
8.3. EMPRESA DEL SECTOR ALIMENTARIO

8.3.1. LA EMPRESA Y EL SECTOR

Se analizará a continuación una empresa perteneciente al sector cárnico, pues tiene como principal actividad la de matadero general frigorífico y sala de despiece, disponiendo también de fabrica de elaborados cárnicos.

Antes de proceder al análisis de la situación económico-financiera de la misma, se han realizado algunas consideraciones sobre el sector en que opera.

En el año 2000 las ventas netas del sector cárnico ascendieron a 1,645 billones de pesetas, mientras que en 1999 alcanzaron un valor de 1,465 billones de pesetas, lo que supone un incremento del 12,9%. No obstante, es conveniente señalar que la evolución apuntada para el sector cárnico no ha sido tan favorable como la de la industria alimentaría en su conjunto, casi tres puntos superior.

El gasto de materia prima en el año 2001 ascendió a 1,3 billones de pesetas habiendo aumentado un 6,2% respecto a 1999.

En cuanto al número de empresas de este sector en el año 2000 se situó en 4,427, mientras que en 1999 fue de 4,326. No obstante, este ligero aumento no ha sido continuo sino que ha habido altibajos a lo largo del periodo considerado.

El comercio exterior es un elemento clave para el sector cárnico. En el año 2000 las exportaciones supusieron 234.598 millones de pesetas, lo que con relación al año 1999 ha supuesto un incremento del 144,5%. Por ello hay que destacar el sector cárnico ha realizado un gran esfuerzo, incrementando el valor porcentual de sus exportaciones por encima de la media de la industria alimentaría.

Por su parte, las importaciones alcanzaron en el año 2000 los 135.114 millones de pesetas, constatando la clara balanza comercial positiva de este sector.

En definitiva, en la actualidad se detecta una madurez del mercado nacional con estancamiento en el volumen de ventas, por lo que hay necesidad de búsqueda de mercados exteriores.

Existe una clara dependencia del sector primario (ganadero) y la industria, dando lugar a que cualquier alteración del primero repercute inmediatamente en el segundo.

La productividad de la industria cárnica es algo más baja que la del total de la industria alimentaria. Igualmente el margen bruto del sector cárnico debería mejorarse tratando de aumentar el valor añadido, así como reducir la incidencia del gasto de materias primas.

8.3.1.1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL

La existencia de un equilibrio entre los recursos propios de una empresa y su nivel de endeudamiento es imprescindible para su adecuado funcionamiento.

Un criterio que se considera como adecuado es que el activo circulante (existencias más realizable más disponible) debe ser el doble del pasivo circulante o exigible a corto plazo lo que da cierta comodidad para hacer frente a los pagos inmediatos.

En este caso el activo circulante es algo mayor pero no llega al doble, siendo además cada año menor como consecuencia de la conversión de recursos permanentes en deuda a corto plazo, es muy superior al del activo circulante, lo que sin duda, puede resultar problemático para la empresa, ya que se reduce la probabilidad de hacer frente a los pagos.

El peso que el realizable tiene dentro del activo circulante debería obligar a la empresa a poner especial atención en los plazos de cobro de deudas, pues es con diferencia la mayor partida.

Otro criterio considerado como bueno para el buen funcionamiento de la empresa es el que considera que los capitales propios deben ascender al 40 o 50% del pasivo total. En nuestro caso en los dos últimos ejercicios el peso del exigible cae a niveles muy bajos debido a la disminución de fuentes propias motivado por las pérdidas que se producen y por el aumento del exigible a corto.

Estos valores relativamente bajos pueden indicar una cierta descapitalización de la sociedad.

8.3.1.2.. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ

El análisis de la liquidez de la empresa básicamente servirá para estudiar las posibilidades de ésta para hacer frente a sus deudas, ya sean con vencimiento a largo o a corto plazo.

Mostramos algunos ratios que permitirán profundizar en este análisis:

Análisis de liquidez

	1999	2000	2001
Liquidez general			
$LG = \frac{AC}{ExC / P}$	1,30	1,15	1,04
Tesorería			
$T = \frac{R + D}{ExC / P}$	1,14	1,00	0,91
Disponibilidad			
$D = \frac{D}{ExC / P}$	0,05	0,01	0,01
Días de disponible			
$Diasdisp = \frac{D}{Pagos\ anuales\ expl.}$	2,48	0,84	0,44

FM s/ activo

$\frac{FM}{Activo}$	0,12	0,07	0,02
---------------------	------	------	------

FM s/deudas c/p

$\frac{FM}{DeudasC/P}$	0,3	0,15	0,04
------------------------	-----	------	------

El ratio de liquidez, indica la capacidad de la empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo con su activo circulante. Si bien en todos los ejercicios el ratio es superior a la unidad, el margen que muestra podría no ser suficiente.

El ratio de tesorería confirma la tendencia apuntada anteriormente. Los valores que presenta, incluso inferiores a uno en el ejercicio 2001, implicará la necesidad de estudiar detalladamente la composición del realizable y del exigible a corto plazo de la empresa, con la finalidad de determinar si existen suficientes recursos o no en los momentos en que estos se necesitan.

El ratio de disponibilidad muestra unos valores extremadamente bajos, lo que puede significar problemas de disponibilidad de liquidez inmediata.

Derivado del anterior, se obtiene el ratio de días de disponible. Dará una idea de los problemas que puede tener la empresa para hacer frente a sus pagos más normales y que derivan de su actividad de explotación, es decir, de su actividad normal. En el caso de los ejercicios 2000 y 2001, la empresa no podría atender los pagos de un solo día con el disponible existente. Sin duda denota a los problemas de liquidez que atraviesa esta empresa.

Los dos últimos ratios relativizan el valor del Fondo de Maniobra. El primero de ellos, depende enormemente del sector en el que opere la empresa, pero muestra un

valor extremadamente bajo en el último ejercicio. Idéntico resultado se observa en los últimos ratios. Esta situación tan ajustada denota que ante cualquier cambio desfavorable en la coyuntura económica, la empresa podría llegar a no poder hacer frente a sus deudas a corto plazo, teniendo que recurrir a la suspensión de pagos.

Las recomendaciones que caben realizar a esta empresa es que renegocie las deudas a corto plazo, pasándolas en la medida de lo posible a largo plazo.

8.3.1.3. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO

A través del estudio del endeudamiento de la empresa se podrá determinar si la estructura financiera de la empresa es o no adecuada, en el sentido de si permite a los responsables de la empresa disfrutar de cierta independencia en la toma de sus decisiones o estas se ven seriamente influidas por terceros. Por otro lado, también se puede determinar el coste de la deuda de la empresa y de ese modo realizar un diagnóstico sobre el mismo.

		1999	2000	2001
Endeudamiento	$E = \frac{\text{Exigible total}}{\text{Pasivo total}}$	0.57	0.72	0.73
Autonomía	$A = \frac{\text{Capitales propios}}{\text{Exigible total}}$	0.74	0.38	0.36
Solvencia	$S = \frac{\text{Activo Real}}{\text{Exigible total}}$	1.69	1.34	1.33
Calidad deuda	$\frac{\text{Exigible C / P}}{\text{Exigible total}}$	0.68	0.65	0.78

Gastos Fin. s/ventas	$\frac{G.F.}{Ventas}$	0.006	0.009	0.012
Coste deuda	$\frac{G.F.}{Deudas\ con\ coste}$	0.0567	0.0489	0.0814
Cobertura gastos finan.	$\frac{BAII}{Gastos\ financieros}$	3.39	-2.18	0.37

El ratio de endeudamiento mide la proporción en que se encuentran las deudas totales de la empresa en relación con el pasivo total de la misma. Lo primero que se puede señalar es el crecimiento importante del ratio en el ejercicio 2000 frente al del ejercicio 1999, sin duda motivado por un importante aumento del endeudamiento, tanto a largo como a corto plazo, cuyos principales responsables son, por un lado, el endeudamiento con entidades de crédito y, por otro, el endeudamiento con los acreedores comerciales y más concretamente con los proveedores de la empresa.

Se utilizará el ratio de calidad de la deuda para determinar que cantidad de esa deuda es con vencimiento a corto plazo, y por tanto de “mala calidad”, al tener que atenderla en un corto periodo de tiempo. El aumento del ratio en 2003 implica una pérdida de calidad de la deuda pues supone que las deudas a corto plazo se encuentran en mayor proporción sobre el total de las deudas.

Los siguientes tres ratios reflejan el coste de la deuda:

El primero determina el peso que los gastos financieros tienen sobre el importe de las ventas. Se observa un incremento del mismo, pero no resulta preocupante en exceso pues su valor es reducido en los tres casos.

En cuanto al coste de la deuda, los valores para 1999 y 2000 en torno al 6% pueden considerarse adecuados, sin embargo en el último ejercicio el coste se sitúa en

niveles excesivamente altos, motivado por su alto nivel de endeudamiento y porque la mayoría de la deuda es a corto plazo.

Finalmente en cuanto a la cobertura de los gastos financieros, en el último ejercicio, la empresa tiene pérdidas antes incluso de imputarle los gastos financieros. La empresa deberá revisar su política de endeudamiento, dado que con los beneficios antes de intereses e impuestos, no puede hacer frente a los intereses de la deuda.

La solvencia, mide la distancia a la quiebra de la empresa. Aunque se encuentra en niveles aceptables para 1999, no ocurre lo mismo para los siguientes ejercicios.

Por tanto, para la empresa que se estudia, si bien no se encuentra en una situación de quiebra técnica, si debe vigilar su nivel de endeudamiento pues parece algo elevado.

Las recomendaciones serán: renegociar la deuda, convirtiéndola en deuda a largo plazo.

8.3.1.4. RENTABILIDAD ECONOMICO-FINANCIERA

La rentabilidad económica mide el rendimiento de los activo, mientras que la rentabilidad financiera mide el beneficio neto de la empresa en relación con la inversión de los propietarios de esta.

Análisis de la rentabilidad económica

		1999	2000	2001
Rotación activo	$\frac{Ventas}{ActivoTotal}$	3.121	2.558	2.917
Margen de ventas	$\frac{BAII}{Ventas}$	0.019	-0.016	0.004

$$\text{Rentabilidad Económica } RE = \frac{BAII}{ActivoTotal} \quad 5.79\% \quad -4.11\% \quad 1.26\%$$

La rentabilidad económica desciende de forma drástica en el ejercicio 2000 frente a 1999. En 1999, el valor calculado es ligeramente superior al coste de la deuda, lo que permitirá a la empresa atender el coste de dicha deuda. En el ejercicio 2000, el cálculo de la rentabilidad económica carece de sentido dado que se obtiene un valor negativo. En 2001 se recuperan valores positivos pero a niveles muy inferiores al coste de la deuda. El valor tan pequeño de la rentabilidad económica viene motivado por una disminución del margen de ventas muy importante desde el 1999.

Análisis de la rentabilidad financiera

	1999	2000	2001
Rotación Activo $\frac{Ventas}{ActivoTotal}$	3.121	2.558	2.917
Margen de ventas $\frac{BAII}{Ventas}$	0.019	-0.016	0.004
Apalan.. Financ. $\frac{Activo}{Capitales Pr opios} \times \frac{BAI}{BAII}$	2.738	4.482	-4.665
Efecto fiscal $\frac{B^o Neto}{BAI}$	0.655	0.650	0.650
Rentab. Financ. $RF = \frac{B^o Neto}{Capitales Pr opios}$	10.37%	-11.97%	-3.83%

En los dos últimos ejercicios el beneficio neto obtenido por la empresa es negativo, por tanto la rentabilidad financiera toma signo negativo careciendo pues de significado su análisis.

Otro aspecto a considerar es el valor del apalancamiento financiero. El hecho de que sea superior a la unidad implica que el uso de la deuda es beneficioso para la empresa, pues el rendimiento que obtiene de ese endeudamiento es superior a su coste.

Sin embargo, debería vigilarse el tipo y la cantidad de endeudamiento de la misma, pues el crecimiento de las deudas a corto plazo, pese a un adecuado rendimiento de esta, puede significar problemas para hacer frente a los pagos futuros que supondrá.

Como en los dos últimos ejercicios se obtienen pérdidas, la rentabilidad de los capitales propios es nula. Sin duda la solución pasa por un incremento de las ventas pero controlando de forma particular los gastos de modo que se traduzca en un aumento del beneficio.

8.3.1.5. RECOMENDACIONES

A continuación se realizan una serie de recomendaciones para que la empresa mejore su situación económico-financiera:

En primer lugar la empresa debe intentar reconvertir deuda a corto plazo en deuda a largo plazo. Por la parte del endeudamiento con entidades de crédito, deberá renegociarlas de forma que consiga rebajar las cuotas aplazándolas en la medida de lo posible. Por parte de los proveedores, deberá intentar aumentar los compromisos fijados en cuanto a plazos de vencimiento.

Tal vez la salida a esta situación pase por realizar una ampliación de capital que le permitiese a la vez que reducir el peso de su endeudamiento, obtener la liquidez necesaria para hacer frente a las deudas más perentorias. Debería analizarse el interés que los accionistas pudiesen tener en la continuidad de la empresa e intentar

presentarles un plan de viabilidad que utilizando la inyección de liquidez que supondría la ampliación de capital, permitiese emprender una nueva línea de actuación que consiguiera cambiar la situación

8.3.2. VALORACIÓN MEDIANTE MÉTODO MIXTO: MÉTODO UEC

El valor de una empresa según este método se obtiene a partir de la siguiente ecuación:

$$V = \frac{[A + (a_n * B)]}{(1 + i * a_n)}$$

Para la UEC el valor global de una empresa es igual al valor sustancial (o activo neto revaluado) más el fondo de comercio.

Éste se calcula capitalizando a interés compuesto (con el factor a_n) un superbeneficio que es el beneficio menos el flujo obtenido invirtiendo a una tasa sin riesgo i un capital igual al valor de la empresa V .

- A = activo neto corregido o valor sustancial neto.
- a_n = valor actual a un tipo t , de n anualidades unitarias, con n el número de años;
- n = entre 5 y 8 años
- B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo;
- i = tasa libre sin riesgo;
- $a_n \times (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill.

En nuestro ejemplo se tomarán los datos de los últimos tres años, y un tipo de interés sin riesgo del 6%. Por tanto el valor de a_n , factor de anualidades será **2,67**, calculado mediante la fórmula:

$$a_n = \sum_{i=1}^t \frac{1}{(1+i)^n}$$

Como el beneficio neto del último año, es negativo debido a que tenemos pérdidas, tomamos un valor promedio de los beneficios de los último ejercicios, que como se puede comprobar sigue siendo negativo :

$$B = -19.171,76 \text{ €}$$

8.3.2.1.CÁLCULO DEL VALOR SUSTANCIAL

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

El método del valor sustancial coincide con el del valor contable en el hecho de determinar el valor de la empresa como la diferencia entre los activos y los pasivos exigibles, es decir, patrimonio total menos deudas. La diferencia estriba en que al valorar los activos no se toman simplemente los valores registrados en la contabilidad, sino que se trata de determinar para cada uno de ellos un valor “en uso” que refleje de alguna manera su precio de mercado, teniendo en cuenta, si es necesario, su antigüedad, estado de conservación y “lo que se pueda obtener por su utilización”. Vendría a ser una especie de valor contable regularizado y actualizado.

Es el valor del activo a precio de mercado menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado.

Activos revaluados.

-Tesorería: No se valora, la comprobación de los Saldo contables son suficientes:	1.341.234,98 €
-Clientes y otros deudores: suponemos un 10% de deudas impagadas:	12.320.316,36 €
-Existencias: Valorado a precio de mercado:	2.138.594,78 €
-Inmueble: (a valor de mercado, se supone que se revalorará un 50%);	9.973.764,83 €
-Inmovilizado neto:	5.678.356,69 €
-Inmovilizado financiero:	385.993,59 €
-Total activos	33.976.856,01 €

Pasivo exigible

-Proveedores:	4.981.043,23 €
-Acreedores a corto plazo:	17.471.288,04 €
-Total exigibles:	22.452.331,27 €

Valor sustancial neto: 11.524.524,74 €

**Por tanto el valor de la empresa calculado mediante la fórmula del método mixto
de UEC será:**

V= 9.889.102 €

8.3.3. VALOR DE LIQUIDACIÓN

El valor de liquidación se obtiene vendiendo los activos de la mejor y más ordenada manera posible y cancelando las deudas y obligaciones con terceros. Además habrá que tener en cuenta los propios gastos que lleva aparejado el cese del negocio: la indemnización de la plantilla y los gastos administrativos y de minutas de abogados.

Se calcula a partir del Valor Sustancial Neto o Patrimonial corregido con los ajustes que trae consigo la venta de los activos y los propios gastos de liquidación.

Valor de liquidación

-Valor patrimonial corregido:	11.524.524,74 €
-Descuentos en ventas de mercancías (40% de las existencias):	-855.437,91 €
-Indemnización a plantilla (Suponemos un 30% de sueldos y salarios anuales):	-1.338.697,8 €
-Gastos administrativos y minutas de abogados:	-446.232,59 €

$$V = 8.884.156,44 \text{ €}$$

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

En este caso se trata de una empresa con pérdidas, en los dos últimos ejercicios históricos, por tanto se debe calcular la tasa impositiva que pagará la empresa apalancada y esa es la tasa con la que se realizan todos los cálculos.

Como se ha podido observar en la tabla de flujos previstos para la cuenta de resultados, el año 2002, primer año, considerado en la previsión, no se pagará ningún impuesto puesto que tiene pérdidas. El año 2002 se pagará el 30 % de impuestos sobre el beneficio de ese año menos las pérdidas del año anterior.

En primer lugar se debe generar un Plan de Negocios, a partir de los estados contables del último Ejercicio, en este caso 2001 y con un horizonte temporal suficiente que permita analizar la generación de resultados.

Fijación de un horizonte temporal

La empresa que se está analizando, es una empresa ya en marcha, en un sector maduro (alimentación). Se considera que una de proyección de seis años es suficiente.

Resumen. Balance Activo

Las cuentas del activo evolucionarán a partir de 2001 de la siguiente manera:

- Tesorería: muestra las previsiones del balance para los seis próximos años
- Existencias: se considera que las existencias serán el 20% de las ventas del año.
- Cuentas a cobrar: se supone que representarán el 30% de las ventas anuales del año.

- Inversiones financieras temporales, y ajustes periodificación: se ha supuesto un 2% y un 1% sobre las cifra anual de ventas respectivamente.
- Inmovilizado inmaterial y material: son las estimaciones que resaltan 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 supone un crecimiento del 2%.

Balance Pasivo

- Acreedores comerciales: un 20% sobre cifra de ventas.
- Acreedores a largo: un 5% sobre cifra de ventas.
- Deuda financiera a corto: crecimiento del 2%.
- Deuda bancaria a largo: crecimiento del 2%.
- Fondos propios: evolucionarán con el crecimiento normal de la empresa.

Cuenta de resultados

Se muestra a continuación los crecimientos de los precios de venta y de los costes:

- Ventas: crecimiento del 2%.
- Consumos de explotación: suponemos un 67,5% de la cifra de ventas. Dicha suposición se ha basado en los ejercicios anteriores donde se observa, que la cuenta de gastos variables es muy elevada.
- Otros gastos de explotación: 25% de las ventas.
- Amortización: un crecimiento del 2%.
- Gastos financieros: 2,5% sobre cifra de ventas.

Calculo de k_e

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

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

Donde suponemos:

- $R_f = 5,6\%$; 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).

- $\beta_u = 1.14$ Para el cálculo de la betas se hacen comparaciones con las betas de empresas similares que cotizan en Bolsa. La empresa más similar que cotiza es CAMPOFRIO, aunque claramente con un parecido remoto.

Por tanto obtenemos:

$$K_e = 14,72$$

Valoración flujo para los accionistas, CFac :

Tabla8.3.1. Flujo disponible para los accionistas

(miles de euros)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Flujo disponible para los accionistas	€1.214.467,53)	€3.035.472,34	€3.096.180,89	€3.158.104,85	€ 3.221.267,16	€3.285.692,40

-Flujo “normalizado” del 2007 para calcular el valor residual:

€ 1.958.419,52

-Valor actual del valor residual (flujos de 2007 en adelante) con un $g=2\%$

€ 6.889.440,60

-Valor actual de los flujos del 2001-2006:

€ 8.184.520,94

Para calcularlo hemos aplicado la fórmula de Gordon.Shapiro al cash- flow del último año, asemejándolo a un dividendo perpetuo a repartir entre proveedores de fondos.

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

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

E = 15.073.962 €

Para ello se ha utilizado la fórmula de Gordon-Shapiro, donde k es la correspondiente K_e

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

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

$$E = \frac{CF_{ac}}{K_e}$$

Valoración mediante free-cash-flow

Tabla 8.3.2. Tabla Free Cash Flow

(miles de euros)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Free cash flow	€ 43.228,80	€4.318.322,59	€4.404.688,16	€4.492.782,26	€4.582.638,12	€4.674.290,78

Cálculo WACC

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

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

-Proporción Deuda Financiera –Fondos propios: 50-50%, en este caso se observa, que la proporción es aproximadamente del 50%.

Es la proporción que existe en el Balance de Partida tomando los valores contables.

-T = 30%, es la tasa impositiva marginal.

-K_e = 14.72%;

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 = tipo de interés = 8%; Aunque en los ejercicios de 1999 y 2000, el coste de la deuda es aproximadamente del 6% en el siguiente ejercicio toma valores más elevados, debido al gran endeudamiento de la empresa, por lo que se ha considerado como previsión, un valor algo mayor.

-T = tipo impositivo = 30%

Con los datos anteriores obtenemos un “WACC”:

$$\mathbf{WACC = 10,16\%}$$

Al igual que en el caso anterior partimos de la fórmula de Gordon-Shapiro para hallar el valor actual de los flujos para 2002 y 2007. Entonces el valor de la empresa decir la suma del valor de la deuda y de los recursos propios será:

$$V_L = \frac{FCF}{WACC}$$

Valor de la empresa:

$$\mathbf{V = 29.082.426,41 \text{ €}}$$

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

$$\mathbf{E = 15.073.962 \text{ €}}$$

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 :

$$\mathbf{D = 14.008.464,41 \text{ €}}$$

8.3.5. CONCLUSIONES

Como se puede observar, los resultados obtenidos mediante el método de descuento de cash-flow, son más optimistas que los obtenidos mediante los dos anteriores métodos.

En el caso del método mixto de la UEC, se tienen en cuenta los beneficios netos obtenidos en el último ejercicio, el cual como se ha dicho anteriormente es negativo, lo que supone una disminución en la valoración de la empresa, además tanto este método como el método patrimonial de liquidación, se basan en los balances de la empresa, los cuales no son demasiado favorables, debido fundamentalmente al gran endeudamiento de la empresa, sobretodo a corto plazo, y a los elevados gastos financieros.

La valoración más negativa es la del método de liquidación, como es lógico, dado que este método supone la no continuidad de la empresa, considerando su valor en el supuesto de venta de la empresa, por tanto, es la opción más negativa de todas.

La valoración mediante descuento de flujos, es la más positiva, aunque se hayan tomado previsiones de futuro, no demasiado optimistas, como el caso de la suposición para los consumos de explotación, que hemos supuesto de un 67,5 % sobre ventas, se ha tomado esta debido a que en los balances anteriores, se observó que esta partida era muy elevada, si sobre la empresa no se toma ninguna medida correctora, para reducirlo, es de suponer que continuará igual. Sin embargo, al considerar que la empresa tendrá un crecimiento del 2% en ventas, es suficiente para suponer una continuidad de la empresa en el futuro, y por consiguiente generación de flujos futuros, y por tanto, una visión optimista del posible valor de la empresa.

A continuación se mostrarán los datos históricos del balance y de la cuenta de resultados:

Tabla.8.3.3.Balances históricos de los tres últimos años. Activo.

ACTIVO	1999	2000	2001
INMOVILIZADO	10.220.473,80 €	13.885.472,86 €	12.327.533,24 €
Gastos de establecimiento	4.399,34 €	280.748,76 €	222.839,27 €
Inmovilizado inmatrimiales	274.820,48 €	772.673,25 €	542.486,41 €
Gastos de investigación y desarrollo	69.163,82 €	96.897,73 €	58.012,40 €
Aplicaciones informáticas	- €	166.687,03 €	150.686,30 €
Bienes en leasing	241.081,58 €	574.647,88 €	471.732,07 €
Amortizaciones	- 35.424,92 €	65.559,40 - €	137.944,36 €
Inmovilizado materiales	7.575.490,03 €	10.330.406,85 €	11.176.213,98 €
Terrenos y construcciones	3.886.706,98 €	6.419.858,46 €	6.649.176,55 €
Instalaciones técnicas y maquinaria	7.731.501,67 €	10.035.748,25 €	11.372.504,99 €
Otras instalaciones técnicas y maquinaria	448.310,62 €	556.694,85 €	631.376,80 €
Anticipos e inmovilizaciones materiales en curso	1.736.995,57 €	151.209,09 €	108.946,31 €

Otro inmovilizado	1.099.105,18 €	1.218.528,28 €	1.262.982,05 €
Amortizaciones	- 7.326.989,84 €	- 8.051.632,08 €	- 8.848.772,71 €
Inmovilizado financiero	2.163.643,58 €	2.299.523,63 €	183.873,22 €
Acciones propias	202.120,37 €	202.120,37 €	202.120,37 €
Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	- €	- €	- €
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	469.668,82 €	385.071,35 €	208.285,07 €
ACTIVO CIRCULANTE	11.021.162,06 €	16.455.305,52 €	18.090.292,69 €
Accionistas por desembolsos exigidos	- €	- €	- €
Existencias	1.316.959,13 €	2.145.286,11 €	2.138.594,79 €
Deudores	8.772.522,83 €	14.057.813,16 €	13.689.240,40 €
Inversiones financieras temporales	474.706,78 €	41.404,45 €	2.123.246,73 €
Tesorería	446.005,08 €	182.811,35 €	105.759,93 €
Ajustes por periodificación	10.968,25 €	27.990,46 €	33.450,84 €
TOTAL ACTIVO	21.711.304,68 €	30.725.849,73 €	30.626.111,00 €

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

Tabla.8.3.4. Pasivo

PASIVO	1999	2000	2001
FONDOS PROPIOS	8.873.588,36 €	7.924.736,22 €	7.632.131,97 €
Capital suscrito	2.103.542,37 €	2.103.500,00 €	2.103.500,00 €
Reserva de revalorización	1.954.564,54 €	1.954.564,54 €	1.954.564,54 €
Reservas	3.894.883,75 €	4.815.523,82 €	4.815.523,82 €
Resultados de ejercicios anteriores	- €	- €	948.852,15 €
Pérdidas y ganancias (beneficio o pérdida)	920.597,70 €	948.852,15 €	292.604,25 €
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	379.659,72 €	608.452,15 €	541.647,76 €
ACREEDORES A LARGO PLAZO	3.966.307,02 €	7.854.307,45 €	4.981.043,23 €
Deudas con entidades de crédito	2.177.114,43 €	6.181.535,32 €	3.341.676,99 €
Otros acreedores	1.789.192,59 €	1.672.772,13 €	1.639.366,24 €
ACREEDORES A CORTO PLAZO	8.491.749,58 €	14.338.353,92 €	17.471.288,04 €
Deudas con entidades de crédito	2.685.126,12 €	5.756.898,03 €	7.815.505,02 €
Acreedores comerciales	4.177.940,38 €	7.247.441,56 €	8.293.445,71 €
Otras deudas	1.628.683,07 €	1.225.832,15 €	1.362.337,31 €
TOTAL PASIVO	21.711.304,68 €	30.725.849,73 €	30.626.111,00 €

Tabla. 8.3.5. Cuenta de resultados de los últimos tres ejercicios:

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS NORMAL	1999	2000	2001
VENTAS NETAS	67.759.252,27 €	78.606.983,24 €	89.341.778,03 €
GASTOS VARIABLES	- 56.127.119,48 €	- 70.001.678,17 €	- 79.714.618,66 €
MARGEN BRUTO	11.632.132,80 €	8.605.305,07 €	9.627.159,37 €
AMORTIZACIONES	- 1.101.013,98 €	- 981.216,42 €	- 1.111.667,69 €
GASTOS DE ESTRUCTURA	- 5.411.180,87 €	- 5.353.488,70 €	- 4.462.325,99 €
OTROS GASTOS	- 4.133.117,31 €	- 4.579.733,37 €	- 5.026.610,56 €
OTROS INGRESOS	155.837,49 €	8.746.364,15 €	617.624,49 €
OTROS GASTOS EXTRA.	- 10.689,11 €	- 36.969,50 €	- 11.937,28 €
BAII	1.256.857,01 €	- 1.262.658,12 €	387.197,09 €
GASTOS FINANCIEROS	- 376.343,05 €	- 670.643,98 €	- 1.041.138,88 €
INGRESOS FINANCIEROS	527.054,88 €	473.529,57 €	203.781,41 €
BAI	1.406.496,72 €	- 1.459.592,23 €	- 450.160,37 €
IMPUESTO SOCIEDADES	- 485.899,61 €	- 948.852,15 €	- 292.604,25 €
BENEFICIO NETO	920.597,11 €	- 948.852,15 €	- 292.604,25 €

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

Tabla.8.3.6. Cuenta de resultados, g=2%, a partir del ejercicio 2001.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	€ 89.341.778,03	€ 91.128.613,59	€ 92.951.185,86	€ 94.810.209,58	€ 96.706.413,77	€ 98.640.542,05	€ 100.613.352,89
Consumos de explotación	€ 79.714.618,66	€ 61.511.814,17	€ 62.742.050,46	€ 63.996.891,47	€ 65.276.829,30	€ 66.582.365,88	€ 67.914.013,20
Amortización	€ 1.111.667,69	€ 1.133.901,04	€ 1.156.579,06	€ 1.179.710,65	€ 1.203.304,86	€ 1.227.370,96	€ 1.251.918,38
Otros gastos de explotación	€ 8.883.249,34	€ 22.782.153,40	€ 23.237.796,47	€ 23.702.552,39	€ 24.176.603,44	€ 24.660.135,51	€ 25.153.338,22
Resultado de explotación	€ (367.757,66)	€ 5.700.744,98	€ 5.814.759,88	€ 5.931.055,07	€ 6.049.676,17	€ 6.170.669,70	€ 6.294.083,09
Gastos financieros netos	€ 837.357,47	€ 2.278.215,34	€ 2.323.779,65	€ 2.370.255,24	€ 2.417.660,34	€ 2.466.013,55	€ 2.515.333,82
Resultado actividades ordinarias	€ (1.205.115,13)	€ 3.422.529,64	€ 3.490.980,23	€ 3.560.799,83	€ 3.632.015,83	€ 3.704.656,15	€ 3.778.749,27
Resultado extraordinario neto	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Beneficio antes de impuestos	€ (1.205.115,13)	€ 3.422.529,64	€ 3.490.980,23	€ 3.560.799,83	€ 3.632.015,83	€ 3.704.656,15	€ 3.778.749,27
Impuestos	€ -	€ 665.224,34	€ 1.047.294,07	€ 1.068.239,95	€ 1.089.604,75	€ 1.111.396,84	€ 1.133.624,78
% de impuestos	0,00%	19,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Beneficio neto	€(1.205.115,13)	€ 2.757.305,30	€ 2.443.686,16	€ 2.492.559,88	€ 2.542.411,08	€ 2.593.259,30	€ 2.645.124,49

Tabla.8.3.7. Previsiones para el Activo

<u>Activo</u>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tesorería	€ 105.759,93	€ 3.037.620,00	€ 3.098.372,00	€ 3.160.340,00	€ 3.223.547,00	€ 3.288.018,00	€ 3.353.778,00
Inversiones financieras temporales	€ 2.123.246,73	€ 1.822.572,27	€ 1.859.023,72	€ 1.896.204,19	€ 1.934.128,28	€ 1.972.810,84	€ 2.012.267,06
Imposiciones a corto plazo	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas no bancarias	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas a cobrar	€ 13.689.240,40	€ 27.338.584,08	€ 27.885.355,76	€ 28.443.062,87	€ 29.011.924,13	€ 29.592.162,61	€ 30.184.005,87
Existencias	€ 2.138.594,79	€ 18.225.722,72	€ 18.590.237,17	€ 18.962.041,92	€ 19.341.282,75	€ 19.728.108,41	€ 20.122.670,58
Ajustes periodificación	€ 33.450,84	€ 911.286,14	€ 929.511,86	€ 948.102,10	€ 967.064,14	€ 986.405,42	€ 1.006.133,53
Total activo circulante	€18.090.292,69	€51.335.785,20	€52.362.500,51	€53.409.751,08	€54.477.946,30	€55.567.505,28	€56.678.855,03
Inmovilizado inmaterial neto	€ 542.486,41	€ 1.222.827,04	€ 1.916.774,48	€ 2.624.600,86	€ 3.346.583,78	€ 4.083.006,35	€ 4.834.157,38
Gastos de investigación y desarrollo	€ 58.012,40	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aplicaciones informáticas	€ 150.686,30	€ 102.012,90	€ 143.918,20	€ 192.133,50	€ 237.632,50	€ 280.795,10	€ 317.259,70
Bienes en leasing	€ 471.732,07	€ 548.628,20	€ 595.687,00	€ 638.215,00	€ 685.274,30	€ 736.521,00	€ 796.354,00
Amortización acumulada	€ (137.944,36)	€ (818.284,99)	€ (1.512.232,43)	€ (2.220.058,81)	€ (2.942.041,73)	€ (3.678.464,30)	€ (4.429.615,33)

Inmovilizado material neto	€ 11.176.213,99	€ 11.629.774,41	€ 12.092.406,03	€ 12.564.290,29	€ 13.045.612,24	€ 13.536.560,62	€ 14.037.327,97
Terrenos y construcciones	€ 6.649.176,55	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Maquinaria, instalaciones, utillaje...	€ 11.372.504,99	€ 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	€ 2.003.305,16	€ 640.296,40	€ 661.180,80	€ 689.425,00	€ 702.546,00	€ 727.265,30	€ 751.211,40
Am. ac.	€ (8.848.772,71)	€ (9.302.333,13)	€ (9.764.964,75)	€ (10.236.849,01)	€ (10.718.170,96)	€ (11.209.119,34)	€ (11.709.886,69)
Inmovilizado financiero	€ 385.993,59	€ 273.385,84	€ 278.853,56	€ 284.430,63	€ 290.119,24	€ 295.921,63	€ 301.840,06
Gastos de establecimiento	€ 222.839,27						
Fianzas largo plazo	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Gastos a distribuir varios ejercicios	€ 208.285,07	€ 212.450,77	€ 216.699,79	€ 221.033,78	€ 225.454,46	€ 229.963,55	€ 234.562,82
TOTAL ACTIVO	€30.626.111,02	€64.674.223,26	€66.867.234,36	€69.104.106,64	€71.385.716,01	€73.712.957,43	€76.086.743,25

Tabla.8.3.8. Previsión del Pasivo, g=2%

<u>Pasivo</u>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Deuda financiera corto	€ 7.815.505,02	€ 7.971.815,12	€ 8.131.251,42	€ 8.293.876,45	€ 8.459.753,98	€ 8.628.949,06	€ 8.801.528,04
Acreeedores comerciales	€ 8.293.445,71	€ 18.225.722,72	€ 18.590.237,17	€ 18.962.041,92	€ 19.341.282,75	€ 19.728.108,41	€ 20.122.670,58
Deudas no comerciales	€ 1.362.337,31	€ 1.389.584,06	€ 1.417.375,74	€ 1.445.723,25	€ 1.474.637,72	€ 1.504.130,47	€ 1.534.213,08
	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Pasivo circulante	€ 2.970.002,60	€ 7.587.121,89	€ 8.138.864,33	€ 8.701.641,62	€ 9.275.674,45	€ 9.861.187,94	€ 10.458.411,70
Deuda bancaria a largo	€ 3.341.676,99	€ 3.408.510,53	€ 3.476.680,74	€ 3.546.214,36	€ 3.617.138,64	€ 3.689.481,42	€ 3.763.271,04
Acreeedores a largo	€ 1.639.366,24	€ 4.556.430,68	€ 4.647.559,29	€ 4.740.510,48	€ 4.835.320,69	€ 4.932.027,10	€ 5.030.667,64
Ingresos a distribuir varios ejerc.	€ 541.647,76	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Fondos propios	€ 747.122,70	€ 9.122.160,15	€ 10.604.129,99	€ 12.115.740,19	€ 13.657.582,23	€ 15.230.260,97	€ 16.834.392,86
Capital suscrito	2.103.500,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reserva legal	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reservas voluntarias	801.235.746,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado	-928.852,15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reserva revalorización	€ 325.212.176,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Perdidas y ganancias	€ 292.604,25						
TOTAL PASIVO	€ 6.26.111,00	€ 4.674.223,26	€ 6.867.234,36	€ 9.104.106,64	€ 1.385.716,01	€ 3.712.957,43	€ 6.086.743,25

Tabla 8.3.9. Cálculo cash-flow operativo:

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Flujo para los accionistas						
Beneficio	€ 2.757.305,30	€ 2.443.686,16	€ 2.492.559,88	€ 2.542.411,08	€ 2.593.259,30	€ 2.645.124,49
+ Amortización	€ 1.133.901,04	€ 1.156.579,06	€ 1.179.710,65	€ 1.203.304,86	€ 1.227.370,96	€ 1.251.918,38
- Aumento de necesidades operativas de fondos	€ 23.285.968,76	€ 634.409,17	€ 647.098,31	€ 660.039,92	€ 673.240,58	€ 686.704,97
- Aumento de activos fijos	€ (18.390.356,97)	€ 148.273,50	€ 151.238,90	€ 154.263,70	€ 157.348,90	€ 160.496,40
+ Aumento de deuda a corto	€ 156.310,10	€ 159.436,30	€ 162.625,03	€ 165.877,53	€ 169.195,08	€ 172.578,98
+ Aumento de deuda a largo	€ 66.833,54	€ 68.170,21	€ 69.533,61	€ 70.924,29	€ 72.342,77	€ 73.789,63
+ Aumento de ingresos a distribuir en varios ejercicios	€ (541.647,76)	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
- Aumento de gastos a distribuir en varios ejercicios	€ 4.165,70	€ 4.249,02	€ 4.334,00	€ 4.420,68	€ 4.509,09	€ 4.599,27
- Aumento de fianzas largo plazo	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
- Aumento de inmovilizado financiero	€ (112.607,75)	€ 5.467,72	€ 5.577,07	€ 5.688,61	€ 5.802,38	€ 5.918,43
+ Valor contable de activos retirados/vendidos	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Flujo disponible para los accionistas	€ (1.214.467,52)	€ 3.035.472,34	€ 3.096.180,89	€ 3.158.104,85	€ 3.221.267,16	€ 3.285.692,40