se ha detectado el excesivo nivel de endeudamiento de la empresa, especialmente a corto plazo. A través del método de los ratios Se va a analizar mejor esta situación.

	2001	2002	2003
Endeudamiento			
$E = \frac{\text{Exigible total}}{\text{Pasivo total}}$	0,62	0,63	0,73
Autonomía			
$A = \frac{\text{Capitales propios}}{\text{Exigible total}}$	0,6	0,58	0,38
Solvencia			
$S = \frac{\text{Activo Real}}{\text{Exigible total}}$	0,60	1,58	1,38
Calidad deuda			
$\frac{\text{Exigible C / P}}{\text{Exigible total}}$	0,4	0,53	0,53
Gastos Fina. s/ventas			
$\frac{G.F.}{\text{Ventas}}$	0,02	0,03	0,05
Coste deuda			
$\frac{G.F.}{\text{Deudas con coste}}$	0,04	0,05	0,05

Cobertura gastos finan.

$\frac{BAII}{Gastos\ financieros}$	0,52	1,29	- 2,62
------------------------------------	------	------	--------

Para el ratio de endeudamiento se considera adecuado un valor comprendido entre 0,4 y 0,6³, tal que un valor superior refleja una situación de endeudamiento excesivo, este es el caso de la empresa que nos ocupa.

El ratio de autonomía, expresa la relación que existe entre las fuentes de financiación propias y ajenas de la empresa, los valores entre los que se considera adecuado que fluctúen oscilan entre 0,7 y 1,5, atendiendo a los definidos para el endeudamiento, pudiéndose apreciar en este caso una preocupante disminución de la autonomía, que viene a confirmar el proceso de descapitalización.

El ratio de solvencia mide la capacidad que tiene la empresa para hacer frente, con la totalidad del activo a sus deudas tanto a largo como a corto plazo, también suele decirse que mide la distancia a la quiebra, ya que cuando este toma un valor inferior, la empresa se encontrará en una situación de quiebra técnica, ya que no puede afrontar la totalidad de sus deudas. En nuestra empresa hay una disminución del ratio, por lo que hay que prestar especial atención al nivel de endeudamiento futuro.

El ratio de calidad de la deuda, cuanto menor sea el valor del ratio, menos exigible será la deuda, y por tanto, de mayor calidad. Los valores calculados denotan una situación bastante equilibrada.

El ratio de gastos financieros, suele admitirse como valor aconsejable en lo posible inferior a 0,04. En este caso hay un incremento del ratio a lo largo del ejercicio, llegando a niveles preocupantes en el último ejercicio.

Ratio de cobertura de gastos financieros, informa sobre la capacidad de la empresa para hacer frente a dichos gastos con el BAI., deberá ser superior a 1.

El ratio del coste de la deuda no muestra unos valores excesivamente elevados, aunque si es destacable es incremento en el segundo ejercicio.

Por todo ello podemos resumir, que existe una situación que revela un incremento del nivel de endeudamiento, especialmente a corto plazo, con la consiguiente

pérdida de autonomía financiera, que origina además una preocupante disminución de la solvencia de la empresa.

8.2.1.4. RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA

La rentabilidad económica relaciona el beneficio antes de interese e impuestos, con el activo total, y permite analizar la evolución y los factores que inciden en la productividad del activo de la empresa.

Análisis de la rentabilidad económica

	2001	2002	2003
Rotación activo $\frac{Ventas}{ActivoTotal}$	0,81	0,72	0,65
Margen de ventas $\frac{BAII}{Ventas}$	0,01	0,04	-0,12
Rentabilidad Económica $RE = \frac{BAII}{ActivoTotal}$	0,91%	3,12%	-7,92%

Los valores de la rentabilidad económica se revelan claramente deficitarios, ya que en los tres ejercicios económicos, el coste de la deuda es superior al rendimiento que se obtiene del activo.

Análisis de la rentabilidad financiera

	2001	2002	2003
Rotación Activo $\frac{Ventas}{ActivoTotal}$	0,81	0,72	0,65
Margen de ventas $\frac{BAII}{Ventas}$	0,01	0,04	-0,12
Apalan.. Financ. $\frac{Activo}{Capitales Pr opios} \times \frac{BAI}{BAII}$	-2,18	0,76	4,93
Efecto fiscal $\frac{B^o Neto}{BAI}$	0,89	0,7	0,99
Rentab. Financ. $RF = \frac{B^o Neto}{Capitales Pr opios}$	-1,75%	1,66%	.-38,7%

La rentabilidad financiera relaciona el beneficio neto obtenido con los capitales propios, cuanto mayor sea el ratio, mejor será la rentabilidad financiera.

El único componente que se recupera es el apalancamiento financiero. Esta evolución se debe al gradual incremento de las dos relaciones que lo integran.

8.2.1.6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La empresa ha mejorado su situación de liquidez general, si bien a muy corto plazo puede tender problemas para atender a sus pagos pues prácticamente ha agotado su disponible.

También ha mejorado su endeudamiento y el porcentaje de deudas a corto plazo pero sigue siendo una empresa muy endeudada.

A su vez ha obtenido una importante reducción de los gastos financieros sobre ventas.

Es fundamental que la empresa siga mejorando su equilibrio financiero en especial el aumento de su capitalización y de la situación de liquidez y por el lado de los costes especialmente el control de los gastos salariales.

8.2.2. VALORACIÓN MEDIANTE MÉTODO DESCUENTO DE CASH-FLOW PARA LOS ACCIONISTAS Y MEDIANTE FREE CASH-FLOW

Se debe generar un Plan de Negocios, a partir de los estados contables del último Ejercicio, en este caso 2004 y con un horizonte temporal suficiente que permita analizar la generación de resultados.

Las siguientes tablas contienen todas las proyecciones y cálculos para el supuesto base.

Fijación de un horizonte temporal

La empresa que se está analizando, es una empresa de considerable antigüedad, ya que se constituyó a principio de la década de los setenta, por tanto consolidada en el sector, siendo además un sector maduro, por lo que se ha considerado como suficiente, un horizonte temporal, para llevar las proyecciones de 6 años.

Resumen. Balance Activo

Las cuentas del activo evolucionarán a partir de 2005 de la siguiente manera:

- Tesorería: muestra las previsiones del balance para los cinco próximos años
- Existencias: se considera que las existencias serán el 20% de las ventas del año.
- Cuentas a cobrar: se ha supuesto que representarán el 30% de las ventas anuales del año
- Inversiones financieras temporales, y ajustes periodificación: se parte de la hipótesis de un 2% y un 1% sobre las cifra anual de ventas respectivamente.
- Inmovilizado inmaterial y material: son las estimaciones que resultan después de aplicar el plan de inversiones y de activos retirados.

- Amortización acumulada: es la amortización acumulada del año anterior más la amortización del año menos la amortización correspondiente a los activos retirados en el año, tanto para el inmovilizado material como inmaterial
- Gastos a distribuir: se ha supuesto un crecimiento del 2%

Balance Pasivo

- Acreedores comerciales: se ha supuesto un 20% sobre cifra de ventas.
- Acreedores a largo: se parte de una hipótesis de un 5% sobre cifra de ventas.
- Deuda financiera a corto :se considera que existirá un crecimiento del 2%.
- Deuda bancaria a largo: igualmente se considera un crecimiento del 2%.
- Fondos propios: evolucionarán con el crecimiento normal de la empresa.

Cuenta de resultados

Mostramos los crecimientos de los precios de venta y de los costes.

- Ventas: se ha considerado un crecimiento del 2% anual.
- Consumos de explotación: se supone un 55% de la cifra de ventas.
- Otros gastos de explotación: se considera que se incurre en un 25% de las ventas.
- Amortización: la hipótesis es un crecimiento del 2% anual.
- Gastos financieros: se considera un 2,5% sobre cifra de ventas.

Calculo de k_e

Para el cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas se ha utilizado el modelo “CAPM”, teniendo en cuenta, sus limitaciones, pues es una herramienta útil pero sólo como referencia teórica.

$$k_e = R_f + \beta_1 (R_m - R_f)$$

Donde se han considerado las siguientes hipótesis:

- $R_f = 6\%$; Se trata de la tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo, se considera que su valor es igual al interés de las obligaciones del estado a 10 años.

- $P_m = (R_m - R_f) = 8\%$; Es la prima implícita de riesgo del Mercado en el momento de hacer la valoración. Suele oscilar entre un 50-100% de la rentabilidad libre de riesgo (obligaciones del Estado a 10 años).
- $\beta_u = 0.8$; Para el cálculo de la beta podemos ayudarnos de empresas similares que cotizan en Bolsa. Parece razonable que la beta sea sensiblemente inferior a uno, pues el sector del mueble es un negocio muy maduro con riesgo inferior al del mercado en su conjunto (beta igual a uno).

Por tanto obtenemos: $K_e = 12.4\%$

Valoración flujo para los accionistas, CFac :

En la tabla 8.2.9, se encuentra con más detalle, los cálculos seguidos para calcular los distintos cash flow.

(miles de euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CFac	€702.351,27	€637.136,81	€649.879,60	€662.876,77	€676.133,64	€689.656,75

-Valor actual del valor residual (flujos de 2009 en adelante) con un $g = 2\%$:

$$VR_n = 3.519.364,85 \text{ €}$$

Para calcular este valor residual se ha aplicado la fórmula de Gordon.Shapiro al cash- flow del último año, asemejándolo a un dividendo perpetuo a repartir entre proveedores de fondos:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)}$$

Para el cálculo del valor de la empresa se ha partido de la fórmula de Gordon-Shapiro, donde k es la correspondiente

$K_e = 12,4 \%$:

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Sumando este valor de las acciones y el valor de mercado de la deuda se determina el valor de la empresa.

$$V_L = E + D = D + VAN(CF_{ac}; k_e) = D + \frac{CF_{ac}}{K_e}$$

-Valor de las acciones $g=2\%$, y una tasa del $12,4\%$:

$$E = 6.240.382,60 \text{ €}$$

Este es el valor de la empresa sin apalancar, es decir cuándo no hay deuda financiera, y por lo tanto no se corren riesgos de apalancamiento financiero.

Valoración mediante free-cash-flow

(miles de euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FCF	€ 760.919,03	€696.875,93	€710.813,50	€725.029,35	€739.529,27	€754.320,29

Cálculo WACC

La tasa de descuento es el Coste Ponderado de Capital:

$$WACC = \frac{E k_e + D k_d}{E + D}$$

Los valores que se aplican a los parámetros de la fórmula son:

-Proporción Deuda Financiera –Fondos propios: 80-20%. Es la proporción que existe en el Balance de Partida tomando los valores contables.

- $T = 30\%$, es la tasa impositiva marginal.
- $K_e = 12,4\%$;

El coste de la deuda, es el coste efectivo que tiene la deuda para la empresa y que corresponde al tipo de interés de la misma corregida por la deducibilidad fiscal de los gastos financieros, de este modo:

$$K_d = i \times (1 - T) = 5,6\%$$

- $i = \text{tipo de interés} = 8\%$;
- $T = \text{tipo impositivo} = 30\%$

Con los datos anteriores se obtiene un “WACC”:

$$\mathbf{WACC = 6.96\%}$$

Al igual que en el caso anterior se ha partido de la fórmula de Gordon-Shapiro para hallar el valor actual de los flujos para 2004 y 2005. Entonces el valor de la empresa, es decir la suma del valor de la deuda y de los recursos propios será:

$$V_L = E + D = \text{VAN}(\text{FCF}; \text{WACC}) = \frac{\text{FCF}}{\text{WACC}}$$

Valor de la empresa:

$$V_L = 13.425.090,47 \text{ €}$$

A partir del valor de las acciones que se obtiene mediante el cálculo del cash flow para los accionistas, según el cuál:

$$E = 6.240.382,60$$

El valor de la deuda será, será el valor actual de los intereses pagados cada año descontados a la rentabilidad exigida a la deuda., K_d :

$$D = 7.184.707,87 \text{ €}$$

8.2.2.1. RANGO DE VALORACIÓN

Se ha construido un rango de valoración, a partir de distintas suposiciones. Se elige como una de las variables más sensible, el valor del crecimiento, por tanto se hacen valoraciones para los siguientes casos: $g = 1,5\%$, 2% , y 3% .

Los cambios en el crecimiento tienen una gran repercusión en la valoración final, ya que es un parámetro que influye mucho en el Valor Residual.

La otra variable, que se va a considerar para el análisis de sensibilidad, es la beta, si el valor de ésta aumenta, indica que la empresa se mueve con más volatilidad en

el mercado y por tanto, resulta más arriesgado como inversión. Al modificar la beta, cambiará como es lógico tanto K_e como WACC.

Se han considerado los siguientes valores:

$$\beta = 0,6; \quad K_e = 10,4 \%, \quad WACC = 8 \%$$

$$\beta = 0,8; \quad K_e = 12 \%, \quad WACC = 8,8 \%$$

$$\beta = 1,2; \quad K_e = 15,6 \%, \quad WACC = 10,4 \%$$

$$\beta = 1,5; \quad K_e = 18 \%, \quad WACC = 11,6 \%$$

Los distintos valores obtenidos serán:

Tabla.7.2.1.Valores obtenidos para E.

$E = \frac{CF_{ac}}{K_e}$	g=1,5%	g=2%	g=3%
$K_e=10,4\%$	6.999.341,00 €	7.380.954,00 €	8.296.245,00 €
$K_e=12,4\%$	5.954.640,00 €	6.240.387,00 €	6.890.769,00 €
$K_e=15,6\%$	4.591.880,00 €	4.766.847,00 €	5.150.683,00 €
$K_e=18\%$	3.918.852,00 €	4.050.020,00 €	4.332.829,00 €

Si se tiene en cuenta, que la aproximación inicial que se hizo fue de $\beta = 0,8$, y el resultado para $E = 6.240.382,60$ €, tenemos que el cambio en la estimación para un crecimiento del 2 %, supone, sobre el valor inicial:

$\beta = 0,6$, un incremento del 118 % sobre el inicial.

$\beta = 1,2$, sería un 76,4 %, lo que supone un deterioro del 23,6 %

$\beta = 1,5$, el valor es el 65 % del inicial , lo que supone un deterioro del 35%.

Se analizan, a continuación los datos obtenidos, al modificar la hipótesis del crecimiento del 2%, manteniendo constante, la beta del riesgo del mercado a 0,8, y por tanto la tasa al 12,4%, se obtienen los siguientes resultados:

$g = 1,5\%$, el valor que se obtiene es un 95% del supuesto inicialmente lo que supone un deterioro del 5%

$g = 3\%$, el valor es un 110,4 % del inicial, lo que supone un incremento sobre el valor inicial.

A continuación se representan gráficamente los resultados obtenidos:

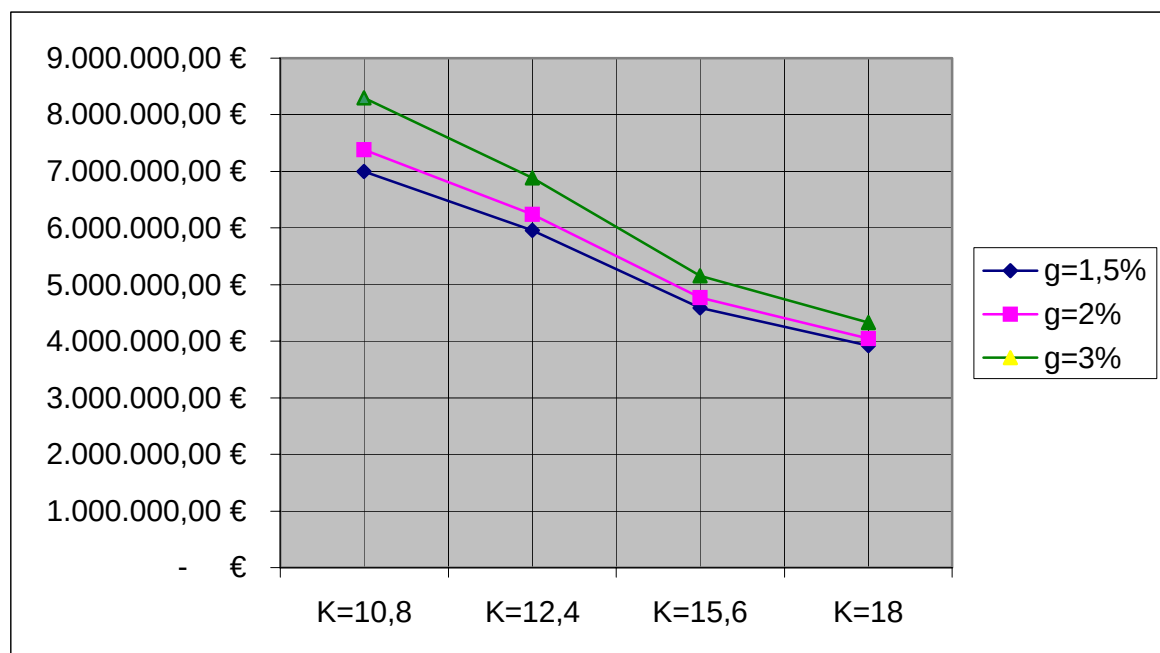


Figura.8.2.1

En el caso de valoración mediante FCF, los distintos valores obtenidos serán:

Tabla. 8.2.2. Valores para V

$V_L = \frac{FCF}{WACC}$	g=1,5%	g=2%	g=3%
WACC=6,64%	13.640.409,97 €	13.825.080,93 €	14.195.519,25 €
WACC=6,96%	12.751.148,84 €	13.425.090,47 €	14.041.399,82 €
WACC=7,6%	11.279.003,26 €	11.425.755,67 €	11.720.544,72 €
WACC=8,08%	10.379.797,42 €	10.512.292,41 €	10.778.411,58 €

Se realiza un análisis de los datos obtenidos. Si se tiene en cuenta, que la aproximación inicial que se hizo fue de $\beta = 0,8$, y el resultado para el coste ponderado de capital será, $WACC = 6.96 \%$, tenemos que el cambio en la estimación para un crecimiento del 2% , supone, sobre el valor inicial:

$\beta = 0,6$, $WACC = 6,64\%$ un incremento del 103% sobre el inicial.

$\beta = 1,2$, $WACC = 7,6\%$ sería un 85% , lo que supone un deterioro del 15%

$\beta = 1,5$, $WACC = 8,08$ el valor es el 78% del inicial, lo que supone un deterioro del 22% .

Se analizan, a continuación los datos obtenidos, al modificar la hipótesis del crecimiento del 2% , manteniendo constante, la beta del riesgo del mercado a $0,8$, y por tanto la tasa al $6,96\%$, se obtienen los siguientes resultados:

$g = 1,5\%$, el valor que se obtiene es un 95% del supuesto inicialmente lo que supone un deterioro del 5%

$g = 3\%$, el valor es un 105 % del inicial, lo que supone un incremento sobre el valor del 5 %.

Representando gráficamente, los resultados obtenidos:

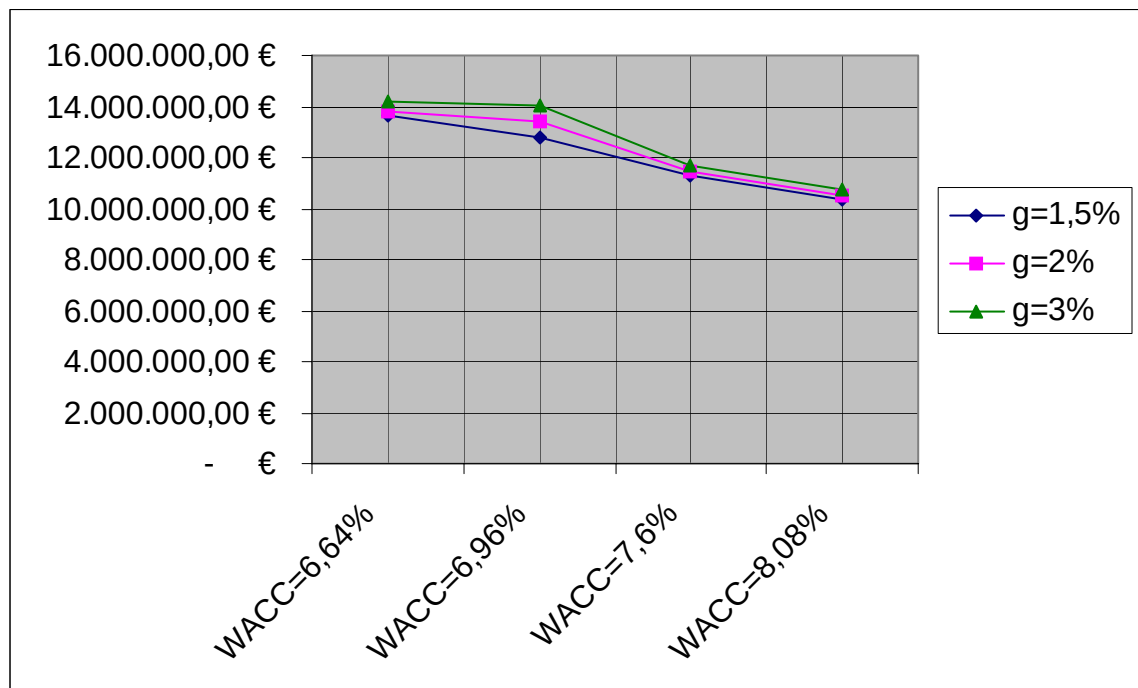


Figura.8.2.2

8.2.3. VALORACIÓN MEDIANTE COMPARACIÓN DEL PER

Un método muy utilizado para valorar acciones (aunque presenta limitaciones) es el PER:

$$\text{PER} = \frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Beneficio Neto}}$$

E = 6.606.222 €;

Beneficio Neto = 137089,40 €;

Por tanto: **PER = 9.62**

Interpretaciones del PER:

1. El PER equivale al “payback” de la inversión, es decir al número de años que tarda en recuperar la inversión, por tanto si compramos una acción de la compañía tendremos un payback de 9,62 años.
2. La inversa del PER expresa la rentabilidad anual de la acción en términos de beneficio. En nuestro caso sería un 10,4%, que es una rentabilidad mayor que la de las Obligaciones por tanto tendrá una compensación inmediata.

El PER de una empresa depende de tres factores: el tipo de interés (factor macroeconómico), el riesgo del negocio y el crecimiento. Con los dos primeros (tipos de interés y riesgos) tiene una relación inversamente proporcional y con el último (crecimiento) directamente proporcional.

Un mayor crecimiento del PER significa mayor reinversión de beneficios y menor “pay-out”. Para empresas de un mismo país, comparables por negocios y por su fase de desarrollo, y a igualdad de riesgos (comercial y financiero), un PER mayor se debe originar por una mayor expectativa de crecimiento, suponiendo que estén bien valoradas

Datos históricos del balance y de la cuenta de resultados:

Tabla.8.2.3. Balances históricos de los cuatro últimos años. Activo.

<u>Activo</u>				
(miles de euros)	2.000	2.001	2.002	2.003
Tesorería	105.284,80 €	63.589,60 €	2.224,10 €	106.482,00 €
Inversiones financieras temporales	340.860,10 €	230.098,40 €	191.439,30 €	212.148,00 €
Cuentas a cobrar	2.516.078,80 €	1.953.722,10 €	2.012.854,60 €	2.143.158,00 €
Existencias	1.150.781,80 €	900.631,90 €	947.438,90 €	1.205.148,00 €
Ajustes periodificación	103.375,80 €	69.123,80 €	39.195,60 €	83.194,00 €
Total activo circulante	4.216.381,20 €	3.217.165,90 €	3.193.152,40 €	3.750.130,00 €
Inmovilizado inmaterial neto	283.539,40 €	252.427,20 €	567.740,70 €	389.481,70 €
Propiedad industrial	- €	- €	- €	- €
Aplicaciones informáticas	36.272,70 €	40.269,30 €	52.289,60 €	53.481,60 €
Bienes en leasing	264.242,40 €	262.039,50 €	505.415,10 €	425.148,20 €
Amortización acumulada	- 31.484,80 €	- 60.674,70 €	- 77.043,10 €	- 89.148,00 €
Inmovilizado material neto	224.187,90 €	186.475,70 €	293.363,60 €	311.053,00 €
Terrenos y construcciones	- €	- €	- €	- €
Maquinaria, instalaciones, utillaje...	804.333,30 €	787.632,00 €	616.116,40 €	748.125,00 €
Elementos transporte y otros	107.812,10 €	106.916,00 €	438.833,30 €	525.653,00 €
Am. ac.	- 867.830,30 €	- 901.390,70 €	- 948.192,00 €	- 998.725,30 €
Inmovilizado financiero	34.684,80 €	19.368,90 €	21.508,50 €	25.608,60 €
Gastos a distribuir varios ejercicios	14.829,80 €	6.838,70 €	38.482,60 €	23.148,20 €
TOTAL ACTIVO	4.773.623,10 €	3.682.276,30 €	4.114.247,70 €	4.499.421,50 €

En la siguiente tabla se pueden ver los Balances Históricos para los ejercicios de los últimos cuatro años:

Tabla.8.2.4. Pasivo

<u>Pasivo</u>				
	2000	2001	2002	2003
Deuda financiera corto	1.231.939,60 €	680.981,30 €	1.047.115,30 €	1.485.627,00 €
Acreedores comerciales	1.399.212,10 €	1.408.777,30 €	988.736,10 €	1.104.125,00 €
Deudas no comerciales	306.036,40 €	318.671,90 €	347.308,20 €	365.127,00 €
Ajustes periodificación	- €	13.279,60 €	13.279,60 €	15.123,60 €
Provisiones operaciones tráfico	- €	- €	- €	- €
Pasivo circulante	2.937.188,10 €	2.408.430,50 €	2.396.439,10 €	2.970.002,60 €
Deuda bancaria a largo	980.521,00 €	357.450,80 €	493.546,80 €	521.148,20 €
Acreedores a largo	124.351,50 €	62.398,60 €	285.295,10 €	261.148,00 €
Ingresos a distribuir varios ejerc.	- €	- €	- €	- €
Fondos propios	731.490,90 €	853.996,40 €	938.966,70 €	747.122,70 €
Capital suscrito	24.242,40 €	24.040,50 €	24.040,00 €	24.040,00 €
Reserva legal	12.769,70 €	12.667,00 €	12.667,00 €	12.667,00 €
Reservas voluntarias	570.363,60 €	688.693,60 €	817.289,40 €	621.148,20 €
Resultado	124.186,80 €	128.595,30 €	84.970,30 €	89.267,60 €
TOTAL PASIVO	4.773.623,10 €	3.682.276,30 €	4.114.247,70 €	4.499.421,50 €

Tabla.8.2.5. Cuenta de resultados de los últimos cuatro ejercicios:

(Miles de euros)	2000	2001	2002	2003
Ventas	5.992.860,00 €	6025412.0	5.207.453,80 €	5.954.948,20 €
Consumos de explotación	2.829.288,50 €	3025415.0	2.433.599,50 €	3.192.805,60 €
Amortización	73.329,50 €	71257.9	80.419,60 €	73.836,00 €
Otros gastos de explotación	2.496.637,50 €	2314151.6	2.395.572,80 €	2.276.366,30 €
Resultado de explotación	593.604,50 €	614587.5	297.861,90 €	411.940,30 €
Gastos financieros netos	383.638,00 €	213546.3	170.319,80 €	216.098,30 €
Resultado actividades ordinarias	209.966,50 €	401041.2	127.542,20 €	195.842,00 €
Resultado extraordinario neto	- €	- €	- €	- €
Beneficio antes de impuestos	209.966,50 €	401041.2	127.542,20 €	195.842,00 €
Impuestos	62.990,00 €	120312.4	38.262,70 €	58.752,60 €
% de impuestos	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Beneficio neto	146.976,50 €	280728.8	89.279,50 €	137.089,40 €

Previsiones para los balances, cuentas de resultados para los próximos 6 años, suponiendo un crecimiento del 2%:

Tabla.8.2.6. Previsiones para el Activo

Activo							
(miles de euros)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tesorería	106.482,00 €	202.468,00 €	206.517,00 €	210.647,00 €	214.860,00 €	219.158,00 €	223.541,00 €
Inversiones financieras temporales	212.148,00 €	121.480,90 €	123.910,60 €	126.388,80 €	128.916,50 €	131.494,90 €	134.124,80 €
Cuentas no bancarias	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Cuentas a cobrar	2.143.158,00 €	1.822.214,10 €	1.858.658,40 €	1.895.831,60 €	1.933.748,20 €	1.972.423,20 €	2.011.871,70 €
Existencias	1.205.148,00 €	1.214.809,40 €	1.239.105,60 €	1.263.887,70 €	1.289.165,50 €	1.314.948,80 €	1.341.247,80 €
Ajustes periodificación	83.194,00 €	60.740,50 €	61.955,30 €	63.194,40 €	64.458,30 €	65.747,40 €	67.062,40 €
Total activo circulante	3.750.130,00 €	3.421.713,00 €	3.490.146,90 €	3.559.949,50 €	3.631.148,50 €	3.703.772,30 €	3.777.847,60 €
Inmovilizado inmaterial neto	389.481,70 €	434.669,30 €	480.760,70 €	527.773,90 €	575.727,40 €	624.640,00 €	674.530,70 €
Propiedad industrial	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Aplicaciones informáticas	53.481,60 €	102.012,90 €	143.918,20 €	192.133,50 €	237.632,50 €	280.795,10 €	317.259,70 €
Bienes en leasing	425.148,20 €	548.628,20 €	595.687,00 €	638.215,00 €	685.274,30 €	736.521,00 €	796.354,00 €
Amortización acumulada	- 89.148,00 €	- 134.335,60 €	- 180.427,00 €	- 227.440,20 €	- 275.393,70 €	- 324.306,30 €	- 374.197,00 €
Inmovilizado material neto	311.053,00 €	341.178,10 €	371.905,70 €	403.247,80 €	435.216,80 €	467.825,20 €	501.085,70 €
Terrenos y construcciones	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Maquinaria, instalaciones, utillaje...	748.125,00 €	1.024.123,00 €	1.062.548,00 €	1.094.799,40 €	1.143.383,80 €	1.181.604,10 €	1.221.856,80 €
Elementos transporte y otros	525.653,00 €	640.296,40 €	661.180,80 €	689.425,00 €	702.546,00 €	727.265,30 €	751.211,40 €
Am. ac.	- 998.725,30 €	- 1.028.850,40 €	- 1.059.578,00 €	- 1.090.920,10 €	- 1.122.889,10 €	- 1.155.497,50 €	- 1.188.758,00 €
Inmovilizado financiero	25.608,60 €	18.222,10 €	18.586,60 €	18.958,30 €	19.337,50 €	19.724,20 €	20.118,70 €
Fianzas largo plazo	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Gastos a distribuir varios ejercicios	23.148,20 €	23.611,20 €	24.083,40 €	24.565,10 €	25.056,40 €	25.557,50 €	26.068,60 €
TOTAL ACTIVO	4.499.421,50 €	4.239.393,70 €	4.385.483,30 €	4.534.494,60 €	4.686.486,60 €	4.841.519,20 €	4.999.651,40 €

Previsión del Pasivo, g=2%

Tabla.8.2.7. Pasivo

Pasivo							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Deuda financiera corto	1.485.627,00 €	1.515.339,50 €	1.545.646,30 €	1.576.559,30 €	1.608.090,40 €	1.640.252,30 €	1.673.057,30 €
Acreedores comerciales	1.104.125,00 €	1.214.809,40 €	1.239.105,60 €	1.263.887,70 €	1.289.165,50 €	1.314.948,80 €	1.341.247,80 €
Deudas no comerciales	365.127,00 €	372.429,50 €	379.878,10 €	387.475,70 €	395.225,20 €	403.129,70 €	411.192,30 €
Ajustes periodificación	15.123,60 €	20.000,00 €	20.000,00 €	20.000,00 €	20.000,00 €	20.000,00 €	20.000,00 €
Provisiones operaciones tráfico	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Pasivo circulante	2.970.002,60 €	3.122.578,50 €	3.184.630,10 €	3.247.922,70 €	3.312.481,10 €	3.378.330,80 €	3.445.497,40 €
Deuda bancaria a largo	521.148,20 €	531.571,20 €	542.202,60 €	553.046,60 €	564.107,60 €	575.389,70 €	586.897,50 €
Acreedores a largo	261.148,00 €	303.702,40 €	309.776,40 €	315.971,90 €	322.291,40 €	328.737,20 €	335.311,90 €
Ingresos a distribuir varios ejerc.	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Fondos propios	747.122,70 €	281.541,70 €	348.874,20 €	417.553,40 €	487.606,50 €	559.061,50 €	632.713,00 €
Capital suscrito	24.040,00 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Reserva legal	12.667,00 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Reservas voluntarias	621.148,20 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Resultado	89.267,60 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Reserva revalorización	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
TOTAL PASIVO	4.499.421,50 €	4.239.393,70 €	4.385.483,30 €	4.534.494,60 €	4.686.486,60 €	4.841.519,20 €	5.000.419,90 €

Tabla.8.2.8.Cuenta de resultados, g=2%:

(Miles de euros)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ventas	5.954.948,20 €	6.074.047,20 €	6.195.528,10 €	6.319.438,70 €	6.445.827,40 €	6.574.744,00 €	6.706.238,90 €
Consumos de explotación	3.192.805,60 €	3.340.725,90 €	3.407.540,50 €	3.475.691,30 €	3.545.205,10 €	3.616.109,20 €	3.688.431,40 €
Amortización	73.836,00 €	75.312,70 €	76.819,00 €	78.355,40 €	79.922,50 €	81.520,90 €	83.151,30 €
Otros gastos de explotación	2.276.366,30 €	1.518.511,80 €	1.548.882,00 €	1.579.859,70 €	1.611.456,90 €	1.643.686,00 €	1.676.559,70 €
Resultado de explotación	411.940,30 €	1.139.496,70 €	1.162.286,60 €	1.185.532,40 €	1.209.243,00 €	1.233.427,90 €	1.258.096,40 €
Gastos financieros netos	216.098,30 €	151.851,20 €	154.888,20 €	157.986,00 €	161.145,70 €	164.368,60 €	167.656,00 €
Resultado actividades ordinarias	195.842,00 €	987.645,50 €	1.007.398,40 €	1.027.546,40 €	1.048.097,30 €	1.069.059,30 €	1.090.440,50 €
Resultado extraordinario neto	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
Beneficio antes de impuestos	195.842,00 €	987.645,50 €	1.007.398,40 €	1.027.546,40 €	1.048.097,30 €	1.069.059,30 €	1.090.440,50 €
Impuestos	58.752,60 €	300.855,90 €	306.873,00 €	313.010,50 €	319.270,70 €	325.656,10 €	332.169,20 €
% de impuestos	30,00%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%
Beneficio neto	137.089,40 €	686.789,60 €	700.525,40 €	714.536,00 €	728.826,70 €	743.403,20 €	758.271,30 €

Tabla.8.2.9. Cálculo cash-flow operativo:

Flujo para los accionistas		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Beneficio		€ 691.351,87	€ 705.178,91	€ 719.282,49	€ 733.668,14	€ 748.341,50	€ 763.308,33
+ Amortización		€ 75.312,72	€ 76.818,97	€ 78.355,35	€ 79.922,46	€ 81.520,91	€ 83.151,33
- Aumento de necesidades operativas de fondos		€(451.280,38)	€ 36.689,12	€ 37.422,92	€ 38.171,78	€ 38.935,96	€ 39.713,72
- Aumento de activos fijos		€ 562.652,70	€ 148.273,50	€ 151.238,90	€ 154.263,70	€ 157.348,90	€ 160.496,40
+ Aumento de deuda a corto		€ 29.712,54	€ 30.306,79	€ 30.912,93	€ 31.531,19	€ 32.161,81	€ 32.805,05
+ Aumento de deuda a largo		€ 10.422,96	€ 10.631,42	€ 10.844,05	€ 11.060,93	€ 11.282,15	€ 11.507,79
+ Aumento de ingresos a distribuir en varios ejercicios		€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
- Aumento de gastos a distribuir en varios ejercicios		€ 462,96	€ 472,22	€ 481,67	€ 491,30	€ 501,13	€ 511,15
- Aumento de fianzas largo plazo		€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
- Aumento de inmovilizado financiero		€ (7.386,46)	€ 364,44	€ 371,73	€ 379,17	€ 386,75	€ 394,48
+ Valor contable de activos retirados/vendidos		€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Flujo disponible para los accionistas		€ 702.351,27	€ 637.136,81	€ 649.879,60	€ 662.876,77	€ 676.133,64	€ 689.656,75

(miles de euros)		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Flujo disponible para los accionistas		€ 702.351,27	€ 637.136,81	€ 649.879,60	€ 662.876,77	€ 676.133,64	€ 689.656,75
Free cash flow operativo (antes de inversiones)		€1.323.571,73	€ 845.149,43	€ 862.052,40	€ 879.293,05	€ 896.878,17	€ 914.816,69
Free cash flow		€ 760.919,03	€ 696.875,93	€ 710.813,50	€ 725.029,35	€ 739.529,27	€ 754.320,29

