



# VALORACIÓN DE EMPRESAS

## MERCADONA, S.A.

**MÁSTER EN DIRECCIÓN FINANCIERA Y FISCAL**

**UNIVERSITAT POLITÈCNICA DE VALENCIA**

Trabajo Fin de Máster

Autor: Fernando Siscar Bolumar

Directora: Ana Blasco Ruiz

Valencia, Abril 2014.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





# ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN .....	11
1.1. Resumen .....	13
CAPITULO 2. ANTECEDENTES. MARCO CONCEPTUAL SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	15
2.1 Introducción a la valoración de empresas .....	17
2.2 Principios y métodos para la valoración.....	18
2.2.1. Principios .....	18
2.2.2. Métodos .....	19
2.3 Finalidad de una valoración.....	27
2.4. Precio y Valor .....	28
2.4.1. Valor de mercado .....	28
2.4.2. Valor justo o razonable .....	29
2.4.3. Valor económico.....	29
2.4.4. Valor de liquidación.....	30
2.4.5. Valor acordado .....	30
CAPÍTULO 3. EL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN.....	31
3.1. El sector distribución en Europa .....	33
3.1.1. Órgano regulador: .....	33
3.1.2. EuroCommerce.....	34
3.1.3. Evolución del sector en la UE .....	37
3.2. El sector distribución en España y Comunidad Valenciana.....	40
3.2.1. Órgano regulador .....	40
Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED).....	41
Evolución del sector a nivel nacional y autonómico .....	42



3.3 ANÁLISIS PESTEL.....	44
CAPÍTULO 4. LA EMPRESA .....	51
4.1 Mercadona, S.A.....	53
“EL JEFE” .....	54
EL TRABAJADOR.....	57
EL PROVEEDOR.....	60
LA SOCIEDAD .....	61
4.2 Análisis DAFO-CAME. ....	67
CAPÍTULO 5. ANÁLISIS FINANCIERO. ....	69
5.1 Análisis del balance de situación .....	71
5.1.2 Análisis del Fondo de Maniobra.....	75
5.1.3 Análisis de los ratios de liquidez y endeudamiento .....	77
5.2. Análisis de la política de Inversión-Financiación (E.O.A.F) .....	84
5.3 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	88
5.3.2 Análisis del Rendimiento Económico .....	91
5.3.3 Análisis Rentabilidad Financiera.....	94
5.4. Análisis del Fondo de Maniobra. ....	95
5.4.1. Cálculo de Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja.....	95
5.4.2. Cálculo Fondo de Maniobra Necesario. ....	96
5.5. Conclusiones del Análisis Económico-Financiero. ....	97
CAPÍTULO 6 VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO. ....	99
6.1. Definición de objetivos y metodología .....	101
6.2. Horizonte temporal.....	102
6.3 Determinación de la tasa de descuentos (CMPC/WACC).....	102



6.3.1. Estructura financiera. ....	103
6.3.2 Coste del endeudamiento. ....	104
6.3.3 Coste de los recursos propios. ....	104
6.4. Proyecciones financieras. ....	109
6.4.1. Ventas.....	110
6.4.2. Aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación.....	112
6.4.3. Amortizaciones.....	114
6.4.5. Cambios en el capital corriente.....	114
6.4.6. Inversiones en activo fijo. ....	114
6.4.7. Valor Actual de los Flujos de Caja. ....	115
6.5. Escenarios Optimista y Pesimista. ....	116
6.5.1. Escenario Optimista .....	116
6.5.2. Escenario pesimista.....	117
6.6. Valor Residual. ....	119
6.6. Valor de la empresa. ....	121
CAPÍTULO 7. Método de valoración por múltiplos .....	123
7.1. Identificación de las compañías comparables .....	125
7.2. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización. ....	125
7.3. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.....	126
7.4. Rango de valoración de la empresa objetivo.....	128
CAPÍTULO 8. CONCLUSIONES. ....	129
CAPÍTULO 9. BIBLIOGRAFÍA .....	135
ANEXOS.....	143
Anexo 1. Balance de Situación. ....	145
Anexo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias.....	146



## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Métodos de Valoración. ....	19
Ilustración 2: Etapas del Método Descuento Flujos Caja. ....	22
Ilustración 3: Tipos de flujos de fondos.....	23
Ilustración 4: Obtención de FCF. ....	23
Ilustración 5: Balance Contable y financiero. ....	24
Ilustración 6: Propósitos de la valoración. ....	27
Ilustración 7: Áreas actuación EuroCommerce. ....	35
Ilustración 8: evolución ventas sector en Europa. Índice.....	38
Ilustración 9: Sector en Europa. Variación interanual ventas. ....	39
Ilustración 10: Evolución del sector. Índice. España y CV. ....	42
Ilustración 11: Evolución del sector. Variación anual. España y CV. ....	43
Ilustración 12: Análisis PESTEL.....	44
Ilustración 13: Evolución anual del ICM deflactado. ....	45
Ilustración 14. Evolución del PIB (Base 2008). ....	46
Ilustración 17: Regla de Oro. ....	55
Ilustración 18: Canales comunicación Mercadona.....	56
Ilustración 19: Estructura patrimonial.....	74
Ilustración 20: Fondo de Maniobra. ....	75
Ilustración 21: Fondo de Maniobra de Mercadona.....	76
Ilustración 22: Evolución ratios liquidez.....	79
Ilustración 23: Ratios endeudamiento .....	83



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Ilustración 24: Rotación del Activo Corriente. ....	92
Ilustración 25: Rotación del Activo No Corriente. ....	92
Ilustración 26: Rentabilidad Financiera 2009-2012.....	94
Ilustración 27: FM Aparente/FM Necesario. ....	96
Ilustración 28: Cálculo tasas de descuento. CMPC.....	108
Ilustración 29: Correlación ventas-IPC-PIB. ....	110
Ilustración 30: Evolución PIB. ....	111
Ilustración 31: Evolución de la cuenta de resultados.....	112
Ilustración 32: Gráfico de dispersión de Ventas – Gastos.....	113
Ilustración 33: Rango de valor por múltiplos. ....	128



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Porcentaje de empresas que venden por comercio electrónico.....	49
Tabla 2: Familias que usan las TIC. 2002 – 2012. ....	50
Tabla 3: Política retributiva Mercadona.....	58
Tabla 4: DAFO – CAME.....	67
Tabla 5: Balance de Situación: 2009-2012 (miles de €).....	72
Tabla 6: Balance reducido 2009 – 2012 (miles de €).....	73
Tabla 7: Fondo de Maniobra Mercadona (miles de €). ....	75
Tabla 8: Ratios de liquidez.....	77
Tabla 9: Ratios de endeudamiento.....	80
Tabla 10: E.O.A.F Mercadona 09/10 (miles de €).....	84
Tabla 11: E.O.A.F Mercadona 10/11 (miles de €).....	85
Tabla 12: E.O.A.F Mercadona 11/12 (miles de €).....	86
Tabla 13: E.O.A.F Mercadona 09/12 (miles de €).....	87
Tabla 14: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2012 y 2011 (miles de €). ....	88
Tabla 15: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2009, 2010 y 2011 (miles de €). ....	89
Tabla 16: Ratios de expansión de la Cuenta de Resultados. ....	89
Tabla 17: Rentabilidad Económica. ....	91
Tabla 18: Rendimiento-Coste de la Deuda.....	93
Tabla 19: Análisis rentabilidad financiera.....	94
Tabla 20: Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja (miles de €). ....	95
Tabla 21: Estructura financiera Mercadona.....	103



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Tabla 22: Estructura financiera Sector. ....	103
Tabla 23: Coste financiación ajena. ....	104
Tabla 24: Rentabilidades Obligaciones a 10 años. ....	105
Tabla 25: Rentabilidad del mercado. IGBM.....	106
Tabla 26: Betas sector retail. ....	107
Tabla 27 Proyección ventas Mercadona (miles de €).....	111
Tabla 28: Proyección gastos de explotación (miles de €).....	113
Tabla 29: Proyección amortizaciones (miles de €). ....	114
Tabla 30: FCF 2013 – 2017 (miles de €). ....	115
Tabla 31: FCF 2017 – 2022 (miles de €). ....	115
Tabla 32: Valor Actual Flujos de Caja (miles de €).....	116
Tabla 33: Escenario optimista 2013 – 2017 (miles de €).....	116
Tabla 34: Escenario optimista 2018 – 2022 (miles de €).....	117
Tabla 35: Valor actual de los flujos de caja. Escenario optimista (miles de €).....	117
Tabla 36: Escenario pesimista 2013 – 2017 (miles de €).....	118
Tabla 37: Escenario pesimista 2018 – 2022 (miles de €).....	118
Tabla 38: Valor actual de los flujos de caja. Escenario pesimista (miles de €).....	118
Tabla 39: Valor Residual de la empresa. Escenario realista. ....	120
Tabla 40: Valor Residual de la empresa. Escenario optimista.....	120
Tabla 41: Valor Residual de la empresa. Escenario pesimista. ....	120
Tabla 42: Valor de la empresa. ....	121
Tabla 43: Múltiplos compañías que cotizan en Bolsa. ....	126
Tabla 44: Múltiplos con datos Mercadona.....	126



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Tabla 45: Cálculo Deuda Neta. ....	127
Tabla 46: Múltiplos máximos y mínimos. ....	127



Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# **CAPÍTULO 1**

## **INTRODUCCIÓN**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





## **1.1. RESUMEN**

Mercadona S.A. es una empresa familiar de capital 100% español, con sede en Tavernes Blanques y dedicada al sector de la distribución.

Mercadona es una empresa que por su nombre, tamaño y particularidad afecta diariamente a nuestras vidas, ya sea de manera directa o indirecta. Bien como clientes, trabajadores o proveedores todos hemos tenido relación con Mercadona y conocemos la entidad.

La que fuera hace 35 años unos ultramarinos con sede en Tavernes Blanques es a día de hoy un “gigante” con más de 1.400 tiendas repartidas a lo largo de 46 provincias de 15 comunidades autónomas, con una media de entre 1.300 y 1.500 metros cuadrados de sala de ventas, que representan una cuota de mercado sobre la superficie total de alimentación en España del 13,5% y que dan servicio a casi 5 millones de familias españolas cada día.

Además, se benefician de su actividad más de 400.000 trabajadores, de los cuales más de 70.000 son directos, todos con contratos fijos, que desarrollan su vida profesional en la compañía con un mismo objetivo: satisfacer las necesidades en alimentación, limpieza del hogar, higiene y comida para animales domésticos.

Mercadona es la cadena líder de supermercados en España, un ejemplo de empresa que se reinventa para superar la crisis y que por su relevancia para la economía y la sociedad es interesante de valorar.

Para ello llevaremos a cabo una serie de análisis inductivos que nos desembocarán en un valor aproximado a través de uno de los métodos de valoración más utilizados, el descuento de flujos de caja.

Será necesario comenzar este trabajo haciendo una descripción de la ciencia de la valoración, en qué consiste y para qué se utiliza, sus tipos de valor y métodos conocidos en la valoración de empresas. Conocer los diferentes métodos disponibles será necesario para elegir el adecuado.

Continuaremos con un estudio del sector de la distribución al por menor, al que pertenece Mercadona. En este capítulo veremos qué evolución ha tenido a nivel europeo, nacional y autonómico, qué plataformas respaldan a este sector en cada uno de los ámbitos y qué perspectivas de futuro tiene. Asimismo será necesario analizar la situación general del país a través de la herramienta del análisis PESTEL.

El siguiente paso será analizar la empresa en sí, cuál es su modelo de negocio, qué estrategias de futuro tiene y su política empresarial para los próximos ejercicios. Estudiaremos el *Modelo de Calidad Total* paso a paso, centrándonos en su base de



satisfacción del cliente, trabajador, proveedores, sociedad y capital. Conocer cómo ha gestionado la crisis y cómo piensa enfocar los próximos años será determinante a la hora de proyectar sus resultados.

El último paso previo al desarrollo del método de valoración será realizar su análisis económico-financiero al detalle, la estructura financiera de la empresa, su liquidez, endeudamiento, origen y aplicación de fondos, cuenta de resultados, rentabilidad, sus ciclos, de maduración y de caja, y fondos de maniobra, aparente y necesario. Su evolución en los últimos cuatro años como muestra representativa de su proyección en un futuro inmediato y capacidad para generar flujos.

A partir de este instante seremos capaces de realizar las proyecciones oportunas gracias a toda la información recopilada a lo largo del trabajo, definiremos el horizonte temporal, los flujos de caja libres de los próximos 10 años, así como sus tasas de descuento posibles, hallaremos también su valor residual y después de todo el proceso tendremos la capacidad suficiente para emitir un juicio de valor.

A pesar de haber obtenido un valor a través del método de descuento de flujos de caja, estudiaremos también la posibilidad de obtener el valor a partir del método de múltiplos de cotización.

Finalmente presentaremos nuestras conclusiones argumentando los resultados obtenidos.

El objetivo, por tanto, es obtener el valor de Mercadona, S.A. mediante el método del descuento de flujos de caja, teniendo en cuenta la evolución del sector, el modelo de negocio de la compañía y su análisis económico-financiero.



Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# **CAPÍTULO 2**

## **ANTECEDENTES**

**MARCO CONCEPTUAL SOBRE**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





## **2.1 INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS**

### **2.1.1. DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**

Según la RAE<sup>1</sup> “valoración” es la acción o el efecto de valorar, que significa:

1. Tr. Señalar el precio de algo.
2. Tr. Reconocer, estimar o apreciar el valor o mérito de alguien o algo.

Si tomamos la primera definición, el valor de una empresa dependerá del punto de vista, ya sea del comprador o del vendedor.

Para el vendedor el valor de su empresa será, al igual que cualquier producto o servicio que se ofrezca y actúe bajo las leyes del mercado, lo máximo que el comprador esté dispuesto a pagar por ella.

Para el comprador el valor de la empresa será el beneficio potencial que espera obtener de ella menos el beneficio de la compraventa que cree que podrá obtener, es decir, lo máximo que va a pagar.

Para el mercado, el precio será un punto intermedio entre el valor que considera el sujeto A y el sujeto B.

Según la segunda definición, cada individuo estimará un valor único, llegando a haber importantes diferencias entre una valoración u otra, puesto que es un dato subjetivo y dependerá de la habilidad del valorador y del método escogido, estas diferencias podrían resolverse llegando a un término medio o ser tan abismales que sea necesario recurrir a una tercera opinión. *Véase el caso de El Corte Inglés.*<sup>2</sup>

Otros autores definen la valoración de empresas como “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico” (Caballer, 2009).

A tenor de la definición de Caballer se desprende la subjetividad implícita que conlleva una valoración de una empresa puesto que partimos para ello, como indica el autor, de unas determinadas hipótesis, supuestos, predicciones que darán lugar a un valor final que diferirá en función del fin y del método aplicado. Esto implica la necesaria estandarización a la hora de valorar una empresa a través de ciertos **principios** y **métodos** que de manera consensuada de admitan como válidos.

---

<sup>1</sup> RAE: Real Academia Española.

<sup>2</sup> El juez cuestiona la valoración de El Corte Inglés.

[http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605_850215.html).



## **2.2 PRINCIPIOS Y MÉTODOS PARA LA VALORACIÓN**

### **2.2.1. Principios<sup>3</sup>**

1. Las entidades de crédito que dispongan de servicios de tasación y las sociedades de tasación homologadas cuando valoren para cualesquiera de las finalidades integradas en el ámbito de aplicación de la presente Orden deberán hacerlo aplicando, en los términos establecidos en la misma, los siguientes principios:

**a) Principio de anticipación**, según el cual el valor de un inmueble que se encuentre en explotación económica es función de las expectativas de renta que previsiblemente proporcionará en el futuro.

**b) Principio de finalidad** según el cual la finalidad de la valoración condiciona el método y las técnicas de valoración a seguir. Los criterios y métodos de valoración utilizados serán coherentes con la finalidad de *la valoración*.

**c) Principio de mayor y mejor uso**, según el cual el valor de un inmueble susceptible de ser dedicado a diferentes usos será el que resulte de destinarlo, dentro de las posibilidades legales y físicas, al económicamente más aconsejable, o si es susceptible de ser construido con distintas intensidades edificatorias, será el que resulte de construirlo, dentro de las posibilidades legales y físicas, con la intensidad que permita obtener su mayor valor.

**d) Principio de probabilidad**, según el cual ante varios escenarios o posibilidades de elección razonables se elegirán aquellos que se estimen más probables.

**e) Principio de proporcionalidad**, según el cual los informes de tasación se elaborarán con la amplitud adecuada teniendo en cuenta la importancia y uso del objeto de valoración, así como su singularidad en el mercado.

**f) Principio de prudencia**, según el cual, ante varios escenarios o posibilidades de elección igualmente probables se elegirá el que dé como resultado un menor valor de tasación. Este principio será de aplicación obligatoria cuando el valor de tasación se utilice para alguna de las finalidades señaladas en el artículo 2.a), b) y d) de esta Orden.

**g) Principio de sustitución**, según el cual el valor de un inmueble es equivalente al de otros activos de similares características sustitutivos de aquél.

**h) Principio de temporalidad**, según el cual el valor de un inmueble es variable a lo largo del tiempo.

---

<sup>3</sup> artículo 3 de la OM ECO 805/2003 [www.noticiasjuridicas.com](http://www.noticiasjuridicas.com).

i) **Principio de transparencia**, según el cual el informe de valoración de un inmueble deberá contener la información necesaria y suficiente para su fácil comprensión y detallar las hipótesis y documentación utilizadas.

j) **Principio del valor residual**, según el cual el valor atribuible a cada uno de los factores de producción de un inmueble será la diferencia entre el valor total de dicho activo y los valores atribuibles al resto de los factores

Estos principios hacen referencia a la valoración de bienes inmuebles, no obstante son perfectamente aplicables a la valoración de empresas.

### 2.2.2. Métodos

En este trabajo no tratamos de profundizar en los métodos de valoración o de buscar nuevos métodos, sino de estimar el valor de una de las empresas más importantes del sector del comercio minorista, por ello nos basaremos en el trabajo de Pablo Fernández, quien sí realizó un estudio sobre los métodos de valoración. Así pues haremos un repaso a la variedad de métodos que podremos aplicar y elegiremos aquel o aquellos más apropiados para nuestro caso.

Tal y como nos indica en su libro “Guía Rápida de Valoración de Empresas” (P. Fernández, 2005) tenemos una gran cantidad de métodos que podemos agrupar en cuatro grandes grupos:

Ilustración 1: Métodos de Valoración.

BALANCE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• VALOR CONTABLE</li> <li>• VALOR CONTABLE AJUSTADO</li> <li>• VALOR LIQUIDACIÓN</li> <li>• VALOR SUBSTANCIAL</li> </ul>
CUENTA DE RESULTADOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>MÚLTIPLO DE:</i></li> <li>• BENEFICIO. PER</li> <li>• VENTAS</li> <li>• EBITDA</li> <li>• OTROS MULTIPLOS</li> </ul>
MIXTOS (GOODWILL)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CLÁSICO</li> <li>• UNION EXPERTOS CONTABLES EUROPEOS</li> <li>• RENTA ABREVIADA</li> <li>• OTROS</li> </ul>
DESCUENTO DE FLUJOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FREE CASH FLOW</li> <li>• CASH FLOW ACCIONES</li> <li>• DIVIDENDOS</li> <li>• CAPITAL CASH FLOW</li> </ul>

Fuente: P. Fernández, 2005. Elaboración propia.



### Métodos basados en el balance

Estos se basan en datos que aparecen en el balance de la empresa, es decir, que se obtienen conforme a las normas de registro y valoración contable donde, por ejemplo, las inversiones en inmovilizado material se efectúan a precio de adquisición, valor que muy difícilmente coincidirá con el valor de mercado, ya que los inmuebles se suelen revalorizar. No obstante es una forma rápida de obtener el valor de la empresa de manera aproximada si se realizan ciertos ajustes y por ello es objeto de estudio. En este grupo encontramos los siguientes métodos:

*M. basado en el valor contable:* El valor de la empresa es el valor del Patrimonio Neto. Al basarse en criterios de registro y valoración contables casi nunca coincidirá con el verdadero valor de mercado.

*M. basado en el valor contable ajustado:* Partiendo, al igual que en el método anterior, de las partidas que figuran en el balance, se ajustarán sus valores a situaciones más realistas como obsolescencias, precios de mercado, etc.

*M. basado en el valor de liquidación:* Representa el valor mínimo de una empresa, se obtiene como diferencia del valor de venta de sus activos y la cancelación de las deudas.

*M. basado en el valor substancial:* Es el valor de reposición de los activos, es decir, la inversión necesaria para llegar a tener una empresa en idénticas condiciones.

### Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos buscan hallar el valor de la empresa en función de los beneficios genera, dato que podemos encontrar en la contabilidad de la empresa, así como las ventas u otras partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias. Al igual que el grupo anterior se basa sobre todo en datos contables, sin tener en cuenta el macroentorno ni el futuro. Son métodos fáciles y rápidos.

*M. Múltiplo de los beneficios. PER:* El valor de una acción se calcula multiplicando el beneficio por el PER<sup>4</sup>, que indica el dividendo que se paga en función de la cotización de la acción.

*M. Múltiplo de las ventas:* el valor se obtiene en función de las ventas, al multiplicarlo por un número.

---

<sup>4</sup> PER: Price Earning Ratio.



M. Otros múltiplos: Preciso utilizar múltiplos de empresas comparables:

- Valor empresa/EBIT<sup>5</sup>
  - Valor empresa/EBITDA<sup>6</sup>
  - Valor empresa/Cash Flow Operativo
  - Valor acciones/Valor contable
  - Precio/Ventas
  - Precio/Suscriptor
  - Precio/Páginas visitadas
  - Precio/habitante
- } Empresas de internet

### Métodos Mixtos, *basados en el Goodwill*<sup>7</sup>

En este grupo se engloba una serie de métodos que tratan de calcular el valor de la empresa a partir de los activos netos y luego añadiendo el valor que representará los beneficios futuros. Estos beneficios se generan gracias a los activos intangibles que no son registrados en los balances de las empresas y forman el llamado fondo de comercio. Algunos de estos métodos que simplemente nombraremos dada su escasa utilidad son:

1. Método de valoración “clásico”.
2. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos.
3. Método de la renta abreviada del goodwill.
4. Método indirecto o método “de los prácticos”.

### Métodos basados en el Descuento de Flujos de Fondos (cash flow)

Con estos métodos, los más utilizados por los valoradores, estimaremos el valor de la empresa a través de los flujos de fondos que será capaz de generar y descontados por una tasa de riesgo que variará en función de la estructura financiera de la empresa, que analizaremos más adelante.

Es lógico considerar que el valor de una empresa dependa de los beneficios futuros que puedan lograr los accionistas, y que vengan determinados por la capacidad que tiene para generar ingresos y otros flujos de caja reales.

El procedimiento conlleva una serie de pasos y es necesario un estudio a fondo de las previsiones de la empresa y del sector para ajustar, en la medida de lo posible, a un

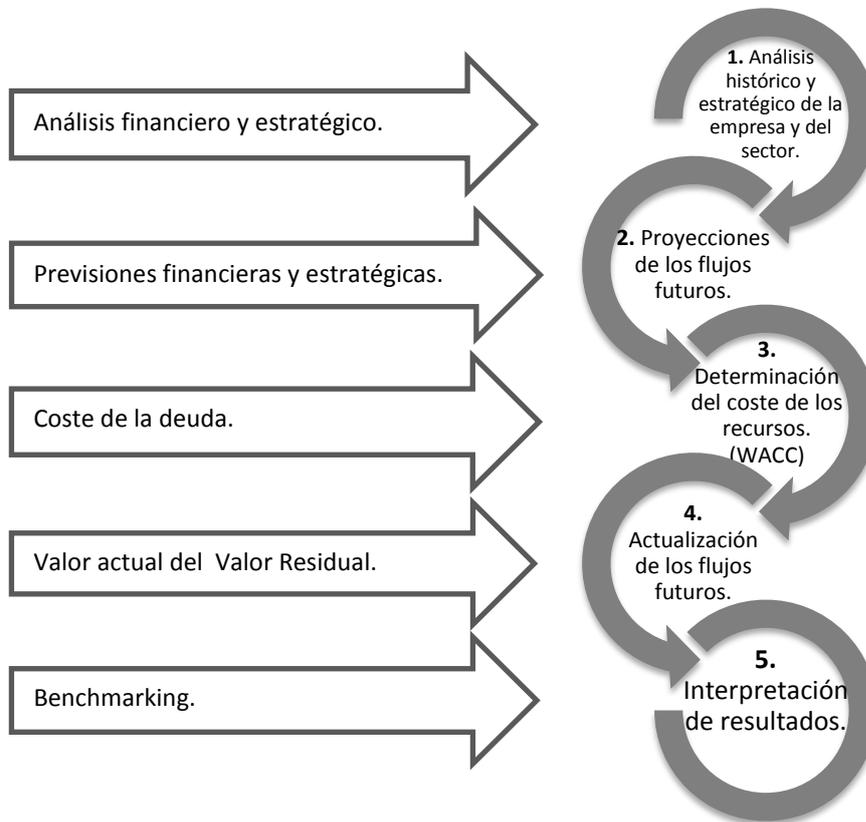
<sup>5</sup> EBIT: Earnings Before Interests and Taxes.

<sup>6</sup> EBITDA: Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization.

<sup>7</sup> Goodwill: fondo de comercio.

escenario realista la evolución en cada periodo de cada una de las partidas financieras que determinan los cash flow de las operaciones de la empresa. Los pasos a seguir serán:

**Ilustración 2: Etapas del Método Descuento Flujos Caja.**



Fuente: P. Fernández, 2005. Elaboración propia.

Previamente definiremos los distintos tipos de flujos que se generan en una empresa, así como sus tasas de descuentos apropiadas para cada uno de los flujos. De esta manera contaremos con:

Ilustración 3: Tipos de flujos de fondos.

FLUJO DE FONDOS	• TASA DE DESCUENTO APROPIADA
Flujo de fondos libre. FCF.	• WACC.
Flujo de fondos para los accionistas.	• Ke. Rentabilidad exigida a las acciones.
Flujo de fondos para la deuda.	• Kd. Rentabilidad exigida a la deuda.
Capital Cash Flow.	• WACC antes de impuestos.

Elaboración propia.

**Flujo de Caja Libre:** Con este flujo podremos obtener directamente el valor de la empresa, que está compuesto por la deuda más las acciones (D+E), como demuestra el balance financiero que explicaremos en la ilustración 5. El FCF (Free Cash Flow) es el flujo de fondos resultante de las operaciones corrientes. Al no tener en cuenta el endeudamiento partiremos del Resultado de Explotación, el EBIT, al que tendremos que deducir los impuestos, y restaremos las operaciones de reinversión en activos fijos y el NOF<sup>8</sup>, que está formado por la deuda comercial principalmente, añadiremos las amortizaciones, puesto que no constituyen un pago en sí.

La tasa de descuento que utilizaremos será el WACC<sup>9</sup>, que veremos más adelante. De manera gráfica, las operaciones a realizar serían las siguientes:

Ilustración 4: Obtención de FCF.

<b>EBIT</b>
- Impuesto sobre EBIT
<b>BENEFICIO NETO (empresa sin deuda)</b>
+ Amortizaciones
- Reinversión Activos Fijos
- NOF
<b>FREE CASH FLOW</b>

Elaboración propia.

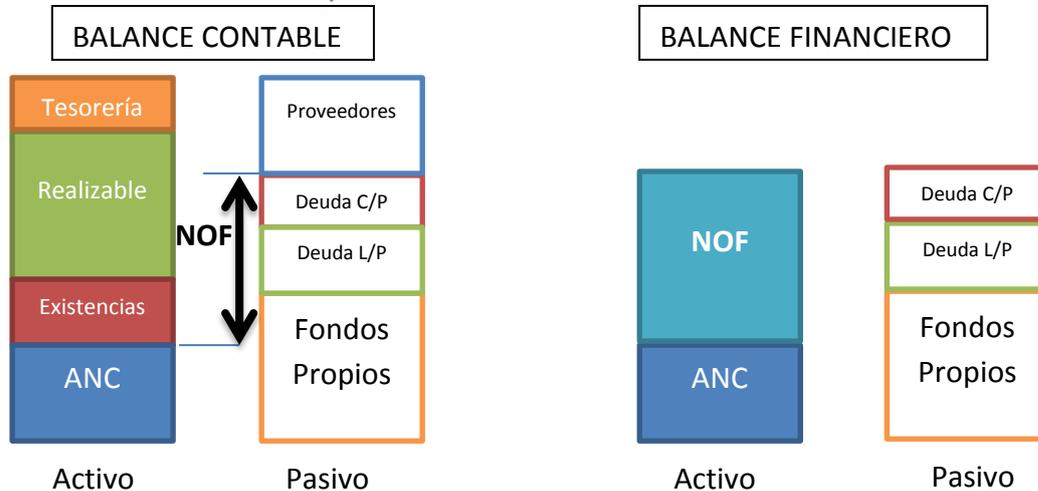
<sup>8</sup> NOF: Necesidades Operativas de Fondos, deuda no financiera.

<sup>9</sup> WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): CMPC (Coste Medio Ponderado de Capital).

### BALANCE FINANCIERO

El balance financiero parte del balance contable:

Ilustración 5: Balance Contable y financiero.



Elaboración Propia.

Como se puede observar, si al activo total del balance contable le restamos la financiación comercial (proveedores), lo que es lo mismo, añadimos al ANC<sup>10</sup>, obtendremos el activo del balance financiero, quedando, por tanto, el pasivo del balance financiero formado por los fondos propios y la deuda, tanto a largo plazo como a corto, contraída con las entidades de crédito, es decir, todos los recursos con los que cuenta la empresa, esto es, su valor total.

**Flujo de fondos para los accionistas:** Permite obtener el valor de las acciones. Se descontará con la rentabilidad exigida a las acciones (**Ke**), que variará en función del nivel de deuda que tenga la empresa. En el caso específico de que la empresa no tuviera deuda, esta tasa sería representada como (**Ku**) que es la tasa *unlevered*, una tasa mucho menor, puesto que la empresa, al no estar endeudada el nivel de riesgo es menor y la exigibilidad de los accionistas también. Este flujo junto al flujo de fondos para la deuda proporcionará el Free Cash Flow, es decir, que si partimos del FCF, que no tiene en cuenta el endeudamiento, y se lo restamos (capital mas intereses) podemos obtener el FC para los accionistas. Matemáticamente se calcularía así:

$$FC_{ac} = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{Pagos de principal} + \text{nueva deuda}$$

<sup>10</sup> ANC: Activo No Corriente.



**Flujo de fondos para la deuda:** Es el total de los intereses que hay que pagar más la deuda a devolver ( $i + D$ ), es fácil de obtener puesto que es un dato contable que suele coincidir con su valor de mercado. Para hallar su valor actual utilizaremos como tasa de descuento la rentabilidad exigida (**K<sub>d</sub>**. Coste de la deuda).

**Capital Cash Flow:** Es la suma del Cash Flow para los poseedores de deuda más el Cash Flow para las acciones.

### Coste Medio Ponderado de Capital

El Coste Medio Ponderado de Capital, también conocido como WACC, es la tasa de descuento que utilizaremos para hallar el valor actual de los flujos de caja libre. Se calcula ponderando el coste de la deuda y el coste de las acciones, que hemos visto anteriormente, por la estructura financiera de la empresa. De esta manera obtendremos dicho valor con la siguiente ecuación:

$$WACC = \frac{E \times K_e + D \times K_d (1 - T)}{E + D}$$

Donde:

$E$  = Valor de mercado de las acciones.

$D$  = Valor de mercado de la deuda.

$K_e$  = Rentabilidad exigida a las acciones.

$K_d$  = Rentabilidad exigida a la deuda.

$T$  = Tasa impositiva.

### Ke

La rentabilidad exigida por los accionistas se puede obtener mediante el modelo de Gordon y Shapiro, que utiliza un modelo de crecimiento constante y sostenible (**g**) o a través del CAPM<sup>11</sup> que es el método más utilizado.

De modo que la rentabilidad exigida por los accionistas vendrá definida de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + \beta P_m$$

Donde:

$K_e$  = Rentabilidad exigida a las acciones.

$R_f$  = Renta fija sin riesgo. Bonos del estado.

$P_m$  = Prima de riesgo del mercado.

$\beta$  = Beta de la acción. Riesgo sistemático o de mercado.

---

<sup>11</sup> CAPM: Capital Asset Pricing Model. Modelo de equilibrio de activos financieros.



Una vez asumidos todos los conceptos anteriores sobre tipos de flujos de fondos y sus respectivas tasas de descuento, es el momento de obtener el valor de la empresa. Para ello será determinante obtener una tasa de descuento para los flujos de caja, que variará en función del riesgo que tengan que asumir los accionistas. De esta manera, como veremos a continuación, la tasa de descuento ( $k$ ), que utilizaremos influirá notablemente a la hora de calcular el valor de la empresa, que lo obtendremos a través de la siguiente ecuación:

$$V = \frac{FC_1}{1+k} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FC_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

$CF_i$  es el flujo generado por la empresa en el momento  $i$ .

$VR_n$  es el valor residual de la empresa en el año  $n$ .

$K$  es la tasa de descuento apropiada.

## RESUMIENDO

1. Los métodos por descuento de flujos explican el valor de la empresa por su capacidad para generar dinero.
2. Todos parten de la expresión  $V = \frac{FC_i}{(1+K)^i} + \frac{VR_n}{(1+K)^n}$
3. Hay distintos tipos de flujos con sus tasas de descuento apropiadas:
  - a. FCF  $\rightarrow$  WACC
  - b. FCd  $\rightarrow$  Kd
  - c. FCac  $\rightarrow$  Ka
  - d. CCF  $\rightarrow$  WACCbt
4. Con el FCF podremos obtener el valor de la empresa, que se compone de deuda + acciones (D+E), como hemos visto en el balance financiero.
5. Como no tiene en cuenta la carga financiera (el FCF) partiremos, para calcularlo, del EBIT, al que añadiremos Amortizaciones, NOF y reinversiones.
6. Para obtener el CFac, le restaremos al FCF la parte financiera.  
 $CFac = FCF - intereses (1 - T) - principal + nueva deuda$
7. Para calcular el WACC que utilizaremos para descontar el FCF, ponderaremos el coste de la deuda y el coste de las inversiones por la estructura financiera.

## **2.3 Finalidad de una valoración**

Sabemos que las empresas tienen valor, sabemos qué principios y métodos tenemos que seguir para llevar a cabo una valoración pero, ¿qué finalidad puede tener una valoración?

Existen múltiples razones para valorar una empresa, acorde con P. Fernández (2005), se distinguen los siguientes propósitos:

### **Ilustración 6: Propósitos de la valoración.**

#### **Operaciones de Compraventa.**

- Sirve tanto para el comprador como para el vendedor, para hallar un intervalo del precio al que comprar/vender la empresa.
- Para el comprador será el precio máximo a pagar.
- Para el vendedor será el precio mínimo a aceptar.

#### **Valoración de empresas cotizadas en bolsa.**

- Sirve para tomar decisiones en función del precio real sobre el valor calculado. Si el precio está por encima de su valor, esta sobrevalorado, se recomienda vender y viceversa.
- Sirve, también, para determinar los pesos dentro de una cartera de valores.

#### **Salidas a bolsa.**

- Sirve para justificar el precio de salida.

#### **Herencias y testamentos.**

- La valoración nos ayudará a determinar el valor de la empresa sobre el resto de bienes a repartir.

#### **Sistemas de remuneración basados en creación de valor.**

- Sirve para valorar la remuneración atribuible a los directivos por su creación de valor dentro de una empresa.

#### **Value drivers. Identificación de los impulsores de valor.**

- Permite identificar los creadores y destructores de valor dentro de una empresa o unidad de negocio.

#### **Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.**

- Nos ayudará a tomar una decisión sobre el futuro de la empresa, ya sea continuar con la actividad, liquidar, fusionarse, comprar, etc.

#### **Planificación estratégica.**

- Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

#### **Procesos de arbitraje.**

- Útil en casos de disputas sobre precios.

Fuente: P. Fernández (2005).



## **2.4. Precio y Valor**

“sólo el necio confunde el valor con el precio”. A. Machado.

Existen mil ejemplos que nos servirían para describir la diferencia entre valor y precio, como puede ser la percepción de cada uno ante el mismo precio. Ante una transferencia mil euros, si la entidad cobra una comisión de cincuenta céntimos, seguramente a primera vista no parece caro, pero si en ese mismo momento a una transferencia de tres euros cobran los mismos cincuenta céntimos, pensaríamos que un atraco.

Pudiera parecer a simple vista que se trata de un tema de porcentajes de la cantidad que nos cobran respecto a la cantidad transferida y que por eso en un caso es una buena operación y en otro no, pero la realidad es que se trata del valor que le hemos dado a esa operación.

El valor es relativo para cada persona y cada operación, es la utilidad que un activo nos proporciona o puede proporcionarnos. Por el mismo abrigo que nos es muy útil en invierno, pagaríamos cien euros, pero en verano no vale nada, cero, pero su precio es el mismo.

Pensar que una empresa vale lo que marca el precio es un grave error, el precio solo es el resultado de la transacción, pero nunca se va a pagar más del valor que un activo supone para el comprador, pues existen distintos tipos de valor, que dependerán de la finalidad que le aporte cada individuo.

Así pues podemos encontrar distintos tipos de valor como son:

### **2.4.1. Valor de mercado**

Es el valor que adquiere una empresa en una operación de compraventa entre dos partes perfectamente informadas, libres en su intención de realizar la operación, con conocimiento sobre las leyes del mercado, actuando en su propio interés y beneficio y en un plazo razonable de tiempo para efectuar la transacción.

Esta operación se presume en ausencia de presiones entre las partes y de intereses especiales en la finalidad de la misma.

Las características de ese comprador hipotético serían, entre otras:

- Estar totalmente informado sobre el negocio y el mercado.
- Ser un inversor prudente.
- No tener limitación de recursos.
- Estar dispuesto a pagar el valor de mercado antes de dejar pasar la oportunidad.



- No tener circunstancias concretas que le hagan estar en situación de obtener sinergias o reconocer valores especiales.

El valor de mercado es el valor más utilizado en el mundo empresarial por sus usuarios y autoridades competentes debido a que es caracterizado por la primacía del mercado, de sus reglas, como regulador de la actividad económica y porque es el que más se acerca a la realidad.

Se solicitará hallar el valor de mercado para aquellos supuestos de compra-venta de empresas o inversiones o para determinar si el precio pagado por una transacción se encuentra dentro del rango de los valores de una operación justa entre las partes.

El concepto de valor de mercado asume que el negocio en cuestión se encuentra en situación de “empresa en funcionamiento”, de otro modo habría que aplicar otra base de valoración.

#### **2.4.2. Valor justo o razonable**

El valor justo o razonable es aquel que se determina de manera independiente a los intereses de las partes.

Este valor se determina en función de las condiciones de la empresa que lo hacen único para un determinado momento de su vida, con base a otro tipo de valoraciones, como el valor de mercado, el valor económico y el los activos de la empresa.

Trata en todo momento de ser justo y equitativo para ambas partes y es fundamental la independencia del valorador.

Algunas situaciones donde se utiliza el valor razonable o justo son las siguientes:

- Por decreto judicial.
- En situaciones de arbitraje voluntario.
- En algunos países, como soporte del valor reflejado en la información financiera que divulgan las empresas.
- En aplicación de cláusulas estatutarias.

#### **2.4.3. Valor económico**

Es el valor que tiene un negocio para su propietario actual o para uno interesado en adquirirlo, nunca llega a ser el valor de mercado, puesto que representa su valor para una de las partes. En caso de que el valor de mercado se encuentre por debajo del valor económico habrá interés por parte de un posible adquirente.

Suele estimarse por parte de un propietario para evaluar ofertas recibidas o en ciertos casos para realizar la privatización de determinadas empresas públicas.



#### **2.4.4. Valor de liquidación**

Es el valor que tendría la empresa en caso de vender todos sus activos y hacer frente a los pasivos pendientes al consumarse su liquidación o cierre.

Este método es clásico de las empresas en crisis pero también se puede dar en aquellas que decidan cesar con la actividad de manera voluntaria o en disolución de joint-ventures.

La estimación del valor de liquidación se efectúa de acuerdo con el siguiente proceso:

El enfoque del valor de liquidación es básicamente estático, puesto que se considera la situación de sus activos y pasivos en el momento de la valoración y no su evolución futura. Únicamente se consideran las posibles operaciones que puedan producirse durante el periodo de liquidación.

Si el periodo de liquidación fuese potencialmente largo será necesario preparar un plan de liquidación que sitúe en el tiempo los cobros y los pagos correspondientes a la liquidación y sirva para estimar, en su caso, su valor actual.

#### **Valor de liquidación ordenada**

Este proceso se realiza de manera ordenada y sin urgencia. El valor de los activos se mantiene a precios de mercado, por lo que resulta conveniente disponer del tiempo necesario. Es conveniente definir un plan de liquidación para obtener el mayor valor posible para la disolución de la empresa.

#### **Valor de liquidación forzosa**

El valor de liquidación forzosa suele disminuir en gran cantidad el valor real de sus activos debido a la urgencia del proceso. Este proceso se puede dar en:

- Concurso de acreedores.
- Subasta pública o privada.
- Mandato judicial.
- Decisión de los propietarios.

#### **2.4.5. Valor acordado**

El valor acordado es aquel al que se llega mediante una serie de procedimientos basados en fórmulas más o menos sencillas, que se han acordado previamente.

Es un procedimiento característico dentro de una sociedad, donde sus estatutos recogen las cláusulas donde se explican las fórmulas y ajustes sobre el precio, siendo necesarias para proceder en un acto de compra o venta entre accionistas.



Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# **CAPÍTULO 3**

## **EL SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Mercadona pertenece al sector de la distribución al por menor, en este capítulo veremos cómo está regulado a nivel europeo y nacional y su evolución hasta enero de 2014 que, aunque sólo disponemos información contable sobre el año 2012 y las proyecciones para determinar su valor se harán en base a ese año porque las cuentas anuales de 2013 aún no se han publicado, nos ayudará a realizar unas previsiones más ajustadas a la realidad.

Al inicio de este capítulo analizaremos el sector a nivel europeo, su evolución y normativa, qué cambios se han producido y qué consecuencias tiene sobre la empresa objeto de estudio

Del mismo modo haremos un análisis a nivel nacional y, si cabe, a nivel autonómico, cómo afectan las subidas de los impuestos indirectos y cómo se reinventa el sector.

Será necesario hacer un análisis PESTEL que nos ayudará a comprender el entorno en el que se mueve Mercadona, así como un breve análisis DAFO-CAME para compararla con otras empresas, algunas de las cuales cotizan en bolsa.

### **3.1. El sector distribución en Europa**

Analizaremos el marco europeo de este sector con la intención de informarnos levemente y ayudarnos a realizar unas estimaciones más ajustadas.

#### **3.1.1. Órgano regulador**

El comercio minorista queda regulado a nivel europeo a través de la Directiva 2006/123/CE, de 12 de diciembre, relativa a los servicios en el mercado interior. Esta directiva fue emitida por el Parlamento Europeo y el Consejo y entró en vigencia el 28 de diciembre de 2006.

La Directiva expone que sus intenciones son:

*"La Comunidad Europea tiene por objetivo estrechar cada vez más los lazos entre los Estados y los pueblos de Europa y garantizar el progreso económico y social. Con arreglo al artículo 14, apartado 2, del Tratado, el mercado interior implica un espacio sin fronteras interiores en el que esté garantizada la libre circulación de servicios..." [...]*

*"promover «un desarrollo armonioso, equilibrado y sostenible de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un alto nivel de empleo y de protección social, la igualdad entre el hombre y la mujer, un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de protección y de mejora de la calidad del medio ambiente, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros»." (Parlamento Europeo, 2006)*



### 3.1.2. EuroCommerce

Organización que representa a las empresas de distribución a nivel europeo y que actúa como síndico para ejercer presión sobre la Comisión Europea y establecer mejoras para el sector.

En su propia página<sup>12</sup> podemos ver la función que desarrolla y los objetivos de esta organización que como ellos dicen son “la voz de 6 millones de empresas que venden al por menor, al por mayor y otras empresas comerciales”.

A esta organización pertenecen 31 federaciones nacionales de comercio, 27 grandes empresas del sector de la distribución y otras federaciones que representan a sectores específicos de comercio.

Entre sus funciones destacan:

- Representar todo el sector del comercio (por mayor, por menor y comercio internacional en conjunto).
- Comunicar sobre el papel del comercio en la economía europea y cómo las empresas viven de lo que ellos representan.
- Abogar por la legislación y las políticas de la Unión Europea en línea con lo que representan.

La organización tiene como eslogan: “We stand for fair, competitive, sustainable and fair retail and trade in Europe”, es decir, por un justo, competitivo y sostenible comercio y minorista en Europa.

Para ello cuentan con un sólido equipo de 20 asesores políticos, especialistas en comunicación, que actúan sobre diferentes áreas de interés y lo demuestran con titulares como:

- Alianza de usuarios de sistemas de pago por un marco europeo más competitivo y transparente (7)
- Manifiesto “Shopping for growth” (11)
- 1/11/2012 Satisfacción del cliente. (1)
- 1/11/2012 Renovada la estrategia europea para la responsabilidad social corporativa (2)
- 29/1/2014 EuroCommerce pide mejores accesos a las ciudades. (6)
- 21/2/2014 Mejores controles de calidad beneficiaran a consumidores y minoristas (5)
- 1/3/2014 Bolsas de plástico ligeras (4)

---

<sup>12</sup> <http://www.eurocommerce.be>

- 5/3/14 EuroCommerce presenta sus propuestas para una regulación práctica del e-commerce en Europa (3)

Ilustración 7: Áreas actuación EuroCommerce.



Fuente: EuroCommerce. Elaboración propia.

Como hemos comentado antes, la misión de EuroCommerce se basa en tres puntos principales para el comercio minorista y en general:

### JUSTO

EuroCommerce aboga por una relación justa y respetuosa entre todos los miembros que componen la compleja cadena de suministro, para que sea eficiente en la entrega de bienes y servicios.

Dado que la razón de ser de mayoristas y minoristas es servir a 500 millones de clientes cada día, EuroCommerce trabaja para llevar a cabo unas prácticas justas, teniendo presente que la confianza del consumidor es primordial y el sector se esfuerza para proteger a estos a través de la aportación de la mayor información posible y derechos decentes.



## **COMPETITIVIDAD**

EuroCommerce, al corriente de la feroz competencia que existe en el mercado, sabedor de que es un buen síntoma que favorece al cliente y a la innovación, se esfuerza para que tanto grandes como pequeñas empresas puedan ser competentes en precios, calidad y servicio al cliente final, tengan acceso a todos los sistemas de pago y no tengan obstáculos como barreras de acceso al mercado.

## **SOSTENIBILIDAD**

El sector de la distribución, consciente de la implicación diaria que tiene, apuesta por un desarrollo sostenible, adaptándose continuamente para lograr nuevos retos diarios, sociales y ambientales, y ofrecer a los consumidores formar parte de este proceso que beneficiará a las futuras generaciones.

El comercio ha logrado alcanzar altos estándares de regulación para cumplir con los requerimientos de energía de los productos electrónicos para el perfil nutricional de los productos alimenticios.

EuroCommerce tiene, por tanto, el objetivo de promover este desarrollo sostenible, en el que hay más flexibilidad, seguridad y habilidades en el mercado laboral, la educación efectiva de la sociedad para consumir productos más saludables y servicios sostenibles promovidos por parte de los poderes públicos y el respeto por el medio ambiente.

EuroCommerce nos demuestra que toman medidas para la mejora del sector, un sector en alza, que debe ser regulado, mejorado y actualizado día a día, creando valor y satisfaciendo al consumidor final.

Su misión es clara, sus tres puntos son los que forman parte de su eslogan y en la medida en la que vayan consiguiendo sus objetivos harán del comercio minorista un sector fuerte por el que apostar, y de hecho se puede apreciar en empresas de distribución como Carrefour, Alcampo, Día y, como no, Mercadona, donde continuamente van mejorando sus instalaciones, calidad de los productos, incluso de marcas blancas y atención al cliente.

También se puede observar el crecimiento de las empresas que cotizan en las bolsas europeas en los últimos años.

Esta plataforma nos ayudará a confiar en las empresas de este sector, evitando que se queden obsoletas. Nos aportará también información sobre la evolución del comercio minorista, su regulación y crecimiento de cara a una valoración más acertada.



Su contribución nos aporta una gran cantidad de información sobre el sector a nivel europeo, que extrapolaremos a nivel nacional, donde nos serviremos de otra plataforma con la que colabora estrechamente.

### 3.1.3. Evolución del sector en la UE

Según la Comisión Europea, el sector de la distribución comercial, que está compuesto por el servicio al por menor (retail, en adelante) y al por mayor, da trabajo a cerca de 33 millones de personas en toda Europa y genera 1.160 billones de valor añadido, lo que representa un 11% de total de PIB europeo.

Dentro del sector de la distribución comercial, en lo que refiere al retail es la clave de la economía europea, dice la Comisión<sup>13</sup>, ya que contribuye con 454 billones de euros al valor añadido europeo, es decir un 4,3% del total y genera empleo para al menos 18,6 millones de personas.

A día de hoy miles de millones de consumidores se benefician de productos de otros estados miembros que están a su disposición en los puntos de ventas locales gracias a la unificación del mercado. El retail se encarga de poner en contacto los miles de proveedores de productos fabricados en los estados que forman la unión europea con los consumidores.

Además, el sector del retail es, sin duda, uno de los mayores consumidores de las TIC<sup>14</sup> y uno de los sectores más innovadores. Desempeña un papel importante en la crisis actual, siendo el encargado de hacer llegar a los ciudadanos bienes de primera necesidad, accesibles y de calidad, aportando su granito de arena para una economía sostenible.

Para ver su evolución obtendremos los datos de EUROSTAT<sup>15</sup> con índice en base 100=2010 y la variación interanual.

Hemos escogido una serie de los últimos 15 años del volumen de negocio del comercio mayorista y minorista, su análisis nos indicará cómo va a evolucionar el sector a nivel europeo y la tendencia que tiene.

---

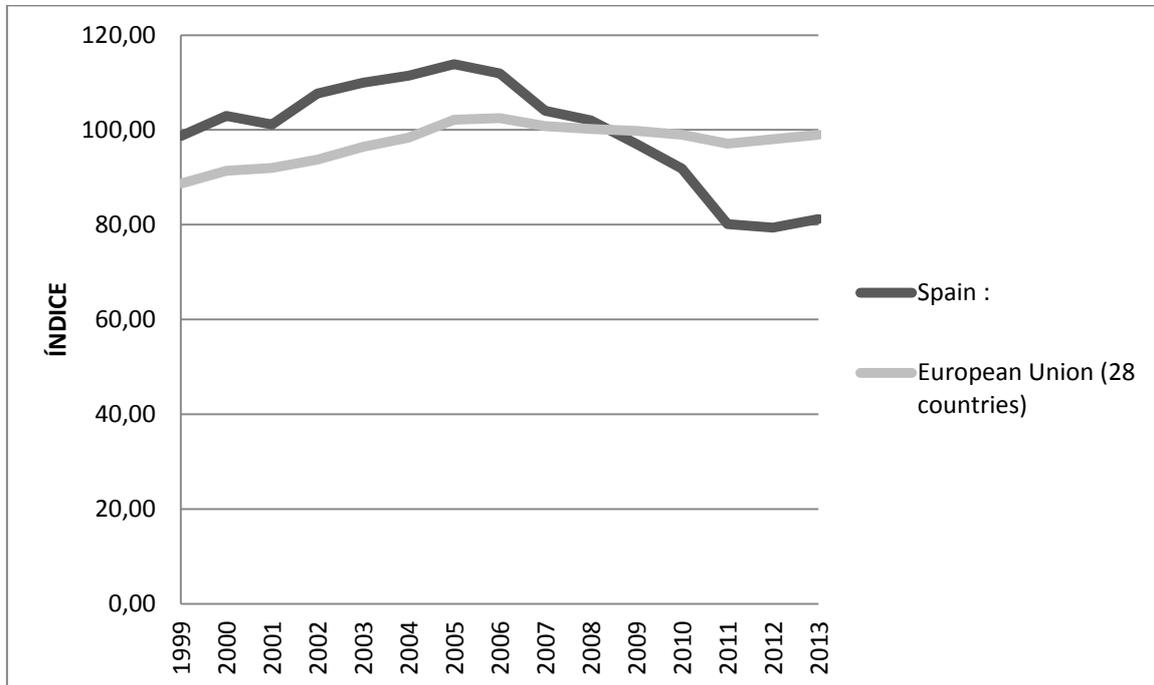
<sup>13</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/retail/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/retail/index_en.htm).

<sup>14</sup> TIC: Tecnologías de la Información y Comunicación.

<sup>15</sup> EUROSTAT: statistical office of the European Union

Primero analizaremos su evolución a través del índice:

Ilustración 8: evolución ventas sector en Europa. Índice.



Fuente: Eurostat. Elaboración propia.

Como se aprecia en la ilustración 8 el volumen de negocio fue creciendo en la primera mitad de los años 2000 hasta alcanzar un máximo de 113,89 puntos durante 2006 en el caso español y 102,50 al año siguiente en el caso europeo.

A partir de estos máximos absolutos la tendencia se transforma en negativa, disminuyendo su volumen de manera ininterrumpida durante la crisis actual, Presentando un punto de inflexión en 2013 y 2014 para el caso europeo y español respectivamente.

Se puede apreciar cómo los cambios en España son más bruscos que a nivel europeo, que cuenta con datos de 28 países y funciona como si fuera una cartera de valores, si cae uno, lo mantienen el resto.

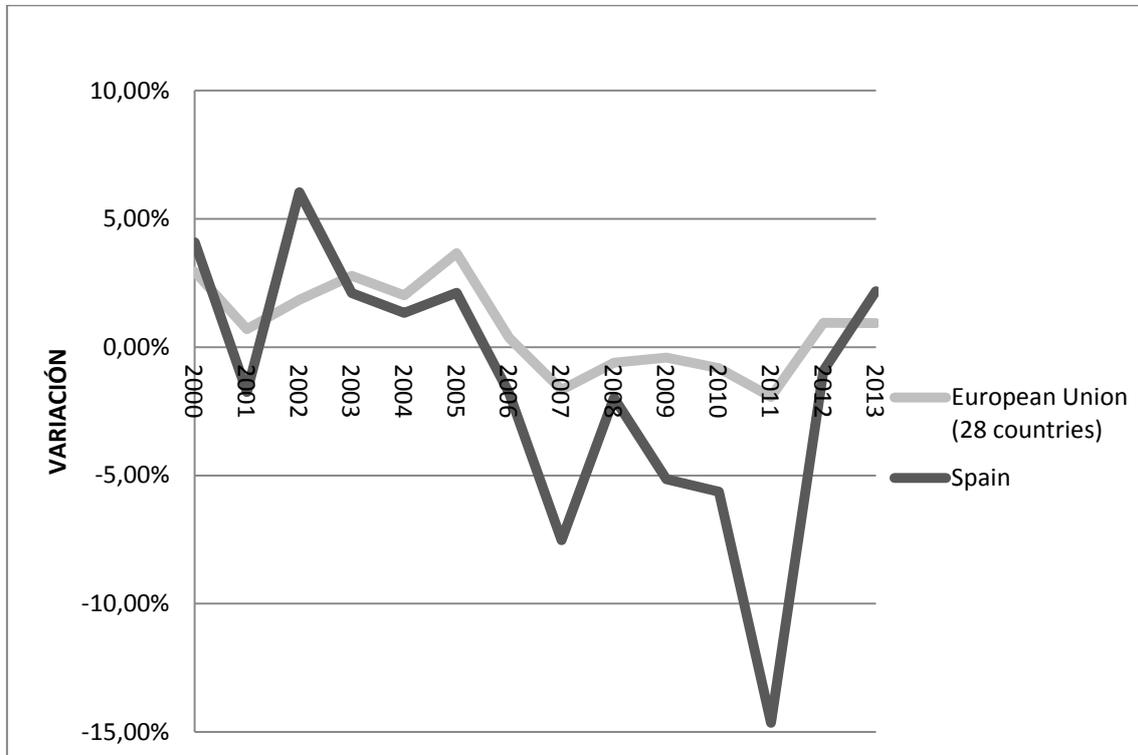
Por tanto, los datos muestran que, tanto a nivel europeo como español, el sector se está reactivando poco a poco pero aún falta un largo camino para llegar a niveles de 2006.

Vemos que las tendencias suelen durar unos 5 o 6 años antes de un cambio de la misma, dato que tendremos en cuenta a la hora de hacer las proyecciones.

Hemos eliminado el componente estacional e inflacionario para obtener conclusiones más objetivas sin tener en cuenta factores externos.

Analizamos también la variación interanual que ha sufrido a nivel europeo y español para extrapolar los datos a nuestras proyecciones.

Ilustración 9: Sector en Europa. Variación interanual ventas.



Fuente: EUROSTAT. Elaboración propia.

Al igual que en la ilustración 8 se observan dos tendencias, una positiva en la primera parte y una negativa en la segunda.

En esta se ve de manera más clara cómo empezó la desaceleración en 2006 y fue en 2007 la entrada de la crisis.

En España los cambios son más acentuados y, por tanto, se ve mejor la evolución de la economía, ya que el sector representa un gran porcentaje del total del PIB. Se observa con claridad el hundimiento de la economía a finales de 2007 (los datos corresponden al último mes de cada año), teniendo en 2008 lo que comúnmente se conoce en bolsa “el rebote del gato muerto”, parecía que había brotes verdes, pero finalmente la economía, así como el comercio, nacional y europeo se hundió del todo para comenzar a salir en 2012 y acabar 2013 con un ligero crecimiento.

España sigue la estela del resto de Europa, pero de manera acentuada, como ya vimos en la ilustración 8, al igual que los ciclos económicos.



## **3.2. El sector distribución en España y Comunidad Valenciana**

Al igual que para Europa, para España existe un marco jurídico que regula el comercio en general.

### **3.2.1. Órgano regulador**

El sector del comercio minorista está regulado por la Ley 1/2010, de 1 de marzo, de reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista.

En esta reforma, necesaria por la constante evolución de la economía, se incluyeron las disposiciones relativas a la competencia, ley del tabaco e incorporación del derecho de la Unión Europea.

Sin embargo el grueso de la regulación del sector se encuentra en la ley 7/1966, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, cuya exposición de motivos marca la intención de esta ley:

*“Los profundos cambios que ha experimentado la distribución comercial minorista en España, la incorporación de nuevas tecnologías y formas de venta y el reto que ha supuesto la Unión Europea, así como la dispersión de la normativa vigente obligan a un esfuerzo legislativo de sistematización, modernización y adecuación a la realidad de los mercados.*

*La economía española precisa, para su adecuado funcionamiento, un sistema de distribución eficiente, que permita asegurar el aprovisionamiento de los consumidores con el mejor nivel de servicio posible y con el mínimo coste de distribución. Para alcanzar este objetivo, es preciso que el mercado garantice la óptima asignación de los recursos a través del funcionamiento de la libre y leal competencia.*

*En este sentido, el establecimiento de un marco de buenas prácticas comerciales deberá producir un mejor comportamiento de todos los agentes del sector, cuyos efectos redundarán en un mejor funcionamiento de la competencia. Estos efectos se consiguen mediante la creación de un marco legal de mínimos, que podrá completarse con los Códigos de Conducta, que libremente surjan en el sector para su autorregulación.*

*[...] Por consiguiente, la Ley no sólo pretende establecer unas reglas de juego en el sector de la distribución y regular nuevas fórmulas contractuales, sino que aspira también, a ser la base para la modernización de las estructuras comerciales españolas, contribuyendo a corregir los desequilibrios entre las grandes y las pequeñas empresas comerciales y, sobre todo, al mantenimiento de la libre y leal competencia. No es preciso insistir en que los efectos más inmediatos y tangibles de una situación de libre y leal competencia se materializan en una mejora continuada de los precios y de la*



*calidad y demás condiciones de la oferta y servicio al público, lo que significa, en definitiva, la más eficaz actuación en beneficio de los consumidores.* (Gobierno de España)

### **Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED)**

Al igual que con EuroCommerce, extraeremos de su web un poco de información sobre ANGED y qué rol juega a la hora de analizar el sector para calcular el valor de la empresa.

ANGED se define como una “organización profesional de ámbito nacional, integrada por las más destacadas compañías de distribución minorista en sectores como alimentación, electrodomésticos, moda, bricolaje, librería, juguetería, regalo, mueble, informática y electrónica, entre otros.” (ANGED, 2012)

El objetivo central de la actividad de **ANGED** es representar y defender los intereses profesionales comunes de los asociados tanto en sus relaciones con las distintas administraciones públicas como con los interlocutores sociales y, en general, con cualquier otra instancia económica, social, cultural o política.

Aunque Mercadona no pertenece a la organización ANGED, otras de las más grandes empresas del sector, como Alcampo, Carrefour, HiperCor o Eroski sí que lo hacen.

Por tanto, para analizar el sector es un medio digital de información muy útil y de hecho nos presenta las noticias más relevantes que afectan al sector, entre las que encontramos:

- 20/02/2014 - El Parlamento vota la regulación de las tasas de intercambio a las tarjetas de crédito.
- 13/02/2014 - Las empresas de distribución más comprometidas con la innovación.
- 06/02/2014 - Avanzan los servicios y el clima de consumo.
- 09/01/2014 - La confianza en la economía recupera niveles de 2007.
- 22/11/2013 - Un sistema de pagos razonable, transparente y competitivo.
- 10/11/2013 - La gran distribución pide poner orden en los impuestos autonómicos
- 29/10/2013 - Las ventas del comercio avanzan un 1,4% en el tercer trimestre.

Estas noticias nos ayudarán a predecir el comportamiento en las ventas o la fiscalidad de Mercadona a nivel comunitario y nacional, así como la publicación en su página de la evolución del sector con datos del INE<sup>16</sup> que utilizaremos más adelante para analizar

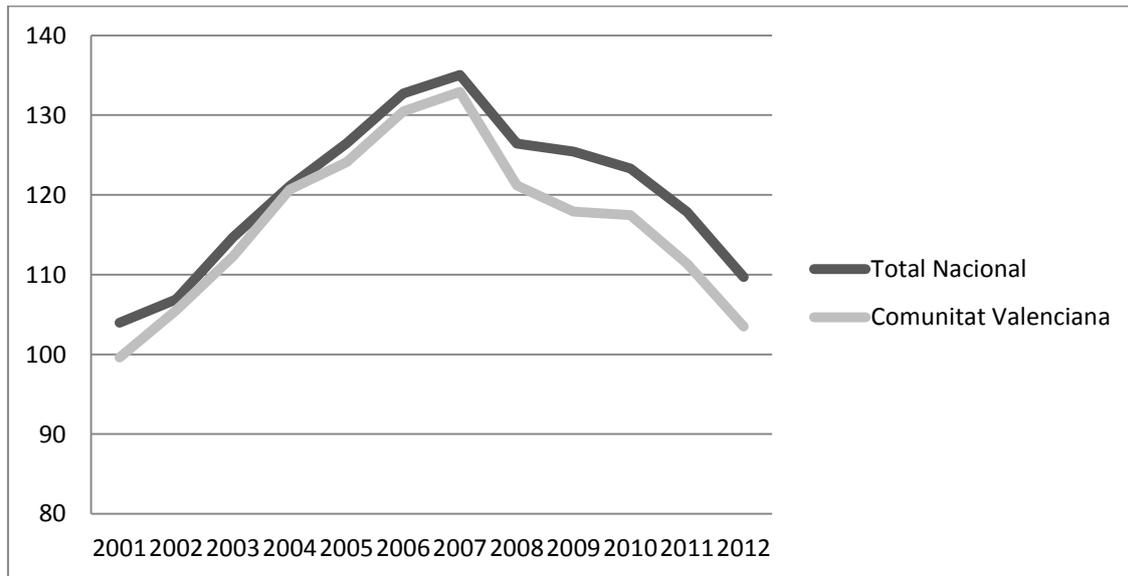
---

<sup>16</sup> INE: Instituto Nacional de Estadística.

su evolución brevemente. ANGED es colaboradora de EuroCommerce y sigue prácticamente su misma línea pero con un ámbito de actuación más reducido.

## EVOLUCIÓN DEL SECTOR A NIVEL NACIONAL Y AUTONÓMICO

Ilustración 10: Evolución del sector. Índice. España y CV.



Fuente: INE. Elaboración propia.

El índice del sector del comercio al por menor en España nos muestra, al igual que en ilustraciones anteriores sobre el sector en Europa, un fuerte crecimiento durante los primeros años del siglo XXI, comenzando su desaceleración en 2006 y tocando techo en el año 2007, inicio de la crisis.

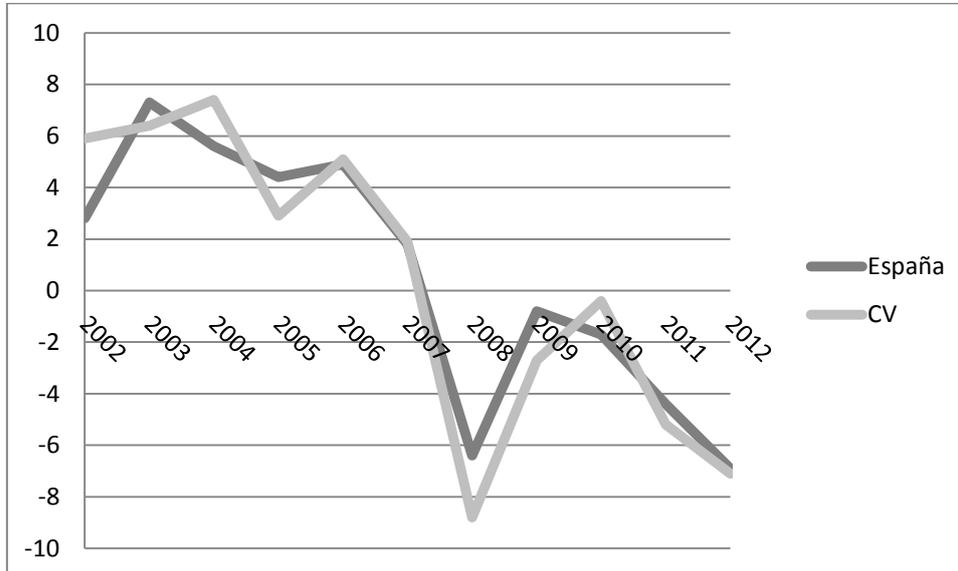
A partir de ese momento, hasta el año 2012, último dato que nos aporta el INE, el descenso es ininterrumpido, incluso llegando a niveles de 2003. Aunque no se aprecia en esta ilustración, esta tendencia negativa se ve truncada a finales del año 2013, dato que hemos observado en la ilustración 8 en la comparación con Europa gracias a la información facilitada por Eurostat.

En lo que concierne a la Comunidad Valenciana, el crecimiento es casi idéntico al caso español, pero a partir del año 2006, al igual que sucede al resto de España, comienza el descenso, siendo más agudo para la Comunidad, llegando a niveles de incluso el año 2002.

Se aprecia cómo el comercio minorista no solo sigue la misma tendencia que el resto de las variables económicas nacionales, sino que es en sí misma un potente motor para la salida de la crisis.

Como siempre también es importante conocer los datos en términos de variación anual.

Ilustración 11: Evolución del sector. Variación anual. España y CV.



Fuente INE. Elaboración propia.

Acorde con lo comentado anteriormente en la ilustración sobre el índice de la evolución del sector minorista (ilustración 10), los primeros años, tanto para España como para la Comunidad Valenciana vemos tasas de crecimiento de media de un 5%, produciéndose una desaceleración en el año 2006, cayendo el crecimiento a niveles del 2% y revirtiendo esta situación a partir del año 2007, donde se produce un fuerte descenso, del 6,4%, un 8,8% para la Comunidad Valenciana, y hace el rebote del gato muerto, comentado anteriormente en términos bursátiles.

A partir de este pequeño repunte, sabemos, gracias a Eurostat, que se produce un descenso mayor, superando los 10 puntos negativos, para que finalmente, en el desenlace del año 2013, recupere los niveles de crecimiento esperado.

Estos datos del sector que hemos extraído del INE podemos encontrarlos perfectamente detallados mediante gráficas y comentarios en las memorias anuales (ANGED, 2012) que presenta la organización de ANGED y de necesaria lectura para la comprensión de la evolución del sector.

Por último haremos el Análisis PESTEL, con el que obtendremos un resumen de los factores que intervienen e interactúan con el sector y que hay que considerar para ver cómo influyen las variaciones de estos sobre el mismo.

### **3.3 ANÁLISIS PESTEL**

Analizar el entorno en el que se mueve la empresa es fundamental de cara a la estrategia que tomará en el futuro, y parte de este trabajo consiste en intuirlo para conocer el valor que tiene en el mercado.

Por ello es necesario realizar el análisis PESTEL, que corresponde a los factores políticos-legales, económicos, sociales, tecnológicos y ecológicos, destacaremos los más relevantes.

Ilustración 12: Análisis PESTEL.

Político - Legales	Económicos	Sociológicos	Tecnológicos	Ecológicos
<ul style="list-style-type: none"><li>• Estabilidad social</li><li>• Gobierno</li><li>• Tributación</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Inflación</li><li>• crecimiento</li><li>• Política monetaria</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Demográficos</li><li>• Estilos de vida</li><li>• Religiosos</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Impacto nuevas tecnologías</li><li>• TIC</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Medidas medioambientales</li></ul>

Elaboración propia.

#### **Factores político-legales**

Estos factores hacen referencia a aspectos como la estabilidad social, legislación laboral y las políticas impositivas, cuyo control implica anticiparse a los posibles cambios y tomar una posición de ventaja sobre nuestros competidores. Ignorar o atender estos factores por parte de la empresa puede marcar la diferencia entre quedarse rezagado o posicionarse como líder del sector.

Las políticas que más han afectado en el sector son las relacionadas con los impuestos indirectos, concretamente la subida del IVA.

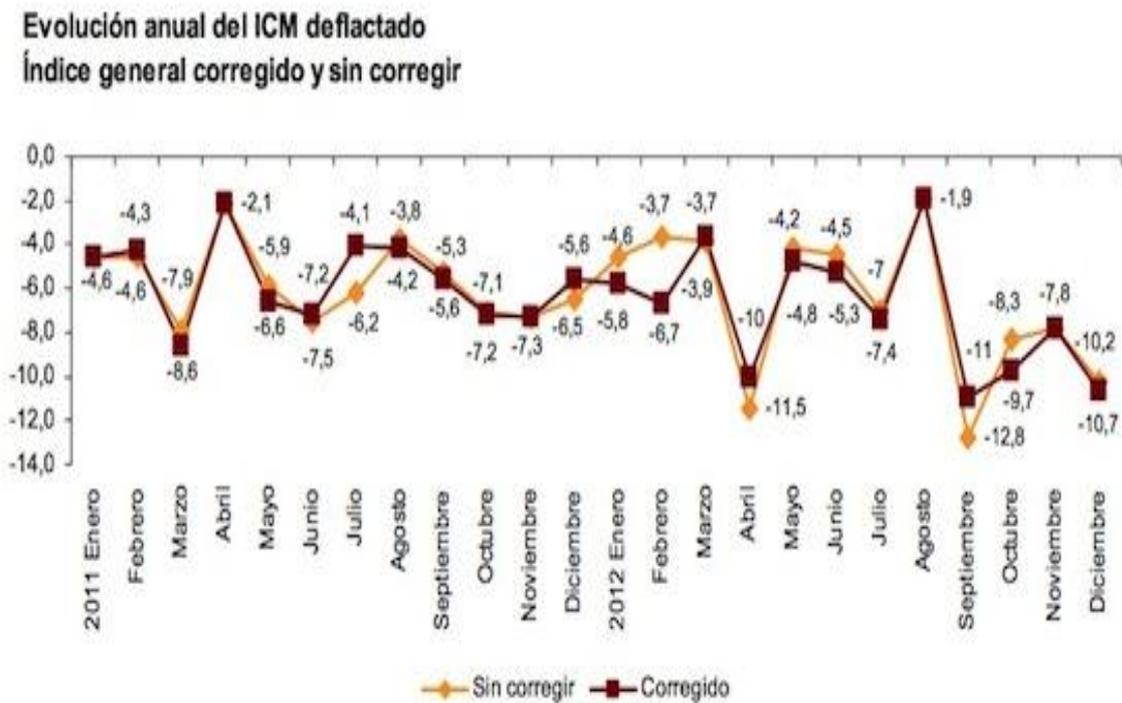
En septiembre de 2012, dicho aumento impositivo provocó un descenso de las ventas de un 12,6% respecto al mismo mes del año anterior. Fue la primera vez desde que España entró en crisis que en el mes de septiembre las ventas disminuyeron respecto al mes de agosto, ya que en septiembre se produce la vuelta de las vacaciones y el aprovisionamiento escolar<sup>17</sup>.

En la ilustración 13 se observa la evolución del Índice del Comercio Minorista en 2011 y en 2012, en el que además de acumular pérdidas durante esos dos años, han llegado realmente a ser 6 años consecutivos, la subida del IVA provocó que las ventas cayeran en un abismo durante el mes de septiembre y aún hubo réplicas durante los siguientes meses.

<sup>17</sup> Se debe de tener en cuenta que estos datos se toman de las ventas con el IVA facturado, en caso de no tenerlo en cuenta la caída sería aún mayor.

Las ventas en productos alimenticios, en donde no hubo cambios también bajaron ese mes un 5,9%, mientras que los no alimenticios se desplomaron un 16,8%, por tanto es necesario tener en cuenta las posibles consecuencias que puedan acarrear sobre los flujos de caja una inminente subida del IVA.

Ilustración 13: Evolución anual del ICM deflactado.



Fuente: INE.

### Factores económicos

Estos factores indican la evolución de la economía general, sus ciclos, estadísticas y previsiones de variables macroeconómicas. Utilizaremos para ello la Contabilidad Nacional, elaborado por el INE y donde tratan las principales características que definen la economía nacional, los cuales se definen a continuación:

## PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PIB)

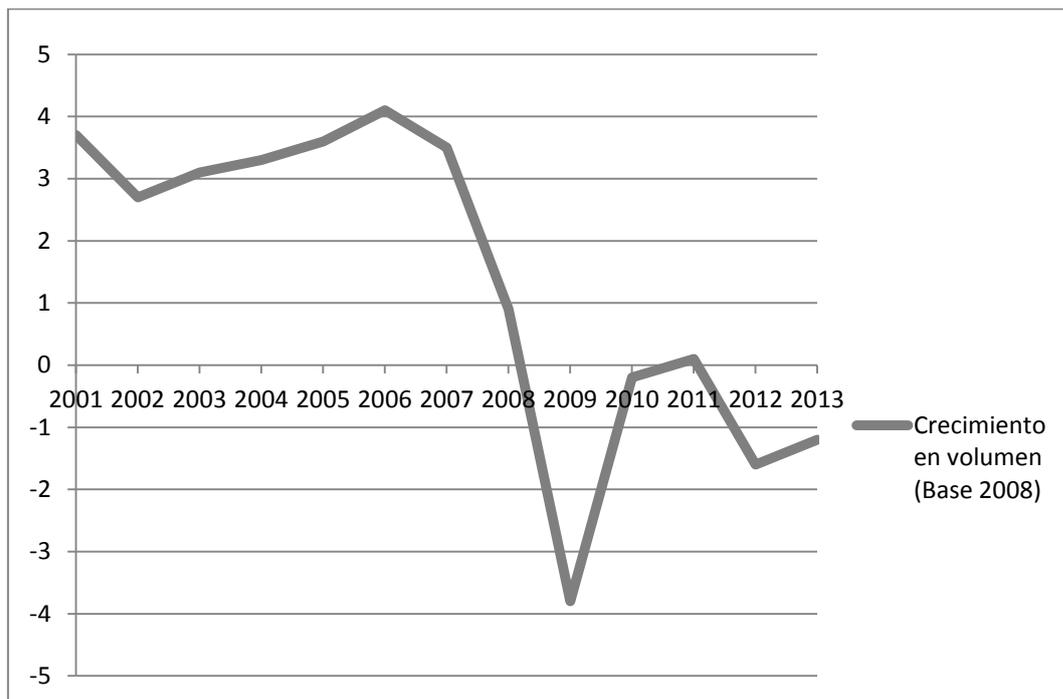
El PIB es la medida macroeconómica por excelencia que nos informa sobre el crecimiento, positivo o negativo, de un país.

Expresa en valor monetario la producción de bienes y servicios de demanda final, normalmente en el periodo de un año.

Como vemos en la ilustración 14, durante los primeros años de la pasada década, el PIB, anunciaba un crecimiento de la economía entre el 3% y el 4%, esta tendencia revierte en el año 2007, donde comienza la desaceleración de la economía y en 2008, año de consolidación de la crisis española y mundial, los valores de crecimiento comienzan a ser negativos hasta la fecha de hoy (abril, 2014).

Aparentemente podría vislumbrarse una leve tendencia alcista que comienza en 2013, a falta de confirmarla durante el año 2014.

Ilustración 14. Evolución del PIB (Base 2008).



Fuente: INE. Elaboración propia.

## ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO (IPC)

El IPC forma parte del estudio económico del sector, ya que marca el crecimiento de los precios de la “cesta familiar”, su variación nos da la inflación que sufre el país.

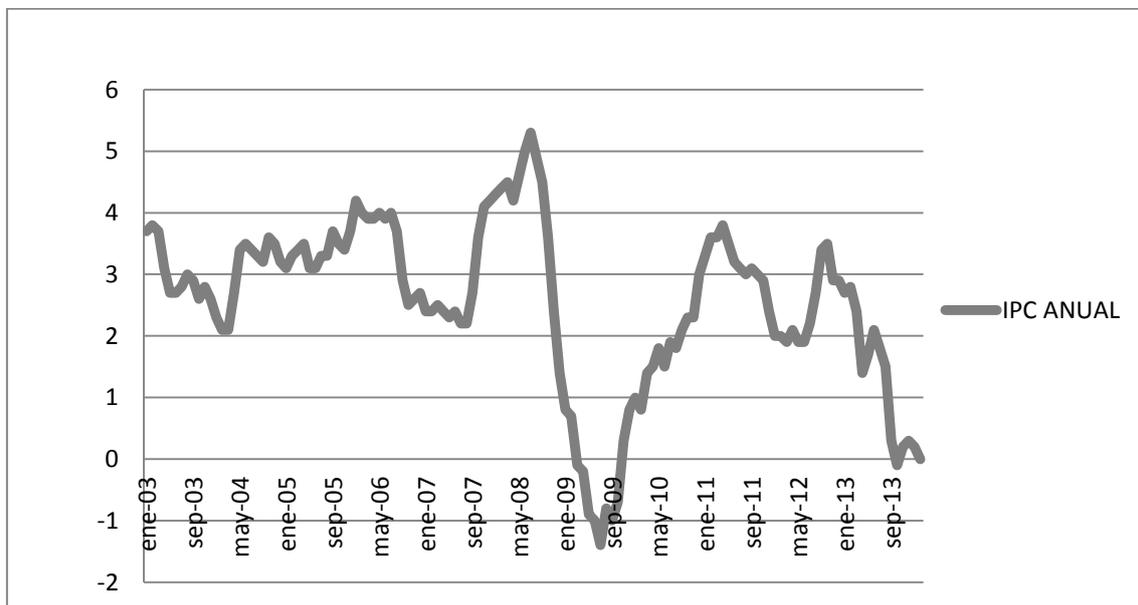
En el periodo estudiado (2003-2013), podemos ver que el crecimiento y decrecimiento de los precios coinciden con las etapas del ciclo económico observados en la ilustración 14.

Los primera mitad de la década los niveles rondaban el 3%, niveles que se entienden son razonables sin salirse de la estabilidad económica.

A partir de 2007, a las puertas de la entrada de la crisis, estos niveles se dispararon al 4% y 5% en 2007 y 2008, respectivamente.

Durante el año 2009 hubo un breve periodo de deflación, del que se recuperó y dio paso a unos niveles de inflación bajos durante los años siguientes, situándose entre el 1% y el 2%

Ilustración 15: IPC ANUAL.



Fuente: INE. Elaboración propia.



### **Factores Sociológicos**

Como factores sociológicos (y culturales) tendremos en cuenta la distribución de la población, así como el envejecimiento de ésta.

En un blog de economía<sup>18</sup> encontramos un artículo relacionado con las diferentes pirámides poblacionales que existirán entre 2008 y 2018, donde se aprecia un envejecimiento de la población, lo que disminuirá la población activa y aumentará el número de pensionistas, amenazando pues, al cumplimiento del pago de dichas pensiones.

“El envejecimiento de la población española complica el futuro de las pensiones” (Pampillón, 2009) nos muestra dos pirámides poblaciones superpuestas.

En la imagen se aprecia cómo el grueso de la población, que en 2008 se situaba entre los 30 y 35 años, pasa a ser entre los 40 y 45 años en el año 2018 según estimaciones del INE.

Esto supondría un problema para el pago de las pensiones, al haber mayor número de pensionistas en proporción con la población activa.

Una de las soluciones de entre todas las que propone el autor para evitar bajar las pensiones sería subir los impuestos para aumentar la recaudación o bajar los costes salariales, de esta forma habría más contratación y, por tanto, menos subsidio.

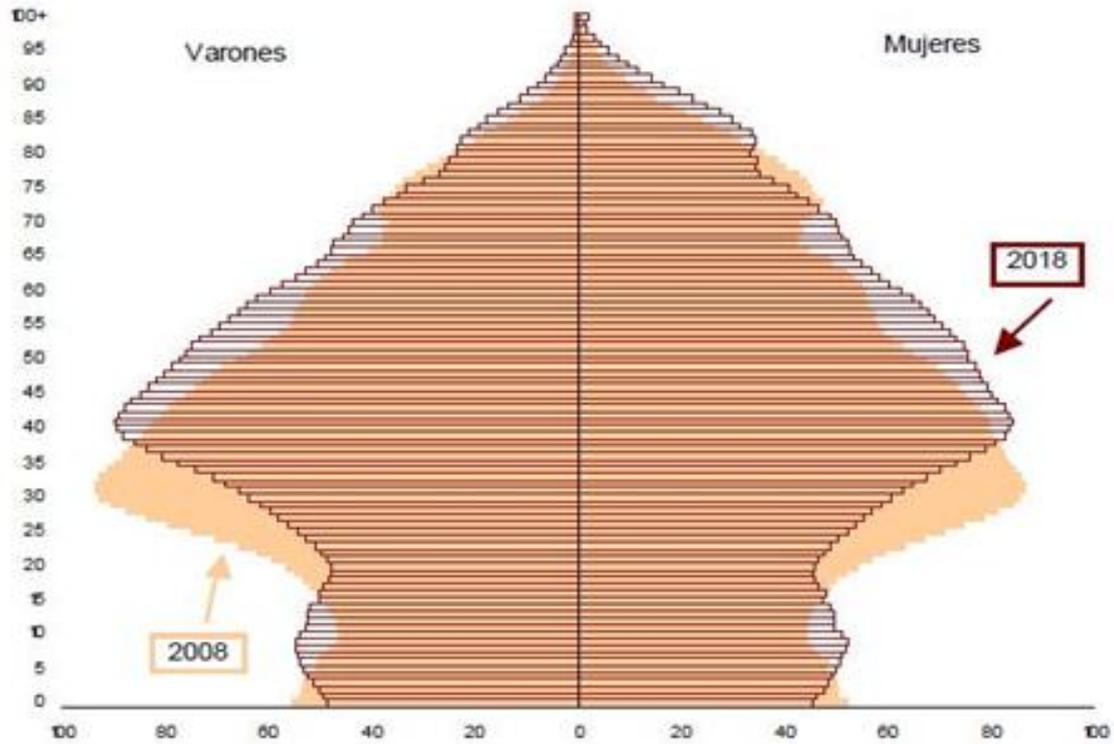
Esta evolución de la población podría suponer un grave problema de cara a futuras crisis, pues cada vez el país tendrá mayores problemas para atender los pagos del mantenimiento de la población no activa.

En la ilustración 16, extraída del mismo recurso, podemos ver las estimaciones hechas por el INE entre los años 2008 y 2018.

---

<sup>18</sup> [http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/01/el\\_envejecimein.php](http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/01/el_envejecimein.php).

Ilustración 16: Pirámide poblacional. Años 2008 y 2018.



Fuente: Economy Weblog. Elaboración: Rafael Pampillón.

### **Factores tecnológicos**

Para conocer los factores tecnológicos que afectan a nuestro sector, haremos un análisis del uso de las TIC por parte de las empresas y de las familias.

### **Empresa:**

Tabla 1: Porcentaje de empresas que venden por comercio electrónico.

% empresas que venden por CE	2010	2011	2012
<b>UE 27</b>	31	32	35
<b>España</b>	26	28	31

Fuente: INE.

En la tabla 1, se aprecia el crecimiento del porcentaje de empresas que realizan ventas por medio del comercio electrónico.

Si bien no existe suficiente información, se puede observar cómo España, que inicialmente se sitúa por debajo de la media europea, se va aproximando a esta con el paso de los años.



## Familias:

Tabla 2: Familias que usan las TIC. 2002 – 2012.

% pns que adquieren bienes CE	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>UE 27</b>	..	..	15	18	20	23	24	28	31	34	35
<b>España</b>	2	5	5	8	10	13	13	16	17	19	22

Fuente: INE.

Al igual que con las empresas, las familias españolas poco a poco se van informatizando y utilizando es el sistema de compra por internet.

Este medio suele ser en muchos casos más barato y cómodo que la compra convencional, no obstante, para crecer necesita dos requisitos indispensables, la confianza y el aprendizaje.

En el mismo caso que el anterior, basado en las empresas, las familias de España al principio se alejaban de la media europea, pero con el paso de los años el porcentaje de familias que adquieren bienes mediante comercio electrónico se va acercando al resto del continente.

## Factores Ecológicos

El factor ecológico más relevante de los últimos años en España fue el pago de las bolsas de las compras.

Esta iniciativa, que ya ponían en práctica algunas grandes superficies como Lidl o Carrefour, tiene como objetivo el gasto desmesurado de bolsas de plástico, obligando a los clientes a reciclar las bolsas de plástico o adquirir bolsas de otro material más resistente para su uso diario.

Desde su entrada en vigor el 1 de mayo de 2011, en 5 años, España ha reducido en un 56% su consumo de bolsas de plástico, mientras que el objetivo marcado por la Unión Europea es del 80%.

A día de hoy en España, el 65% de los comercios utilizan bolsas de papel, que se reciclan en mayor proporción que las de plástico y en caso de no hacerlo se descompondría entre 2 y 5 meses.

Antes de la entrada en vigor de esta ley, España era el tercer país que más bolsas de plástico de un solo uso consumía, situándose en una media de 238 bolsas por persona y año<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> [https://www.vidasostenible.org/observatorio/f2\\_final.asp?idinforme=1874](https://www.vidasostenible.org/observatorio/f2_final.asp?idinforme=1874)



Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# CAPÍTULO 4

## LA EMPRESA

### MERCADONA, S.A.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



#### 4.1 Mercadona, S.A.

Mercadona es una compañía española con sede en Tavernes Blanques (Valencia) dedicada al sector de la distribución.

Su actividad se encuadra en el CNAE 4711 “Comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en alimentos, bebidas y tabaco” y su objeto social es la explotación de una cadena de supermercados de alimentación.

La empresa se constituyó en 1977 por Francisco Roig y Trinidad Alfonso dentro del Grupo Cárnicas Roig, cuatro años más tarde, en 1981, su hijo, Juan Roig, junto a sus hermanos y esposa compraron la empresa a su padre.

Desde entonces Mercadona ha pasado a ser una de las mejores empresas, tanto del sector como de España, expandiéndose a lo largo de todo el país y sin dejar de ser una empresa familiar con el 100% de capital social español.

El crecimiento de Mercadona en estos 35 años ha sido continuo y significativo, su aportación al PIB, al empleo y su contribución a la sociedad, incluso en la etapa de crisis en la que ha mantenido su crecimiento, hacen de Mercadona una empresa objeto de estudio y valoración.

Para ello será necesario analizar su modelo de gestión llevado a cabo, lo que la empresa llama el Modelo de Calidad Total, implantado en 1993, en el que se basa su filosofía y según ellos, la clave del éxito. De la memoria anual (Mercadona, 2013) que la propia empresa hace podremos analizar dicho modelo.

Este modelo está basado en un orden de objetivos, situándose en la cúspide “el Jefe”, que es como internamente llaman a sus clientes.

Ilustración 17: Modelo de Calidad Total.



Fuente: Mercadona.



## “EL JEFE”

Los clientes son los grandes beneficiados de este modelo, en ellos se centra la gestión de Mercadona y para ello la empresa desarrolló la estrategia comercial denominada SPB (*Siempre Precios Bajos*), que asegura la calidad intrínseca de los productos en la mejor cesta de la compra del mercado.

✓ En 2013, el hecho más significativo que Mercadona tuvo con relación a sus clientes fue la estrategia de separar la gestión de “frescos” de la de “secos”, es decir, como la empresa lo llama, “ser más tenderos”, algo que demandaba el cliente durante los últimos años y que otras empresas del sector ya realizaban.

Durante el año anterior, los trabajadores de Mercadona fueron formados para especializarse en la gestión de “frescos” y en la implantación de este modelo de venta que incluye cuatro secciones: horno, pescadería, fruta y verdura, y carnicería y charcutería, garantizando la frescura de estos alimentos, calidad y un trato más personalizado, procurando, como siempre, “el precio más bajo posible”.

Esto conllevó Mercadona a realizar una inversión de 3 millones de euros para formar a más de 9.400 trabajadores, habilitando ya en todas las tiendas la sección de fruta y verdura y la de horno en más de la mitad. Las demás nuevas secciones cuentan con menos tiendas.

✓ “El Jefe” también cuenta con un surtido eficaz de unas 8.000 referencias en sus tiendas de entre el millón de productos de alimentación e higiene que ofrece el mercado. Mercadona, ayudándose de la labor de escucha a “pie de tienda”, escoge entre este abanico de posibilidades y lo pone a disposición de sus clientes, siempre que cuenten con unos estándares mínimos de calidad y que satisfagan las necesidades reales de los clientes, buscando, como siempre, reducir al mínimo los costes para que sea aceptado por el consumidor final.

Mercadona destaca que los clientes han conseguido ahorrarse con esta política unos 508 millones, dando importancia a cada céntimo y manteniendo sus precios por debajo del IPC de Alimentación.

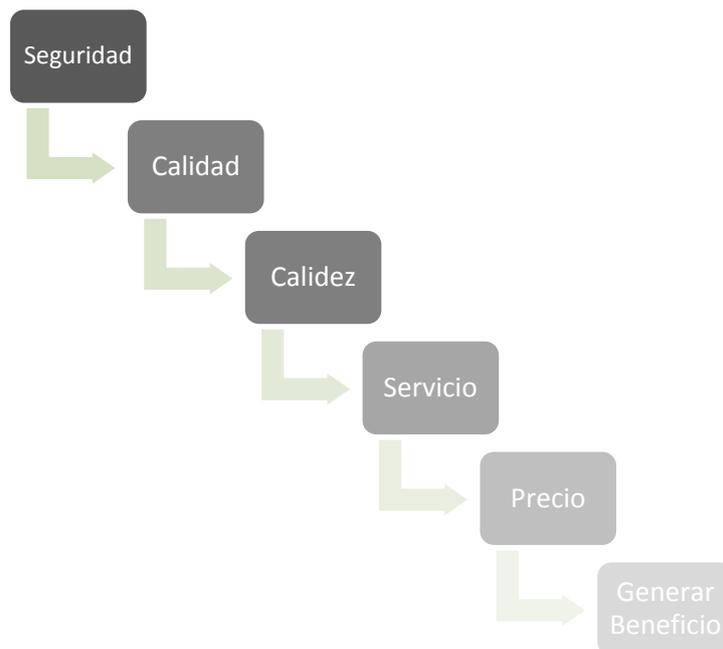
Todo ello ha sido logrado gracias a la “coinnovación”, esto es, innovar con los clientes, adaptarse a sus necesidades reales, nuevos formatos, nuevas referencias, productos específicos para intolerancias de la alimenticias, más de 400 novedades a petición de más de 9.000 sugerencias que han hecho que Mercadona, en colaboración con sus proveedores e interproveedores, consolide a “El Jefe” en el centro de todas las decisiones, una iniciativa que está en su fase inicial y en la que la empresa va a continuar invirtiendo.

✓ El tercer punto del modelo de gestión dedicado a los clientes es la innovación de sus tiendas, destinando una inversión de 250 millones de euros en 2013 para la reforma de 53 supermercados y la construcción de 61 nuevas tiendas con su nuevo modelo de *Tienda por ambientes*, un nuevo modelo de tienda ecoeficiente que cuenta con espacios separados por negocios, siendo las tiendas energéticamente más eficientes y más cómodas para el uso de los clientes.

Además, con las nuevas aperturas, Mercadona continúa con su expansión y llega a mayor número de clientes, dando respuesta a las miles de solicitudes que llegan cada año de apertura de nuevos locales para cubrir las necesidades de los barrios en los que aún no llega.

✓ La seguridad alimentaria y la calidad son los primeros escalones de la “Regla de Oro de Mercadona”

Ilustración 15: Regla de Oro.



Fuente: Mercado. Elaboración propia.

Estos dos primeros escalones son cubiertos gracias a que la compañía cuenta con un sistema de Gestión de Calidad y de Seguridad Alimentaria que engloba la cadena de suministro de principio a fin.

Dentro del Modelo de Seguridad Alimentaria y Calidad de Mercadona se incluye un intenso “Plan de Control de Seguridad Alimentaria y Calidad” por el que se realizan numerosas inspecciones de los procesos de los interproveedores y proveedores, así como un Decálogo de Seguridad Alimentaria para garantizar la calidad y seguridad de todos los productos que ofrece.

✓ Por último, el Servicio de Atención al Cliente (SAC), que en 2013 recibió 340.000 consultas y sugerencias a través de cualquiera de sus canales de comunicación con los que cuentan los clientes para contactar con la empresa, ya sea a través de un número gratuito como por la web, Facebook, Twitter o incluso YouTube.

Ilustración 16: Canales comunicación Mercadona.



Fuente: Mercadona.

A través de estos canales, la compañía gestiona los deseos de los clientes para ofrecer la mejor experiencia posible a la hora de hacer la compra, así como ofrecer facilidad a través de la compra por internet siendo en 2013 la compañía de distribución alimentaria que mayor puntualidad ofrecía, según la OCU<sup>20</sup>.

En su página web<sup>21</sup> nos informa de la cantidad de servicios que la empresa pone a disposición de “el jefe” para que realice una compra cómoda, rápida, y cercana con productos de máxima calidad al menor precio y, además, con la atención de personal cualificado.

- PARKING PARA CLIENTES
- CONTROL DE CALIDAD
- REPARTO A DOMICILIO
- CUSTODIA DE BOLSOS
- PEDIDO TELEFÓNICO
- TEMPERATURA CLIMATIZADA
- TARJETAS BANCARIAS
- PRODUCTOS MÁXIMA CALIDAD AL MÍNIMO PRECIO POSIBLE
- TELÉFONO GRATUITO DE ATENCIÓN AL CLIENTE 900 500 103
- COMPRA ON-LINE
- PAN RECIÉN HECHO

Todos estos servicios no influyen en su estrategia comercial de *Siempre Precios Bajos (SPB)* que aporta grandes ventajas a los clientes. “Con el SPB, el cliente ahorra de verdad porque todos los productos están Siempre a Precios Bajos. El SPB le permite un mayor ahorro en la suma total de la compra porque paga menos por cada producto

<sup>20</sup> OCU: Organización de Consumidores y Usuarios.

<sup>21</sup> www.mercadona.es



que mete en su carro. Con el SPB gana en libertad y en comodidad porque compra lo que quiere, cuando quiere, en un mismo lugar y ahorra siempre. Porque compramos los productos directamente en origen. Porque establecemos acuerdos a largo plazo con los fabricantes y así podemos ofrecer a nuestros clientes productos de alta calidad a unos precios más bajos y estables.” (Mercadona, 2013)

También es necesario destacar aquellos aspectos en los que Mercadona podría mejorar, como una tarjeta de descuento (técnica utilizada en DIA) u ofertas semanales de productos exclusivos (técnica utilizada en Lidl) para llamar la atención de más consumidores y potenciar la salida de ciertos productos.

## EL TRABAJADOR

El trabajador es el segundo pilar fundamental de Mercadona, es un recurso que la compañía sabe que debe cuidar porque al fin y al cabo son los que dan servicio a los clientes y, por tanto, grandes contribuyentes al éxito de la compañía. Mercadona ha basado su modelo de gestión del capital humano en el lema de la verdad universal de que “para poder estar satisfecho, primero hay que satisfacer a los demás”

✓ Mercadona, para alcanzar su proyecto de “ser cada vez más tenderos” ha destinado más de 3 millones de euros y 60.000 horas de formación, ya que necesita reinventar a sus empleados, que se formen, adquieran conocimientos y lograr cada vez un servicio más exquisito, para ello destina grandes esfuerzos a la gestión de los Recursos Humanos, es decir, crear puestos de trabajo de calidad, en el que no solo se incluye un puesto estable con contrato indefinido, sino que se impulsa también el crecimiento personal y profesional, la formación, el liderazgo, el respeto, la equidad y la autoexigencia (Mercadona, 2013).

✓ En el año 2000, Mercadona creó la Escuela de Mantenimiento para la formación de oficios como soldador, albañil, electricista o todo lo necesario para el mantenimiento de las tiendas y que estas se encuentren como el primer día, ahorrando, además, en energía y siendo ecoeficientes y más productivos. Por la Escuela ya han pasado más de 1950 personas, con una inversión superior a los 24 millones de euros.

✓ Durante el año 2013 Mercadona ha destinado en total 37 millones de euros en materia de formación, esto significa que se han destinado 1,4 millones de horas invertidas en formación, dentro del horario laboral, de las que destacan las 800 horas por persona repartidas a lo largo de 20 semanas para la formación de los Ayudantes de Coordinadores, que en 2013 forman un equipo con un total de 235 personas.



- ✓ Por último, Mercadona apuesta por la promoción interna, en la que en 2013 un total de 462 personas, compuesta por un 55% de mujeres y 45% de hombres han promocionado a cargos directivos, cargos que a los solo se pueden acceder internamente y que mantiene motivada a la plantilla.
- ✓ Con la firma del nuevo convenio colectivo (2013-2018), Mercadona se compromete a la creación de 1000 puestos de trabajos en estos 5 años, así como un incremento del salario base que va del 0,4% en 2014 al 0,8% en 2018. El nuevo convenio contempla un aumento de la excedencia por cuidado de los hijos hasta que cumplan 8 años, pudiendo ser incrementado hasta tres años más en caso de violencia de género.
- ✓ Mercadona se declara pionera en muchas medidas en materia de conciliación y apuesta por la satisfacción de los trabajadores y trabajadoras, quienes tienen la opción de alargar 30 días a los cuatro meses que contempla la ley para la baja por maternidad, y al que se han acogido en el año 2013 un total de 3.147 madres trabajadoras, lo que supone un 7% del total de la plantilla femenina, asimismo 11.773 empleados se acogieron a la jornada reducida, a los que la empresa dispone de gran flexibilidad para adaptarse a las circunstancias personales de cada uno.
- ✓ Según el informe Merco Personas 2013, Mercadona es la segunda empresa mejor para trabajar en España y la primera de su sector, debido gracias no solo a lo comentado anteriormente, sino también a su política retributiva que consta con unos salarios por encima de la media del sector más primas por productividad y participación en los beneficios de la empresa. Los salarios base se componen según Mercadona:

Tabla 3: Política retributiva Mercadona.

ANTIGÜEDAD	-de 1 año	2 años	3 años	4 años
<b>Bruto/mes</b>	1.264€	1.403€	1.557€	1.728€
<b>Neto/mes</b>	1.074€	1.173€	1.271€	1.400€

Fuente: Mercadona.

- ✓ Por último, una de las preocupaciones de Mercadona son la salud y la seguridad en el trabajo, al que destina importantes esfuerzos (en 2013 ha invertido 12,6 millones de euros en mejoras preventivas) y para el que dispone de un Plan de Prevención y un Programa de Salud, cuya eficacia es auditada constantemente por las auditorías del Sistema de Gestión de Riesgos Laborales.



De todo lo expuesto en el presente apartado que gira en torno a la calidad de los puestos de trabajo de la empresa destacamos, a modo de resumen, los siguientes puntos:

- El total de la plantilla, 74.000 trabajadores, cuenta con un empleo estable y de calidad, siendo todos los empleados fijos desde 1999.
  - Apuesta por la constante formación de sus empleados, con una inversión cercana a los 37 millones de euros en 2013, que se traducen en 1,4 millones de horas formativas.
  - La promoción interna, fruto de esa formación, ha llevado a asumir cargos directivos a 462 personas (55% mujeres).
  - La satisfacción de los empleados y su implicación con la empresa ha logrado un aumento de la productividad de un 6% con respecto al 2012.
  - La satisfacción de sus trabajadores también pasa por la conciliación, con la incorporación de medidas pioneras. Mercadona destaca que en 2013, un 7% de sus empleadas decidió ser madre y que 3.174 madres trabajadoras alargaron su baja 30 días más a lo legalmente establecido.
  - La empresa ha invertido 5 millones de euros en eliminar sobreesfuerzos, con la implantación de un Picking Puente Grúa en el centro logístico de Guadix (Granada) y ha destinado 12,6 millones de euros en mejoras preventivas.
- 
- Por último, tras preguntar a una trabajadora interina de Moncada, nos comentó que en las tiendas se refuerza mucho la idea de cumplir con un número determinado de ventas y que psicológicamente “aprietan mucho” y que los encargados de determinadas secciones no cobran más por el hecho de ser encargados pero sí que se le exige que den salida a los productos perecederos, siendo más presionados en aquellos productos que tengan una caducidad más corta.
  - Desde “arriba” se les impone la “cultura del esfuerzo” a toda costa, en la que a veces se les obliga a doblar turno (16 horas), sin embargo, también reconoce que se cobra muy bien en comparación al resto de trabajos y que le gustaría poder trabajar en Mercadona, “solo hay que tener suerte con la tienda y el jefe que toque.”



## EL PROVEEDOR

- ✓ Uno de los retos más importantes que predominan para la empresa es la construcción de una Cadena Agroalimentaria Sostenible, objetivo que forma parte del nuevo proyecto de Mercadona, el de “ser más tenderos” y por el que la compañía está involucrando grandes esfuerzos para la nueva gestión de frescos y que afecta a todos los proveedores de la compañía.
  
- ✓ Por ello la compañía seguirá, al igual que siempre, apostando por el sector primario, un sector históricamente muy importante para la economía española y que Mercadona desea potenciar y mejorar y así, entre ganaderos, pescadores, agricultores y la propia compañía ofrecer un servicio de productos frescos y de calidad a los consumidores finales.
  
- ✓ Los nuevos acuerdos alcanzados en el año 2013 con el sector primario, permite que con los esfuerzos comunes de proveedores, interproveedores y Mercadona, se ofrezca un servicio de calidad, al menor precio posible y, siempre que resulte viable, de origen español.
  
- ✓ Estos acuerdos se traducen en un impulso de las economías locales y vínculos estrechos con más de 5.600 agricultores, 3.600 ganaderos y 9.000 pescadores de 80 lonjas a las que se les compra más de 32.000 toneladas de pescado fresco al año, generando una industria nacional más competitiva, innovadora y de mayor calidad.
  
- ✓ La colaboración con Mercadona ha permitido generar un total de 42.000 puestos de trabajo en las empresas interproveedoras, así como inversiones por valor de 450 millones de euros y colaboraciones con más de 20.000 pymes.
  
- ✓ Su apuesta por el producto nacional se palpa día a día en cada una de sus tiendas, donde el 85% de las compras que realiza la compañía, unos 14.500 millones de euros al año, son de productos cultivados y elaborados en España. Esto supone que, en total, de manera directa o indirecta, la compañía genera en todo su entorno unos 400.000 puestos de trabajo.
  
- ✓ Mercadona trabaja conjuntamente con las asociaciones de celíacos desde el año 2000 para poder ofrecer un amplio surtido compuesto actualmente por más de 750 productos sin gluten.
  
- ✓ Mercadona, desde que empezó en el año 1996 a desarrollar el modelo de Producto Recomendado con las marcas Hacendado, Bosque Verde, Deliplus, Compy, y



otras de referencia, identifica claramente en el etiquetado el nombre del fabricante interproveedor que desarrolla el producto.

✓ La empresa realiza una reunión anual con sus interproveedores para analizar el trabajo realizado durante el año y propuestas de mejoras de colaboración para que el cliente siga gozando de la mayor calidad a menor precio posible. Actualmente el plazo medio de pago a proveedores se ha reducido a 53 días.

✓ Los bloques logísticos con los que cuenta Mercadona superan los 770.000 metros cuadrados para abastecer a los más de 1.400 supermercados. Los últimos construidos y los proyectados cuentan con sistemas pioneros en el sector que reducen la manipulación de los productos, evita sobreesfuerzos de los trabajadores, aumentan la eficiencia y reducen los tiempos de almacenamiento, logrando que los productos lleguen más frescos al cliente.

## LA SOCIEDAD

✓ La sociedad en su conjunto también se beneficia de la actividad que genera Mercadona, no sólo por los 400.000 trabajadores que se ven beneficiados de manera directa o indirecta, ni los más de 4,6 millones de hogares que realizan su compra diariamente, sino a la contribución tributaria que la empresa aporta, de manera directa o indirecta, esto es, unos 1.500 millones de euros en el año 2013, un 12% más que en 2012, y que se distribuye en forma de aportaciones directas a la seguridad social con 529 millones de euros, 103 millones de manera indirecta, 300 millones al IRPF, 224 millones de euros al IVA y un 33% de sus beneficios, 237 millones de euros en concepto de impuesto sobre beneficios. A esto hay que sumarle unos 72 millones entre otras tasas e impuestos.

✓ Mercadona, además, realiza una aportación al PIB nacional de 3.700 millones, un 4% más que el año pasado (2012).

✓ Desde 2001 la compañía impulsa el comercio de barrio y empezó a instalar sus nuevas tiendas en mercados municipales, contando a día de hoy con 25 tiendas en estas superficies, en las que más de 1.320 comerciantes comparten sinergias con la empresa a la vez que se recupera el comercio tradicional.



- ✓ Mercadona está adherida desde el año 2001 al Pacto Mundial<sup>22</sup> por la defensa de los valores fundamentales en materia de Derechos Humanos, Normas Laborales, Medio Ambiente y Lucha contra la Corrupción.
- ✓ También respalda a la Docencia y al emprendedurismo colaborando estrechamente con la escuela de emprendedores EDEM y patrocinando junto a EDEM y AVE<sup>23</sup> los Premios Rey Jaime I al emprendedor.
- ✓ Uno de los aspectos más relevantes en los que Mercadona influye en la sociedad es en la adaptación a su entorno, minimizando las molestias que pudiera ocasionar en los vecindarios donde tiene instaladas sus tiendas, su objetivo es pasar desapercibida y para ello lleva tiempo apostando por:
  - **Descarga nocturna silenciosa**, que reduce el impacto sobre el tráfico así como la contaminación acústica.
  - **Insonorización de la maquinaria** como transpaletas o carretillas eléctricas.
  - **Cuartos de contenedores de basuras integrados en las tiendas** para eliminar olores y suciedad.
  - **Insonorización de suelos y techos** para evitar transmisiones de ruidos a las fincas en las que se integran.

Esto ha permitido una reducción de las quejas y una mayor adaptación al entorno más próximo de cada una de las tiendas.

- ✓ Mercadona también tiene su propio compromiso social con los más necesitados, y así lo demuestra diariamente con sus aportaciones a la sociedad, que se traducen en la donación equivalente a 32.000 carros de la compra, así como la colaboración con comedores sociales a los que dona los productos no aptos para la venta pero sí para el consumo y la colaboración con varios centros ocupacionales donde, hasta la fecha, se han realizado más de 3.000 murales de *trencadís* hechos por personas con discapacidad para la decoración de las secciones de horno, charcutería, carne y pescado.
- ✓ Por último destacar el compromiso que Mercadona mantiene con el medio ambiente, en el que año tras año realiza inversiones y mejoras en los procesos para

---

<sup>22</sup> Este pacto cuenta con 10 valores y principios que pueden ser consultados en:  
<http://www.unglobalcompact.org/COPs/detail/18115>

<sup>23</sup> AVE: Asociación Valenciana de Empresarios.



contribuir con el reciclaje y “hacer más con menos”. De esta manera la compañía ha realizado:

- Una inversión de 24,1 millones de euros en la protección del medio ambiente.
- Un ahorro energético de 24 millones de kWh.
- Una reducción de la emisión de 19.000 toneladas de CO<sub>2</sub>.
- Reducción de 16 millones de kilómetros de carretera.
- 250.000 toneladas transportadas por tren.
- 557.000 toneladas de mercancía transportada por mar.
- 38.500 camiones menos por carreteras.
- Reciclaje:
  - 150.700 toneladas de papel y cartón.
  - 9.850 toneladas de plástico.
  - 1.870 toneladas de madera.
  - 1.360 toneladas de poliexpán.
  - 160 toneladas de pilas usadas recogidas en tiendas.
  - 8 toneladas de tóner reciclados.

Es evidente que con la cantidad de actividad diaria que se desarrolla dentro de la compañía, ésta deba formar parte del cuidado del medio ambiente y así lo demuestra a través de las cifras, donde se aprecia que es un objetivo primordial.

#### ***Hechos relevantes Mercadona. Trayectoria***

**1977:** Francisco Roig y Trinidad Alfonso inician la actividad de Mercadona dentro del Grupo Cárnicas Roig.

**1981:** Juan Roig, junto con sus hermanos y esposa, compran Mercadona a su padre.

**1982:** Primera empresa que utiliza el escáner para la lectura de código de barras en sus puntos de venta.

**1986:** Implantación de la tarjeta de uso gratuito para los clientes.

**1988:** Inauguración bloque logístico de Riba-roja del Turia, totalmente automatizado.

Adquisición supermercados Superette, con 22 establecimientos en Valencia.

**1989:** Adquisición de Cesta Distribución y Desarrollo de Centros Comerciales, con presencia en Madrid.

**1990:** Juan Roig y su mujer adquieren la mayoría del capital de la empresa.

**1991:** Adquisición de Dinos y Super Aguilar.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Se inicia el intercambio electrónico de datos (EDI) con proveedores.

**1992:** 10.000 trabajadores y 150 tiendas.

**1993:** Mercadona implanta SPB (Siempre Precios Bajos), el futuro Modelo de Calidad Total.

**1996:** Nacen las marcas Hacendado, Deliplus, Bosque Verde y Compy.

Apertura del super número 200 (Segorbe).

Firma del primer convenio de empresa con todos los trabajadores.

**1997:** Acuerdo de unión con Almacenes Gómez Serrano en Antequera.

**1998:** Adquisición de Supermercados Paquer y Supermercados Vilaró, en Cataluña.

**1999:** Finaliza el proceso de convertir a todos los empleados en fijos. 16.825 trabajadores.

Inauguración del bloque logístico de Antequera.

Inicio del proyecto de nuevo diseño y modelo de perfumerías.

**2000:** Construcción del bloque logístico de Sant Sadurní d'Anoia (Barcelona).

Inauguración en Massanassa de la primera tienda por ambientes.

Celebración primera reunión interproveedores.

Firma Convenio Colectivo de Empresa (2001-2005).

**2001:** Inauguración del primer centro educativo infantil gratuito para los hijos de los trabajadores en Sant Sadurní d'Anoia (Barcelona).

Tienda número 500 en Linares (Jaén).

**2003:** Primera empresa en realizar una auditoría ética.

Inauguración del bloque logístico de San Isidro (Alicante) y la segunda guardería.

Lanzamiento de la nueva línea de perfume Hortensia H.

Inauguración de un supermercado en Mercat de l'Olivar, en Palma de Mallorca.

**2004:** Inauguración del bloque logístico de Huévar (Sevilla) y tercera guardería.

Decisión de no abrir los supermercados los domingos.



**2005:** Nuevo uniforme en Mercadona.

Inauguración del bloque logístico en Granadilla de Abona (Tenerife).

Firma del nuevo Convenio Colectivo de Empresa (2006-2009).

**2006:** 25 aniversario de la compañía.

Inauguración de la tienda 1000 en Calpe.

Relanzamiento de la nueva imagen de la Tarjeta Mercadona.

**2007:** Puesta en marcha de la primera fase del bloque logístico Almacén Siglo XXI de Ciempozuelos (Madrid)

Cuarta empresa del mundo mejor valorada en reputación corporativa.

**2008:** Realineación de Mercadona con el Modelo de Calidad Total, 15 años después.

Carro Menú para ofrecer al cliente el carro de la Compra Total de mayor calidad y más barato del mercado.

Inauguración del bloque logístico de Ingenio (Gran Canaria).

**2009:** Volver a la sencillez.

Firma del nuevo Convenio Colectivo de Empresa y del Plan de Igualdad (2010-2013).

**2010:** Modelo de gestión de Recursos Humanos basado en el Liderazgo y la Cultura del Esfuerzo y del Trabajo.

**2011:** Mercadona cumple 30 años de un modelo sostenible.

Adaptación al Plan Nacional Integrado de Residuos.

**2012:** Más de 1.400 tiendas y 74.000 trabajadores.

Acuerdos con Cofradías para la compra directa de pescado.

**2013:** Firma del Convenio Colectivo y Plan de Igualdad (2014-2018)

Implantación nuevas secciones de frescos.

Inicio desarrollo de la Cadena Agroalimentaria sostenible de Mercadona.

Inauguración bloque logístico de Guadix (Granada).



### **Datos 2013**

Por último en su memoria anual (Mercadona, 2013) podemos encontrar los hechos más relevantes de 2013, datos que nos ayudarán para estimar los datos del primer año, y también para los siguientes, en nuestras proyecciones. Estos datos son:

1. 56 tiendas más en 2013. En total 1467.
2. 4.8 millones de horas compran en Mercadona.
3. 14.1% cuota de mercado en superficie total de ventas.
4. 74.000 trabajadores con empleo estable.
5. 37 millones de euros invertidos en formación.
6. 1.400 euros netos/mes para el personal base con más de 4 años de antigüedad.
7. 257 millones de euros repartidos en concepto de prima variable
8. 6% de incremento de la productividad por trabajador.
9. 110 interproveedores.
10. 14.500 millones de euros de compras en España. (85% del total).
11. Más de 2.000 proveedores comerciales y de servicio.
12. Más de 20.000 pymes y productores de materias prima.
13. 450 millones de inversión en interproveedores.
14. 20 nuevas fábricas.
15. Acuerdos estables con el sector primario.
  - a. 8.000 pescadores.
  - b. 5.600 agricultores.
  - c. 3.600 ganaderos.
16. 12% más de contribución tributaria. 1.465 millones de euros en total.
17. 3.700 millones de euros de aportación al PIB nacional. Un 4% más que en 2012.
18. Genera 400.00 puestos de trabajo (directo o indirecto).
19. Más de 1.900 toneladas de alimentos donados.
20. Ha facturado un 4% más que en 2012. Un total de 19.812 millones de euros.
21. 9.845 millones de kilolitros vendidos. Un 2% más.
22. Ha invertido 650 millones de euros. Un total de 2.410 millones en los últimos 4 años.
23. 515 millones de beneficio neto.
24. Plazo medio de pago a los proveedores de 53 días. 7 días menos que en 2012.

Estos datos que Mercadona en su memoria destaca de 2013 son el primer paso que tendremos en cuenta para calcular el valor de la empresa.

## 4.2 ANÁLISIS DAFO-CAME

Tabla 4: DAFO – CAME.

Debilidades	Corregir
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Escasa variedad de marcas.</li> <li>• No todas las tiendas cuentan con carnicería, charcutería o pescadería.</li> <li>• No existe un servicio exclusivo de grandes clientes.</li> <li>• Escasa publicidad y ofertas semanales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mostrar mejor al productor.</li> <li>• Actualmente la empresa ya lo está corrigiendo.</li> <li>• Descuentos especiales para restaurantes.</li> <li>• Seguir los pasos de Lidl.</li> </ul>
Amenazas	Afrontar
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Horario más reducido que la competencia.</li> <li>• No abre domingos<sup>24</sup>.</li> <li>• Proximidad de otros centros con descuentos específicos.</li> <li>• Situación de crisis.</li> <li>• Competencia directa en las tiendas situadas en mercados municipales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Igualar la hora de cierre, al menos en temporada estival.</li> <li>• Plantearlo en localidades pequeñas donde la gente se aglomera los días festivos.</li> <li>• Realizar campañas de ofertas en determinados productos.</li> <li>• Reducir márgenes.</li> <li>• Ofrecer mayor calidad y calidez.</li> </ul>
Fortalezas	Mantener
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Barato.</li> <li>• Marca Blanca.</li> <li>• Amplia red de distribución.</li> <li>• Buena imagen comercial.</li> <li>• Satisfacción de los empleados.</li> <li>• Servicio de domicilio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguir apretando márgenes.</li> <li>• Publicitar su calidad.</li> <li>• Seguir con la inversión en nuevas aperturas.</li> <li>• Buen trato a los empleados.</li> <li>• Eliminar turnos dobles.</li> <li>• Flexibilidad en tiempos de entrega.</li> </ul>
Oportunidades	Explotar
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma laboral.</li> <li>• Apertura de sección de frescos atraerá clientela.</li> <li>• Nuevos centros logísticos abaratará costes.</li> <li>• Fin de etapa de crisis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Formar un equipo competente.</li> <li>• Publicidad y buen servicio.</li> <li>• Inversión en nueva maquinaria.</li> <li>• Posicionarse como líder.</li> </ul>

Elaboración propia.

<sup>24</sup> Compañías dedicadas al mismo sector, como Opencor o Carrefour sí que abren los domingos, o incluso Consum (su máximo competidor en la Comunidad Valenciana) abre en algunas localidades los días festivos.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# CAPÍTULO 5

## ANÁLISIS FINANCIERO



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





El análisis financiero de la empresa nos permitirá conocer la compañía a nivel contable y será nuestro punto de partida de cara al estudio de su valor a través del Descuento de Flujos de Caja.

Es importante conocer su estructura, composición y su evolución en el tiempo, así, a partir de hechos pasados, podremos estimar hechos futuros.

Las proyecciones contables, corregidas por la información del sector y de la empresa que hemos obtenido en los Capítulos 3 y 4 respectivamente, nos permitirán conocer los flujos de caja libres.

Para comenzar el análisis financiero partiremos del estudio del balance de situación, continuaremos con el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias y terminaremos con el análisis del estado de origen y aplicación de fondos (EOAF) y el análisis del fondo de maniobra.

## **5.1 ANÁLISIS DEL BALANCE DE SITUACIÓN**

El balance de situación es una imagen fija de la situación de la empresa en un momento determinado de tiempo. En el caso de Mercadona, al igual que en la mayoría de las empresas, esta imagen es tomada a 31 de diciembre, cuando cierra el ejercicio, puesto que su actividad no juega con ningún componente estacional relevante y lo lógico es coincidir con el año natural.

Para comenzar el análisis mostraremos el balance de situación de Mercadona, obtenido de la base de datos online de la Universidad Politécnica de Valencia, SABI<sup>25</sup>, tal y como nos lo proporcionan.

Utilizaremos la información de los últimos cuatro años porque de esa manera podremos conocer su evolución sin temor a que las variaciones interanuales se deban a cambios eventuales. Además, en caso de cambio de estrategia por parte de la compañía, ésta se observa mejor a lo largo de varios ejercicios.

El primer paso será reducir la información a únicamente datos “interesantes” o “útiles” de cara al estudio, de forma que transformaremos todo el balance y dejaremos solo los datos de las grandes masas patrimoniales, así como su importancia relativa dentro de sus respectivos grupos.

Obtendremos los ratios de liquidez y endeudamiento para conocer el “estado de salud” de la empresa y predecir cuáles serán sus decisiones de cara al futuro.

---

<sup>25</sup> SABI: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos.

Tabla 5: Balance de Situación: 2009-2012 (miles de €).

	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
<b>Inmovilizado</b>	<b>2.973.782</b>	<b>2.562.140</b>	<b>2.523.123</b>	<b>2.519.145</b>
Inmovilizado inmaterial	55.973	62.518	64.863	69.032
Inmovilizado material	2.557.468	2.372.204	2.371.547	2.369.514
Otros activos fijos	360.341	127.418	86.713	80.599
<b>Activo circulante</b>	<b>3.308.156</b>	<b>3.226.153</b>	<b>2.537.435</b>	<b>2.040.005</b>
Existencias	571.769	558.503	560.003	540.868
Deudores	83.290	78.470	75.837	68.244
Otros activos líquidos	2.653.097	2.589.180	1.901.595	1.430.893
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6.281.938</b>	<b>5.788.293</b>	<b>5.060.558</b>	<b>4.559.150</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>3.019.232</b>	<b>2.672.886</b>	<b>2.255.241</b>	<b>1.885.041</b>
Capital suscrito	15.921	15.921	15.921	15.921
Otros fondos propios	3.003.311	2.656.965	2.239.320	1.869.120
<b>Pasivo fijo</b>	<b>223.051</b>	<b>253.263</b>	<b>200.874</b>	<b>127.872</b>
Acreeedores a L. P.	10.503	18.044	19.937	21.698
Otros pasivos fijos	212.548	235.219	180.937	106.174
Provisiones	14.723	13.824	23.446	15.099
<b>Pasivo líquido</b>	<b>3.039.655</b>	<b>2.862.144</b>	<b>2.604.443</b>	<b>2.546.237</b>
Deudas financieras	0	2.412	2.371	2.426
Acreeedores comerciales	2.170.701	2.091.246	1.893.403	1.949.407
Otros pasivos líquidos	868.954	768.486	708.669	594.404
<b>TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO</b>	<b>6.281.938</b>	<b>5.788.293</b>	<b>5.060.558</b>	<b>4.559.150</b>

Fuente: SABI.

A partir de la información de la tabla 5, destacaremos únicamente los grandes grupos y obtendremos su importancia relativa para poder hacer un análisis exhaustivo de la composición patrimonial.

Tabla 6: Balance reducido 2009 – 2012 (miles de €).

BALANCE SITUACIÓN	31/12/2012	2012	31/12/2011	2011	31/12/2010	2.010	31/12/2009	2.009
Inmovilizado	2.973.782	47%	2.562.140	44%	2.523.123	50%	2.519.145	55%
Existencias	571.769	9%	558.503	10%	560.003	11%	540.868	12%
Deudores	83.290	1%	78.470	1%	75.837	1%	68.244	1%
Otros activos líquidos	2.653.097	42%	2.589.180	45%	1.901.595	38%	1.430.893	31%
<b>Total activo</b>	<b>6.281.938</b>	<b>100%</b>	<b>5.788.293</b>	<b>100%</b>	<b>5.060.558</b>	<b>100%</b>	<b>4.559.150</b>	<b>100%</b>
Fondos propios	3.019.232	48%	2.672.886	46%	2.255.241	45%	1.885.041	41%
Pasivo fijo	223.051	4%	253.263	4%	200.874	4%	127.872	3%
Pasivo líquido	3.039.655	48%	2.862.144	49%	2.604.443	51%	2.546.237	56%
<b>Total pasivo y capital propio</b>	<b>6.281.938</b>	<b>100%</b>	<b>5.788.293</b>	<b>100%</b>	<b>5.060.558</b>	<b>100%</b>	<b>4.559.150</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia.

Comenzaremos analizando las principales magnitudes que conforman el balance a cierre de ejercicio del año 2012.

Vemos que el ACTIVO está formado prácticamente por dos partidas, el inmovilizado, principalmente material, y la tesorería, esto indica que la empresa goza de gran liquidez, tiene una rotación muy alta de sus existencias y apenas tiene deudores, puesto que la gente paga al momento de salir de las tiendas. El Activo es el característico de este tipo de compañías, lo que es un buen indicador.

El PASIVO y PATRIMONIO NETO es muy similar al Activo, existen dos partidas que acaparan todos los recursos, estas son los fondos propios, es una empresa muy capitalizada y el pasivo líquido, formado en su mayoría por acreedores comerciales, que como vimos en el capítulo anterior tardan de media 53 días en pagar.

El resto de partidas del balance tienen un peso insignificante que pueda afectar a la toma de decisiones en el futuro por parte de la compañía. Sin embargo es interesante conocer cómo estas partidas, las de mayor peso, han evolucionado a lo largo de los últimos años, en un entorno de recesión económica.

En términos absolutos, el inmovilizado (material) ha ido incrementándose año tras año desde 2009, sin embargo su importancia dentro del Activo ha ido disminuyendo en pro de la Tesorería. Esto podría significar que la compañía adoptó una estrategia más conservadora a causa de la coyuntura económica por la que atraviesa el país.

Aunque su peso es menos significativo, el peso relativo de la partida de las Existencias ha ido disminuyendo también, posiblemente a una mejora de la eficiencia de Mercadona, convirtiéndose antes estos recursos en líquidos.

La única partida que ha permanecido invariable ha sido la de Deudores.

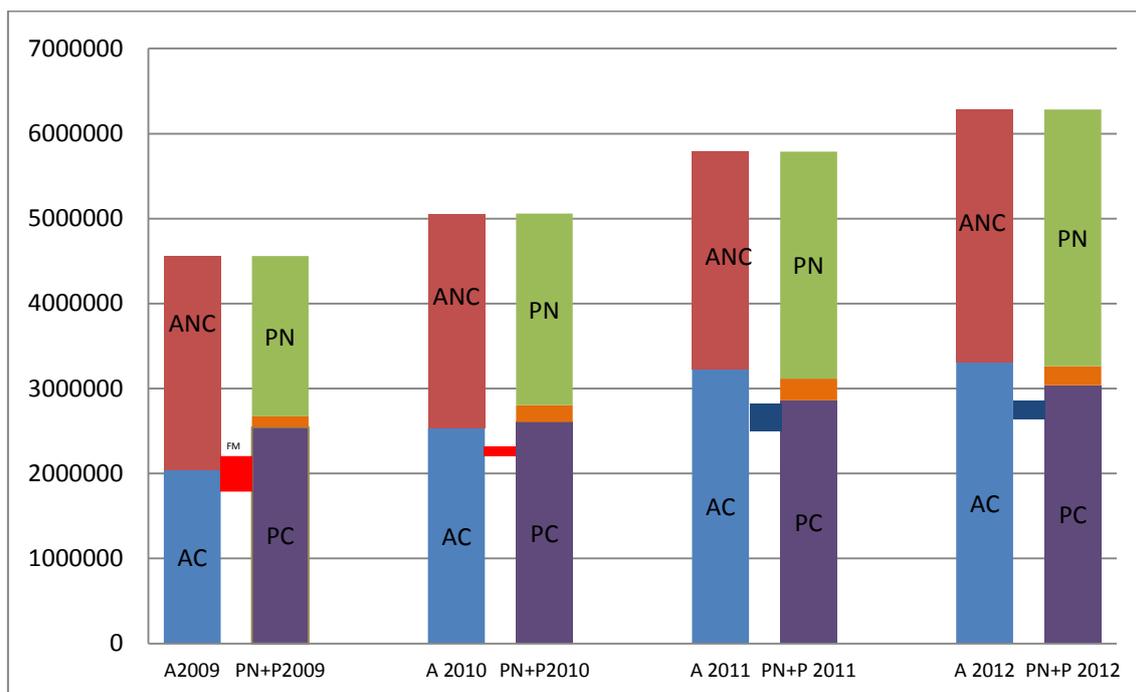
En lo que respecta a los Fondos Propios, estos han ido incrementándose una media de un 3% anual, gracias a los beneficios que la empresa reporta, siendo cada año más solvente.

Mientras que el Pasivo Fijo permanece invariable, los deudores comerciales han ido decreciendo en relación con el total de la estructura gracias al aminoramiento de los plazos medios de pago.

A priori parece que la empresa sigue un ritmo adecuado, pero será necesario analizar el Fondo de Maniobra y los ratios para conocer con exactitud en qué situación se encuentra y las decisiones a tomar en el futuro.

Por último, mostraremos la estructura de la compañía gráficamente:

Ilustración 17: Estructura patrimonial.



Elaboración propia.

En la ilustración 19 se observa cómo la empresa ha ido incrementando su volumen año tras año, ganando importancia relativa el Activo Corriente, gracias a la liquidez, en detrimento del Activo No Corriente y disminuyendo su peso en el Pasivo Corriente a favor de los Fondos Propios

En cuanto al Fondo de Maniobra, que explicaremos a continuación, los primeros años son negativos, revirtiendo esta situación en los dos últimos años.

### 5.1.2 Análisis del Fondo de Maniobra

El Fondo de Maniobra, calculado como la diferencia entre el Activo Corriente y Pasivo Corriente, nos muestra la situación de equilibrio financiero de la empresa, es decir, qué parte del Activo Corriente ha sido financiada con recursos a largo plazo o la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas inmediatas, dicho de otra manera, su “colchón de seguridad”.

A la hora de analizar el Fondo de Maniobra se pueden dar cuatro situaciones, que representaremos gráfica y analíticamente.

Ilustración 18: Fondo de Maniobra.



Elaboración Propia.

Evidentemente, por norma general, la situación ideal se encuentra cuando la empresa tiene un Fondo de Maniobra positivo, que es cuando se encuentra en equilibrio financiero.

Analizamos a continuación el Fondo de Maniobra de Mercadona.

Tabla 7: Fondo de Maniobra Mercadona (miles de €).

MERCADONA	2.009	2.010	2.011	2.012
AC	2.040.005	2.537.435	3.226.153	3.308.156
PC	2.546.237	2.604.443	2.862.144	3.039.655
<b>FM</b>	<b>- 506.232</b>	<b>- 67.008</b>	<b>364.009</b>	<b>268.501</b>

Elaboración propia.

La empresa, como se aprecia en la tabla 7, goza de “buena salud” económica financiera, tiene un Fondo de Maniobra positivo pero sin ser exagerado, es decir, que no tiene recursos ociosos.

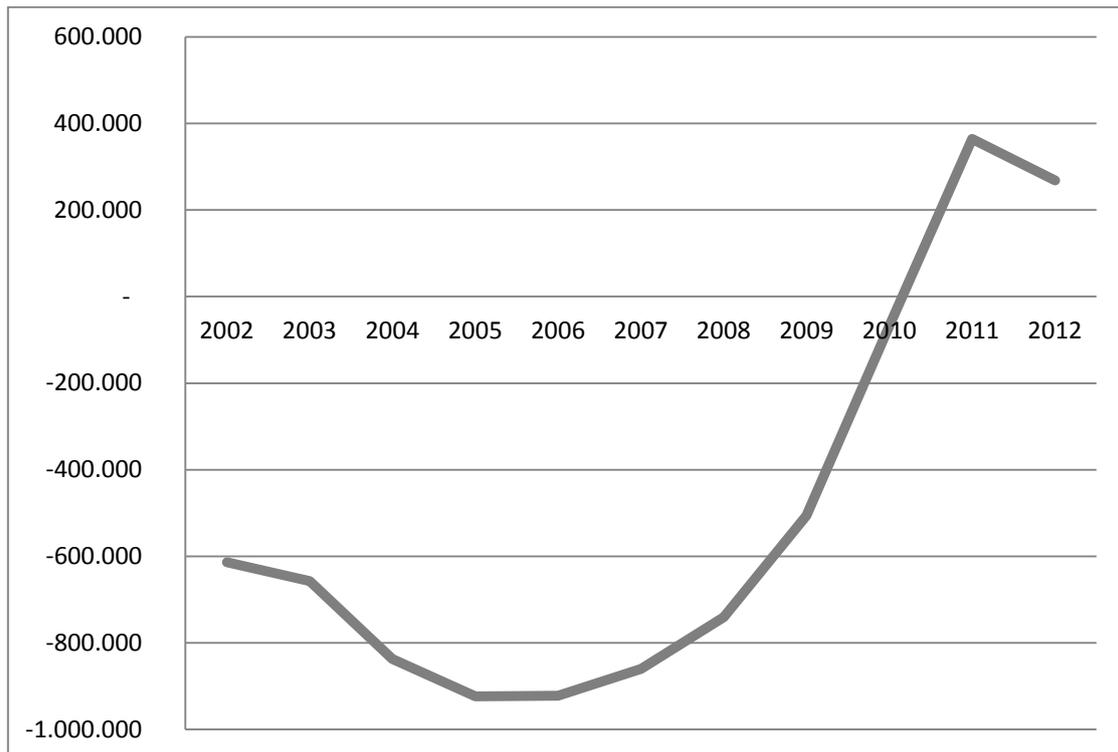
Se aprecia que en los primeros años, al igual que históricamente, Mercadona tenía un Fondo de Maniobra negativo que a priori, tal y como se ha comentado antes, parece un signo negativo en la mayoría de empresas.

Hay que tener en cuenta que se trata de una empresa que cobra al contado y se financia de sus proveedores, del tiempo que dispone para hacer efectivos los pagos. Si analizamos de nuevo la estructura del balance, observamos cómo más de la mitad del Activo es a largo plazo, que destina para sus instalaciones, mientras que el Pasivo, al ser casi en su totalidad a corto plazo hace que el Fondo de Maniobra sea negativo.

Sin embargo, cómo el cobro de clientes es inmediato y el pago a proveedores es a 53 días de plazo medio hacen que las necesidades de liquidez inmediata sean inferiores y la empresa pueda realizar sus pagos a corto plazo.

Históricamente la empresa siempre ha tenido un Fondo de Maniobra negativo y es en los dos últimos años cuando el signo ha cambiado gracias a una estrategia conservadora de la compañía.

Ilustración 19: Fondo de Maniobra de Mercadona.



Elaboración propia.

### 5.1.3 Análisis de los ratios de liquidez y endeudamiento

#### 5.1.3.1 Ratios de Liquidez

Tabla 8: Ratios de liquidez.

	2012	2011	2010	2009	IDEAL
<b>LIQUIDEZ</b>	1,09	1,13	0,97	0,80	<b>1,5</b>
<b>TESORERIA</b>	0,90	0,93	0,76	0,59	<b>1</b>
<b>DISPONIBILIDAD</b>	0,87	0,87	0,90	0,90	<b>0,2-0,3</b>
<b>FONDO MANIOBRA/ACTIVO</b>	0,04	0,06	-0,01	-0,11	-
<b>FONDO MANIOBRA/PASIVO CORRIENTE</b>	0,09	0,13	-0,03	-0,20	-

Elaboración propia.

#### Ratio de liquidez

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{3.308.156}{3.039.655} = 1.09$$

La empresa se encuentra en una situación estable de liquidez general, el ratio, pese a no llegar a lo que comúnmente se entiende como "ideal" que es un valor de 1,5, tiene un valor apropiado, y más en este tipo de empresas donde se cobra en el acto y se paga a los proveedores al cabo de casi tres meses, como hemos comentado anteriormente.

Además se observa que el ratio ha ido aumentando con el paso de los años, al igual que el fondo de maniobra.

#### Ratio de Tesorería

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Realizable} + \text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{83.290 + 2.653.097}{3.039.655} = 0.9$$

La diferencia entre este ratio y el anterior es en el nivel de existencias, que como vimos en el balance no era muy significativo, así que en relación con los niveles óptimos, el ratio de tesorería, se encuentra en la misma posición, un poco por debajo de lo considerado normal, sin ser este dato calificado de alarmante.

Del mismo modo, el ratio ha ido aumentando con el paso de los años, lo que consideramos que es un buen dato al no estar incurriendo por el momento en una situación ociosa de los recursos.



### **Ratio de Disponibilidad**

$$\text{Disponibilidad} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{2.653.097}{3.039.655} = 0.87$$

En este ratio se demuestra la solvencia que tiene la empresa para pagar a sus proveedores, que su liquidez no depende ni de las existencias que pueda vender ni de los deudores que pueda cobrar, puesto que no son parte esencial de la actividad.

Vemos cómo la diferencia con el ratio de tesorería es mínima, ya que la diferencia entre un ratio y otro son los deudores, que prácticamente no tiene.

Este ratio, que debería situarse entre el 0,2 y el 0,3 pero se sitúa bastante más elevado, y no es que no destine recursos al crecimiento del inmovilizado material, sino que cobra en el acto y paga diferido.

A lo largo de los años, Mercadona, también ha ido mejorando esta situación de “ociosidad ficticia” reduciendo el valor gracias al menor plazo medio de pago a proveedores.

### **Fondo de Maniobra sobre Activo y Pasivo Corriente**

$$\text{Fondo de Maniobra/Activo} = \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Activo}} = \frac{268.501}{6.281.938} = 0.04$$

$$\text{Fondo Maniobra/Pas. Corriente} = \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{268.501}{3.039.655} = 0.09$$

Estos dos ratios informan del peso que tiene el Fondo de Maniobra sobre el Activo y Pasivo Corriente, es aconsejable que sean positivos e inferiores a 1, puesto que en caso de ser superiores estaríamos incurriendo en una situación de ociosidad<sup>26</sup>.

En el caso de Mercadona consideramos que los valores son adecuados, siendo negativos en ejercicios anteriores pero nunca en situación preocupante.

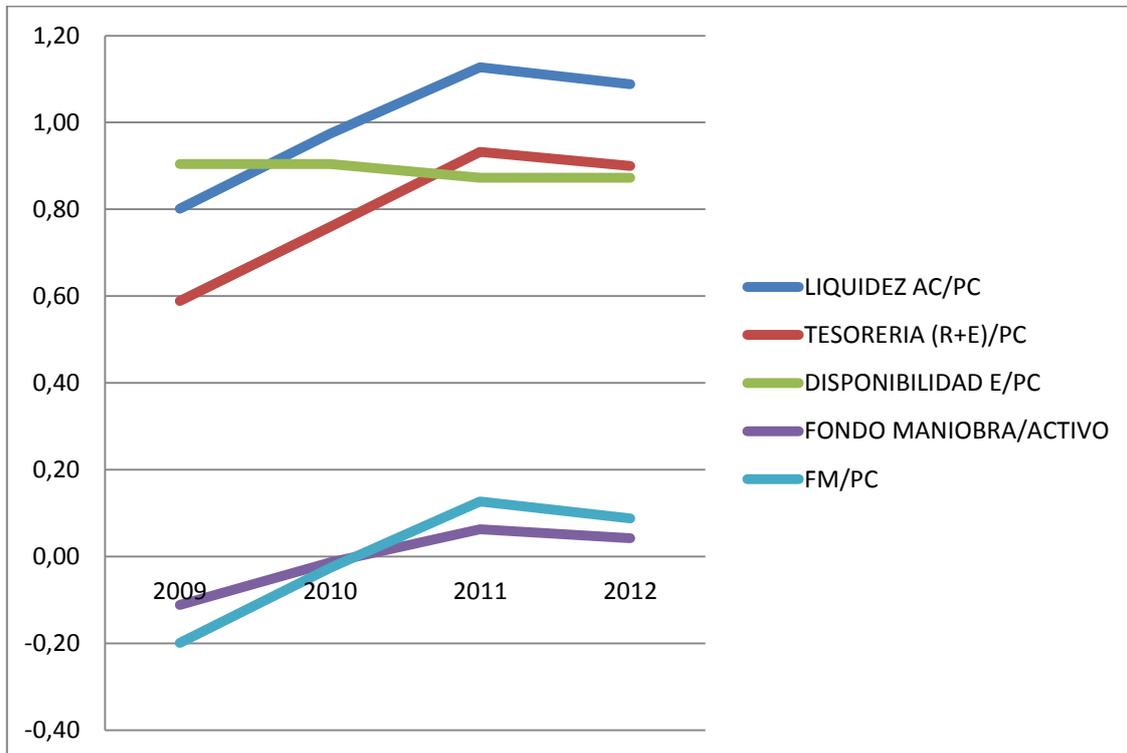
---

<sup>26</sup> Los casos de ociosidad indican que la empresa no está haciendo un uso eficiente de sus recursos, pudiendo obtener más rendimiento de estos.

## RESUMEN

En términos generales podemos representar la evolución de los ratios de liquidez a continuación:

Ilustración 20: Evolución ratios liquidez.



Elaboración propia.

En la ilustración 22 podemos ver de manera resumida cómo los ratios han sufrido variaciones interanuales leves, mejorando con el paso de los años, siendo su año más óptimo en 2011 hasta ahora debido que los ratios que se situaban por debajo de los estándares establecidos alcanzaron su máximo y el que se situaba por encima, el de disponibilidad logró su mínimo.

Dada su gestión de cobro y pago a proveedores podemos concluir que la empresa no tendrá problemas para hacer frente a sus pagos más inmediatos.

A continuación analizaremos también los ratios de endeudamiento, necesarios para conocer la estructura de recursos que dispone la empresa.

### 5.1.3.2. Ratios de endeudamiento

Tabla 9: Ratios de endeudamiento.

	2012	2011	2010	2009	IDEAL
ENDEUDAMIENTO P/(PN+P)	0,52	0,54	0,55	0,59	<b>0,4-0,5</b>
AUTONOMIA PN/P	0,93	0,86	0,80	0,70	<b>1-1,5</b>
SOLVENCIA A/P	1,93	1,86	1,80	1,70	<b>&gt;1</b>
CALIDAD DEUDA PC/P	0,93	0,92	0,93	0,95	-
GF/VENTAS	0,002	0,002	0,002	0,002	<b>&lt; 0,015</b>
GF/PASIVO CON COSTE (COSTE DE LA DEUDA)	0,17	0,18	0,18	0,24	<b>inf al 5%</b>
COBERTURA DE GF BAIL/GF	19,18	14,11	15,06	11,71	<b>&gt;1</b>

Elaboración propia.

#### Ratio de endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{PN} + \text{Pasivo}} = \frac{223.051 + 3.039.655}{6.281.938} = 0.52$$

El ratio de endeudamiento nos indica qué cantidad de los recursos que dispone la empresa son propios y qué cantidad son ajenos, para este ratio, que marca el volumen de endeudamiento de la empresa, se suele aconsejar que sea menos de la mitad, entre un 0,4 y un 0,5, es decir, que la mitad de la empresa esté formada por capital propio.

Mercadona juega con este límite, pero dado que la financiación que tiene la empresa es meramente comercial, los plazos de pago, el ratio de disponible y el cobro en el acto, no creemos que estar ligeramente por encima del 50% pueda suponer un problema para la empresa.

Además, al igual que sucedía con los ratios de liquidez, este también ha evolucionado favorablemente con el paso de los años gracias a las reducciones de los plazos de pago a los proveedores.

#### Ratio de Autonomía

$$\text{Autonomía} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}} = \frac{3.019.232}{223.051 + 3.039.655} = 0.93$$

El ratio de autonomía es otra manera de observar el volumen de endeudamiento de la empresa, y nos muestra qué relación de recursos son propios respecto a los ajenos. Este ratio debería de situarse por encima de 1. A medida que el ratio de endeudamiento desciende, el de autonomía debe aumentar, tal y como se muestra en la tabla de 9.



### **Ratio de Solvencia**

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}} = \frac{6.281.938}{223.051 + 3.039.655} = 1.93$$

El ratio de solvencia, como la misma palabra indica, es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas con todo lo que dispone. En este caso, Mercadona dispone de 1,93 euros por cada euro de pasivo.

Este ratio ha evolucionado favorablemente gracias al aumento que han sufrido los activos líquidos a la par que el pasivo, principalmente el corriente, iba perdiendo peso con el paso de los años.

Mientras este ratio se mantenga por encima de la unidad la empresa podrá hacer frente a sus pagos, motivo para confiar en caso de querer financiarla.

### **Ratio de Calidad de la Deuda**

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo}} = \frac{3.039.655}{223.051 + 3.039.655} = 0.93$$

El ratio de calidad de la deuda es el último de los que nos da información acerca del volumen de deuda de la empresa y nos indica qué porcentaje de deuda es a corto plazo.

Generalmente es preferible pagar cuanto más tarde mejor, sin embargo, en el caso que nos ocupa, al tratarse casi toda la deuda de origen comercial, es inevitable que los pagos se hagan más allá de 30, 60 o 90 días.

Hemos visto en el capítulo anterior que Mercadona tiene un plazo medio a proveedores en 2013 de 53 días, y es por ello que este ratio nos indica que un 93% de toda la deuda que tiene Mercadona sea a corto plazo.

Como hemos explicado este dato podría parecer malo de no ser por la naturaleza de la empresa que estamos valorando.

A lo largo de los años el dato no ha variado demasiado puesto que ambos términos de la fracción, pasivo corriente y pasivo total, han ido aumentando en la misma medida.



### **Ratio de Gastos Financiero sobre Ventas**

$$\text{Gastos Financieros s/Ventas} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Ventas}} = \frac{34.229}{17.522.881} = 0.002$$

Para este ratio ya necesitamos conocer la cuenta de resultados, que trataremos más adelante, sin embargo también nos aporta información sobre el endeudamiento de la empresa, en este caso nos habla del coste de ese endeudamiento.

Como ya hemos comentado anteriormente, Mercadona, al estar financiada con deudas comerciales, sin coste prácticamente, no paga casi intereses y esto, respecto al volumen de ventas en euros, es insignificante, es de cerca de un 0,2%, es decir, por debajo incluso de los niveles del Euribor.

En este sentido, la empresa goza de una situación privilegiada al no tener que pagar prácticamente por obtener recursos.

Esto es gracias a su gestión del ciclo de caja y del ciclo de maduración.

### **Ratio de Gastos Financieros sobre Pasivo con Coste**

$$GF / \text{Pasivo con Coste} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Pasivo con coste}} = \frac{34.229}{10.503 + 212.548} = 0.17$$

Así como comentábamos, la empresa goza de una situación privilegiada gracias a sus escasos gastos financieros, también hay que señalar que su deuda con coste es cara, es decir, que podría pagar incluso menos gastos financieros.

No obstante este ratio ha disminuido con el paso de los años gracias a una buena gestión y la cifra puede deberse a que actualmente toda la deuda con coste es a largo plazo.

Observando que el Euribor ha ido disminuyendo en los últimos años a causa de la crisis la empresa podría tratar de renegociar los tipos a los que es financiada.

### Ratio de cobertura de Gastos Financieros

$$\text{Cobertura de Gastos Financieros} = \frac{\text{BAII}}{\text{GF}} = \frac{656.351}{34.229} = 19.18$$

El ratio de cobertura de los gastos financieros nos informa de la capacidad que tiene la empresa para afrontar los gastos derivados de la deuda contraída. Estos gastos deben de ser cubiertos gracias a la actividad que genera la empresa sin tener en cuenta la parte financiera, es decir, solo con su capacidad para generar recursos con la explotación de la empresa.

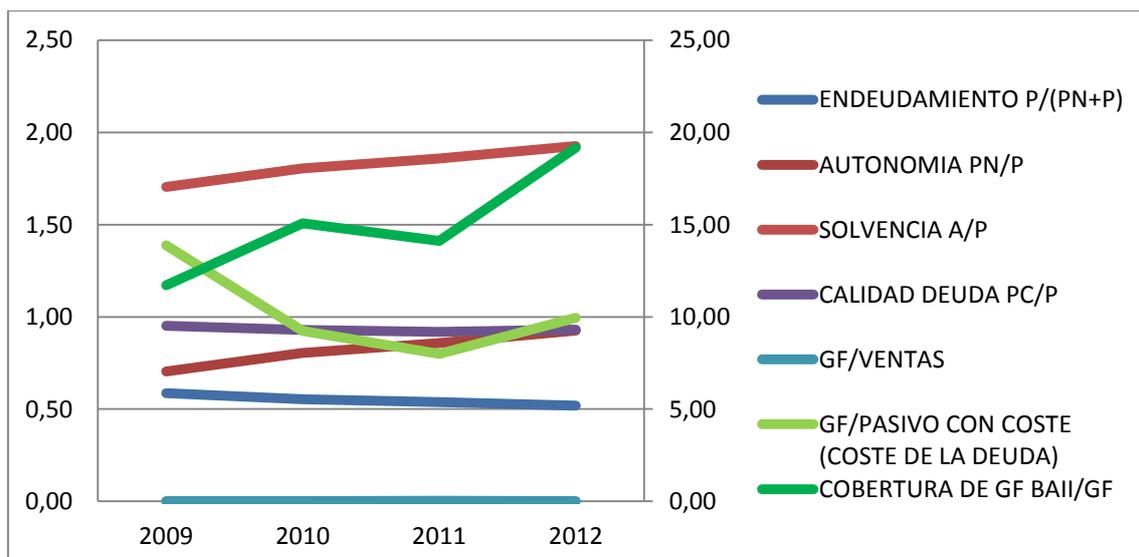
Este ratio debe ser superior a 1 y lo más alto posible. Como Mercadona apenas tiene actividad financiera, como veremos más adelante, todo lo que genera se debe a la actividad ordinaria, y esta es más que suficiente para hacer frente a los gastos de la deuda.

Además, este dato ha crecido sustancialmente en estos últimos años en concordancia con el crecimiento de la propia empresa.

### RESUMEN

Visualmente podemos observar cómo se han comportado estos ratios a lo largo del tiempo y concluir que la empresa, a pesar de tener un gran volumen de deuda, esta se debe a deudas comerciales, sin coste prácticamente, con amortización inmediata pero con gran capacidad para hacerle frente.

Ilustración 21: Ratios endeudamiento



Elaboración propia.

Las líneas en colores verdes pertenecen al eje de la derecha o secundario.



## **5.2. Análisis de la política de Inversión-Financiación (E.O.A.F)**

La finalidad del análisis de origen y aplicación de fondos persigue determinar si la política de inversión y financiación de la empresa es adecuada.

Para realizar dicho análisis estudiaremos los cambios interanuales producidos en las grandes masas que componen el balance, de manera que si las partidas corrientes varían en la misma proporción, y por tanto también las no corrientes, y el fondo de maniobra sigue la evolución esperada, diremos que la política es equilibrada.

Veremos cómo gestiona la empresa sus recursos, sus fuentes de financiación en qué los aplica.

Veamos, pues, el E.O.A.F de Mercado año a año durante los últimos cuatro ejercicios:

### **2009/2010**

Tabla 10: E.O.A.F Mercadona 09/10 (miles de €).

2009/2010			
APLICACIONES		ORIGENES	
61.697	ANC	FP	242.535
		PNC	73.002
		BN	127.665
		AMORT	57.719
		FM	439.224
19.135	EXIST	PC	58.206
7.593	REALIZ		
470.702	TESOR		
559.127	TOTAL		559.127

Elaboración propia.

Durante el año 2010 podemos observar cómo la empresa crece de manera proporcional en todos sus estados, no hay descensos de ningún tipo.

Toda la financiación procede de Fondos Propios, principalmente, y de Pasivos y se destina al Activo tanto corriente como no corriente, especialmente a tesorería.

Es importante destacar que los recursos a largo plazo no solo cubren las inversiones a largo, sino que también ayudan a las de corto.

Entendemos, por tanto, que gracias a esta política, Mercadona consiguió aumentar su Fondo de Maniobra y que fue una estrategia adecuada.

**2010/2011**

Tabla 11:E.O.A.F Mercadona 10/11 (miles de €).

2010/2011			
APLICACIONES		ORIGENES	
13.031	ANC	FP	341.386
25.986	AMORT	PNC	52.389
		BN	76.259
		FM	431.017
2.633	REALIZ	PC	257.701
687.585	TESOR	EXIST	1.500
729.235	TOTAL		729.235

Elaboración propia.

Las partidas más relevantes del año 2011 son el aumento de los fondos propios por parte de las partidas a largo plazo, así como el incremento de la tesorería en lo que se refiere al corto.

La política sigue siendo destinar recursos propios al Activo Corriente para ganar en solvencia. De esta manera sigue aumentando el Fondo de Maniobra y siendo más atractiva para posibles inversores.

La política conservadora, comentada anteriormente, se hace visible en el ligero aumento que tuvo el Activo No Corriente.

Las partidas de Activo siguen aumentando a la vez que lo hacen las de Pasivo, pero en menor medida, el equilibrio se alcanza gracias al incremento de los fondos propios. La única partida que ha disminuido, además de la amortización, es la de las existencias, ambas sin mucha relevancia.

Gracias a esta estrategia Mercadona cerró el año por primera vez con un Fondo de Maniobra positivo.

**2011/2012**

Tabla 12: E.O.A.F Mercadona 11/12 (miles de €).

2011/2012			
APLICACIONES		ORIGENES	
407.055	ANC	FP	312.097
4.587	AMORT	BN	34.249
30.212	PNC		
		FM	-95.508
13.266	EXIST	PC	177.511
4.820	REALIZ		
63.917	TESOR		
523.857	TOTAL		523.857

Elaboración propia.

El año 2012 es un año atípico, no corresponde con lo visto en años anteriores.

Para empezar vemos que el Pasivo No Corriente disminuye durante el año gracias a la amortización de la deuda, principalmente la partida de "Otros pasivos fijos".

Podemos observar que la financiación para la amortización de la deuda proviene de recursos a corto plazo, lo que es una mala gestión por parte de la empresa.

El Activo Corriente, por tanto, está siendo financiando exclusivamente por el Pasivo Corriente, que aun destina recursos para la inversión a largo, lo que deja una variación del Fondo de Maniobra negativo, aunque igualmente acaba el año con saldo positivo.

La partida que más destaca, la del aumento del Activo No Corriente, corresponde a la política de expansión que Mercadona toma a raíz del saldo positivo en el Fondo de Maniobra logrado durante el ejercicio anterior, lo que le hace destinar recursos a la apertura de nuevas tiendas y ampliar su cuota de mercado.

El año 2013 Mercadona continuará con su política de expansión, dado que aún está con saldo positivo del Fondo de Maniobra.

Por último veremos la variación del Balance de Situación entre los años 2009 y 2012.

**2009/2012**

Tabla 13: E.O.A.F Mercadona 09/12 (miles de €).

2009/2012			
APLICACIONES		ORIGENES	
481.783	ANC	FP	896.018
		PNC	95.179
		BN	238.173
		AMORT	27.146
		FM	774.733
30.901	EXIST	PC	493.418
15.046	REALIZ		
1.222.204	TESOR		
1.749.934	TOTAL		2.524.667

Elaboración propia.

A Lo largo de los últimos cuatro años, la empresa ha seguido una política conservadora. Así lo podemos ver en sus partidas más relevantes.

Para empezar la partida de Tesorería, cuyo incremento indica los deseos de Mercadona por mejorar su Fondo de Maniobra, que por el año 2009 presentaba un ligero desajuste.

Otra de las partidas que también llaman la atención es la del aumento de los Fondos Propios de la empresa y los beneficios obtenidos.

Por otro lado el aumento del Pasivo Corriente y el del Activo No Corriente son casi idénticos, siendo unas de las partidas más relevantes.

Se puede concluir que la estrategia de Mercadona ha sido adecuada debido a que en términos generales los recursos a largo plazo se han encargado de financiar la inversión en la apertura de las nuevas tiendas y reforma de las ya existentes, así como parte de los Activos Corrientes.

Las partidas del Activo Corriente, Existencias, Realizable y especialmente Tesorería son significativamente superiores a la del Pasivo Corriente, lo que indica que Mercadona ha sido capaz de aumentar su disponible para pagar las deudas más exigibles, y esto se traduce en un incremento sustancial del Fondo de Maniobra, pasando de negativo a positivo en el periodo estudiado.

### **5.3 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias**

Con el análisis de la Cuenta de Resultados observaremos cómo desarrolla Mercadona la explotación de su actividad, el crecimiento de sus ventas y beneficios durante los últimos años, así como su política para obtenerlos.

Para comenzar el estudio presentaremos la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de manera modificada, preparada para su análisis, con datos absolutos y relativos en función de las ventas. Comenzaremos su análisis por la última partida, la del Beneficio Neto e iremos escalando hasta llegar a las ventas, a partir de ahí observaremos su evolución en los últimos cuatro años.

Tabla 14: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2012 y 2011 (miles de €).

Cuentas de Pérdidas y Ganancias	31/12/2012	
Importe neto Cifra de Ventas	17.522.881	100%
Consumo de mercaderías y de materias APROV	-13.158.848	-75%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>4.364.033</b>	<b>25%</b>
Otros gastos de explotación	-1.143.284	-7%
Otros ingresos explotación	29.160	0%
<b>VAB (VALOR AÑADIDO BRUTO)</b>	<b>3.249.909</b>	<b>19%</b>
Gastos de personal	-2.217.803	-13%
<b>EBITDA</b>	<b>1.032.106</b>	<b>6%</b>
Dotaciones para amortiz. de inmovilizado	-375.755	-2%
<b>Resultado Explotación BAI</b>	<b>656.351</b>	<b>4%</b>
Ingresos financieros	88.093	1%
Gastos financieros	-34.229	0%
<b>Result. ordinarios antes Impuestos BAI</b>	<b>710.215</b>	<b>4%</b>
Impuestos sobre sociedades	-201.774	-1%
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>508.441</b>	<b>3%</b>

Fuente: SABI. Elaboración Propia.

Como habíamos comentado, primero analizaremos la composición de la Cuenta de Resultados durante el último ejercicio del que tenemos información contable, 2012.

Empezaremos por el Beneficio Neto, que representa un 3% del total de las ventas, lo que significa que por cada 100 euros que vende Mercadona, 3 son de beneficio, así que veremos dónde se destinan los otros 97.

En una breve comparación con otras empresas del sector señalamos que Consum factura 1.760 millones de euros, es decir, la décima parte que Mercadona (solo tiene presencia en la Comunidad Valenciana y Cataluña) y obtiene un Beneficio Neto del 1,82% (32,1 millones de euros) y DIA, con unas ventas de 10.124 millones, genera un beneficio de 190 millones, el 1,9% de dichas ventas.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Quitando que en el impuesto de sociedad pierde un 1%, destacamos que el resultado financiero es prácticamente nulo, no representa absolutamente nada para la empresa, lo que indica que todo su éxito se basa en la explotación de su actividad.

El Resultado de Explotación representa el 4% de las ventas, por tanto hay dos o tres partidas que suponen la totalidad de los gastos de Mercadona, que son el Gasto de Personal, que representa un 13%, esto indica el esfuerzo que hace la empresa por sus trabajadores, y el consumo de mercaderías, que abarcan un 75% de las ventas, lo que indica que Mercadona obtiene un Margen Bruto de un 25% de cada producto que vende.

El siguiente paso es ver la evolución de estas partidas a lo largo de los últimos cuatro años, ya en periodo de crisis. Terminaremos con un análisis de la evolución global de la empresa en este periodo.

Tabla 15: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2009, 2010 y 2011 (miles de €).

Cuentas de Pérdidas y Ganancias	31/12/2011		31/12/2010		31/12/2009	
Importe neto Cifra de Ventas	16.448.101	100%	15.242.859	100%	14.402.371	100%
Consumo. APROVISIONAMIENTO	-12.358.854	-75%	-11.411.277	-75%	-10.955.258	-76%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>4.089.247</b>	<b>25%</b>	<b>3.831.582</b>	<b>25%</b>	<b>3.447.113</b>	<b>24%</b>
Otros gastos de explotación	-1.053.694	-6%	-1.015.825	-7%	-947.030	-7%
Otros ingresos explotación	28.232	0%	27.287	0%	26.196	0%
<b>VAB (VALOR AÑADIDO BRUTO)</b>	<b>3.063.785</b>	<b>19%</b>	<b>2.843.044</b>	<b>19%</b>	<b>2.526.279</b>	<b>18%</b>
Gastos de personal	-2.042.672	-12%	-1.876.569	-12%	-1.808.030	-13%
<b>EBITDA</b>	<b>1.021.113</b>	<b>6%</b>	<b>966.475</b>	<b>6%</b>	<b>718.249</b>	<b>5%</b>
amortiz. de inmovilizado	-380.342	-2%	-406.328	-3%	-348.609	-2%
<b>Resultado Explotación BAI</b>	<b>640.771</b>	<b>4%</b>	<b>560.147</b>	<b>4%</b>	<b>369.640</b>	<b>3%</b>
Ingresos financieros	73.379	0%	40.593	0%	22.446	0%
Gastos financieros	-45.413	0%	-37.192	0%	-31.554	0%
<b>Result. antes Impuestos BAI</b>	<b>668.737</b>	<b>4%</b>	<b>563.548</b>	<b>4%</b>	<b>360.532</b>	<b>3%</b>
Impuestos sobre sociedades	-194.545	-1%	-165.615	-1%	-90.264	-1%
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>474.192</b>	<b>3%</b>	<b>397.933</b>	<b>3%</b>	<b>270.268</b>	<b>2%</b>

Fuente: SABI. Elaboración Propia.

Tabla 16: Ratios de expansión de la Cuenta de Resultados.

PyG	12/09	12/11	11/10	10/09
<b>VENTAS</b>	1,22	1,07	1,08	1,06
<b>MARGEN BRUTO</b>	1,27	1,07	1,07	1,11
<b>VAB</b>	1,29	1,06	1,08	1,13
<b>EBITDA</b>	1,44	1,01	1,06	1,35
<b>BAI</b>	1,78	1,02	1,14	1,52
<b>BAI</b>	1,97	1,06	1,19	1,56
<b>BENEFICIO NETO</b>	1,88	1,07	1,19	1,47

Elaboración Propia.



A simple vista podemos ver cómo todas las partidas han aumentado respecto al periodo anterior, lo que significa que la empresa evoluciona favorablemente.

Entre los años 2009 y 2010 las ventas se incrementaron un 6%, este incremento del 6% no solo se mantuvo durante los años siguientes, sino que siguió creciendo ligeramente, llegando a un crecimiento en el cómputo total de los años estudiados de un 22%.

Este dato nos será de gran utilidad a la hora de hacer las proyecciones financieras para el cálculo de los flujos de caja libres, pues a priori parece que el incremento de las ventas por el que optaremos año tras año sea del 5%, que es similar a lo sucedido durante estos últimos años y aplicamos a la vez el Principio de Prudencia.

El Margen Bruto ha seguido los mismos pasos que la evolución de Ventas, si bien durante el primer año esta variación fue mayor, lo que hizo que en términos relativos sobre ventas pasara del 24% al 25% gracias a una buena gestión por parte de la empresa.

Del mismo modo que el Margen Bruto y las Ventas se ha comportado el Valor Añadido Bruto, lo que nos lleva a pensar, que tanto las ventas como todo lo que engloba hasta el VAB está bastante correlacionado, es decir, que en las proyecciones supondremos que anualmente los aprovisionamientos, y los ingresos y gastos de explotación tienen un crecimiento del 5%.

En cuanto al EBITDA, el primer año de estudio tuvo un gran incremento gracias al poco crecimiento que tuvieron los Gastos de Personal, pero durante los periodos siguientes se modera bastante. Esto hizo que al principio el EBITDA supusiera un 5% sobre las ventas, que creciera hasta un 6% y que a partir de ahí se mantuviera.

El Resultado de Explotación (BAII), al igual que sucede con el EBITDA, sufre un incremento del 3% al 4% gracias a la baja dotación para la amortización que hay durante el año 2009 y luego se estabiliza.

En cuanto al Resultado antes de Impuestos (BAI), al igual que el Beneficio Neto, varían en la misma proporción que el BAII y no existen cambios a destacar.

Podemos concluir que por un lado tenemos un grupo formado por las Ventas, el Margen Bruto y Valor Añadido Bruto que evolucionan en la misma proporción, es decir, un 5% anual.

Por otro lado tenemos el EBITDA, el BAII, el Beneficio antes de Impuestos y el Beneficio Neto, sobre el que influyen las variables de Gasto de Personal y la amortización que en los últimos años han aumentado un 10% y 0%, respectivamente y el resultado financiero que no ha seguido ninguna pauta coherente, pero que, como hemos comentado antes, no representa un peso importante sobre las ventas.



### 5.3.2 Análisis del Rendimiento Económico

El Rendimiento económico mide el beneficio económico que se obtiene a partir de los activos de la empresa sin tener en cuenta la manera en la que estos han sido financiados.

Según lo explicado, para realizar los cálculos, tendremos en cuenta el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII).

El Rendimiento Económico depende de:

- Rentabilidad Comercial, que relaciona las Ventas con el EBITDA, mide la eficacia operativa.
- Rotación de Activos No Corrientes relacionan todos los Activos No Corrientes con las Ventas, es decir, qué rendimiento les sacamos a estos. Estos ratios nos permitirán detectar si la apertura de nuevas tiendas influyen notablemente sobre los beneficios.
- La rotación de Activos Corrientes hacen lo propio con las partidas que forman parte de esta sección y que analizaremos por separado.

De esta manera, a modo de resumen, tenemos la tabla 17:

Tabla 17: Rentabilidad Económica.

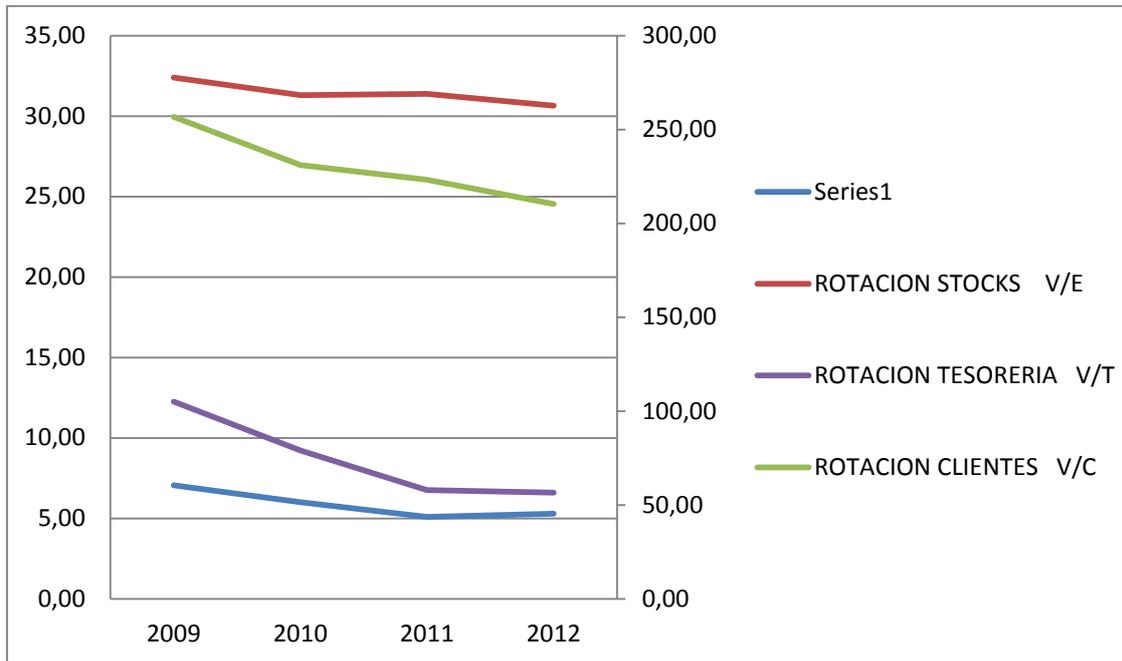
RENDIMIENTO	2012	2011	2010	2009
<b>RENTABILIDAD ECONÓMICA BAI/AT</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,08</b>
RENTABILIDAD COMERCIA. EBITDA/VENTAS	0,06	0,06	0,06	0,05
ROTACION ACTIVO VENTAS/AT	2,79	2,84	3,01	3,16
MARGEN VENTAS BAI/VTAS	0,04	0,04	0,04	0,03
ROTACION ACTIVO NO CORRIENTE V/ANC	5,89	6,42	6,04	5,72
ROTACION ACTIVO CORRIENTE V/AC	5,30	5,10	6,01	7,06
ROTACION STOCKS V/E	30,65	31,37	31,29	32,40
ROTACION CLIENTES V/C	210,38	223,31	231,06	256,77
ROTACION TESORERIA V/T	6,60	6,77	9,21	12,25

Elaboración Propia.

Como podemos apreciar en la tabla 17, tanto la rotación de stocks, como la de clientes y la de tesorería disminuyen a medida que pasa el tiempo, es decir, que le sacamos menos rendimiento a cada euro de efectivo, clientes o existencias.

Esto es debido a que a pesar de que las ventas aumentan, también lo hacen las partidas que forman parte del Activo Corriente, obteniendo menos rendimiento de ellas, sin embargo, mejora el Fondo de Maniobra.

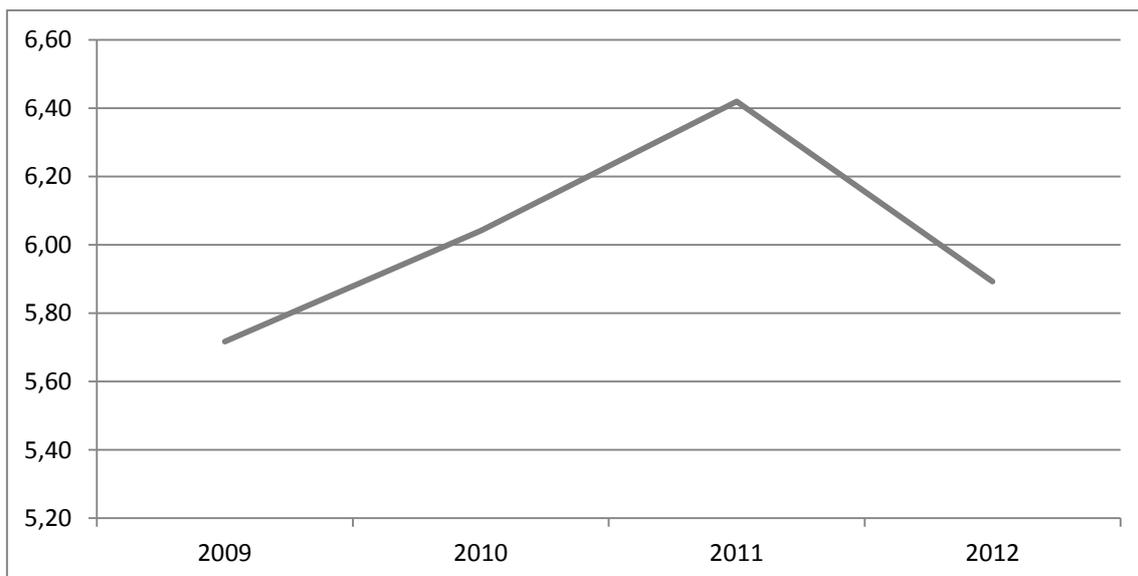
Ilustración 22: Rotación del Activo Corriente.



Elaboración Propia.

Diferente evolución sigue la Rotación del Activo No Corriente, que hasta 2011 fue creciendo progresivamente, llegando a obtener unas ventas de 6,42 euros por cada euro invertido en tiendas, y en el último año tuvo un leve descenso. Esto demuestra que la política de expansión de la empresa es acertada, y que de un incremento de tiendas se obtienen un mayor porcentaje de ventas.

Ilustración 23: Rotación del Activo No Corriente.



Elaboración Propia.

Del resto de variables no se destacan grandes variaciones en estos últimos años, el margen de ventas se mantiene en un 4% y la rentabilidad comercial en un 6%.

Por último, el rendimiento, la rentabilidad económica, que relaciona el resultado antes de intereses e impuestos con el Activo total de la empresa, es decir, qué cantidad de euros resultante de la actividad de explotación obtenemos a partir de los recursos económicos de la empresa.

Dicho de otra manera, el rendimiento que obtiene Mercadona por la explotación de todo su Activo.

Se puede observar que la fórmula del Rendimiento se obtiene a partir de la Rotación del Activo y el Margen de Ventas:

$$\text{Rentabilidad Económica} = \text{Margen de Ventas} \times \text{Rotación de Activo}$$

$$\text{Rentabilidad Económica} = \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}}$$

Vemos que Mercadona, por el tipo de actividad que tiene y por lo estudiado a lo largo de este capítulo, es una empresa donde su punto fuerte es la alta Rotación, del que obtiene un gran rendimiento.

De esta manera, concluimos que Mercadona obtiene un 10% de beneficio de la explotación de su Activo Total.

Este ratio hay que compararlo con el Pasivo con Coste, calculado en el punto 5.1.3.2 del presente capítulo.

Tabla 18: Rendimiento-Coste de la Deuda.

RENDIMIENDO – COSTE DE LA DEUDA	2012	2011	2010	2009
RENTABILIDAD ECONÓMICA BAI/AT	0,10	0,11	0,11	0,08
GF/PASIVO CON COSTE (COSTE DE LA DEUDA)	0,15	0,18	0,18	0,24

Elaboración propia.

Comparando el rendimiento con el Coste de la Deuda, vemos que este se sitúa ligeramente por debajo, pudiendo tener problemas en caso de falta de liquidez, lo que realmente nos desvela es que el coste de la deuda es demasiado alto, pero por suerte su volumen es insignificante.

### 5.3.3 Análisis Rentabilidad Financiera

Por último comentaremos la Rentabilidad Financiera, es decir, la relación que hay entre el Beneficio Neto de la empresa con los fondos propios, esto es, lo que obtienen los inversores, aunque en nuestro caso se trata de una empresa familiar.

Tabla 19: Análisis rentabilidad financiera.

		2012	2011	2010	2009
RENTABILIDAD FINANCIERA	BN/CAP. PROPIO	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,14</b>
ROTACION ACTIVO	VENTAS/AT	2,79	2,84	3,01	3,16
MARGEN VENTAS	BAII/VTAS	0,04	0,04	0,04	0,03
APALANCAMIENTO FINANCIERO	(A/FP)X(BAI/BAII)	2,25	2,26	2,26	2,36
EFFECTO FISCAL	BN/BAI	0,72	0,71	0,71	0,75

Elaboración propia.

Podemos observar que la Rentabilidad Financiera de Mercadona aumenta entre los años 2009 y 2010 y permanece estable durante el resto de años, así como cada uno de los componentes que forman el ratio.

El único de los ratios que varían, y de forma negativa, es el de rotación de activos totales, a causa del fuerte incremento que tiene el Activo No Corriente.

La Rentabilidad Financiera depende de:

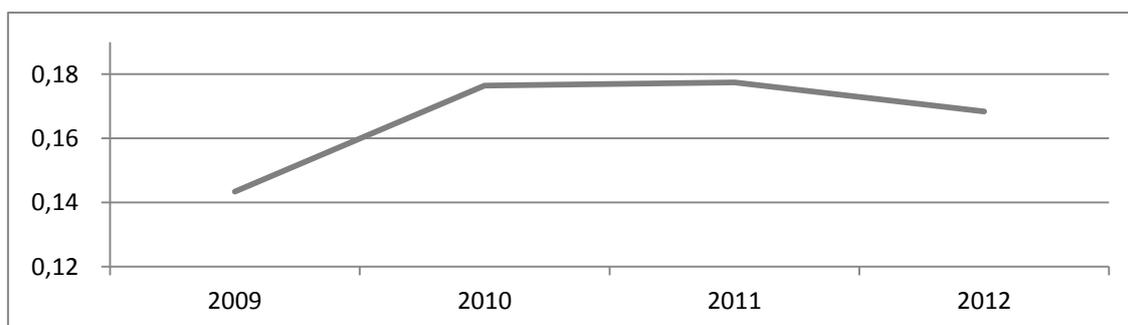
$$\text{Rentabilidad} = \text{Rotación} \times \text{Margen} \times \text{Apalancamiento} \times \text{Efecto Fiscal}$$

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{FP}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{Beneficio}}{\text{BAI}} = 17\%$$

Teniendo en cuenta la situación de crisis y que las Obligaciones a 10 años, es decir, la renta fija se paga actualmente a 3,13% (05/04/2014) podemos concluir que Mercadona es una empresa muy rentable para sus dueños.

La evolución que ha seguido la rentabilidad en los últimos años se muestra en la ilustración 26:

Ilustración 24: Rentabilidad Financiera 2009-2012.



Elaboración Propia.

## 5.4. Análisis del Fondo de Maniobra

### 5.4.1. Cálculo de Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja.

El último análisis que vamos a realizar es el del Fondo de Maniobra, fundamental para determinar la estructura patrimonial adecuada para la empresa.

Como comenta en su trabajo David Postiguillo “suele aceptarse que la condición de equilibrio financiero en una empresa viene dado por la existencia de un fondo de maniobra positivo. Sin embargo, en la práctica, determinados tipos de empresas suelen funcionar con un fondo de maniobra negativo, ya que la condición de equilibrio está garantizada siempre que sean capaces de alcanzar su fondo de maniobra necesario” (Postiguillo, 2012)

Para determinar el fondo de maniobra necesario será determinante conocer la velocidad a la que se mueven las masas patrimoniales, es decir, los días que tarda la empresa en cobrar de los clientes y lo que tardan en pagar a sus proveedores.

Para ello es necesario conocer el ciclo de maduración, es decir, lo que se tarda desde que se recibe la materia prima o las mercancías hasta que se cobra, interpretado este tiempo como el necesario de obtener financiación, y el ciclo de caja, que es la diferencia entre el plazo de pago y el plazo de cobro de una unidad monetaria.

Para ello hemos realizado los siguientes cálculos:

Tabla 20: Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja (miles de €).

	2012	2011	2010	2009
<b>Deudores</b>	83.290	78.470	75.837	68.244
<b>Acreedores comerciales</b>	2.170.701	2.091.246	1.893.403	1.949.407
<b>Importe neto Cifra de Ventas</b>	17.522.881	16.448.101	15.242.859	14.402.371
<b>Consumo de mercaderías. APROV</b>	13.158.848	12.358.854	11.411.277	10.955.258
<b>Cientes medio</b>	80880	77154	72041	34122
<b>Proveedores medio</b>	2130974	1992325	1921405	974704
<b>Plazo de cobro</b>	1,39	1,41	1,43	0,71
<b>Plazo de pago</b>	48,85	48,63	50,79	26,84
<b>CICLO DE CAJA</b>	<b>-47,46</b>	<b>-47,21</b>	<b>-49,37</b>	<b>-26,12</b>

Elaboración Propia.

Consideraciones:

- Para obtener los “clientes medio” se obtiene la media de clientes entre el año n y el n+1, al igual que para los proveedores.
- El Plazo de cobro se calcula como:  $Plazo\ de\ cobro = \frac{Clientes\ medio \times 365}{Ventas \times (1+IVA)}$
- El Plazo de pago se calcula como:  $Plazo\ de\ pago = \frac{Proveedores\ medio \times 365}{APROV \times (1+IVA)}$
- El IVA considerado para simplificar es el actual. El 21%.

### 5.4.2. Cálculo Fondo de Maniobra Necesario

Por último calcularemos, a partir de los datos del ciclo de caja, el Fondo de Maniobra Necesario, es decir, los recursos que la empresa necesitar tener líquidos para garantizar la solvencia de su ciclo de explotación y lo compararemos con el Fondo de Maniobra Aparente, que es el actual, para determinar si la empresa se encuentra en déficit o superávit de financiación.

Tabla 22: FM Aparente y FM Necesario 2009 - 2012 (miles de €).

	2012	2011	2010	2009
Saldo de clientes	83.290	78.470	75.837	68.244
DISPONIBLE mínimo necesario	434.140	418.249	378.681	389.881
Saldo proveedores	2.170.701	2.091.246	1.893.403	1.949.407
Fondo de Maniobra Aparente	268.501	364.009	-67.008	-506.232
Fondo de Maniobra Necesario	-1.653.271	-1.594.527	-1.438.885	-1.491.282
<b>DIFERENCIA</b>	<b>1.921.772</b>	<b>1.958.536</b>	<b>1.371.877</b>	<b>985.050</b>

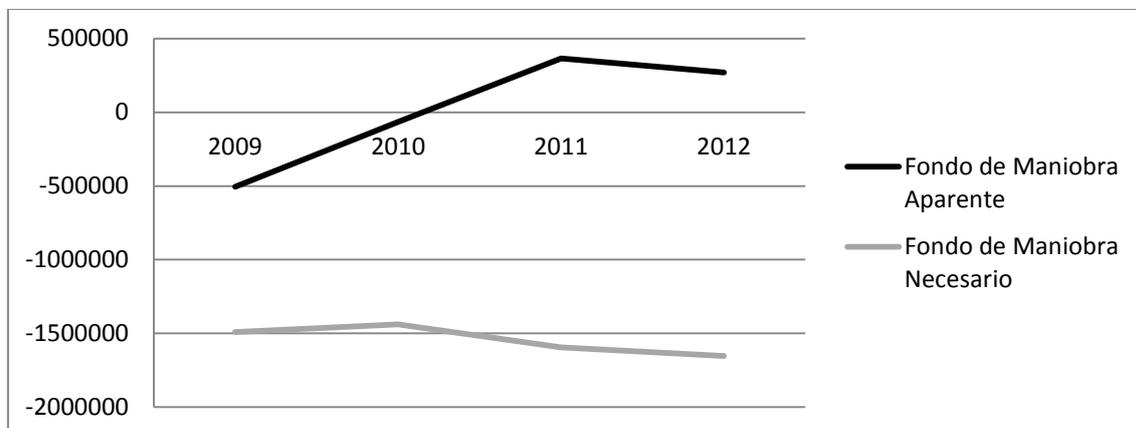
Elaboración Propia.

Primero puntualizar que se ha tomado como Disponible mínimo un 20% del saldo de proveedores, para garantizar cualquier tipo de pago inmediato.

El FM Necesario es la diferencia entre la suma del saldo de clientes mas el disponible mínimo necesario y el saldo de proveedores.

El FM Necesario es comparado con el FM Aparente, que es el que hemos obtenido anteriormente como la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente. Podemos destacar que desde 2009 las necesidades de financiación van disminuyendo, lo que hace que a pesar de tener un FM Aparente negativo, la empresa se encuentre perfectamente capacitada para hacer frente a los pagos de sus deudas gracias a financiación de sus proveedores, como se muestra en la ilustración 27.

Ilustración 25: FM Aparente/FM Necesario.



Elaboración Propia.



## **5.5. Conclusiones del Análisis Económico-Financiero**

Nos encontramos ante una empresa que año tras año va aumentando su masa patrimonial, en constante crecimiento sostenible.

Mercadona presenta unos ratios de liquidez sanos, con capacidad suficiente para hacer frente a todas sus deudas, que como hemos visto son a corto plazo y prácticamente sin coste, puesto que la mayoría pertenecen a proveedores.

Durante este análisis hemos detectado un Fondo de Maniobra negativo que a priori podría indicarnos problemas por parte de la empresa para hacer frente a sus pagos más inmediatos, pero el análisis de dicha partida nos revela que, gracias a la financiación espontánea que obtiene de sus proveedores, estos problemas se subsanan.

En cuanto al análisis de la cuenta de resultados nos desvela que el crecimiento de las ventas es constante y cercano al 5%, al igual que otras variables que están muy correlacionadas como los aprovisionamientos y otros ingresos y gastos de explotación.

De su análisis obtenemos que la empresa genera sus beneficios gracias a la gran rotación de activos corrientes que tiene, lo que le permite sacarles un alto rendimiento.

Asimismo a partir del rendimiento económico, junto al apalancamiento y el efecto fiscal, observamos que la rentabilidad financiera de la empresa está muy por encima de la media y resulta bastante atractiva de cara a posibles inversores.

Por último el análisis del ciclo de maduración y ciclo de caja nos indica que gracias a la gestión de la empresa ésta paga a los proveedores más tarde de lo que tarda en cobrar lo que genera, pudiendo tener financiación por parte de estos y así tener un Fondo de Maniobra necesario muy por debajo del Aparente, estando en superávit.

Desde el punto de vista económico-financiero podemos tomar Mercadona como un ejemplo a seguir.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# CAPÍTULO 6

## **VALORACIÓN DE LA EMPRESA**

### **MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





## **6.1. Definición de objetivos y metodología**

En el presente capítulo determinaremos el valor de Mercadona, para ello utilizaremos toda la información recopilada descrita anteriormente.

Como comentábamos en el Capítulo 2, existen diferentes metodologías a la hora de valorar una empresa y que cada una de las metodologías, al igual que cada uno de los valoradores que se aventure a obtener el valor de una empresa, nos dará un resultado distinto. Es por ello que como posible inversor o accionista de la empresa trataremos de hallarlo por el método más usado por los expertos, el que a priori nos puede dar un dato más objetivo.

Este método, el de Descuento de Flujos de Caja, se basa en la capacidad de la empresa en generar recursos a lo largo de los próximos años y para ello deberemos hacer unas proyecciones de ingresos y gastos que, evidentemente, tienen un carácter subjetivo.

Por esa razón hemos dedicado varios capítulos al estudio del método de valoración más aconsejable (capítulo 2), al entorno en el que se sitúa la empresa que vamos a valorar, cómo va a evolucionar y cómo va a afectar a la generación de flujos de nuestra empresa (capítulo 3), hemos analizado a la empresa, desde su estrategia comercial, gestión de recursos humanos y proveedores, hasta su trayectoria desde que se fundó (capítulo 4) y por último hemos hecho un exhaustivo análisis económico-financiero para conocer su estructura patrimonial, capacidad de crecimiento, solvencia, liquidez, origen y aplicación de recursos, evolución temporal, rendimiento, rentabilidad, etc. (capítulo 6).

Con toda la información trataremos de hacer una estimación lo más ajustada posible, basándonos en su estrategia financiera, de sus flujos de caja libre.

Para obtener el valor a través del método comentado primero tendremos que determinar su horizonte temporal, determinaremos también la tasa de descuento que aplicaremos, calcularemos los flujos de caja libres y estimaremos el valor residual. Plantaremos varios escenarios, optimista y pesimista, y obtendremos el valor total de la empresa.

En el último capítulo trataremos de obtener el valor a través de otro de los métodos más populares, el de valoración por múltiplos de cotización, y contrastaremos el resultado con el obtenido en el presente capítulo.



## **6.2. Horizonte temporal**

Según Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso en su Guía de Valoración de Empresas “La duración ideal de las proyecciones es de diez años, puesto que este periodo es adecuado a efectos de tener en cuenta la fluctuaciones cíclicas de la mayor parte de los negocios”.

Consideraremos que con 10 años, las proyecciones se estabilizan y tienen en cuenta diversos ciclos económicos.

## **6.3 Determinación de la tasa de descuentos (CMPC/WACC)**

La determinación de la tasa de descuento (K) es uno de los pasos más importantes para el cálculo del valor de la empresa, ligeras variaciones en la tasa de descuento nos cambiarán abultadamente dicho valor.

Con la tasa de descuento podremos traer al momento actual cantidades monetarias futuras y, además, representa el coste de oportunidad en el que incurrirían todos los proveedores de capital por invertir en nuestra empresa. Como se trata de una ponderación en función de la aportación al volumen de financiación, se le denomina Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) o WACC<sup>27</sup> en inglés.

Como decíamos, es una tasa ponderada entre la parte de la financiación que pertenece a los inversores, los recursos propios y la de los recursos ajenos, de modo que viene definida por la siguiente fórmula:

$$K = K_d \times (1 - t) \frac{\text{Exigible}}{\text{Activo}} + K_e \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Activo}}$$

Donde:

$$K = \text{CMPC}$$

$$K_d = \text{Coste de los recursos ajenos}$$

$$K_e = \text{Coste de los recursos propios}$$

$$t = \text{tipo impositivo}$$

Se trata de una media ponderada de todas las fuentes de capital que dispone la empresa, es decir, lo que le cuesta de media una unidad de financiación. Determinaremos cada una de las partes de esta ecuación.

---

<sup>27</sup> WACC: Weighted Average Cost of Capital.

### 6.3.1. Estructura financiera

El primer paso será determinar la estructura financiera de la empresa, cómo se financia esta, es decir, qué porcentaje de sus recursos son propios o ajenos.

Para ello determinaremos, dentro del Pasivo y Patrimonio Neto, qué porcentaje pertenece a cada una de las partidas

Tabla 21: Estructura financiera Mercadona.

MERCADONA	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	MEDIA
Fondos Propios	48%	46%	45%	41%	38%	35%	29%	27%	25%	24%	<b>45,04%</b>
Pasivo Total	52%	54%	55%	59%	62%	65%	71%	73%	75%	76%	<b>54,96%</b>

Elaboración propia.

Históricamente vemos que Mercadona utiliza un 45% de fondos propios frente al 55% de financiación ajena.

Hacemos lo propio con las empresas del sector, escogiendo del total de la población que forman el CNAE 4711, aquellas que se asemejan más a Mercadona en cuanto a cifra de negocio. La muestra está compuesta por 6 empresas, sin contar Mercadona que ha sido extraída para que no influya, dado su volumen.

Tabla 22: Estructura financiera Sector.

SECTOR	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	MEDIA
Fondos propios	42%	43%	48%	49%	45%	45%	48%	51%	52%	48%	<b>47,2%</b>
Pasivo Total	58%	57%	52%	51%	55%	55%	52%	49%	48%	52%	<b>52,8%</b>

Elaboración propia.

Podemos observar que prácticamente el sector se comporta igual que Mercadona, por lo que no tendremos en cuenta la diferencia a la hora de obtener las tasas de descuento (K).



### 6.3.2 Coste del endeudamiento

A continuación determinaremos el coste del endeudamiento ( $K_d$ ) como tasa determinante para el primer término de la ecuación.

El coste del endeudamiento es el calculado en el capítulo 5 en la sección de ratios de endeudamiento y se calcula como el reparto de los gastos financieros entre el pasivo con coste.

Para el año 2012 este ratio es de **15,35%**, sin embargo consultamos también otras fuentes de financiación adicionales para una posible financiación en el futuro.

Obtenemos a través de la página oficial del Banco de España que la TAE de un crédito superior a 5 años por un importe de hasta un millón de euros para el año 2012 es del **5,35%**.

A la hora de determinar la tasa de descuento tendremos en cuenta las dos opciones de coste de los recursos ajenos, dado que hay que tener en cuenta el de la propia empresa, pero también la futura financiación.

Tabla 23: Coste financiación ajena.

$K_d$	
<b>Mercadona</b>	<b>15,35%</b>
<b>BdE</b>	<b>5,35%</b>

Elaboración propia.

### 6.3.3 Coste de los recursos propios

Para determinar el coste de los recursos propios ( $K_e$ ) existen varias metodologías, como a través de la rentabilidad financiera, el ratio de Sharpe o el CAPM.

Como ya comentamos en el capítulo 2, utilizaremos el último método que se calcula como:

$$K_e = R_f + \beta P_m$$

#### Determinación de la tasa libre de riesgo $R_f$

El primer término de la ecuación hace referencia a los activos financieros que se suponen que no tienen riesgo alguno, estos son las letras del tesoro, bonos u obligaciones del Estado.

Para nuestro caso, al igual que en la mayoría de las valoraciones, escogeremos la media de la rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años, que también coincide con nuestro horizonte temporal.



De la página del Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)) podemos obtener las rentabilidades de las Obligaciones a 10 años de los últimos 15 años:

Tabla 24: Rentabilidades Obligaciones a 10 años.

Fecha	Medio**	Último
1998	4,94	4,32
1999	4,76	5,38
2000	5,57	5,24
2001	5,12	5,02
2002	4,98	4,51
2003	4,13	4,40
2004	4,02	3,56
2005	3,44	3,48
2006	3,78	3,86
2007	4,24	4,26
2008	4,47	3,96
2009	4,15	3,90
2010	4,51	5,49
2011	5,66	5,56
2012	5,83	5,32
<b>Media</b>	<b>4,64</b>	<b>4,55</b>

Fuente: [www.bde.es](http://www.bde.es). Elaboración propia.

Por tanto nuestro valor para los activos libres de riesgo será:

$$R_f = 4,64\%$$

### Determinación del rendimiento del mercado

El rendimiento del mercado lo obtenemos tomando como ejemplo la media de las rentabilidades históricas que genera el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), ya que agrupa a un mayor número de empresas que el IBEX-35.

Tabla 25: Rentabilidad del mercado. IGBM.

IGBM	Base 100	Rentabilidad
1998	867,8	37,19%
1999	1.008,57	16,22%
2000	880,71	-12,68%
2001	824,4	-6,39%
2002	633,99	-23,10%
2003	807,98	27,44%
2004	959,06	18,70%
2005	1.156,21	20,56%
2006	1.554,93	34,49%
2007	1.642,01	5,60%
2008	975,97	-40,56%
2009	1.241,72	27,23%
2010	1.003,73	-19,17%
2011	857,65	-14,55%
2012	824,7	-3,84%
<b>media</b>		<b>4,48%</b>

Fuente: [www.bde.es](http://www.bde.es). Elaboración propia.

De modo que tomaremos como rentabilidad del mercado:

$$R_M = 4,48\%$$

Vemos que a causa de la crisis la rentabilidad ofrecida por las empresas es casi la misma que la ofrecida por la deuda patriótica, elevada a causa de la prima de riesgo y la bajada de la calidad de la deuda por las empresas de rating.

### Determinación de la prima de riesgo

El último término para obtener el valor del coste de los recursos propios por el método del CAPM es la prima de mercado que viene representado por la Beta ( $\beta$ ).

En finanzas,  $\beta$  hace referencia al riesgo sistemático que tiene un valor en el mercado, es el riesgo no diversificable y mide la volatilidad de la rentabilidad de un valor frente a cambios en el mercado. De manera que si esta es mayor que 1, ante variaciones en el mercado, la rentabilidad lo hará de manera más agresiva y si la Beta es menor que 1 sus variaciones serán más leves que las del mercado. Para calcular la  $\beta$  utilizaremos el archivo de Damodaran, que nos proporciona información de empresas que cotizan en los mercados de valores de sus correspondientes países, incluidas las Betas

Tabla 26: Betas sector retail.

<u>Company Name</u>	<u>Exchange: Ticker</u>	<u>Industry Group</u>	<u>Book Debt to Equity Ratio</u>	<u>Beta</u>	<u>Beta defensiva desapalancada</u>
Marks & Spencer Group plc (LSE:MKS)	LSE:MKS	Retail (General)	242,70%	1,26	0,47
Next Plc (LSE:NXT)	LSE:NXT	Retail (General)	1102,03%	0,77	0,09
Debenhams plc (LSE:DEB)	LSE:DEB	Retail (General)	556,32%	1,49	0,30
Stockmann Oyj ABP (HLSE:STCBV)	HLSE:STCBV	Retail (General)	200,14%	1,22	0,51
Mothercare plc (LSE:MTC)	LSE:MTC	Retail (General)	1138,28%	0,11	0,01
LUDWIG BECK (DB:ECK)	DB:ECK	Retail (General)	185,17%	0,55	0,24
Boyner Buyuk Magazacilik Anonim Sirketi (IBSE:BOYNR)	IBSE:BOYNR	Retail (General)	328,94%	1,71	0,52
Ermes Department Stores Plc (CSE:ERME)	CSE:ERME	Retail (General)	50,26%	0,32	0,24
Carrefour SA (ENXTPA:CA)	ENXTPA:CA	Retail (General)	212,11%	2,03	0,82
Finatis SA (ENXTPA:FNTS)	ENXTPA:FNT	Retail (General)	152,60%	0,76	0,37
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (CATS:DIA)	CATS:DIA	Retail (General)	737,30%	1,31	0,21
Tesco Kipa Kitle Pazarlama (IBSE:KIPA)	IBSE:KIPA	Retail (General)	210,81%	0,74	0,30
Hagar hf (ICSE:HAGA)	ICSE:HAGA	Retail (General)	207,45%	0,05	0,02
Beale plc (LSE:BAE)	LSE:BAE	Retail (General)	849,47%	0,76	0,11
<b>PROMEDIO</b>				<b>1,01</b>	<b>0,32</b>

Fuente: Damodaran.

Para obtener la Beta de Mercadona seleccionaremos las empresas que se dedican al sector de la distribución minorista y obtenemos las Betas de cada una de estas empresas. Como el valor de la Beta se ve afectado por la estructura financiera de la empresa, dividiremos cada uno de los valores de la columna “Beta” por sus “Book Debt to Equity Ratio” correspondientes libres de impuestos para obtener las Betas desapalancadas ( $\beta_U$ ), de esta manera obtendríamos el riesgo sistemático de la empresa sin tener en cuenta su deuda, es decir, una Beta defensiva. La ecuación es la siguiente:

$$\beta_L = \left[ 1 + (1 - t) * \frac{D}{E} \right] * \beta_U$$

La media de estas nos dará la Beta desapalancada del sector, que multiplicándola por la estructura financiera de Mercadona obtendremos su propia Beta.

La estructura financiera de Mercadona es bastante equilibrada ( $D/E = 1,08$ ) de modo que la diferencia entre la Beta apalancada y desapalancada no afectará demasiado al resultado del valor final de la empresa.

:

$$\beta_d = 0,32$$

$$\beta_a = 0,56$$

Con todos los datos obtenidos podemos hallar el coste de los recursos propios ( $K_e$ ) por el método del CAPM, quedándonos según las diferentes alternativas:

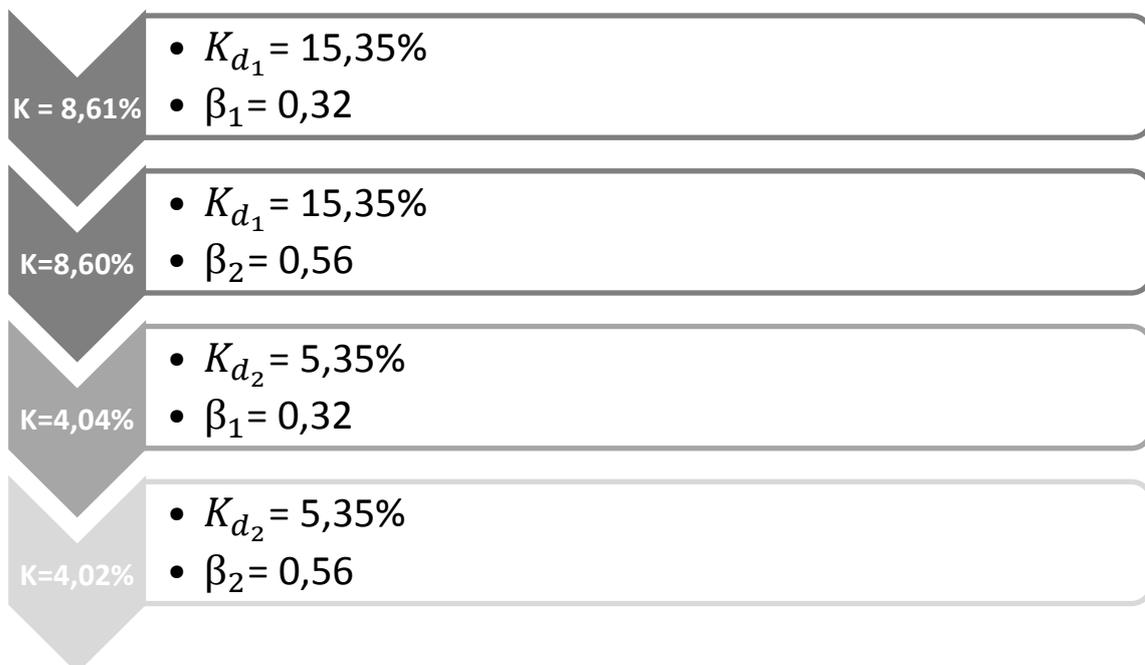
$$K_e = R_f + \beta(R_M - R_f)$$

$$K_{e_1} = 4,64\% + 0,32(4,48\% - 4,64\%) = 4,59\%$$

$$K_{e_2} = 4,64\% + 0,56(4,48\% - 4,64\%) = 4,55\%$$

Por último, tomaremos como tipo impositivo el general de las grandes empresas, que es el 30%, así nuestro modelo CMPC queda de la siguiente manera:

Ilustración 26: Cálculo tasas de descuento. CMPC.



Elaboración propia.



## **6.4. Proyecciones financieras**

El siguiente paso tras el cálculo de la tasa de descuento es realizar las proyecciones financieras.

Las proyecciones tratan de determinar el comportamiento de la empresa durante los próximos ejercicios de la actividad de la manera más ajustada posible a una futura realidad.

Es una parte del estudio que cuenta con la subjetividad del valorador y por tanto es difícil que haya dos proyecciones idénticas, sin embargo, es tarea del valorador analizar todas las variables que afectan a la empresa para poder alcanzar, en la medida de lo posible, la objetividad.

Para ello, durante el presente trabajo, hemos estudiado cómo afecta el entorno a nuestra empresa, así como su política y estrategia interna, descubriendo la poca correlación que pueda tener el crecimiento de su actividad con la evolución de la economía en general, su estrategia a medio plazo u otras características que iremos describiendo para justificar nuestras decisiones.

Las proyecciones financieras son un estudio que toda empresa realiza o debe realizar de manera constante ya que no solo sirve para valorarla a efectos de operaciones societarias, sino también para tomar decisiones de futuro que afecten a su marketing mix y aseguren el correcto funcionamiento de esta.

Las proyecciones no garantizan que la empresa vaya a tener un comportamiento idéntico, sino que se trata de una estimación y la empresa deberá ir ajustándola en función de los resultados obtenidos.

Nuestras proyecciones partirán de una estimación de la cifra de negocios y el resto de variables evolucionarán en función de ésta. Para ello hemos realizado en el capítulo previo un análisis económico-financiero que nos ha ayudado a comprender cómo la compañía gestiona sus resultados a través de las ventas y cómo desea que las ventas aumenten abriendo nuevas tiendas y ampliando la cuota de mercado.

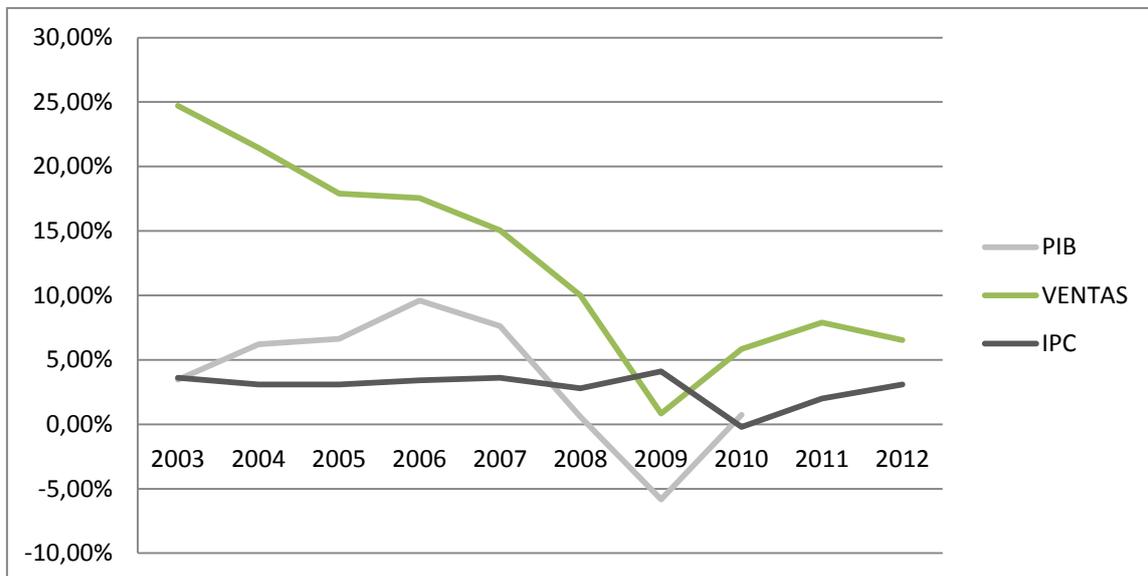
Todo esto lo iremos viendo paso por paso hasta lograr los flujos de caja libres para el cálculo final del valor de la empresa.

### 6.4.1. Ventas

La estimación de las ventas es el paso más importante en las proyecciones financieras, en nuestro caso el resto de variables actúan como un porcentaje de estas y es necesario analizar cómo se comportan en función de la evolución de la economía.

El primer paso que hemos realizado ha sido estudiar cómo han evolucionado las ventas en los últimos y su correlación con el IPC y el PIB:

Ilustración 27: Correlación ventas-IPC-PIB.



Fuente: INE, SABI. Elaboración propia.

Como se observa en la ilustración 29 las ventas de Mercadona tenían una variación anual similar a la evolución del Producto Interior Bruto, sin embargo su crecimiento era como mínimo un 5% superior.

En cuanto al IPC, se observa que no tiene ningún tipo de correlación. De hecho, a través de un análisis de regresión se observa que el índice de correlación de las ventas de Mercadona con el IPC español es de un 9%, mientras que con el PIB es de un 90%.

Si atendemos a la evolución del PIB en los próximos 10 años, el banco de España estima a través de un informe de crecimiento (Banco de España, Junio 2012) que será de un 2% anual de media para el periodo de años entre 2010 y 2021.

Ilustración 28: Evolución PIB.



Fuente: Banco de España.

A partir de esta información y con el análisis realizado de la evolución del PIB frente a la evolución de las ventas en los últimos diez años estimaremos un crecimiento de las ventas de un 5% anual durante los primeros 5 años, en concordancia también con las estimaciones sobre Mercadona durante los próximos tres años que realiza el experto Francisco Fernández Reguero en su blog, y a partir de 2018 estimamos que el crecimiento será del 8%, dato que estimamos por la diferencia de algo más de un 5% que existe entre el crecimiento del PIB y las ventas de Mercadona. No hay que olvidar que en una empresa de estas características se cobra al instante, por lo que sus ventas se transforman en cobros.

Con todo lo expuesto anteriormente nuestra previsión para las ventas será:

Tabla 27 Proyección ventas Mercadona (miles de €).

AÑO	VENTAS	CRECIMIENTO
2013	18.429.643	5%
2014	19.351.125	5%
2015	20.318.681	5%
2016	21.334.616	5%
2017	22.401.346	5%
2018	24.193.454	8%
2019	26.128.930	8%
2020	28.219.245	8%
2021	30.476.784	8%
2022	32.914.927	8%

Elaboración propia.

### 6.4.2. Aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación.

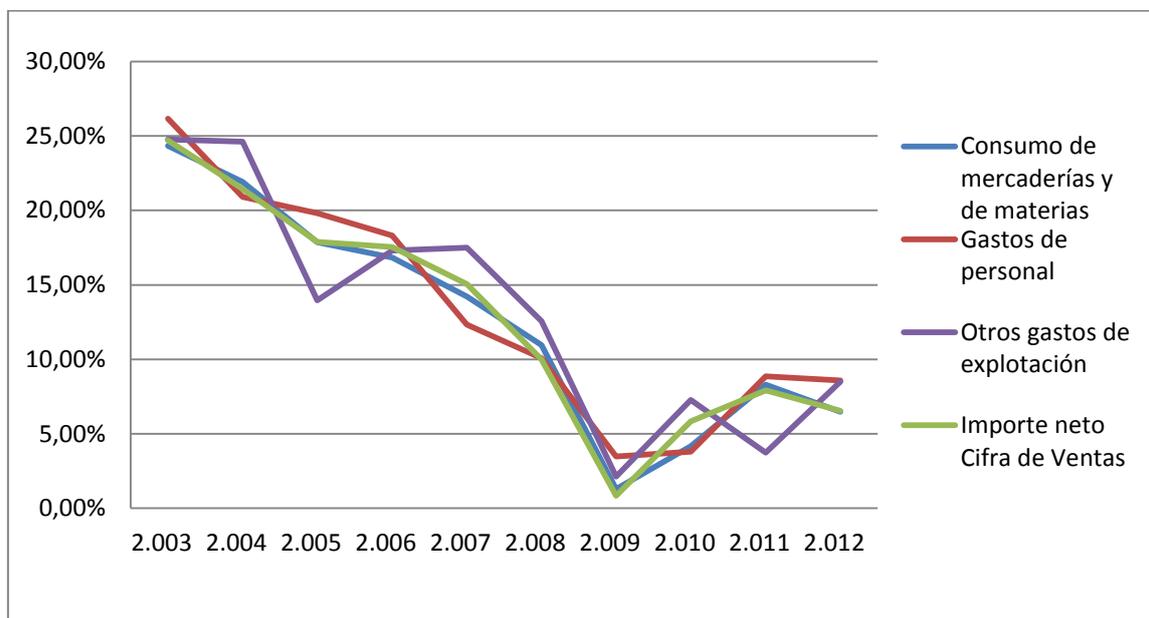
Como hemos visto en capítulos anteriores, Mercadona, que es una empresa de distribución donde en la mayor parte de su negocio no realiza transformación del producto, sino que únicamente los distribuye al por menor, trabaja con márgenes muy ajustados, según nos ha desvelado el análisis económico-financiero.

Es por ello que trabaja con un margen sobre los aprovisionamientos y que este margen permanece invariable.

Si analizamos la variación de la partida de aprovisionamientos en relación a la partida de ventas podemos observar que varían prácticamente en la misma medida y que la partida de aprovisionamientos supone un 25% de la partida de ventas, como vimos en el capítulo anterior al analizar la cuenta de resultados.

Asimismo las partidas de gastos de personal y otros gastos de explotación se comportan casi idénticamente que las ventas, manteniendo sus porcentajes respecto a esta partida, es decir, un 13% y un 7%, respectivamente.

Ilustración 29: Evolución de la cuenta de resultados.

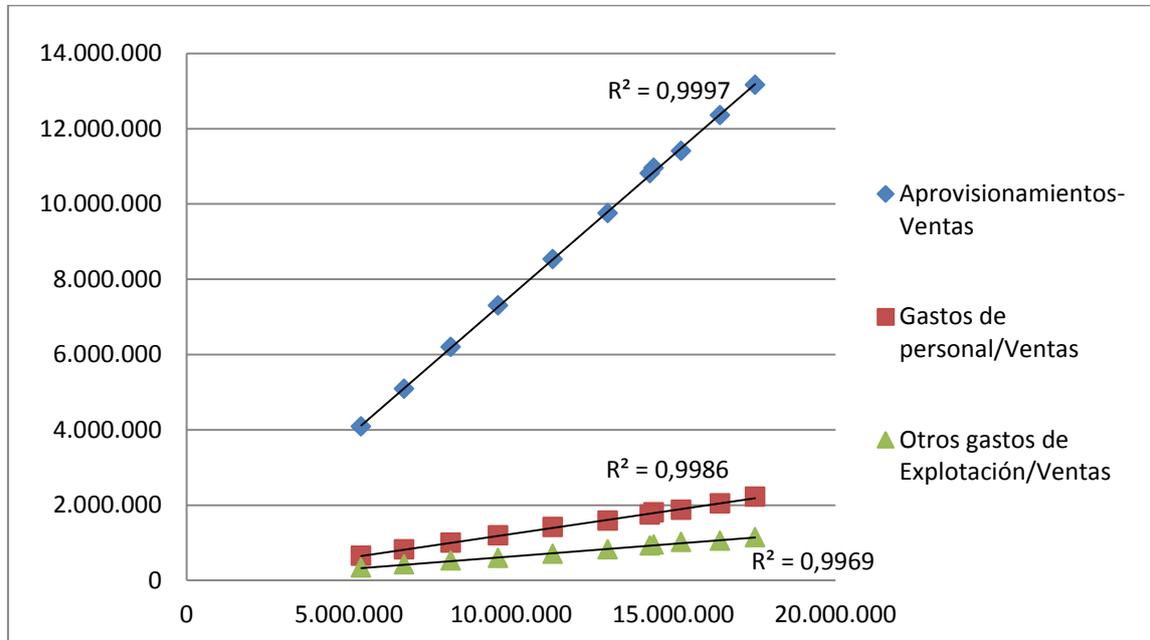


Fuente: SABI. Elaboración propia.

Como podemos observar, Mercadona no puede influir tanto en sus ventas, pero si en sus gastos, puesto que hasta un céntimo de ahorro puede suponer grandes cantidades monetarias a lo largo de un ejercicio, por eso consideramos que permanecerán invariables a lo largo de las proyecciones, puesto que no aumentarán para mantener los beneficios y no disminuirán para mantener la calidad del servicio que le caracteriza.

Por último, para sustentar nuestras hipótesis, hemos realizado un gráfico de dispersión de estas tres partidas en función del importe neto de la cifra de negocios.

Ilustración 30: Gráfico de dispersión de Ventas – Gastos.



Fuente: SABI. Elaboración propia.

Como podemos apreciar las tres variables tienen un coeficiente de correlación con las ventas bastante alto, lo que nos indica que la información anterior queda contrastada.

Con todo lo expuesto consideramos que los gastos de aprovisionamientos, personal y otros gastos evolucionarán tal y como se muestra en la tabla 28:

Tabla 28: Proyección gastos de explotación (miles de €).

AÑO	aprov	%	otros gastos explot	%	gastos personal	%
2013	-13.822.232	5%	-1.290.075	5%	-2.395.854	5%
2014	-14.513.344	5%	-1.354.579	5%	-2.515.646	5%
2015	-15.239.011	5%	-1.422.308	5%	-2.641.429	5%
2016	-16.000.962	5%	-1.493.423	5%	-2.773.500	5%
2017	-16.801.010	5%	-1.568.094	5%	-2.912.175	5%
2018	-18.145.091	8%	-1.693.542	8%	-3.145.149	8%
2019	-19.596.698	8%	-1.829.025	8%	-3.396.761	8%
2020	-21.164.434	8%	-1.975.347	8%	-3.668.502	8%
2021	-22.857.588	8%	-2.133.375	8%	-3.961.982	8%
2022	-24.686.195	8%	-2.304.045	8%	-4.278.941	8%

Elaboración propia.

### 6.4.3. Amortizaciones

Es difícil estimar año a año qué porcentaje de amortización sobre los activos tiene Mercadona, puesto que cada año va abriendo nuevas tiendas y reformando otras. También, al ser un gasto que no conlleva salida de efectivo, consideramos que la empresa juega con esta partida, manteniéndola año tras año en una media de un 2% sobre las ventas.

Por lo tanto, tomaremos como proyección de las amortizaciones el siguiente crecimiento:

Tabla 29: Proyección amortizaciones (miles de €).

AÑO	Amort
2013	-368.593
2014	-387.023
2015	-406.374
2016	-426.692
2017	-448.027
2018	-483.869
2019	-522.579
2020	-564.385
2021	-609.536
2022	-658.299

Elaboración propia.

### 6.4.5. Cambios en el capital corriente

Dada la evolución del Fondo de Maniobra en los últimos años, estimaremos una evolución de las necesidades operativas de fondos de 25.000 miles de euros durante el primer año y un descenso de esta mejora de 5.000 miles de euros anual, ya que no puede disminuir eternamente y por tanto tenderá a 0.

Hay que recordar que el Fondo de Maniobra Necesario para la compañía es negativo y que por ello la ampliación supondrá aumentar negativamente los valores.

### 6.4.6. Inversiones en activo fijo

Como hemos comentado en el punto 6.4.3. sobre las amortizaciones, Mercadona aumenta cada año su número de tiendas y hace reparaciones constantes cada año, destinando a esta partida importantes recursos, 650 millones de euros en cada uno de los dos últimos años, por ejemplo.

Esta tendencia, ligeramente más conservadora, la mantendremos durante los primeros 4 años, puesto que es la estrategia a seguir por parte de la compañía, a partir de entonces cabe esperar que la compañía continuará expandiéndose y realizando reparaciones, pero por prudencia las estimaremos en 450 millones anuales.

### 6.4.7. Valor Actual de los Flujos de Caja

Con el análisis realizado a todas las partidas en este capítulo podemos obtener ya el valor actual de los flujos de caja a través de las proyecciones financieras que hemos realizado para un horizonte de 10 años:

Tabla 30: FCF 2013 – 2017 (miles de €).

PROYECCIONES	2013	2014	2015	2016	2017
Cobros	18.429.643	19.351.125	20.318.681	21.334.616	22.401.346
Aprovisionamientos.	-13.822.232	-14.513.344	-15.239.011	-16.000.962	-16.801.010
Otros gastos explot.	-1.290.075	-1.354.579	-1.422.308	-1.493.423	-1.568.094
gastos personal	-2.395.854	-2.515.646	-2.641.429	-2.773.500	-2.912.175
Amortizaciones	-368.593	-387.023	-406.374	-426.692	-448.027
BAIL	552.889	580.534	609.560	640.038	672.040
Impuesto sobre BAIL	-165.867	-174.160	-182.868	-192.012	-201.612
BAIL NETO	387.023	406.374	426.692	448.027	470.428
Amortización	368.593	387.023	406.374	426.692	448.027
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>755.615</b>	<b>793.396</b>	<b>833.066</b>	<b>874.719</b>	<b>918.455</b>
Cambio capital corriente	-25.000	-20.000	-15.000	-10.000	-5.000
Inversiones en Activo fijo	600.000	600.000	600.000	600.000	450.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>575.000</b>	<b>580.000</b>	<b>615.000</b>	<b>590.000</b>	<b>445.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>180.615</b>	<b>213.396</b>	<b>218.066</b>	<b>284.719</b>	<b>473.455</b>

Elaboración Propia.

Tabla 31: FCF 2017 – 2022 (miles de €).

PROYECCIONES	2018	2019	2020	2021	2022
Cobros	24.193.454	26.128.930	28.219.245	30.476.784	32.914.927
Aprovisionamientos	-18.145.091	-19.596.698	-21.164.434	-22.857.588	-24.686.195
Otros gastos explot.	-1.693.542	-1.829.025	-1.975.347	-2.133.375	-2.304.045
Gastos personal	-3.145.149	-3.396.761	-3.668.502	-3.961.982	-4.278.941
Amortizaciones	-483.869	-522.579	-564.385	-609.536	-658.299
BAIL	725.804	783.868	846.577	914.304	987.448
Impuesto sobre BAIL	-217.741	-235.160	-253.973	-274.291	-296.234
BAIL NETO	508.063	548.708	592.604	640.012	691.213
Amortización	483.869	522.579	564.385	609.536	658.299
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>991.932</b>	<b>1071.286</b>	<b>1156.989</b>	<b>1249.548</b>	<b>1349.512</b>
Cambio capital corriente	0	0	0	0	0
Inversiones en Activo fijo	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>541.932</b>	<b>621.286</b>	<b>706.989</b>	<b>799.548</b>	<b>899.512</b>

Elaboración Propia.



Calculamos el VAN<sup>28</sup> con las cuatro tasas de descuento calculadas en el punto 6.3. y obtenemos:

Tabla 32: Valor Actual Flujos de Caja (miles de €).

VAN	Valor actual FC
4,02%	3.781.370
4,04%	3.774.914
8,60%	2.854.959
8,61%	2.852.689

Elaboración propia.

Tenemos, por tanto, un valor actual de los flujos comprendido entre **1.925.896.340** euros y **2.474.525.700** millones de euros.

## 6.5. Escenarios Optimista y Pesimista

A continuación realizaremos los cálculos anteriores teniendo en cuenta posibles situaciones poco probables pero que pueden alterar de los flujos de caja finales.

Desarrollaremos los dos escenarios alternativos, uno optimista y uno pesimista.

### 6.5.1. Escenario Optimista

Para este escenario hemos tenido en cuenta que los ingresos, desde el primer momento, incrementan cada año un 10%, supone que la empresa mejora sus necesidades operativas en 50.000 el primer año y reduzca en 5.000 los siguientes y pueda destinar a la inversión 750 millones de euros cada año. El resultado es:

Tabla 33: Escenario optimista 2013 – 2017 (miles de €).

OPTIMISTA	2013	2014	2015	2016	2017
Cobros	19.307.245	21.237.970	23.361.767	25.697.943	28.267.738
Aprov	-14.480.434	-15.928.477	-17.521.325	-19.273.457	-21.200.803
otros gastos explot	-1.351.507	-1.486.658	-1.635.324	-1.798.856	-1.978.742
gastos personal	-2.509.942	-2.760.936	-3.037.030	-3.340.733	-3.674.806
Amort	-386.145	-424.759	-467.235	-513.959	-565.355
BaII	579.217	637.139	700.853	770.938	848.032
Impuesto sobre BaII	-173.765	-191.142	-210.256	-231.281	-254.410
BaII NETO	405.452	445.997	490.597	539.657	593.622
Amortización	386.145	424.759	467.235	513.959	565.355
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>791.597</b>	<b>870.757</b>	<b>957.832</b>	<b>1.053.616</b>	<b>1.158.977</b>
Cambio capital corriente	-50.000	-45.000	-40.000	-35.000	-30.000
Inversiones en Activo fijo	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>700.000</b>	<b>705.000</b>	<b>710.000</b>	<b>715.000</b>	<b>720.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>91.597</b>	<b>165.757</b>	<b>247.832</b>	<b>338.616</b>	<b>438.977</b>

Elaboración propia.

<sup>28</sup> VAN: Valor Actual Neto.

Tabla 34: Escenario optimista 2018 – 2022 (miles de €).

OPTIMISTA	2018	2019	2020	2021	2022
cobros	31.094.511	34.203.962	37.624.359	41.386.795	45.525.474
aprov	-23.320.883	-25.652.972	-28.218.269	-31.040.096	-34.144.106
otros gastos explot	-2.176.616	-2.394.277	-2.633.705	-2.897.076	-3.186.783
gastos personal	-4.042.286	-4.446.515	-4.891.167	-5.380.283	-5.918.312
Amort	-621.890	-684.079	-752.487	-827.736	-910.509
BaII	932.835	1.026.119	1.128.731	1.241.604	1.365.764
Impuesto sobre BaII	-279.851	-307.836	-338.619	-372.481	-409.729
BaII NETO	652.985	718.283	790.112	869.123	956.035
amortización	621.890	684.079	752.487	827.736	910.509
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>1.274.875</b>	<b>1.402.362</b>	<b>1.542.599</b>	<b>1.696.859</b>	<b>1.866.544</b>
Cambio capital corriente	-25.000	-20.000	-15.000	-10.000	-5.000
Inversiones en Activo fijo	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>725.000</b>	<b>730.000</b>	<b>735.000</b>	<b>740.000</b>	<b>745.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>549.875</b>	<b>672.362</b>	<b>807.599</b>	<b>956.859</b>	<b>1.121.544</b>

Elaboración propia.

Al igual que antes, calcularemos el VAN con las cuatro tasas de descuento obtenidas:

Tabla 35: Valor actual de los flujos de caja. Escenario optimista (miles de €).

VAN	Valor actual FC
4,02%	4.074.731
4,04%	4.067.420
8,60%	3.029.458
8,61%	3.026.907

Elaboración propia.

Para el escenario **OPTIMISTA**, tenemos un valor actual de los flujos comprendido entre **3.026.907.700** euros y **4.074.731.290** euros.

### 6.5.2. Escenario pesimista.

Para el escenario pesimista hemos seguido con el mismo modelo que el escenario optimista, es decir, suponer un descenso de los cobros anuales pero en cuanto al resto de partidas permanecer como un porcentaje de los cobros, así todo sufrirá una ligera variación.

En este caso hemos supuesto que los cobros anuales tendrán un crecimiento del 2% durante la vida de la estimación, y que los cambios en el capital corriente se reducirán a una mejora de 15.000 miles de euros el primer año. Asimismo la política inversora será también más conservadora, estimada en una inversión anual de 450 millones de euros, permaneciendo invariable hasta el final de la estimación.

El escenario pesimista resultante es:

Tabla 36: Escenario pesimista 2013 – 2017 (miles de €).

PESIMISTA	2013	2014	2015	2016	2017
Cobros	18.429.643	18.798.236	19.174.201	19.557.685	19.948.838
Aprov	-13.822.232	-14.098.677	-14.380.650	-14.668.263	-14.961.629
otros gastos explot	-1.290.075	-1.315.877	-1.342.194	-1.369.038	-1.396.419
gastos personal	-2.395.854	-2.443.771	-2.492.646	-2.542.499	-2.593.349
Amort	-368.593	-375.965	-383.484	-391.154	-398.977
BaII	552.889	563.947	575.226	586.731	598.465
Impuesto sobre BaII	-165.867	-169.184	-172.568	-176.019	-179.540
BaII NETO	387.023	394.763	402.658	410.711	418.926
Amortización	368.593	375.965	383.484	391.154	398.977
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>755.615</b>	<b>770.728</b>	<b>786.142</b>	<b>801.865</b>	<b>817.902</b>
Cambio capital corriente	-15.000	-10.000	-05.000	0	0
Inversiones en Activo fijo	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>435.000</b>	<b>440.000</b>	<b>445.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>320.615</b>	<b>330.728</b>	<b>341.142</b>	<b>351.865</b>	<b>367.902</b>

Elaboración propia.

Tabla 37: Escenario pesimista 2018 – 2022 (miles de €).

PESIMISTA	2018	2019	2020	2021	2022
Cobros	20.347.815	20.754.771	21.169.867	21.593.264	22.025.129
Aprov	-15.260.861	-15.566.079	-15.877.400	-16.194.948	-16.518.847
otros gastos explot	-1.424.347	-1.452.834	-1.481.891	-1.511.528	-1.541.759
gastos personal	-2.645.216	-2.698.120	-2.752.083	-2.807.124	-2.863.267
Amort	-406.956	-415.095	-423.397	-431.865	-440.503
BaII	610.434	622.643	635.096	647.798	660.754
Impuesto sobre BaII	-183.130	-186.793	-190.529	-194.339	-198.226
BaII NETO	427.304	435.850	444.567	453.459	462.528
Amortización	406.956	415.095	423.397	431.865	440.503
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>834.260</b>	<b>850.946</b>	<b>867.965</b>	<b>885.324</b>	<b>903.030</b>
Cambio capital corriente	0	0	0	0	0
Inversiones en Activo fijo	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000
<b>INVERSION BRUTA</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>	<b>450.000</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>384.260</b>	<b>400.946</b>	<b>417.965</b>	<b>435.324</b>	<b>453.030</b>

Elaboración propia.

Calculamos el VAN con las cuatro tasas de descuento calculadas:

Tabla 38: Valor actual de los flujos de caja. Escenario pesimista (miles de €).

VAN	Valor actual FC
4,02%	3.044.567
4,04%	3.040.275
8,60%	2.419.625
8,61%	2.418.068

Elaboración propia.



Para el escenario **PESIMISTA**, tenemos un valor actual de los flujos de caja comprendido entre **2.418.068.203** euros y **3.044.567.361** euros.

## **6.6. Valor Residual**

El valor residual de la empresa es aquel que sigue permaneciendo más allá de la última proyección realizada, puesto que se entiende que la empresa va a continuar con su ejercicio a lo largo de muchos años y no se va a liquidar en ese momento.

Este valor, el residual, se supone que hace referencia a lo que genera la empresa partir del horizonte estudiado, que es de solo 10 años, y, por tanto, representa una parte importante del valor total de la empresa que es necesario calcular.

Para determinar el valor residual existen varios métodos, entre los que destacamos:

- **Valor patrimonial:** donde se supone que el valor residual es el de los fondos propios del último año proyectado.
- **Valor de liquidación:** Considera que la empresa cesa su actividad y vende todos sus activos en el último año proyectado.
- **Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros:** Se supone que a partir del siguiente año proyectado, la empresa va a generar una renta perpetua mediante un crecimiento constante (g) que será capitalizada al momento actual. Modelo de Gordon.
- **Capitalización de resultados:** Al igual que en el procedimiento anterior, se supone que al partir del año siguiente al proyectado, la empresa generará unos beneficios futuros. En este caso, como nombramos, se capitalizan los beneficios futuros.

Para calcular el valor residual los actualizaremos al momento actual con las mismas tasas de descuento aplicadas en las proyecciones del apartado anterior.

La fórmula que aplicaremos será la del modelo de Gordon:

$$VR = \frac{FC \times (1 + g) / (K - g)}{(1 + K)^n}$$

Donde:

FC = Flujos de Caja

g = Constante de crecimiento = 1,5%

K = Las tasas de descuento.

n = número de años de actualización.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



Como hemos visto antes, el Banco De España, espera un crecimiento de la economía cercano al 2%, por ello, para ser más prudentes tomaremos como tasa para  $g=1,5\%$ .

Por tanto, el resultado del Valor Residual con las 4 tasas de descuento es:

Tabla 39: Valor Residual de la empresa. Escenario realista.

K (tasa de descuento)	VR
4,02%	26.262.736.191
4,04%	26.084.411.723
8,60%	5.813.162.122
8,61%	5.794.063.017

Elaboración propia.

Por lo tanto el valor residual para el escenario realista queda comprendido entre **5.794.063.017** euros y **26.262.736.191** euros.

Calculamos el Valor Residual por los otros escenarios:

### OPTIMISTA

Tabla 40: Valor Residual de la empresa. Escenario optimista.

K (tasa de descuento)	VR
4,02%	33.971.698.779
4,04%	33.741.030.311
8,60%	7.519.514.535
8,61%	7.494.807.732

Elaboración propia.

El valor residual para el escenario optimista estará comprendido entre **7.494.807.732** euros y **33.971.698.779** euros.

### PESIMISTA

Tabla 41: Valor Residual de la empresa. Escenario pesimista.

K (tasa de descuento)	VR
4,02%	12.280.365.562
4,04%	12.196.981.651
8,60%	2.718.215.181
8,61%	2.709.284.037

Elaboración propia.

El valor residual para el escenario pesimista estará comprendido entre **2.709.284.037** euros y **12.280.365.562** euros.

## 6.6. Valor de la empresa

Con todo lo analizado anteriormente podemos determinar el valor de la empresa del siguiente modo:

Tabla 42: Valor de la empresa.

<b>VALOR MERCADONA</b>	Tasa descuento (K)	<b>4,02%</b>	<b>4,04%</b>	<b>8,60%</b>	<b>8,61%</b>
<b>REALISTA</b>	FCF	3.778.201.394	3.774.913.903	2.854.958.852	2.852.688.700
	VR	26.262.736.191	26.084.411.723	5.813.163.122	5.794.063.017
	<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>30.040.938.125</b>	<b>29.859.325.626</b>	<b>8.668.121.974</b>	<b>8.646.751.717</b>
<b>OPTIMISTA</b>	FCF	4.071.143.626	4.067.420.085	3.029.458.235	3.026.907.700
	VR	33.971.698.779	26.084.411.723	5.813.163.122	5.794.063.017
	<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>38.042.842.405</b>	<b>30.151.831.808</b>	<b>8.842.621.357</b>	<b>8.820.970.718</b>
<b>PESIMISTA</b>	FCF	3.042.461.425	3.040.275.486	2.419.625.718	2.418.068.203
	VR	12.280.365.562	12.196.981.651	2.718.215.181	2.709.284.037
	<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>15.322.826.987</b>	<b>15.237.257.137</b>	<b>5.137.840.899</b>	<b>5.127.352.240</b>

Elaboración propia.

Con los tres escenarios podemos determinar el valor de la empresa, evidentemente escogeremos el escenario realista.

Dentro del escenario realista, tenemos cuatro opciones, una por cada tasa de descuento. Dado el nivel y la forma de endeudamiento de la empresa pensamos que la tasa de descuento que más se ajusta a la realidad es la de  $K=8.60\%$ , puesto que pertenece a una beta apalancada con la estructura financiera de la empresa y con su tipo de financiación actual.

Por tanto el valor de la empresa calculado por el método de los flujos de caja libres es:

**VALOR MERCADONA = 8.668.121.974 €**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# CAPÍTULO 7

## MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





“El método de los múltiplos de cotización consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables“(Badenes y Santos, 1999).

A través de este método podremos hallar el valor de la empresa como comparación de su valor con el de empresas que cotizan en el mercado secundario, dado que se supone que el precio de estas refleja lo que realmente valen, ya que el mercado es eficiente y se encarga de ajustarlas.

A pesar de ser uno de los métodos más empleados para el cálculo del valor de las empresas no resulta del todo fiable y se utiliza como apoyo a otros métodos como el descuento de flujos de caja, analizado en el capítulo 6.

Uno de los inconvenientes que presenta es el de encontrar empresas comparables en la bolsa de valores, que en nuestro caso solo encontramos a Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (**DIA**) como empresa del mismo sector en la bolsa española, para encontrar otras empresas ya tenemos que buscar en bolsas extranjeras.

### **7.1. Identificación de las compañías comparables**

Para buscar empresas comparables buscaremos en el fichero de DAMODARAN empresas relacionadas con la actividad de Mercadona, es decir, de distribución al por menor en general.

Dentro del sector de la distribución encontramos 17 compañías europeas que se dedican a la distribución y que cotizan en alguna bolsa al menos, pero de las 17 solo dos operan en España:

- Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (**DIA**).
- Carrefour, S.A.

### **7.2. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización**

Los múltiplos que vamos a utilizar y que mejor definen el valor de la empresa son:

- PER: *Price Earning Ratio*, se calcula como el cociente entre la cotización de la acción y su beneficio por acción. Mide el tiempo que tarda un inversor en recuperar su inversión, ya que relaciona lo que tendrá que pagar para adquirir una acción y lo que anualmente le devuelve en forma de beneficio.
- PS: Utilizaremos este ratio para comparar las ventas con el valor de las acciones únicamente.
- EV/VENTAS: Calcula el valor de la empresa en relación con las ventas, cuanto más bajo es este cociente más barata resulta la empresa.



A continuación relacionaremos los ratios comentados con las empresas elegidas, objeto de comparación:

Tabla 43: Múltiplos compañías que cotizan en Bolsa.

Company Name	PER	PS	EV/Sales
Carrefour	17,52	0,28	0,47
DIA	27,99	0,44	0,52

Fuente: Damodaran.

### **7.3. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo**

El siguiente paso será los valores máximos y mínimos de cada uno de los ratios y después los multiplicaremos por los datos de las cuentas de Mercadona.

Así, obtenemos la tabla 44:

Tabla 44: Múltiplos con datos Mercadona.

Company Name	PER	PS	EV/Sales
Carrefour	8.907.886.320	4.906.406.680	8.235.754.070
DIA	14.231.263.590	7.710.067.640	9.111.898.120

Elaboración propia.

Donde para hallar el valor de cada una:

- El PER lo hemos multiplicado por el Beneficio Neto (508.441.000 €).
- El PS lo hemos multiplicado por el Importe Neto de la Cifra de Negocios de Mercadona (17.522.881.000 €).
- EL EV/SALES ha sido multiplicado también por las ventas de la empresa.

Además, al PER y al PS hay que añadirles la deuda neta de la empresa, puesto que estos ratios solo indican el capital.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



La deuda neta está compuesta por las deudas a largo plazo mas las deudas a corto, deduciendo la tesorería, los deudores y las inversiones financieras a corto plazo, quedando:

Tabla 45: Cálculo Deuda Neta.

DEUDA NETA	
+ Pasivo Corriente	3.039.655.000
+ Pasivo No Corriente	223.051.000
- Tesorería	2.602.634.000
- Deudores	83.290.000
- Inv. Fª a corto plazo	50.463.000
<b>TOTAL</b>	<b>526.319.000</b>

Elaboración propia.

Con estos datos modificamos la tabla 45 quedando:

Tabla 46: Múltiplos máximos y mínimos.

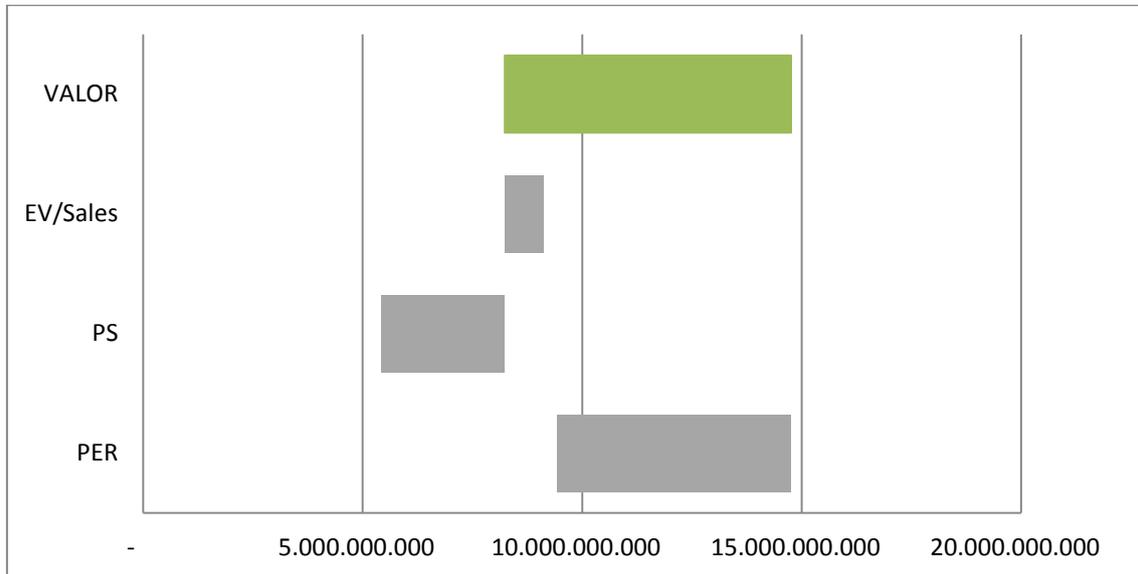
Company Name	PER	PS	EV/Sales
Carrefour	9.434.205.320	5.432.725.680	8.235.754.070
DIA	14.757.582.590	8.236.386.640	9.111.898.120

Elaboración propia.

## **7.4. Rango de valoración de la empresa objetivo**

Por último representamos gráficamente los máximos y los mínimos para obtener el rango de valor de Mercadona:

Ilustración 31: Rango de valor por múltiplos.



Elaboración propia.

El rango en el que, según el método de valoración por múltiplos, fluctúa el valor de Mercadona queda comprendido entre 8.235.754.070 € y 14.757.582.590 €, valores que corroboran que el valor de Mercadona se sitúa en torno a los 8.700 millones de euros.



Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# **CAPÍTULO 8**

## **CONCLUSIONES**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Una vez analizada toda la información relevante para la empresa y los métodos de valoración, hemos podido emitir un juicio de valor para el solicitante.

Las conclusiones que hemos obtenido son:

- Mercadona es una empresa familiar con capital 100% español, dedicada al sector de la distribución que tiene presencia en casi todo el territorio nacional, de origen valenciano y no cotizada. Es una de las empresas más importantes de España con un volumen de ventas de 17.000 millones de euros anuales repartidos entre sus más de 1.400 tiendas.
- El primer paso que hemos dado ha sido analizar los tipos de valor y los métodos de valoración existentes, llegando a la conclusión de que el más apropiado es el de descuento de flujos de caja.
- Para conocer la empresa, su comportamiento y proyectar su evolución en los próximos años hemos hecho un análisis macroeconómico y del sector de la distribución en particular. El dato más relevante ha sido el descenso de las ventas de los últimos años a nivel europeo y nacional, siendo más pronunciado en este último y a la vez, más grave en la Comunidad Valenciana, donde la empresa tiene la mayor cuota de mercado. Este descenso ha sido interrumpido en el año 2013, donde se aprecia un ligero crecimiento, al igual que el Producto Interior Bruto español, con el que se encuentra correlacionado según el análisis realizado en el capítulo 6. Este crecimiento podría prolongarse a un ritmo del 2% anual según el Banco de España.
- El sector de la distribución cuenta con una plataforma a nivel europeo llamada EuroCommerce, vela por el bien del sector y por una legislación acorde a su importancia e impacto sobre la economía general. A nivel nacional se encuentra su homólogo, ANGED.
- En el siguiente capítulo hemos estudiado a la empresa objeto de valoración, Mercadona, y más concretamente su *Modelo de Calidad Total*. Este modelo sitúa al cliente en la cima de la pirámide, seguido de los trabajadores, proveedores, sociedad y por último el capital o la empresa. Del modelo podemos destacar el incremento de 60 tiendas y 4.000 puestos de trabajo durante el año 2012, llegando a un total de más de 1.400 tiendas y 74.000 trabajadores directos, todos ellos con contratos fijos y con un sueldo neto de 1.400 euros mensuales para los trabajadores base (reponedores y cajeros) que tengan cuatro años de antigüedad (el 80%), este sueldo está por encima de la media del sector y de hecho Mercadona ha sido nombrada segunda mejor empresa española en la que trabajar, la primera del sector de la distribución.



- Es importante destacar que la empresa genera un total de 400.000 puestos de trabajos, ya sea de manera directa o indirecta, datos a los que se ha llegado gracias a su nueva estrategia, la gestión de frescos, que incluye abrir puestos de carnicería, charcutería, horno y pescadería en todas las tiendas a lo largo de los próximos años.
- En cuanto a la sociedad, Mercadona no solo aporta significativamente al PIB español, sino que también contribuye cuantiosamente mediante tasas e impuestos como el de sociedades, IRPF, IVA o seguridad social. La política que lleva siguiendo en los últimos años es la de adaptarse al entorno en el que se instala minimizando las molestias a través de la insonorización de las tiendas y reponer por las noches para no alterar el tráfico de la ciudad.
- Del análisis económico-financiero de la empresa se desprenden unos datos que hablan de una empresa “sana” con grandes garantías de liquidez, gracias a la política conservadora de los últimos años donde ha destinado menos recursos al activo fijo y más a tesorería, mejorando así el fondo de maniobra, llegando a datos positivos, signo de equilibrio financiero, en los últimos ejercicios.
- El análisis de los ratios de liquidez y de endeudamiento desvelan que la empresa no tiene ningún tipo de problemas de liquidez, dado que su deuda es principalmente de proveedores, sin coste y con escasos gastos financieros, a los que les paga más tarde de lo que cobra por las mercaderías que compra, generando un flujo de caja negativo y por tanto un fondo de maniobra necesario negativo también, reduciendo así sus necesidades reales de financiación.
- El análisis de la cuenta de resultados muestra a una empresa que si bien no puede hacer un control excesivo sobre el nivel de ventas, sí que lo hace sobre el resto de partidas que componen la cuenta de pérdidas y ganancias, estas son los aprovisionamientos, gastos de personal, otros gastos de explotación, amortizaciones, etc. que mantiene año tras año en el mismo porcentaje sobre las ventas, logrando así anualmente que sus beneficios netos signifiquen el 3% de todo lo que vende. Se trata de una empresa con bajos márgenes de beneficios pero con alta rotación, lo que se traduce en un alto rendimiento de sus activos y una rentabilidad muy alta para sus dueños dado el nivel de riesgo de la compañía.
- Con los datos de la cuenta de resultados de los años anteriores, su evolución y las previsiones sobre el PIB que arroja el Banco de España hemos realizado las proyecciones de resultados de la compañía para los próximos 10 años, que es el horizonte temporal que hemos escogido para hallar el valor de la empresa a través del método de descuento de flujos de caja.



- Con este método hemos obtenido cuatro tasas de descuento que varían en función de la Beta utilizada, el riesgo sistemático de invertir en la empresa, y del coste de la deuda que hemos obtenido a partir del coste actual que soporta la compañía y el posible coste en el que podría incurrir.
- Tras analizar todos los datos y haciendo los cálculos oportunos hemos estimado que el valor de la empresa a través del método del descuento de los flujos de caja varía entre 8.600 millones de euros y 30.000 millones, en un escenario realista. La media de los valores se sitúa en torno a los 19.300 millones de euros, pero nos decantamos por el valor más bajo dado que se ajusta más a nivel del coste de endeudamiento y beta más realista y por el principio de prudencia.
- Los escenarios optimista y pesimista han devuelto un valor cercano a los 23.400 millones de euros de media y 10.225, respectivamente. En función de la beta y coste de endeudamiento estos valores podrían caer a los 8.800 millones y 5.100 millones de euros, respectivamente.
- Finalmente hemos realizado el cálculo del valor de la empresa por el método de los múltiplos de cotización, obteniendo rangos de valores que coinciden con los datos obtenidos en el capítulo 7, a pesar de la escasez de empresas con las que se puede hacer la comparación, y que corroboran el estudio realizado durante todo el proyecto
- El valor que estimamos para Mercadona es de 8.670 millones de euros.



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# **CAPÍTULO 9**

## **BIBLIOGRAFÍA**



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





- ADSERÀ, X.; VIÑOLAS, P. [2003]: *Principios de valoración de empresas*. Deusto S.A. Ediciones. ISBN: 978-84-234-20278.
- AMAT, O. [2008]: *Análisis económico-financiero*. Editorial: Gestión 2000. ISBN: 978-84-966-12945.
- BANCO DE ESPAÑA, [Junio 2012]. Crecimiento a largo plazo y perspectivas demográficas .
- BLASCO RUÍZ, A.; MOYA CLEMENTE, I. [2013] Apuntes de Mercados Financieros y Valoración de Empresas del Máster en Dirección Financiera y Fiscal. Valencia: Universidad Politécnica de Valencia.
- CABALLER, V.; MOYA, I. [1997]: *Valoración de las Empresas Españolas*. Editorial Pirámide. ISBN: 978-84-368-10998.
- CABALLER, V. [1998]: *Métodos de valoración de empresas*. Editorial Pirámide. ISBN: 978-84-368-11650.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. Y MURRIN, J. [2004]: *Valoración de empresas. Medición y gestión del valor*. Deusto S.A. Ediciones. ISBN: 84-234-2488X.
- DALMAU PORTA, J. I.; HERVÁS OLIVER, J. L. [2003]: *Estrategia y política de empresa, una introducción*. 1ª edición. Valencia: Editorial de la Universidad Politécnica de Valencia. ISBN: 97-8849-705-462-1.
- DAMODARAN, A. [2001]: *The dark side of valuation*. Prentice Hall International Edition. ISBN: 978-01-304-06521.
- FERNÁNDEZ, P. [2005]: *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Editorial: Gestión 2000. ISBN: 978-84-800-88983.
- FERNÁNDEZ, P.; CARABIAS, J.M. [2007]: *El Peligro de Utilizar Betas Calculadas*, IESE Business School.
- FERNÁNDEZ, P. [2008]: *Los 120 Errores más Comunes en Valoración de Empresas (II)*, 248: 15-27.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS. [2009]: *El arte de valorar empresas*. Civitas-Thomson Reuters. ISBN: 978-84-470-33362.
- GARICANO, T. [2004]: *El Descuento de Flujos de Caja y la Valoración por Múltiplos*, Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad, 59 (bimensual): 12-21.
- GUADALAJARA OLMEDA, N.; BARTUAL SANFELIU, I.; BLASCO RUIZ, A. [2005]: *La inversión y financiación en la empresa*. Valencia: Editorial Universidad Politécnica de Valencia. Ref.: 2006.291.



JOHNSON, G. y SCHOLLES, K. [2000]: Dirección Estratégica. 5ª edición. Madrid. Editorial Prentice Hall. ISBN: 84-2052-984-2.

MARÍ VIDAL, S.; MATEOS RONCO, A.; POLO GARRIDO, F.; SEGUÍ MÁ, E. [2003]: Análisis económico-financiero: supuestos prácticos. Valencia. Editorial: Universidad Politécnica de Valencia. ISBN: 978-84-9705-508-6.

MARTÍNEZ, I.; GARCÍA, E. [2005]: Valoración de Empresas Cotizadas. Madrid: AECA Monografías. ISBN: 978-84-899-59880.

MATEOS RONCO, A [2005]: Contabilidad General y Analítica. Valencia. Editorial de la Universidad Politécnica de Valencia.

MERCADONA. [2013]. Memoria Anual Mercadona 2013. Valencia.

NUEVO PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD [2008]. Madrid. Editorial Paraninfo. 320 páginas. ISBN: 84-283-3021-2.

PORTER, M. [2003]: Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones. Editorial Deusto Bilbao. ISBN: 97-8842-341-653-0.

RICS [2010]: Estándares RICS de Valoración. Versión en Castellano. 6ª Edición, abril 2010. Publicado por la Real Institución de Chartered Suveryors (RICS) bajo la marca RICS Books.

ROMERA, M. [2004]: Modelos de Valoración de Empresas no Cotizadas, Estrategia Financiera, 208 (12): 12-19.

SANJURJO, M.; REINOSO, M. [2003]: Guía de valoración de empresas. 2ª edición. Pearson Educacion. ISBN: 978-84-205-40108.

POSTIGUILLO, D. [2012]. Valoración de empresas. Estudio del sector agroalimentario en la Comunidad Valenciana,.

TEERMES, R. (1197): Inversiones y Coste de Capital. Manual de Finanzas. Editorial MacGraw – Hill.



## **CONSULTAS ELECTRÓNICAS**

ANGED [En línea]

Disponible en:

[http://www.anged.es/archivos/descargas/ANGED\\_2012\\_ok\\_web\\_spreads\\_2013\\_10\\_21\\_17\\_11\\_26.pdf](http://www.anged.es/archivos/descargas/ANGED_2012_ok_web_spreads_2013_10_21_17_11_26.pdf). [Consulta: 19-04-2014]

Bolsa de Madrid. Cotizaciones Grupo DEOLEO. [En línea]

<http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?enlace=/comun/fichaemp/fichamp.asp&id=esp&nombre=sos> [Consulta: 19-01-2014]

Cámara de Comercio. La economía de la comunidad valenciana. Mayo 2010. Cámara oficial de comercio, industria y navegación de valencia. [En línea].

Disponible en:

<http://www.bioval.org/upload/20110309061822.pdf> [Consulta: 19-11-2013].

Cámara de Valencia. La economía de la Comunidad Valenciana. Año 2012. [En línea].

Disponible en:

[http://www.camaravalencia.com/es-ES/servicios/infoeconomica/situacion\\_economica/Coyuntura%20CV/Informe%20Anual%20CV%202010def.pdf](http://www.camaravalencia.com/es-ES/servicios/infoeconomica/situacion_economica/Coyuntura%20CV/Informe%20Anual%20CV%202010def.pdf) [Consulta: 18-11-2013].

Ley del comercio minorista. Gobierno de España, J. d. (s.f.).

Disponible en

[www.noticiasjuridicas.com](http://www.noticiasjuridicas.com). [Consulta: 3-3-2014]

Instituto Español de Comercio Exterior. ICEX Base [En línea]

Disponible en:

[www.icex.es](http://www.icex.es) [Consulta: 21-12-2013]

Instituto Nacional de Estadística. (2011). Clasificación Nacional de Actividades Económicas [En línea].

Disponible en:

<http://ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t40/clasrev&file=inebase>[Consulta: 8-12-2013].



Instituto Nacional de Estadística. (2013). EPA. Encuesta de población activa [En línea]. Disponible en:

[http://www.ine.es/prensa/epa\\_prensa.htm](http://www.ine.es/prensa/epa_prensa.htm) [Consulta: 18-12- -2013].

Instituto Nacional de Estadística. INE Base. [En línea].

Disponible en:

<http://www.ine.es/inebmenu/indice.htm> [Consulta: 18-12-2013].

Instituto Valenciano de Estadística. IVE Base [En línea]

Disponible en:

[www.ive.es](http://www.ive.es) [Consulta: 20-12-2013]

La Caixa. (2011) Coyuntura Española. Informe Mensual, nº343 – Marzo 2013. [En línea]. Disponible en:

<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/ieimhm.php?idioma=esp&lible=201303> [Consulta: 13-09-2013].

Ministerio de Economía y Competividad, G. d. (s.f.).

Disponible en:

[www.ico.es](http://www.ico.es). [Consulta: 4-4-2014]

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Programa de Estabilidad. España 2011 – 2014. [En línea]

Disponible en:

[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nrp/sp\\_spain\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nrp/sp_spain_es.pdf) [Consulta: 20-01-2014]

Universidad de Navarra. IESE. Business School. Métodos de valoración de empresas. Documento de Investigación DI-771. Noviembre, 2008. CIIF. Pablo Fernández. [En línea]

Disponible en:

<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf?iframe=true&width=90%&height=90%> [Consulta: 28-11-2013]



PAMPILLÓN, R. (21 de enero de 2009).

Disponible en:

[http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/01/el\\_envejecimein.php](http://economy.blogs.ie.edu/archives/2009/01/el_envejecimein.php) [Consulta: 20-03-2014]

Parlamento Europeo, C. (Diciembre de 2006).

Disponible en:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/dir2006-123-ce.html#i](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/dir2006-123-ce.html#i)  
[Consulta: 14-04-2014]

REGUERO, F. F. (2 de Marzo de 2013).

Disponible en:

<http://www.desdemiatalaya.com/2013/03/mercadona-estimacion-de-resultados-y.html> [Consulta 03-04-2014]

Valor Euribor. Datos mensuales. [En línea]

Disponible en:

<http://www.euribor.com.es/valor-euribor/> [Consulta: 04-01-2014]

Real GDP growth rate – volume. Percentage change on previous year. [En línea]

Disponible en:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020> [Consulta: 10-02-2014]



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





Valoración de empresas: Mercadona, S.A.



# ANEXOS



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.





## Anexo 1. Balance de Situación

### MERCADONA, S.A

Balance de situación al 31 de diciembre de 2012  
(miles de euros)

<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.973.782</b>
Inmovilizado	2.941.218
Activos por impuesto diferido	32.564
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.308.156</b>
Existencias	571.769
Deudores	91.086
Inversiones financieras	42.667
Efectivo y otros activos líquidos	2.602.634
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6.281.938</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.019.232</b>
Capital	15.921
Reservas	2.494.870
Resultado del ejercicio	508.441
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>223.051</b>
Provisiones y deudas a largo plazo	25.226
Pasivos por impuesto diferido	197.825
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>3.039.655</b>
Proveedores	2.170.701
Acreedores y deudas con Administraciones Públicas	619.684
Personal	217.286
Pasivos por impuesto corriente	31.984
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>6.281.938</b>



## Anexo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias

### MERCADONA, S.A

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2012  
(mlles de euros)

---

#### OPERACIONES CONTINUADAS

Importe neto de la cifra de negocios	17.522.881
Aprovisionamientos	(13.158.848)
Otros ingresos de explotación	29.737
Gastos de personal	(2.217.803)
Otros gastos de explotación	(1.137.281)
Amortización del inmovilizado	(375.755)
Deterioro y resultados del inmovilizado	(6.580)
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>656.351</b>
Ingresos financieros	88.093
Gastos financieros	(28.347)
Deterioro y resultados de instrumentos financieros	(5.882)
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>53.864</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>710.215</b>
Impuesto sobre beneficios	(201.774)
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>508.441</b>

---



## Valoración de empresas: Mercadona, S.A.

