



# VALORACIÓN DE EMPRESAS: EL CASO DE SEGUR CONTROL SA

Máster Universitario en Dirección Financiera y  
Fiscalidad.

Universidad Politécnica de Valencia

Trabajo fin de máster

Autor: Alejandro Bravo Rey

Tutor: Francisco Guijarro

Valencia, mayo 2015

**ÍNDICE:**

1.- INTRODUCCIÓN .....	6
1.1 Resumen.....	7
1.2 Modelo de negocio .....	8
1.2.1 Dimensión .....	8
1.2.2 Diversificación .....	9
2.- EL SECTOR Y LA EMPRESA .....	11
2.1 Introducción .....	12
2.2 Mapa Sectorial .....	13
2.3 Estructura empresarial del sector .....	14
2.4 Diagnóstico de la situación económica .....	16
2.5 Estudio de la competencia .....	18
3.- ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO .....	22
3.1 Análisis de la situación Patrimonial .....	23
3.2 Análisis de la situación de liquidez .....	27
3.3 Análisis de la situación de endeudamiento.....	30
3.4 Análisis de la política de Inversión-Financiación (E.O.A.F) .....	34
3.5 Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias .....	37
3.6 Análisis del Rendimiento Económico .....	41
3.7 Análisis Rentabilidad Financiera.....	42
3.8 Análisis del Fondo de Maniobra. ....	44
3.9. Conclusiones del Análisis Económico-Financiero. ....	45
4.- METODOLOGÍA DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS .....	47
4.1 Definición de valoración de empresas. ....	48
4.2 Utilidad de la valoración de empresas.....	49
4.3 Tipos de valor .....	52
4.3.1 Valor de mercado .....	52
4.3.2 Valor justo o razonable .....	54
4.3.3 Valor económico .....	55
4.3.4 Valor de liquidación .....	55
4.3.5 Valor contable .....	56
4.4 Métodos de valoración .....	57
4.4.1 Métodos basados en el Balance.....	58
4.4.2 Métodos basados en la cuenta de resultados .....	59
4.4.3 Métodos mixtos, basados en Goodwill o Fondo de Comercio.....	59
4.4.4 Método basado en el Descuento de Flujos de Caja.....	59
5.- MÉTODO DE VALORACIÓN: DESCUENTO FLUJOS DE CAJA (ESTIMACIÓN POR TASA DE ACTUALIZACIÓN).....	65
5.1. Definición de objetivos y metodología .....	66
5.2. Horizonte temporal .....	67
5.3 Determinación de la tasa de descuentos (CMPC/WACC) .....	67
5.3.1. Estructura financiera. ....	68
5.3.2 Coste del endeudamiento. ....	69
5.3.3 Coste de los recursos propios. ....	69
5.4. Proyecciones financieras. ....	72
5.4.1. Ventas .....	72
5.4.2. Aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación. ....	75
5.4.3. Amortizaciones. ....	78
5.4.5. Cambios en el capital corriente .....	78
5.4.6. Inversiones en activo fijo. ....	79
5.4.7. Valor Actual de los Flujos de Caja. ....	79



5.5. Escenarios Optimista y Pesimista .....	80
5.5.1. Escenario Optimista .....	80
5.5.2. Escenario pesimista .....	81
5.6. Valor Residual. ....	82
5.7. Valor de la empresa. ....	84
6.- CONCLUSIONES .....	85
- BIBLIOGRAFÍA .....	88
- ANEXOS .....	92



**ÍNDICE DE ILUSTRACIONES:**

1. Presencia del Grupo Segur .....	15
2. Cuota de mercado de seguridad privada por actividades .....	17
3. Evolución facturación y plantilla Grupo Segur .....	20
4. Comparativa del sector por ingresos de explotación en 2013 .....	21
5. Evolución ratios de liquidez .....	29
6. Evolución principales ratios de endeudamiento .....	33
7. Rentabilidad de los bonos a 10 años .....	43
8. Tipos y métodos de valoración .....	57
9. Estimación Flujos de Caja Brutos y Libres .....	61
10. Evolución Importe Neto Cifra de Ventas e IPC .....	73
11. Evolución Importe Neto Cifra de Ventas y PIB .....	73
12. Previsión evolución PIB .....	74
13. Gastos de estructura y materiales sobre INCV .....	76
14. Evolución variación porcentual gastos y ventas .....	76

**ÍNDICE DE TABLAS:**

1. Número de empresas del sector seguridad por actividad .....	14
2. Número de empresas del sector seguridad por nº de empleados y CNAE.....	15
3. Balance de situación Segur Control 2010-2013 .....	24
4. Balance de situación reducido .....	24
5. Evolución fondo de maniobra .....	26
6. Análisis de liquidez .....	27
7. Análisis de endeudamiento .....	30
8. Magnitudes para el cálculo del coste de la deuda .....	31
9. EOAF 2011-2012 .....	34
10. EOAF 2012-2013 .....	35
11. EOAF 2011-2013 .....	36
12. Cuenta de resultados preparada para el análisis .....	37
13. Análisis de rotación de activos .....	39
14. Análisis de la rentabilidad económica .....	41
15. Análisis de la rentabilidad financiera .....	42
16. Estructura financiera de Segur Control .....	68
17. Estructura financiera de Eulen Seguridad .....	68
18. Estructura financiera de Securitas Direct España .....	68
19. Histórico de rentabilidades de los bonos .....	70
20. Histórico de rentabilidad del IGBM .....	70
21. Evolución ventas, IPC y PIB .....	73
22. Previsión de ventas de Segur Control .....	75
23. Regresión. Correlación de gastos vs ventas .....	77
24. Previsión gastos de estructura y variables .....	77
25. Proyección de las amortizaciones .....	78
26. FM aparente, clientes medio y plazos de cobro .....	78
27. Obtención FCL. Escenario Realista .....	79
28. Obtención FCL. Escenario Optimista .....	80
29. Obtención FCL. Escenario Pesimista .....	81
30. Valor Residual. Escenario Realista .....	83
31. Valor Residual. Escenario Optimista .....	83
32. Valor Residual. Escenario Pesimista .....	83
33. Síntesis valoración en función de los escenarios y tasas K .....	84



# Capítulo 1

# INTRODUCCIÓN

## 1.1.- Resumen

Segur Control SA es una empresa de seguridad electrónica, perteneciente al Grupo Segur y constituida en marzo de 1990. Dicho grupo es, por datos de facturación, la tercera empresa de seguridad en el panorama nacional. Inició su andadura en 1978 y está compuesto principalmente por la matriz global Segur Ibérica (destinada principalmente a la prestación de servicios de seguridad física), Segur Fuego (encargada de prestación de servicios de prevención de incendios) y Consorcio de Servicios (cuya principal misión es facilitar el outsourcing de cuantiosos servicios personales y profesionales).

En las sociedades modernas, la seguridad es un importante pilar del estado de bienestar. Toda vez que las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado no pueden satisfacer por si mismos las necesidades de seguridad de una sociedad, las entidades privadas han ido cobrando cada vez más protagonismo, bien sea prestando servicios de seguridad presencial de forma tradicional, o bien mediante la televigilancia y la seguridad electrónica.

Es por ello que en nuestro día a día, tenemos más contacto con este tipo de empresas que el que podríamos pensar a priori, y es interesante valorar a Segur Control como ejemplo de este tipo de compañías que velan por la seguridad desde el prisma privado.

Por tal motivo, realizaremos un análisis del modelo de negocio de la misma como primer paso para poder efectuar una correcta valoración, que nos permitirá conocer su dimensión y la forma en que diversifica su negocio.

Continuaremos con un repaso del sector en el que opera, para conocer la situación del mercado y la principal competencia, y procederemos al análisis económico-financiero a partir de la información contable disponible de los últimos años para posteriormente repasar los distintos métodos de valoración disponibles para justificar el porqué del método elegido. Por último, y basándonos en la información obtenida, proyectaremos la valoración de la empresa a partir de método de descuento de Flujos de Caja.

Finalmente presentaremos nuestras conclusiones partiendo de los resultados obtenidos.

En síntesis, el objetivo de este trabajo es obtener el valor de Segur Control SA, mediante el método de descuento de Flujos de Caja, teniendo en cuenta el modelo de negocio de la compañía, su análisis económico-financiero y conociendo el sector en el que opera.

## 1.2.- Modelo de negocio

Como no podía ser de otra forma, el primer paso a la hora de valorar una empresa es conocer su modelo de negocio.

Dicho modelo se basa en la adquisición de material de seguridad de primer nivel a distintos proveedores internacionales, aprovechando el mejor precio obtenido por el volumen de compra, la aportación de valor añadido a los mismos mediante mejoras de programación o aportación de funcionalidades y combinación de periféricos, y la prestación de servicio de conexión remota de los mismos con Central Receptora de Alarmas para televigilancia.

### 1.2.1.- Dimensión

Constituida el 27 de marzo de 1990, con un capital social a cierre del ejercicio 2013 de 4.889.342€, tiene su sede social en Madrid, calle Juan de Mariana 15, y está participada al 100% por su matriz Secur Ibérica, que es su único accionista. No obstante, Secur Ibérica se encuentra a su vez participada por un fondo de capital riesgo desde mediados de 2011 (MCH IBERIAN CAPITAL FUND III FCR de régimen simplificado) en un 54,90% y por CORPFIN CAPITAL FUND II BV en un 36% desde 2004.

En 2013 cerró el ejercicio con un total de 154 empleados y unos ingresos de explotación de 17.397.664 € que supusieron un resultado del ejercicio de 909.030 € de beneficio. Posee un total activo de 25.808.753 €, de los cuales, 12.860.033 € son fondos propios.

Atendiendo a criterios de clasificación sectorial, su clasificación de actividad consiste en la *vigilancia y protección de bienes, establecimientos, espectáculos, certámenes o convenciones, etc.*

Su código CNAE primario es el 8010- Actividades de seguridad privada y el secundario es el 8020-Servicios de sistemas de seguridad.

### 1.2.2.- Diversificación del negocio

Podríamos sintetizar la diversificación comercial de Segur Control SA en 4 pilares fundamentales, en base a los cuales se estructura la compañía:

#### 1- Sistemas de intrusión con conexión a CRA (Central Receptora de Alarmas)

El principal producto a comercializar son las alarmas, tanto residenciales como comerciales. Se comercializan de forma directa por personal propio de la compañía así como a través de distribuidores externos. Dado el ajustado precio de venta de los productos, el margen de beneficio no se obtiene por la venta de los sistemas en sí, sino por la cuota de conexión que pagan los clientes durante la vigencia de los contratos. Cuenta con instaladores propios y externos y personal formado para dar el servicio de CRA ininterrumpidamente. Complementan la oferta comercial otros sistemas como los generadores de niebla y los sistemas de CCTV (circuito cerrado de televisión). Actualmente la compañía cuenta con unos 50.000 clientes de este tipo de conexiones.

#### 2- Sistemas de geolocalización de vehículos y flotas

Se trata de la comercialización de dispositivos de localización personal, de automóviles, motocicletas y vehículos industriales con la doble misión de proporcionar seguridad frente al robo y/o accidente, así como la de facilitar información para la correcta gestión de flotas de empresas principalmente logísticas. Es un mercado en auge, con una competencia creciente. La instalación de los mismos se realiza en talleres colaboradores.

#### 3- Grandes sistemas de seguridad para empresas e industrias

Se trata de la estructura que más inversión requiere por parte del departamento de I+D+I, sin embargo es también la que mayor potencial tiene como generador de valor añadido. Su misión es satisfacer las necesidades de seguridad electrónica de clientes institucionales así como de grandes empresas, donde se hace necesaria la investigación para crear soluciones ad-hoc que satisfagan necesidades concretas de vigilancia y seguridad. Requiere una constante actualización, ya que el mercado tecnológico avanza muy rápido, facilitando soluciones cada vez más eficientes. A modo de ejemplo podemos citar el desarrollo de sistemas de grabación con detección facial, sensores para lineales de caja de supermercados, drones de vigilancia autogobernados, etc.



#### 4- Sinergias con el Grupo Segur, matriz de la compañía

Cada vez más, el mercado tiende a sustituir vigilancia presencial tradicional por vigilancia electrónica a distancia. El coste en términos de recursos humanos de los sistemas tradicionales es muy elevado, y muchos servicios de vigilancia pueden realizarse sin merma de fiabilidad desde un centro remoto con los equipos adecuados. Por tal motivo la compañía está invirtiendo en actualizar su CRA y dotarla de los servicios más punteros a nivel nacional, para poder convertirse en un SOC (Security Operations Center) que preste servicios remotos de seguridad a un amplio abanico de clientes. Es por ello que es vital para Segur Control SA, trabajar codo a codo con su matriz Segur Ibérica SA, para aprovechar las sinergias que puede ofrecer el trabajo de ambas de cara a encontrar conjuntamente las mejores soluciones de seguridad para sus clientes.



# Capítulo 2

# EL SECTOR Y LA EMPRESA

## 2.1.- Introducción

Antes de proceder al análisis de la situación económico financiera de Segur Control, conviene conocer el sector en el que opera, de forma que permita interpretar mejor la información que de dicho análisis se desprenda.

Así pues trazaremos una visión global del sector de la seguridad, de los principales actores que componen la estructura empresarial del mismo para concluir con un diagnóstico de la situación económica del mismo.

Como veremos en el capítulo 4, una valoración de empresas no pretende realizar una valoración exhaustiva del modelo de negocio de una compañía, por lo que no se hace necesario hacer un análisis PESTEL completo que evalúe los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ecológicos y legales que afectan a Segur Control. Sin embargo, si daremos las pinceladas necesarias de los mismos que faciliten la adecuada comprensión de la situación actual tanto de Segur Control como del sector en el que se enclava.

## 2.2.- Mapa sectorial

Según el Artículo 1 del Reglamento de Seguridad, los servicios y las actividades de Seguridad Privada son los siguientes:

1. Vigilancia y protección de bienes, establecimientos, espectáculos, certámenes o convenciones.
2. Protección de personas determinadas, previa autorización correspondiente.
3. Depósito, custodia, recuento y clasificación de monedas y billetes, títulos-valores y demás objetos que, por su valor económico y expectativas que generen, o por su peligrosidad, puedan requerir protección especial, sin perjuicio de las actividades propias de las entidades financieras.
4. Transporte y distribución de los objetos a que se refiere el apartado anterior, a través de los distintos medios, realizándolos, en su caso, mediante vehículos cuyas características serán determinadas por el Ministerio de Justicia e Interior, de forma que no puedan confundirse con los de las Fuerzas Armadas ni con los de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad.
5. Instalación y mantenimiento de aparatos, dispositivos y sistemas de Seguridad.
6. Explotación de centrales para la recepción, verificación y transmisión de las señales de alarma y su comunicación a las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad, así como prestación de servicios de respuesta cuya realización no sea de la competencia de dichas Fuerzas y Cuerpos.
7. Planificación y asesoramiento de las actividades de Seguridad.

De acuerdo a la clasificación anterior, Segur Control se encarga de las actividades 5 y 6, mientras que su matriz Segur Ibérica gestiona las nombradas en los puntos 1, 2 y 7.

Acorde a la clasificación del Registro de Empresas de Seguridad de la Dirección General de la Policía, las empresas de Seguridad se dividen con relación a la actividad a que se dedican de la siguiente forma:

1. Vigilancia y protección
2. Protección de personas
3. Instalación y mantenimiento
4. Depósito de fondos
5. Transporte de fondos
6. Centrales de alarma
7. Asesoramiento y planificación
8. Depósito de explosivos
9. Transporte de explosivos

De acuerdo a esta clasificación Segur Control realiza las actividades 6 y 7, mientras que Segur Ibérica se encarga de las restantes salvo la 4, 5 y 8.

### 2.3.- Estructura empresarial del sector

Según los datos publicados por la Unidad Central de Seguridad Privada de la Dirección General de la Policía, dependiente del Ministerio del Interior, se totalizan 1.328 empresas de seguridad inscritas en España a cierre de 2012.

Esto supone una reducción de un 13% respecto al ejercicio anterior. Como se observa en la siguiente tabla, la evolución del número de empresas siempre ha seguido una trayectoria ascendente hasta este último año, en que la coyuntura económico-financiera que ha atravesado nuestro país ha tenido consecuencias también en los servicios prestados a las empresas.

Tabla 1: Nº de empresas del sector de la seguridad privada por actividad

ACTIVIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Instalación y Mantenimiento	931	997	1059	1074	1159	1022
Vigilancia y Protección	375	391	407	409	439	406
Centrales de Alarma	184	181	175	177	177	163
Asesoramiento y planificación	108	118	130	133	145	133
Protección de Personas	61	68	73	79	80	73
Transporte de explosivos	49	49	51	51	52	49
Depósito de explosivos	15	16	17	17	18	15
Transporte de fondos	11	11	12	11	10	8
Depósito de fondos	8	8	8	8	7	6
<b>TOTAL EMPRESAS</b>	<b>1219</b>	<b>1298</b>	<b>1352</b>	<b>1384</b>	<b>1526</b>	<b>1328</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del informe de seguridad de FES - UGT

Estos datos son muy significativos de cara a observar la competencia real de Secur Control, pues es precisamente en sus actividades primarias donde se encuentra el grueso de empresas con 1022 empresas dedicadas a instalación y mantenimiento, y 163 centrales de alarma.

Esta disparidad se debe a que es común en el sector que haya empresas que comercialicen y mantengan sistemas de seguridad, pero que por el coste que supone no dispongan de Central Receptora, y subcontraten este servicio a otras empresas.

Asimismo, también es tendencia actualmente, gracias a la gran difusión de los smartphones en el mercado nacional, la instalación de equipos que operan sin necesidad de CRA, y que avisan directamente al cliente, permitiendo incluso visualizar imágenes captadas por sus equipos en tiempo real.

Tan importante como conocer las actividades que realizan las empresas que componen el sector, lo es conocer su dimensión.

Atendiendo al número de empleados, y como veremos en la tabla a continuación elaborada a partir de datos del DIRCE (Directorio Nacional de Empresas) a cierre de 2012, se trata de un sector extremadamente atomizado, puesto que el 74% de las empresas cuentan con menos de 20 trabajadores y sólo 19 empresas tienen 1000 o más asalariados.

Tabla 2: Nº de empresas del sector de la seguridad privada por número de empleados y CNAE

Nº ASALARIADOS	801 Act. de Sdad.	802 Sistemas de Sdad.	TOTAL	% SOBRE TOTAL
De 1 a 2	283	40	<b>323</b>	26,67%
De 3 a 5	143	38	<b>181</b>	14,95%
De 6 a 9	120	39	<b>159</b>	13,13%
De 10 a 19	197	31	<b>228</b>	18,83%
De 20 a 49	108	21	<b>129</b>	10,65%
De 50 a 99	74	7	<b>81</b>	6,69%
De 100 a 199	45	3	<b>48</b>	3,96%
De 200 a 499	26	2	<b>28</b>	2,31%
De 500 a 999	14	1	<b>15</b>	1,24%
De 1.000 a 4.999	15	1	<b>16</b>	1,32%
De 5.000 o más	3	0	<b>3</b>	0,25%

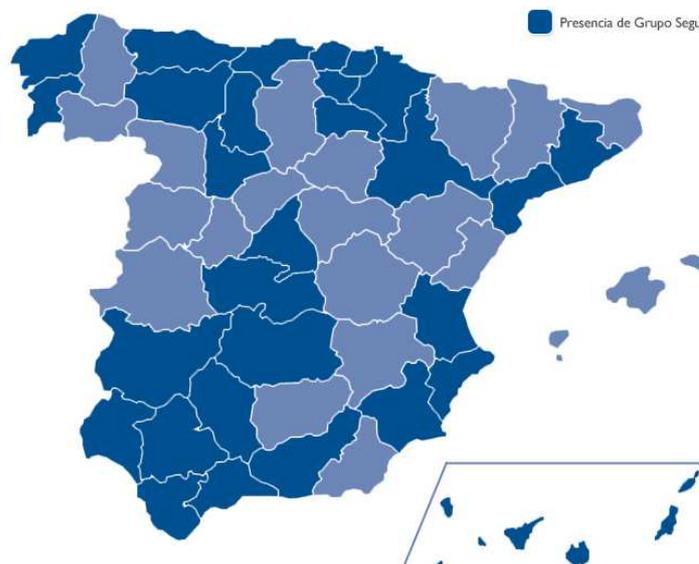
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del DIRCE

Nuestra empresa objeto de estudio, Segur Control poseía 138 en 2012 y 149 en 2013 (datos a cierre) con una competencia por volumen de asalariados de 48 empresas (3 de las cuales son de sistemas). El Grupo Segur en el que se integra posee según datos de su propia web 5.751 en 2012 que aumentaron en 2013 a 7.034, por lo que es una de las 3 únicas compañías de seguridad privada que supera los 5000 trabajadores.

Respecto a la distribución geográfica de las mismas, las Comunidades Autónomas donde se ubican más empresas de Seguridad son Madrid con un 26% respecto al total, seguida de Andalucía y Cataluña con un 15,8% y un 14,90% respectivamente, y por la Comunidad Valenciana con un 8.8%.

Por su parte, el Grupo Segur, tiene una amplia presencia en todo el territorio nacional con 27 delegaciones comandadas por 6 direcciones territoriales.

Ilustración 1: Presencia Grupo Segur. Fuente: [www.gruposegur.com](http://www.gruposegur.com)



## 2.4.- Diagnóstico de la situación económica del sector

Comenzaremos el diagnóstico con un somero repaso de la situación Europea del sector privado, que puede ser de utilidad de cara a nuestras recomendaciones a la conclusión de la valoración.

Según el informe del sector de la seguridad privada en 2013, elaborado por FES- UGT, “El mercado europeo de los servicios de seguridad privada se encuentra valorado en alrededor de 35.000 millones de euros, con datos de COESS (Confederation of European Security Services) para 2010, con un crecimiento medio anual del 13,3% en el periodo 2005-2010”.

“Francia, Alemania, Reino Unido y España son los países que han registrado una mayor facturación, cifrada entre 3.000 y 5.300 millones de euros”.

Por empresas, la líder es Securitas, y sus principales competidores son Group 4 Securicor y Prosegur, que opera principalmente en España, Portugal y Francia. Estas tres compañías concentran el 54,65% de la facturación total.

“Los clientes privados representan el 73,25% de la facturación. Se puede hablar de unas 52.300 empresas de seguridad privada en Europa. Hungría destaca por encima del resto con más de 11.000 empresas. La República Checa, Eslovaquia, Francia, Alemania, Polonia y Reino Unido se sitúan a continuación con más de 2.000 compañías todas ellas. España se colocaría en undécimo lugar del ranking con 1.100 empresas en activo.”

La relación entre facturación y número de empresas es por tanto favorable en el mercado nacional, respecto a otros vecinos europeos. El Grupo Segur sólo opera en ámbito nacional.

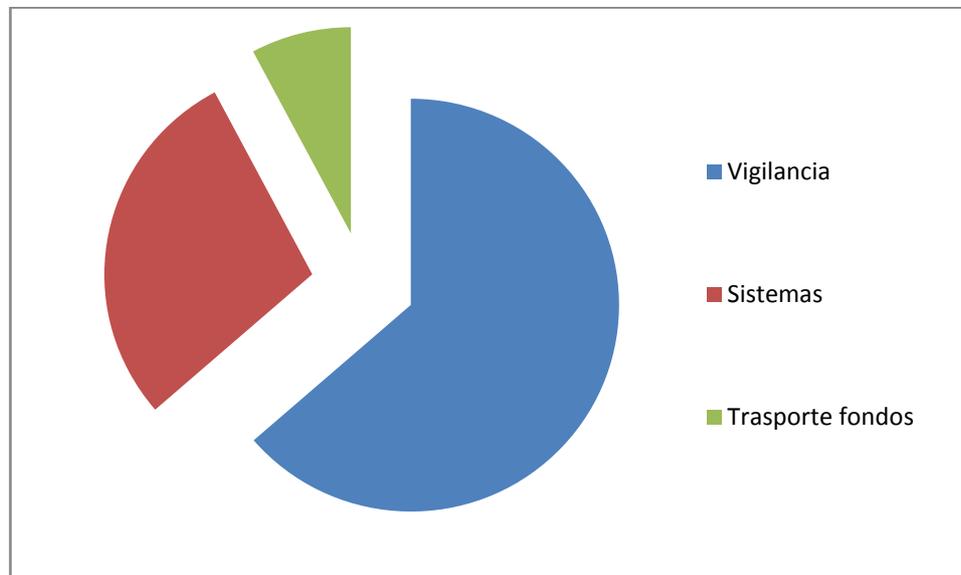
Centrándonos nuevamente en el mercado de la seguridad privada nacional, del que se pueden obtener datos más actualizados, se puede afirmar que ha mostrado una tendencia a la baja durante los últimos años (desde 2008), afectado por la debilidad de la demanda empresarial y comercial, la contracción de la inversión pública y la fuerte presión sobre los precios.

En 2013 el volumen de negocio en España de las compañías de seguridad experimentó un descenso del 3,7%, inferior, no obstante, a la caída del 5,8% contabilizada en 2012, hasta situarse en 3.725 millones de euros. El Grupo Segur consiguió cerrar el ejercicio 2013 con una facturación de 218,3 millones de euros consiguiendo una cuota de mercado por facturación del 5,86%.

Por actividades, la de vigilancia continúa siendo el área de negocio más importante, concentrando en 2013 el 63,6% del mercado total, si bien viene perdiendo cuota de

participación en los últimos años. Este mercado cayó un 5,6% respecto a 2012, hasta los 2.370 millones de euros.

Ilustración 2: Cuota de mercado por actividad Fuente: Elaboración propia con datos de Aproser



Por su parte, la facturación obtenida por las compañías de seguridad por la instalación, el mantenimiento y la conexión a CRA de sistemas electrónicos experimentó en 2013 una disminución del 0,2%, reuniendo el 28,6% del mercado total. Esta insignificante caída, dentro de un mercado con tendencia a la baja es un dato incluso positivo, pues indica que se trata de servicios cada vez más demandados. Asimismo es una actividad que permite un mayor margen de beneficio que la de vigilancia, donde los costes de personal, fuertemente regulados por convenios, hacen que una elevada facturación no se convierta necesariamente en un elevado margen de beneficio.

Esto refuerza la tendencia de sustituir servicios de seguridad presencial por servicios de seguridad electrónica. Este fenómeno se conoce en el sector como convergencia de la seguridad.

En cuanto a la procedencia del negocio, el sector privado es claramente dominante, al significar el 76% de los contratos de las empresas de seguridad privada, frente al 24% del sector público. En 2011, los contratos del sector ascendieron a un total de 408.606 y se registraron 1.135.789 servicios.

## 2.5.- Estudio de la competencia:

Las mayores empresas de seguridad del mercado español y que acaparan el mayor volumen de ingresos y trabajadores son Prosegur, Securitas, Eulen Seguridad y Grupo Segur, son por tanto, sobre las que centraremos nuestro análisis, basado nuevamente en el estudio de FES-UGT del sector de la seguridad privada en 2013.

- “El **Grupo Prosegur**, fundado en 1976 por Herberto Gut, está controlado por la familia Gut Revoredo, que cuenta con una participación del 50,11% a través de la sociedad Gubel, S.L. y Prorevosa S.A. y cotiza en Bolsa desde 1987”.

En el ejercicio 2012, condicionado por un entorno económico desigual, estuvo marcado por el contraste entre la recesión de Europa y el crecimiento en Latinoamérica. También, continuando con su aproximación al mercado asiático, la compañía ha comenzado a desarrollar su actividad en China.

“En dicho ejercicio, la facturación mundial del Grupo Prosegur fue de 3.669 millones de euros, un 30,6% más que en el ejercicio anterior. Y el beneficio neto creció un 2,7% hasta los 172 millones de euros. La compañía cuenta con más de 148.579 profesionales en todo el mundo”.

Prosegur se estructura alrededor de tres unidades de negocio; Vigilancia, Logística de Valores y Gestión de Efectivo, y Tecnología. “Durante 2012, la compañía obtuvo en el área de *Vigilancia* una facturación de 1.684 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 24% con respecto al año 2011. Esto se debe al peso del negocio en Latinoamérica, que ha aumentado más de un 60,6% hasta alcanzar una cifra de ventas de más de 775 millones de euros. Los ingresos en Europa y Asia se mantuvieron estables con un ligero aumento de un 3,9%”.

“Por su parte, los servicios de Logística de *Valores y Gestión de Efectivo* cerraron el año con una facturación de 1.574 millones de euros, un 43,3% de crecimiento en comparación con el ejercicio anterior. Por áreas geográficas, Latinoamérica ha aumentado un 34,7% hasta los 1.193 millones de euros. En Europa y Asia, las ventas registraron una cifra de 381 millones de euros, que refleja un incremento del 79%”.

“Por último, la facturación de Prosegur en la línea de *Tecnología* ha alcanzado unos ingresos de 411 millones de euros, lo que supone un 16,5% más que en 2011. Así, en la región de Latinoamérica, la compañía ha obtenido un crecimiento de un 40,4% hasta los 210 millones de euros. Por el contrario, en Europa, Prosegur ha registrado unas ventas de 201 millones de euros, que representan una caída del 1% con respecto al resultado obtenido el año anterior. Por áreas geográficas, la compañía ha registrado, en la región que comprende Europa y Asia, unos ingresos de 1.491 millones de euros, lo que supone un aumento del 15,5% con respecto al año precedente. En cuanto a Latinoamérica, donde Brasil se mantiene como el principal país para la compañía, las

ventas han crecido un 43,5% durante 2012, hasta alcanzar los 2.178 millones de euros. Prosegur realizó durante los ejercicios 2011 y 2012, un total de 20 adquisiciones por un valor superior a 570 millones de euros, que le han permitido operar en nuevos mercados, completar su oferta de servicios y afianzar su posición de liderazgo”.

En España, pese a la caída de las ventas en un 1%, hasta los 861,6 millones de euros, la compañía ha sabido incrementar el beneficio neto en un 23% hasta los 71,4 millones de euros. “La plantilla de la compañía cerró el ejercicio 2012 con 21.999 personas, frente a las 23.232 personas de 2011, un 5,3% menos”.

- “La multinacional sueca **Securitas** es una de las mayores empresas del mundo en servicios de seguridad, con una facturación de 7.743,88 millones de euros en 2012, un 4% menos que el año anterior. El beneficio alcanzado en 2012 se redujo un 30% hasta los 141,23 millones de euros”.

“El Grupo cuenta con 300.000 trabajadores repartidos en 51 países. La mayor parte de la facturación se generó en el negocio de Europa, con 3.167,68 millones de euros (un 3,85% más que en 2011) y 110.000 empleados. Le sigue el mercado norteamericano (Estados Unidos, Canadá y México) con unas ventas de 2.737,36 millones de euros (un 5,08% más) y 109.000 ocupados. Y, finalmente, el mercado iberoamericano (que incluye 7 países latinoamericanos, España y Portugal) facturó 1.052,43 millones de euros (un 0,72% menos) con 58.000 empleados”.

Actualmente organizado en tres divisiones especializadas, el grupo cuenta con dos en vigilancia (servicios de seguridad Norteamérica y servicios de seguridad Europa), y otra en servicios de tratamiento de efectivo (Loomis).

El gran cambio para Securitas llegó en septiembre de 2006, ya que las empresas que hasta entonces formaban parte del antiguo Grupo Securitas (Securitas Sistemas; Securitas Tratamiento Integral de Valores, que ha cambiado su nombre por el de Loomis; y Securitas Direct), comenzaron a cotizar en la bolsa de Estocolmo de forma independiente, convirtiéndose por tanto en entidades completamente autónomas.

Tras la segregación de Loomis, el Grupo Securitas está totalmente centrado en la prestación de servicios de vigilancia, predominando los mercados europeo y norteamericano. “En el año 2011 facturó 592 millones de euros en España, un 8% más que en 2010, donde cuenta con una cuota de mercado del 24% y una plantilla formada por 21.981 empleados”.

Securitas inició su actividad en España en 1992, y desde entonces ha crecido mediante la adquisición y fusión de muchas empresas en nuestro país: “Ausysegur en 2000, Ebrovisa en 2003, TCV Seguridad en 2004, Black Star y ESES en 2005 y Paneuropea de Seguridad Integral (PSI) en 2006, el Grupo Interlabora en 2009, Chillida Sistemas de Seguridad en 2012, etc”.

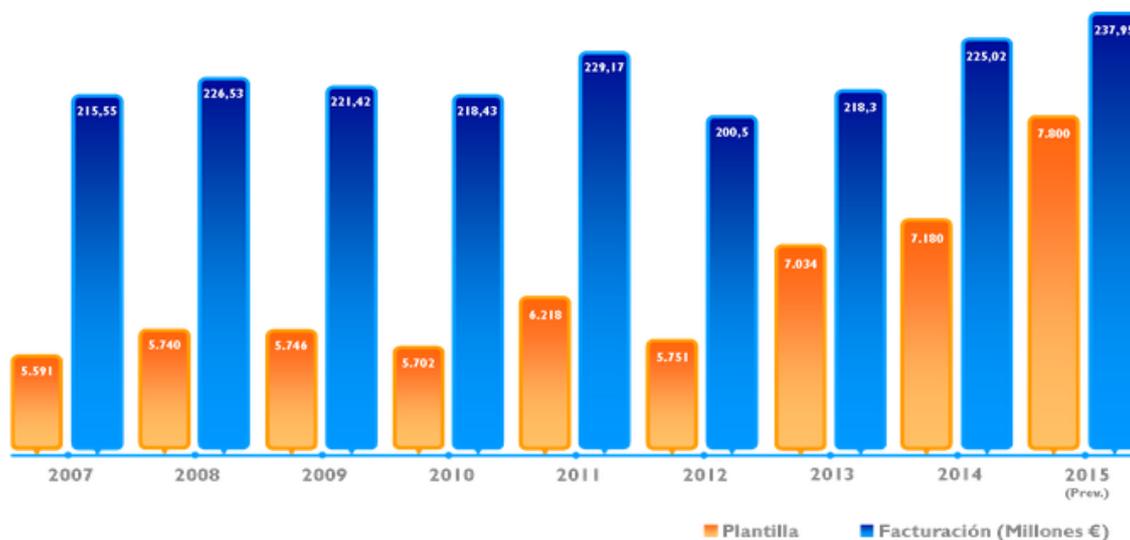
- **Eulen Seguridad**, división de seguridad del Grupo de servicios Eulen, fue fundada en 1974 con el nombre de Prosesa. “Cerró el ejercicio 2011 con una facturación mundial de 332,33 millones de euros, un 4,7% menos que el año anterior. El 71% de dichas ventas se generaron en España (236,74 millones de euros)”.

Emplea a 7.629 profesionales en España y ofrece entre otros, los siguientes servicios de vigilancia y protección: servicios de protección personal, ingeniería de seguridad, mantenimiento integral de instalaciones de seguridad, central receptora de alarmas, consultoría de seguridad y transporte de fondos. En cuanto a su presencia internacional, está presente en once países de Europa y América.

- El **Grupo Segur**, compuesto en la actualidad por Segur Ibérica (servicios personales de seguridad), Consorcio de Servicios (servicios auxiliares), Segur Control (sistemas electrónicos de seguridad y C.R.A.) y Segur Fuego (protección contra incendios), ocupa el cuarto grupo de seguridad en el ranking español, “con una facturación de 200,5 millones de euros en 2012 (un 12,5% menos que en 2011) y una plantilla de 5.751 trabajadores (un 7,5% menos que en 2011)”. No obstante, tenemos disponibles una mayor cantidad de datos de la evolución de su plantilla y facturación desde 2007 a la actualidad, en los que se observa que desde 2013 ha seguido creciendo.

Ilustración 3 Evolución plantilla y facturación Grupo Segur.

Fuente: [www.gruposegur.com](http://www.gruposegur.com)



“El Grupo ha realizado tres adquisiciones en los últimos años: Segurmap en 2000, Seguridad y Control del Norte en 2002 y Manteninstal en 2005. Su plan estratégico está diseñado para afrontar un crecimiento mediante fusiones y adquisiciones con otras empresas del sector que añadan y aumenten valor al Grupo”.

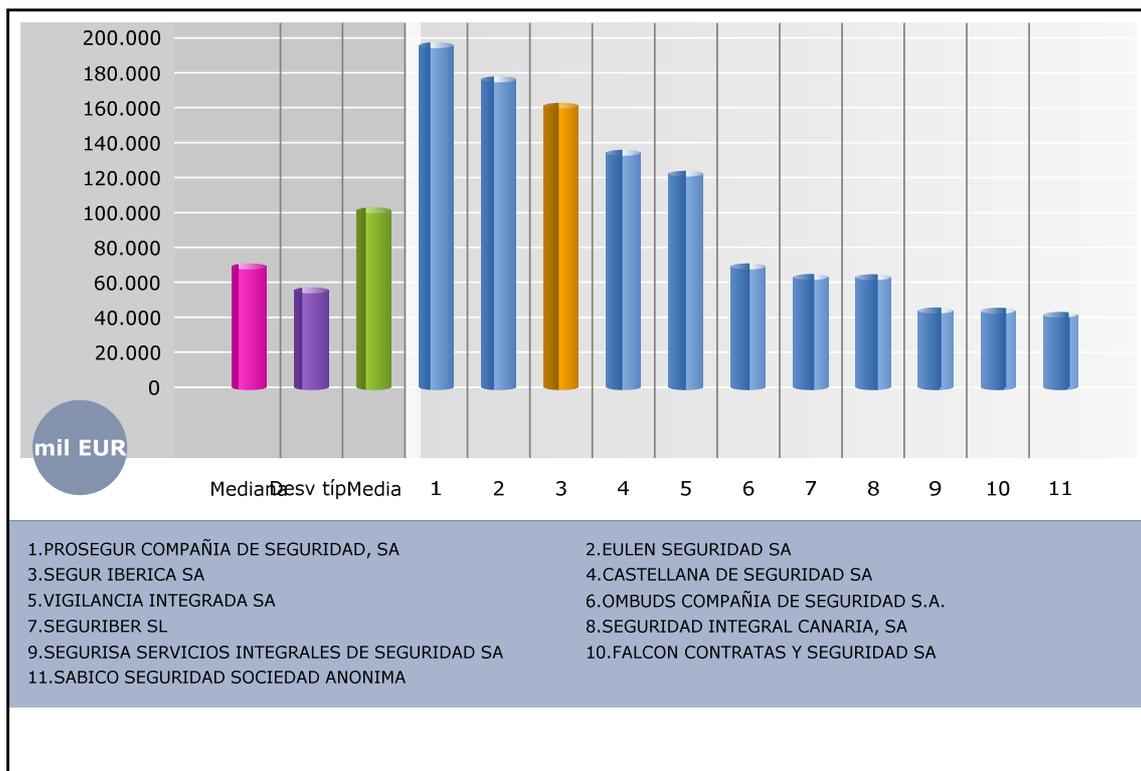
El Grupo Segur está controlado por dos fondos de capital riesgo: MCH Private Equity (54,5%) y Corpfin Capital (36%). El equipo directivo de la sociedad ostenta el resto del capital.

Como síntesis, podemos afirmar que a nivel nacional y por volumen de facturación, el Grupo Segur se alterna en el tercer y cuarto puesto con Eulen Seguridad, a mucha distancia de Securitas y Prosegur que facturaron respectivamente 592 y 861,6 millones de euros en 2012.

En la siguiente grafica, obtenida mediante un informe sectorial de SABI, podemos comparar visualmente a las 11 primeras compañías por ingresos de explotación de 2013.

Ilustración 4: Comparativa del sector por ingresos de explotación.

Fuente: SABI



Respecto a nuestra empresa objeto de valoración, Segur Control, tiene mayor competencia, ya que como vimos al inicio, operan más de 160 empresas con CRA y 48 empresas del sector tienen un volumen de empleados similar al de Segur Control

Llama poderosamente la atención que de las 4 grandes compañías estudiadas, el Grupo Segur sea el único que no tiene presencia internacional, mientras su competencia está potenciando su internacionalización, ante la contracción y madurez del mercado nacional, principalmente en Europa del Este, Latinoamérica y Asia.

Concluimos por tanto, que dado el relativo estancamiento de las ventas a nivel nacional y el creciente aumento de la demanda de equipos de seguridad sin conexión a CRA, hay que contemplar la internalización como factor clave en el sector de la seguridad privada, así como la convergencia de la seguridad, con un peso relativo de la seguridad electrónica cada vez más elevado.



# Capítulo 3

# ANÁLISIS ECONÓMICO- FINANCIERO

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 el capítulo anterior, 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.

### **3.1.- Análisis de la situación patrimonial**

El balance de situación es una imagen fija de la situación patrimonial de la empresa en un momento determinado de tiempo. En el caso de Segur Control, 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 es lógico que sea coincidente con el año natural.

Para comenzar el análisis mostraremos el balance de situación de Segur Control, obtenido de la base de datos online de la Universidad Politécnica de Valencia, SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), 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 poder predecir cuáles serán sus decisiones de cara al futuro con cierta fidelidad.

Tabla 3: Balance de Situación 2010-2013

Fuente: SABI

Balance de situación	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
<b>Inmovilizado</b>	14.325.440	15.164.065	14.085.100	14.142.579
Inmovilizado inmaterial	11.214.447	12.206.127	11.136.662	11.072.370
Inmovilizado material	244.760	327.261	402.650	512.761
Otros activos fijos	2.866.233	2.630.677	2.545.788	2.557.448
<b>Activo circulante</b>	11.483.313	12.929.039	15.387.674	13.701.844
Existencias	2.041.773	2.103.845	2.725.442	2.384.672
Deudores	3.127.449	3.866.540	6.918.687	8.497.658
Otros activos líquidos	6.314.091	6.958.654	5.743.545	2.819.514
Tesorería	237.843	225.235	733.246	428.950
<b>Total activo</b>	25.808.753	28.093.104	29.472.774	27.844.423
<b>Fondos propios</b>	12.860.033	11.951.003	10.551.973	8.832.733
Capital suscrito	4.889.342	4.889.342	4.889.342	4.889.342
Otros fondos propios	7.970.691	7.061.661	5.662.631	3.943.391
<b>Pasivo fijo</b>	1.084.477	1.055.424	1.016.390	1.024.619
Acreeedores a L. P.	n.d.	n.d.	n.d.	200.000
Otros pasivos fijos	1.084.477	1.055.424	1.016.390	824.619
Provisiones	30.626	40.542	40.542	43.941
<b>Pasivo líquido</b>	11.864.243	15.086.677	17.904.411	17.987.071
Deudas financieras	n.d.	n.d.	n.d.	393.438
Acreeedores comerciales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros pasivos líquidos	11.864.243	15.086.677	17.904.411	17.593.633
<b>Total pasivo y capital</b>	25.808.753	28.093.104	29.472.774	27.844.423

A partir de la información de la tabla anterior, destacaremos únicamente los grandes grupos junto a su valor porcentual y obtendremos su importancia relativa para poder hacer un análisis exhaustivo de la composición patrimonial, y de este modo tener un punto de partida para poder realizar el análisis vertical.

Tabla 4: Balance Reducido

Fuente: Elaboración propia a partir de tabla 3

Balance de situación	31/12/2013		31/12/2012		31/12/2011		31/12/2010	
Inmovilizado	14.325.440	56%	15.164.065	54%	14.085.100	48%	14.142.579	51%
Existencias	2.041.773	8%	2.103.845	7%	2.725.442	9%	2.384.672	9%
Deudores	3.127.449	12%	3.866.540	14%	6.918.687	23%	8.497.658	31%
Otros activos líquidos	6.314.091	24%	6.958.654	25%	5.743.545	19%	2.819.514	10%
<b>Total activo</b>	25.808.753	100%	28.093.104	100%	29.472.774	100%	27.844.423	100%
Fondos propios	12.860.033	50%	11.951.003	43%	10.551.973	36%	8.832.733	32%
Pasivo fijo	1.084.477	4%	1.055.424	4%	1.016.390	3%	1.024.619	4%
Pasivo líquido	11.864.243	46%	15.086.677	54%	17.904.411	61%	17.987.071	65%
<b>Total pasivo y capital propio</b>	25.808.753	100%	28.093.104	100%	29.472.774	100%	27.844.423	100%

Comenzaremos analizando las principales magnitudes que conforman el balance a cierre de ejercicio del año 2013.

Vemos que el ACTIVO está formado mayoritariamente por el inmovilizado, principalmente inmaterial. Este dato es esperable dentro del sector de la seguridad

electrónica, puesto que gran parte de los activos están conformados por aplicaciones informáticas, propiedad industrial y gastos de I+D. La partida de existencias no tiene un peso relativo muy elevado, puesto que el sector, vinculado a la constante evolución tecnológica, aconseja no contar con demasiado material almacenado con peligro de quedar obsoleto frente a la competencia. Por otro lado, analizando la evolución del total activo, vemos que la empresa ha trabajado en que el peso relativo de deudores haya ido bajando ejercicio tras ejercicio desde el 2010, toda vez que ha subido la cantidad de disponible (otros activos líquidos) pasando a unas cifras mucho más saludables en términos de composición patrimonial.

El en caso del PASIVO y PATRIMONIO NETO existen dos partidas que acaparan todos los recursos; estas son los fondos propios, que ocupan la mitad del pasivo, con lo que, a priori se trata de una empresa muy capitalizada y el pasivo líquido, sobre el cual no podemos conjeturar su origen, ya que en los datos obtenidos de SABI, las partidas de deudas financieras y acreedores comerciales figuran como n.d. y el total de la masa de pasivo líquido figura en la partida de otros pasivos líquidos.

Respecto a la evolución en estos últimos 4 ejercicios vemos como el pasivo fijo ha permanecido muy estable, mientras que el pasivo líquido ha ido disminuyendo a favor del patrimonio neto, más concretamente a otros fondos propios (ya que la partida de capital suscrito ha permanecido constante) que ha crecido en términos relativos y absolutos. Sin duda un buen indicador.

Pese a que parece que la composición patrimonial está evolucionando de forma adecuada, es muy recomendable abundar sobre las principales recomendaciones genéricas dentro del análisis vertical, acerca del peso de las distintas masas en relación con otras.

En este sentido, es recomendable que el activo circulante sea cercano al doble del pasivo circulante, para asegurar cierta comodidad para hacer frente a los pagos inmediatos con los activos fácilmente convertibles en dinero líquido.

En el caso que nos ocupa vemos que esta relación no se cumple, ya que ni siquiera el activo circulante (44%) supera al pasivo líquido (46%), lo que da una idea de las dificultades con las que puede encontrarse la empresa para hacer frente a sus pagos a corto plazo. Observando la tendencia de estos 4 años vemos que la situación era todavía peor en 2010 y que la empresa ha ido equilibrando estas masas patrimoniales, sin embargo, concluimos que aún queda trabajo por hacer en este sentido y que Segur Control debe prestar atención a la mejora de este ratio.

Otro criterio utilizado en este tipo de análisis es el que resulta de la comparación del realizable (deudores) y el disponible (otros activos líquidos y tesorería) frente al exigible a corto plazo o pasivo líquido. En este caso la situación es mejor que antes (menos desequilibrio) puesto que el peso de las existencias (apenas un 8% del total activo) hace que los términos comparados sean de un 36% frente a un 46%, por tanto

si la empresa logra reducir aún más el volumen de existencias que almacena, como es tendencia de los últimos 3 años, o bien reducir el pasivo líquido al ritmo que lo viene haciendo, pronto se acercará al valor considerado como adecuado.

Finalmente, el análisis vertical también nos permite realizar una primera aproximación al nivel de capitalización de la empresa. Es un criterio considerado como adecuado que los capitales propios asciendan al 40 o 50% del pasivo total, y podemos comprobar cómo este porcentaje ha ido creciendo ejercicio tras ejercicio hasta alcanzar justamente el 50% del pasivo en el 2013. Este es un gran indicador de cara a la toma de decisiones de la empresa, puesto que no perderá autonomía de decisión frente a actores distintos a los gestores de la misma.

Así pues, pese a que hay margen de mejora en la situación patrimonial, parece que la empresa sigue una tendencia adecuada para solucionarlo, 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.

Tabla 5: Evolución del fondo de maniobra.

Fuente: Elaboración propia.

Fondo de maniobra	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-380.930 €	-2.157.638 €	-2.516.737 €	-4.285.227 €

Atendiendo a las magnitudes de Fondo de maniobra de la tabla anterior, calculadas como Activo Circulante menos Pasivo Circulante, se puede observar que pese a que actualmente posee un fondo de maniobra negativo que indica que la empresa puede tener problemas para hacer frente a sus pagos con sus recursos a corto, se observa que la situación era extremadamente peor en 2010 y ejercicio a ejercicio se ha ido poniendo remedio a esta situación.

Se observa pues que la empresa carece de colchón de seguridad en este sentido, y sería recomendable convertir la deuda a corto plazo en deuda a largo plazo para mejorar esta situación.

### 3.2.- Análisis de la situación de liquidez

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

Además, nos permitirá profundizar en el análisis realizado hasta el momento, gracias al uso de los siguientes ratios

Tabla 6: Análisis de situación de liquidez.

Fuente: elaboración propia

ANALISIS DE LIQUIDEZ	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	Ideal
<b>Liquidez General</b>	0,97	0,86	0,86	0,76	1,5
<b>Tesorería</b>	0,80	0,72	0,71	0,63	1
<b>Disponibilidad</b>	0,53	0,46	0,32	0,16	0,2-0,3
<b>FM sobre activo</b>	-0,01	-0,08	-0,09	-0,15	
<b>FM sobre pasivo líquido</b>	-0,03	-0,14	-0,14	-0,24	

#### Ratio de liquidez

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

El ratio de liquidez nos indica la capacidad de la empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo con su activo circulante. Observamos que en ningún ejercicio llega a lo que comúnmente se entiende como "ideal" que es un valor de 1,5, y que pese a que la tendencia es positiva con un valor al alza, el margen que muestra podría no ser suficiente de cara a poder afrontar ciertos pagos en momentos determinados.

Segur Control deberá prestar atención a la posible morosidad de la clientela e intentar dar una rápida salida al stock de existencias para seguir revirtiendo la situación y acercarse en próximos ejercicios al valor de 1,5.

#### Ratio de Tesorería

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Realizable} + \text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

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

Del mismo modo, el ratio ha ido aumentando con el paso de los años, cerrando el 2013 con un ratio de 0,8. Sería muy aconsejable estudiar detalladamente la composición de los deudores y del exigible a corto o pasivo líquido para verificar los vencimientos de

unos y de otros y determinar si dispondrán de suficientes recursos o no en los momentos en que éstos se necesiten.

### **Ratio de Disponibilidad**

$$\text{Disponibilidad} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

En este ratio se demuestra la solvencia que tiene la empresa para pagar a sus proveedores y es un dato tranquilizador. Estos valores indican que la liquidez no depende tanto de las existencias que pueda vender ni de los deudores que pueda cobrar, puesto sólo con activos líquidos puede cubrir más de la mitad del pasivo a corto.

Vemos una buena tendencia en su evolución, dado que cada vez es más elevado, ya que cada ejercicio se reduce el valor de Deudores a favor de la partida de Otros activos líquidos.

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

$$\text{FM sobre Activo} = \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Activo}}$$

$$\text{FM sobre Pasivo Corriente} = \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

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.

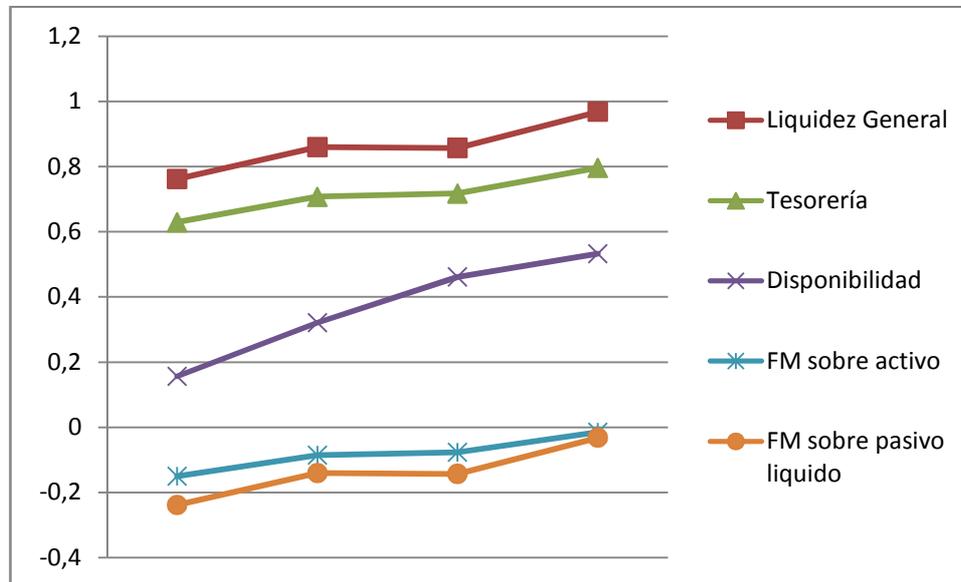
Como vimos con el estudio del fondo de maniobra, la situación es desfavorable, pero si continua la tendencia en el próximo ejercicio se observarán valores positivos.

## Resumen

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

Ilustración 5: Evolución de los ratios de Liquidez.

Fuente: Elaboración propia



Como se observa en la gráfica, pese a que la situación inicial de 2010 era muy complicada en casi todos los ratios de liquidez, la tendencia es favorable con los ratios de disponibilidad en su franja ideal, y el resto aproximándose a los valores asumidos como óptimos.

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

### 3.3.- Análisis de la situación de endeudamiento

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

En la tabla que se muestra a continuación se resumen los ratios calculados a tal efecto.

Tabla 7: Análisis de la situación de Endeudamiento.

Fuente: Elaboración propia

ANALISIS ENDEUDAMIENTO	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	Ideal
<b>Endeudamiento</b>	0,50	0,57	0,64	0,68	0,4-0,5
<b>Autonomía</b>	0,99	0,74	0,56	0,46	1-1,5
<b>Solvencia</b>	1,99	1,74	1,56	1,46	>1,7
<b>Calidad de la deuda</b>	0,92	0,93	0,95	0,95	-
<b>Gastos financieros sobre ventas</b>	0,0011	0,0011	0,0010	0,0031	< 0,015
<b>Coste de la deuda</b>	1,69%	1,97%	2,12%	7,39%	<3%
<b>Cobertura de gastos financieros</b>	70,71	98,21	113,06	-24,86	>1

#### Ratio de endeudamiento

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{PN} + \text{Pasivo}}$$

El ratio de endeudamiento nos indica la proporción en que se encuentran las deudas de la empresa en relación con el pasivo total de la misma, es decir, qué cantidad de los recursos que dispone la empresa son propios y qué cantidad son ajenos. 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.

Observamos en la evolución del mismo que Segur Control ha ido mejorando durante los 4 ejercicios analizados, permitiendo que la compañía haya adquirido autonomía financiera y se encuentre ahora dentro de la situación ideal. Esto se debe sobre todo al aumento de la partida de Otros fondos propios en detrimento de la reducción de pasivo líquido.

#### Ratio de Autonomía

$$\text{Autonomía} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$$

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, y esta situación es la que

la empresa está consiguiendo, concluyendo el ejercicio 2013 con un resultado de 0,99, por encima del doble de la autonomía que presentaba en 2010.

### **Ratio de Solvencia**

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$$

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, o dicho de otro modo, mide la distancia a la quiebra de la empresa.

Pese a que algunos analistas consideran que este ratio es apropiado siempre que sea superior a 1, los valores próximos a 1,7 son los que se señalan como más adecuados para obtener garantías.

Este ratio ha evolucionado favorablemente gracias a la reducción que han sufrido los pasivos líquidos, presentando un ratio que garantiza que la empresa podrá hacer frente a sus pagos, motivo para confiar en caso de querer financiarla.

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

$$\text{Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo}}$$

El ratio de calidad de la deuda es el último de los que nos facilitan información acerca del volumen de deuda de la empresa y nos indica qué porcentaje de la misma es a corto plazo, por tanto, de “mala calidad”.

A diferencia de lo que ocurría con anterioridad, el ratio permanece prácticamente constante con una mínima tendencia a la baja, motivado nuevamente por la bajada del pasivo líquido.

### **Ratios de coste de la deuda**

Otro de los componentes del análisis del endeudamiento que resulta de especial interés es el coste de la deuda. Para ello analizaremos tres ratios, pero tendremos que acudir a determinados datos de la cuenta de Pérdidas y Ganancias que hemos aglutinado en la siguiente tabla.

Tabla 8: Magnitudes para el cálculo del coste de la deuda.

Fuente: Elaboración propia

PyG	2013	2012	2011	2010
<b>Gastos financieros</b>	18.371 €	20.832 €	21.573 €	75.760 €
<b>Ventas</b>	17.397.664 €	18.598.455 €	21.068.859 €	24.081.899 €
<b>BAll (rdo. explotación)</b>	1.299.056 €	2.045.969 €	2.439.102 €	- 1.883.416 €

**Ratio de Gastos Financiero sobre Ventas**

$$\text{Gastos financieros sobre Ventas} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Ventas}}$$

Este ratio hace referencia al coste de ese endeudamiento. Determina el peso que los gastos financieros tienen sobre el importe de la cifra de ventas.

Observamos que es un valor muy bajo, cercano al 0.1% en los tres últimos ejercicios. Esto puede deberse a que la empresa se financie solamente por la vía comercial, retardando el pago a proveedores, pero desconocemos este dato pues la partida de acreedores comerciales figura como n.d. en los datos de SABI.

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

$$\text{GF sobre Pasivo con coste} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Pasivo con coste}}$$

Este ratio refleja el coste de la financiación respecto al total del pasivo con coste. Se observan muy buenos datos, tal vez favorecido por los tipos tan bajos del mercado financiero actual o por la capacidad de negociación con proveedores, ya que la mayor parte de la deuda es a corto plazo.

Los ratios conseguidos son muy buenos, y la tendencia es además a la baja, y tan solo en el ejercicio 2010 obtuvo un coste de la deuda muy elevado.

**Ratio de cobertura de Gastos Financieros**

$$\text{Cobertura de Gastos Financieros} = \frac{\text{BAII}}{\text{Gastos Financieros}}$$

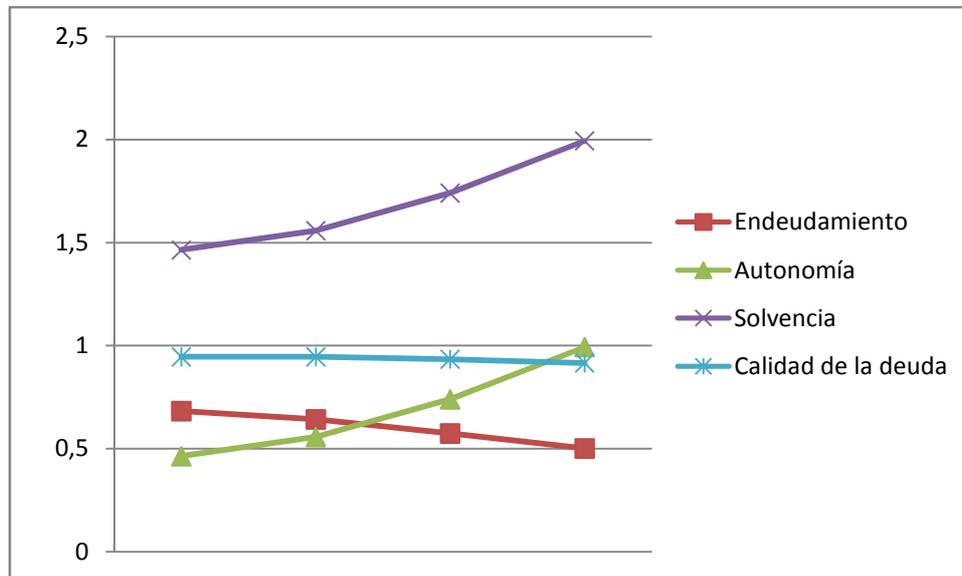
El ratio de cobertura de los gastos financieros nos informa de la capacidad que tiene la empresa para afrontar los gastos derivados de la deuda contraída. Estos gastos deben de ser cubiertos gracias a la actividad que genera la empresa sin tener en cuenta la parte financiera, es decir, solo con su capacidad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

Este ratio debe ser superior a 1 y lo más alto posible. Como Segur Control ha venido obteniendo cada vez menos beneficio durante los 3 últimos ejercicios, pese a que los gastos financieros también han sido decrecientes este ratio se muestra positivo pero con tendencia a la baja, tendencia que se invertirá sin duda si la empresa logra aumentar sus resultados de explotación.

## RESUMEN

Ilustración 6: Evolución principales ratios de endeudamiento.

Fuente: Elaboración propia



Como se aprecia en la evolución de los ratios de endeudamiento, la empresa va en buen camino, consiguiendo mayor solvencia y autonomía ejercicio tras ejercicio, mientras disminuye el nivel de endeudamiento. Así pues, al final del periodo estudiado todas las magnitudes se encuentran dentro de los segmentos considerados como ideales.

### 3.4.- 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 desde 2011 a 2012 producidos en las grandes masas que componen el balance, de manera que podremos conocer los elementos en los que la empresa ha invertido (aplicaciones) así como los recursos que ha utilizado para ello.

#### 2011-2012

Tabla 9: EOAF 2011-2012 (en euros).

Fuente: Elaboración propia

EOAF 2011/2012			
APLICACIONES		ORIGENES	
1.218.281	ANC	FP	1.719.240
320.210	BN	PNC	39.034
		AMORT	139.316
359.099	Aumento FM		
2.817.734	PC	EXISTENCIAS	621.597
1.215.109	ACTIVOS LIQUID	REALIZABLE	3.052.147
<b>5.571.334</b>	<b>TOTAL</b>		<b>5.571.334</b>

Como se puede observar, Segur Control obtuvo en 2012 menos beneficio que en 2011. No obstante se observa una política acertada desde nuestro punto de vista, pues el mayor origen de fondos es la reducción (prácticamente a la mitad) del realizable, es decir, de la financiación comercial a clientes, así como una bajada del stock de existencias, el aumento en las amortizaciones y un ligero aumento del pasivo a largo (otros pasivos fijos).

Los fondos se aplican para cubrir el peor resultado del ejercicio, para invertir en inmovilizado y aumentar la solvencia de la compañía traspasando más 1.215.000 a tesorería, así como a reducir el pasivo líquido en casi 3 millones de euros.

Respecto al Fondo de Maniobra, aunque sigue siendo negativo se ha producido un aumento cercano a los 360.000€.

**2012-2013**

Tabla 10: EOAF 2012-2013 (en euros).

Fuente: Elaboración propia

EOAF 2012/2013			
APLICACIONES		ORIGENES	
490.000	BN	FP	1.399.030
		PNC	29.053
		ANC	519.263
		AMORT	319.362
1.776.708	Aumento FM		
3.222.434	PC	EXISTENCIAS	62.072
		REALIZABLE	739.091
		ACTIVOS LIQUID	644.563
<b>3.712.434</b>	<b>TOTAL</b>		<b>3.712.434</b>

Sigue la tendencia de reducir el pasivo a corto plazo. Dada la nueva disminución del resultado del ejercicio, todos los fondos se aplican en cubrir este hecho y fundamentalmente en seguir reduciendo la situación de endeudamiento a corto.

Los orígenes de los fondos están repartidos; ordenados por magnitudes son un aumento en la partida de otros fondos propios de más de 900.000€, la reducción del realizable y la partida de otros activos líquidos, así como la venta de inmovilizado y el aumento en las amortizaciones y la reducción de existencias.

El pago de la deuda a corto está obligando a la compañía a reducir sus “ahorros” en forma de activos líquidos, y a descapitalizarse a costa de otros fondos propios y la reducción del inmovilizado.

Es considerable el aumento en el Fondo de Maniobra, que se incrementa en casi 1,8 millones de euros, como vimos en el análisis de la situación de liquidez.

**2011-2013**

Tabla 11: EOAF 2011-2013 (en euros).

Fuente: Elaboración propia

EOAF 2011/2013			
APLICACIONES		ORIGENES	
810.210	BN	FP	1.497.850
240.340	ANC	PNC	68.087
		AMORT	458.678
2.135.807		Aumento FM	
6.040.168	PC	EXISTENCIAS	683.669
570.546	Activos Líquidos	REALIZABLE	3.791.238
<b>7.661.264</b>	<b>TOTAL</b>		<b>6.499.522</b>

Como se aprecia en la evolución del 2011 al 2013, Segur Control ha seguido generando recursos por la vía de reducir la partida de deudores (mejorando las gestiones de cobro a sus clientes). Asimismo ha continuado consumiendo recursos propios y disminuyendo el stock de existencias.

La prioridad en la aplicación de los mismos, como también mostraban los estudios de liquidez ha sido la de reducir la deuda a corto plazo, siendo la partida mayoritaria en la aplicación de fondos con mucha diferencia. También se han destinado fondos a compensar las caídas en los resultados de ambos ejercicios y a aumentar la partida de otros activos líquidos.

En síntesis, el estudio del EOAF es coherente con el resto del análisis financiero, ya que Segur Control, partiendo de una situación difícil en cuanto a endeudamiento en 2010, y con pérdidas en el ejercicio, ha trabajado en ampliar su colchón de seguridad frente a los pagos (aumento del Fondo de Maniobra), así como en mejorar la calidad de la deuda, reduciendo ejercicio tras ejercicio sus deudas a corto. No obstante todavía queda trabajo por hacer en este sentido, ya que la relación de deudas a corto frente a deudas a largo plazo es prácticamente de 11 a 1. Es significativo remarcar que el total activo de la empresa ha sufrido este esfuerzo por mejorar la situación financiera, pasando de 27.8 millones de euros en 2010 a 25.8 en 2013.

### 3.5.- Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Con el análisis de la Cuenta de Resultados observaremos cómo desarrolla Segur Control la explotación de su actividad, la evolución 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 12: Cuenta de Resultados Preparada para Análisis.

Fuente: Elaboración propia con datos del SABI

CUENTA RESULTADOS	31/12/2013		31/12/2012		31/12/2011		31/12/2010	
Ventas Netas	17.397.664	100,00%	18.598.455	100,00%	21.068.859	100,00%	24.081.899	100,00%
Gastos Variables	-3.251.373	18,69%	-3.290.292	17,69%	-3.899.389	18,51%	-4.308.358	17,89%
<b>Margen Bruto</b>	<b>14.146.291</b>	<b>81,31%</b>	<b>15.308.163</b>	<b>82,31%</b>	<b>17.169.470</b>	<b>81,49%</b>	<b>19.773.541</b>	<b>82,11%</b>
Amortizaciones	-906.146	5,21%	-586.784	3,16%	-447.468	2,12%	-506.786	2,10%
Gastos de Estructura	-4.852.863	27,89%	-4.763.618	25,61%	-5.604.502	26,60%	-6.974.635	28,96%
Otros Gastos	-7.088.226	40,74%	-7495528	40,30%	-8326677	39,52%	-14148492	58,75%
Otros Ingresos	0	0,00%	416.264	2,24%	351.721	1,67%	27.044	0,11%
Otros Gastos Extraord.	nd		nd		nd		nd	
Otros Ingresos Extrao.	nd		nd		nd		nd	
<b>BAII - Rdo explotación</b>	<b>1.299.056</b>	<b>7,47%</b>	<b>2.045.969</b>	<b>11,00%</b>	<b>2.439.102</b>	<b>11,58%</b>	<b>-1.883.416</b>	<b>-7,82%</b>
Gastos Financieros	-18.371	0,11%	-20.832	0,11%	-21.573	0,10%	-21.573	0,09%
Ingresos Financieros	2.078	0,01%	3.856	0,02%	2.366	0,01%	111	0,00%
<b>BAI - Rdo antes imp</b>	<b>1.282.763</b>	<b>7,37%</b>	<b>2.028.993</b>	<b>10,91%</b>	<b>2.419.895</b>	<b>11,49%</b>	<b>-1.959.065</b>	<b>-8,14%</b>
Impuesto Sociedades	373.733	2,15%	629.963	3,39%	700.655	3,33%	-540.958	2,25%
<b>BN- Rdo del ejercicio</b>	<b>909.030</b>	<b>5,23%</b>	<b>1.399.030</b>	<b>7,52%</b>	<b>1.719.240</b>	<b>8,16%</b>	<b>-1.418.107</b>	<b>-5,89%</b>

Cabe destacar que dada la estructura de los datos en la cuenta de pérdidas y ganancias, en las que hay 6 partidas importantes que contienen datos no disponibles, nos va ser complicado profundizar en el análisis de este apartado. Por tal motivo, es conveniente enunciar que para la elaboración de la tabla anterior preparada para el análisis se han realizado las siguientes suposiciones:

- Ventas netas: se ha tomado el importe neto de la cifra de ventas
- Gastos variables: se ha tomado el valor de la partida Materiales
- Gastos de estructura: se ha tomado el valor de la partida Gastos de Personal

- Otros Ingresos: se han tomado los aumentos de existencias, así como la diferencia entre los ingresos totales de explotación y el importe neto de la cifra de ventas
- Otros gastos: ante la falta de datos de otros gastos de explotación, gastos extraordinarios, etc., esta partida se ha calculado por diferencia entre las anteriores y el resultado de explotación.

A grandes rasgos, se observa una caída continuada en la cifra de ventas, sin embargo el peso relativo de los gastos variables se han mantenido en rangos similares, lo que sin duda, ha permitido mantener un valor porcentual del margen bruto casi constante en los 4 ejercicios.

No ocurre lo mismo con el resultado de explotación, que pese a haber remontado una situación de pérdidas en el 2010 para llegar a 11.58% de la cifra de ventas en 2011, ha ido disminuyendo hasta suponer un 7.37% en 2013. No podemos profundizar en las causas de esta bajada de valor porcentual debido a la carencia de datos, sin embargo si se aprecia en el último ejercicio como principal culpable de la situación el aumento de las amortizaciones, unido en menor medida a la carencia de otros ingresos (puesto que el valor de las existencias se reduce, y los ingresos de explotación coinciden con la cifra de ventas) y un ligero aumento de los gastos de estructura.

### Análisis de la rotación de activos:

Otro de los aspectos a considerar en el análisis económico financiero de una empresa son los ratios de rotación de sus activos, con el fin de estudiar el rendimiento que se obtiene de ellos.

Los datos obtenidos figuran en la siguiente tabla:

Tabla 13: Análisis de la Rotación de Activos.

Fuente: Elaboración Propia

ANÁLISIS ROTACIÓN	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
Rotación activo	0,67	0,66	0,71	0,86
Rotación activo fijo	1,21	1,23	1,50	1,70
Rotación activo circulante	1,52	1,44	1,37	1,76
Rotación clientes	5,56	4,81	3,05	2,83

### Rotación del activo

$$\text{Rotación de activo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$$

Se observa una reducción del mismo entre los ejercicios 2010 a 2012, con un ligero repunte en 2013. Esto indica que el rendimiento obtenido del activo no es el adecuado, es decir, que ha necesitado más inversión en activo para desarrollar la actividad. No obstante profundizaremos en el análisis comparando la cifra de ventas con los valores de activo fijo y circulante:

$$\text{Rotación de activo fijo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Fijo}}$$

Vemos que la tendencia es claramente a la baja, esto implica que cada vez se saca menos rendimiento al activo fijo. La empresa debería deshacerse de los activos que no resulten productivos, especialmente de la abultada partida de inmovilizado inmaterial.

$$\text{Rotación de activo circulante} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo circulante}}$$

Se aprecia que desde 2011 el ratio sigue una tendencia positiva, lo que nos indica que los activos líquidos están funcionando mejor. Esto se puede verificar observando como la partida de activo circulante desciende año a año, especialmente por la caída del saldo de clientes, como veremos a continuación.

$$\text{Rotación de clientes} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Saldo Clientes}}$$



Este ratio confirma nuestra apreciación anterior, mostrando una tendencia muy positiva, motivada por la disminución de la partida de deudores, que facilita que pese a que caiga la cifra de ventas cada año se note positivamente el esfuerzo de cobro a deudores.

### 3.6.- 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.

Tabla 14: Análisis de la Rentabilidad Económica.

Fuente: Elaboración propia

RENTABILIDAD ECONÓMICA	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
Rotación activo	0,67	0,66	0,71	0,86
Margen de ventas	0,07	0,11	0,12	-0,08
Rentabilidad económica	5,03%	7,28%	8,28%	-6,76%

El margen de ventas, que representa el cociente entre el BAI y las ventas muestra desde 2011 una tendencia negativa, que nos hace ver que Segur Control cada ejercicio tiene un margen de beneficio menor respecto al total de ventas, que asimismo han también han decrecido año a año. La conjunción de ambos factores es algo que requiere una actuación inmediata por parte de la empresa, y que sin duda habrá que tener en cuenta en la previsión de los flujos de caja futuros.

Respecto a la rentabilidad económica en el ejercicio 2010 su análisis carece de sentido puesto que el beneficio antes de intereses e impuestos de la empresa es negativo. Respecto a la evolución de la rentabilidad económica desde 2011 a 2013 vemos que cada año es menor. Este parámetro se calcula como el cociente del BAI y el activo total.

Esta tendencia es igualmente preocupante, ya que pese a que el total activo está descendiendo (de 29,4 m€ a 25,8 m€), no se está traduciendo en una mayor rentabilidad puesto que el BAI desciende todavía en mayor proporción reduciéndose a la mitad desde 2011 a 2013.

Sin embargo, como la rentabilidad económica es todavía muy superior al coste de la deuda (1,69% en 2013) la empresa no tendrá todavía problemas para atender el coste de dicha deuda.

### 3.7.- 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 y propietarios de Segur Control.

Tabla 15: Análisis de la Rentabilidad Financiera.

Fuente: Elaboración propia.

RENTABILIDAD FINANCIERA	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
Rotación activo	0,67	0,66	0,71	0,86
Margen de ventas	0,07	0,11	0,12	-0,08
Apalancamiento Financiero	1,98	2,33	2,77	3,28
Efecto fiscal	0,71	0,69	0,71	0,72
Rentabilidad financiera	7,07%	11,71%	16,29%	-16,06%

Comenzaremos el análisis por el apalancamiento financiero, calculado como sigue:

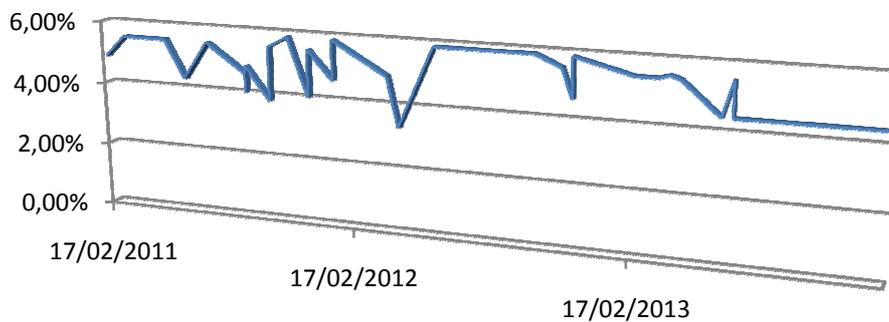
$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{\text{Activo}}{\text{Capitales Propios}} * \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}}$$

Al mostrar valores siempre por encima de la unidad, nos indica que el uso de la deuda es beneficioso para la empresa, pues el rendimiento que se obtiene de ese endeudamiento es superior a su coste, corroborando las conclusiones obtenidas en el análisis del rendimiento económico. No obstante, cada ejercicio es menor.

El efecto fiscal, calculado como el cociente entre el beneficio neto y el BAI, es prácticamente constante en el periodo de análisis, manteniendo una presión fiscal de entre el 28% y el 31%.

Por último, en el estudio de la rentabilidad, vemos que en el ejercicio 2010 es negativa, haciendo que su análisis carezca de sentido, como ocurría con la rentabilidad económica. Observando la tendencia en los ulteriores ejercicios observamos una preocupante tendencia a la baja, motivada por el descenso del beneficio neto (a prácticamente la mitad en 2 ejercicios), pero también al aumento de los fondos propios.

Ilustración 7 : Rentabilidad de los Bonos a 10 años (2011-2013)

**Rentabilidad Bonos 10 años**Fuente: Elaboración propia con datos de [einvesting.com](http://einvesting.com)

Comparando con la rentabilidad de la renta fija para el mismo periodo se observa que en todos los casos la rentabilidad obtenida por Segur Control ha sido superior a la rentabilidad de los bonos a 10 años del Tesoro español, por lo que la rentabilidad para los inversores y propietarios es todavía buena.

Sin embargo habrá que estar atentos a la evolución de la rentabilidad financiera y la rentabilidad de los bonos, puesto que de converger dichas magnitudes sin duda los inversores preferirán rentabilizar sus activos en inversiones libres de riesgo y podrían plantearse la desinversión en el Grupo Segur.

### 3.8.- Análisis del Fondo de Maniobra

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

Se suele aceptar que la condición de equilibrio financiero en una empresa viene dado por la existencia de un fondo de maniobra positivo. En la práctica, sin embargo, 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.

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.

En nuestro caso de estudio, Segur Control, en SABI faltan datos de consumo de materias primas, acreedores comerciales, acreedores I/P y no se puede calcular el plazo de pago, por lo que desafortunadamente no podemos proceder al cálculo del fondo de maniobra necesario.

Si podemos señalar, como hemos visto en puntos anteriores del estudio, que la empresa está trabajando en aumentar la magnitud de su fondo de maniobra, y que muy probablemente en el ejercicio 2014 habrá alcanzado ya un fondo de maniobra positivo de continuar con la tendencia vista en los ejercicios objeto de estudio.

### 3.9.- Conclusiones del Análisis Económico-Financiero

Partiendo de un complicado ejercicio 2010 con unas pérdidas superiores a 1,4 millones de euros, Segur Control ha sabido en estos ejercicios encaminar las magnitudes económico-financieras hacia la buena dirección.

En términos de liquidez, pese a que la liquidez general no se acerca a los valores óptimos, dadas la baja cantidad de existencias y la elevada proporción de activos líquidos, se puede concluir que la empresa tiene en general una buena situación en 2013, y se muestra una tendencia de mejora continua en este aspecto en los 4 ejercicios estudiados.

Sin embargo, dado que su fondo de maniobra es todavía negativo, sería muy recomendable estudiar en profundidad el plazo de cobro a clientes, y a la morosidad de los mismos, frente al plazo de pago a proveedores para garantizar que Segur Control no tendrá problemas para hacer frente al pago de sus deudas.

En cuanto a su endeudamiento, vemos también una situación muy buena, gracias al elevado porcentaje de fondos propios frente al total pasivo, pero sobre todo gracias al bajo coste de la deuda que consigue Segur Control. En cuanto a la autonomía y solvencia se pueden dar por solucionados los posibles problemas de ejercicios anteriores, sin embargo, se puede mejorar en términos de calidad de la deuda, ya que sería muy conveniente convertir parte de la deuda a corto (actualmente el 92% de la deuda total) en deuda a largo plazo, máxime si consideramos el nulo fondo de maniobra citado en la situación de liquidez, y el bajo coste al que la empresa consigue financiarse.

Analizando la política de inversión-financiación se observa que la prioridad de Segur Control ha sido claramente la reducción de la deuda a corto plazo y cubrir la situación de la caída en las ventas de 2012 y 2013, y ampliar su fondo de maniobra. Esto se ha conseguido gracias a las gestiones de cobro realizadas sobre sus deudores, la reducción del stock de existencias, así como al incremento de otros fondos propios. El total activo de la empresa ha sufrido este esfuerzo por mejorar la situación financiera, pasando de 27.8 millones de euros en 2010 a 25.8 en 2013.

El principal problema encontrado en el estudio llega al observar la cuenta de resultados. Pese a que como vimos en el capítulo tercero el sector ha mostrado caídas en los resultados durante el periodo de estudios, las caídas del sector en sistemas se han cifrado entre el 0,2% y el 3 %, mientras que las ventas de Segur Control cayeron un 12,5% en 2011, un 11.7% en 2012 y un 6.7% en 2013.

Estos datos, unidos al cada vez menor margen de beneficio sobre las ventas, hacen que tanto el rendimiento económico, como la rentabilidad financiera hayan descendido sustancialmente entre 2011 y 2013.

Nuestras recomendaciones para Segur Control pasan por encontrar acciones que le permitan incrementar sus ventas, tal vez con tarifas mejor adaptadas al mercado, o

bien mediante la internacionalización. Es clave que Segur encuentre el motivo por el que está soportando caídas en ventas muy superiores al mercado nacional.

De igual modo, debe obtener más rendimiento de una de las principales partidas de gastos, el personal. Bien mediante campañas de formación o labores de motivación de la plantilla; en una empresa con 149 empleados, una pequeña mejora en el resultado de cada uno de ellos supone una gran mejora en el resultado global de la compañía, así como en la mejora del margen de ventas.

Debido a la carencia de datos en cuanto a plazos de cobro y pago no podemos emitir ningún juicio de valor en este sentido.

Desprenderse de parte del inmovilizado inmaterial (bien mediante su enajenación o bien mediante amortizaciones) ayudaría a mejorar el rendimiento económico de la empresa, ya que como vimos en el estudio de la rotación del activo, cada vez se obtiene menos rendimiento del activo fijo.

Dados los buenísimos datos de coste de la deuda y apalancamiento financiero la empresa no debe temer pasar parte del pasivo corriente a deuda a largo plazo, para garantizar que tendrá solvencia en el futuro para hacer frente a sus pagos.

Por último, si como vimos en el capítulo tercero, la estrategia de crecimiento del Grupo Segur está basada en la adquisición de otras compañías del sector, debe poner en su punto de mira a empresas que estén mostrando cifras de ventas crecientes, cuyo potencial le ayuden a paliar la tendencia de caída mostrada en los 3 últimos ejercicios analizados. Dentro de la actividad de sistemas, las empresas que están mostrando un mayor crecimiento en las ventas son las que ofrecen sistemas de verificación por imagen sin conexión a CRA.



# Capítulo 4

# METODOLOGÍA DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

#### 4.1.- Definición de Valoración de Empresas

Según Caballer, V. (1998) se entiende por valoración de empresas a “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”.

Profundizando en dicha definición, podemos destacar los siguientes aspectos:

- La valoración de empresas es una parte de la economía. Con ello se pretende dejar clara la separación del enfoque económico con otros enfoques o perspectivas.
- La valoración persigue unos fines dados. Será pues necesario especificar la finalidad de la valoración.
- La valoración se apoya en unas hipótesis concretas. Las hipótesis se aceptan sin necesidad de sustentarlas con una demostración, aunque conviene que reflejen una realidad concreta para obtener un resultado coherente.
- Utiliza procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico, y por tanto, todas estas informaciones influyen sobre el valor económico.

El objetivo final de toda valoración no es siempre determinar un precio, ya que no siempre se valora para la posterior venta, sino que se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estaría el valor definitivo.

#### Valor y precio son conceptos distintos.

Precio es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa en unas circunstancias concretas. Sin embargo, una empresa tiene distinto valor para distintos compradores y también puede tener distinto valor para comprador y vendedor. Por tanto, una empresa puede tener varios valores pero un único precio.

Esta diferencia en el valor de una empresa concreta se puede explicar mediante múltiples razones. Entre otras:

- Justificación estratégica de la operación.
- Escasez de información sobre la empresa a adquirir.
- Necesidad de vender por parte del accionista.

#### 4.2.- Utilidad de la valoración de empresas

Según Fernández, P. (2008) una valoración sirve para muy distintos propósitos:

1. Operaciones de compraventa: Al comprador la valoración le indica el precio máximo a pagar, mientras que para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender y le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado, para concentrar su cartera en aquellos activos que le parecen más infravalorados por el mercado, etc. La valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.

3. Salidas a bolsa: La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen inicialmente las acciones al público.

4. Herencias y testamentos: La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.

5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers): Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

7. Toma de decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.

8. Planificación estratégica: Decidir qué productos, líneas de negocio, países o clientes mantener, potenciar o abandonar. Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

9. Procesos de arbitraje y pleitos: Suele ser un requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios. La valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez.

Hay que tener en cuenta una serie de consideraciones a la utilidad de la valoración de empresas, puesto que en ocasiones no se percibe adecuadamente.

- Una valoración no es una auditoría:

Este aspecto que parece sumamente elemental, con frecuencia es motivo de confusión en las relaciones empresariales. La auditoría de cuentas de una sociedad pretende facilitar al interesado una seguridad razonable de que las cuentas anuales de la sociedad auditada presentan una imagen fiel de su situación financiera patrimonial y del resultado de sus operaciones durante el periodo analizado. Por consiguiente las técnicas y procedimientos de auditoría, fundamentalmente de carácter analítico, intentan cubrir ese objetivo.

Los procedimientos que aplica el valorador para realizar su trabajo no tienen en cuenta como objetivo efectuar ningún tipo de comprobación. El valorador parte de unas cifras que considera como válidas, estén auditadas o no, sobre las que construye su valoración. Su trabajo será sobretodo entender adecuadamente el funcionamiento del negocio, descubrir cuáles son los conductores de valor e intentar prever cuál puede ser su futuro, pero en ningún caso efectúa pruebas sobre la posibilidad de realización de los activos o sobre la existencia de pasivos ocultos.

- Una valoración no es un diagnóstico de la empresa:

Una valoración necesita descubrir los aspectos críticos de un negocio, fundamentalmente para evaluar su impacto sobre el valor, ante modificaciones significativas en su comportamiento. Sin embargo, una valoración no es ni conlleva un diagnóstico exhaustivo de todas las áreas de la empresa. Para hacer su trabajo el valorador no efectúa un diagnóstico en profundidad del sistema de información, ni evalúa la idoneidad del conjunto de la plantilla, por ejemplo. El valorador profundizará únicamente en las áreas del negocio que considere críticas.

- Una valoración no supone la elaboración de un Plan de negocio detallado

Los métodos más comúnmente aceptados de valoración se aplican sobre una previsión del desarrollo futuro del negocio, normalmente plasmada en unas proyecciones financieras. Dichas proyecciones financieras se elaboran normalmente sobre la base de la mejor estimación de la dirección acerca de la evolución futura del negocio y deben ser realistas, coherentes y consistentes en su trayectoria histórica y con sus posibilidades de evolución futura.

Sin embargo, dichas proyecciones financieras no tienen necesariamente por qué coincidir con el Plan de negocio de la compañía, que recoge fundamentalmente los objetivos de desarrollo del negocio, diseñados por la dirección, para todas las áreas del negocio.

Las proyecciones financieras para la valoración son, en consecuencia, un instrumento mucho más simple, orientado fundamentalmente a la determinación del flujo de caja



y, en algunos casos al menos, una previsión más realista de qué puede ocurrir en el futuro con el negocio.

### 4.3.- Tipos de valor

Existen diversos tipos de valor que es necesario diferenciar. A continuación se citarán los más utilizados según Sanjurjo, M. (2003) y se explicarán detalladamente:

#### 4.3.1.- Valor de mercado

Se define como el precio que razonablemente se puede esperar obtener por una sociedad en una operación de venta en un mercado libre, entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con un conocimiento similar sobre los negocios y los mercados en los que opera la sociedad, y actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio.

Este tipo de valor asume, asimismo, que se dispondrá de un plazo razonable de tiempo para efectuar una venta ordenada y que ningún comprador tendrá un interés especial en el negocio. Se asumen por tanto, una serie de hipótesis relacionadas con la ausencia de presiones en los intervinientes de la transacción y de intereses especiales, que en muchas ocasiones no se presentan absolutamente puros.

Las principales características de ese comprador hipotético serían:

- 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.

Esta concepción de valor es la más extendida tanto en las relaciones empresariales, así como en el mundo académico, por las razones siguientes:

- La primacía del mercado, como regulador de la actividad económica.
- Es la que más puede acercarse a la realidad, si se efectúan los análisis con rigor.
- Es la que solicitan determinados agentes e instituciones (autoridades de control y supervisión), destinatarias de informes de valoración.

El valor de mercado, como base de las valoraciones realizadas, se emplea habitualmente en las siguientes situaciones:

- Cuando se está analizando la conveniencia de efectuar una inversión/compraventa, como referencia para una de las partes.



- Para comprobar que una transacción ya realizada, aparentemente en unas condiciones de mercado restringido, ha sido efectuada dentro del rango de los valores que hubiera arrojado una operación en mercado abierto.
- Como indicador del valor generado por un negocio o actividad empresarial considerando como tal la diferencia entre las estimaciones del valor de mercado en dos momentos diferentes de tiempo.

Obviamente el concepto de valor de mercado asume que el negocio en cuestión se encuentra en situación de “empresas en funcionamiento”.

#### 4.3.2.- Valor justo o razonable

Esta concepción de valor, muy utilizada en el entorno empresarial anglosajón (fair value), se podría definir como aquel que el experto determina como tal, considerando el conjunto de condiciones que se producen en el contexto de la transacción, tratando en todo caso de ser equitativo y justo para ambas partes.

Es decir, el valor justo invoca el deseo del valorador de tratar de manera razonable a un comprador y a un vendedor que se encuentran, de alguna manera, obligados, a participar en una transacción, por ejemplo, mediante el mecanismo de un acuerdo legal, que supone que dicha vinculación restringe la posibilidad de acceder a un mercado más amplio.

Normalmente, el valor razonable o justo se determina considerando y ponderando otras concepciones o bases de valoración: el valor de mercado, valor económico y el valor de los activos de la empresa en cuestión.

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

- En encargos efectuados por la autoridad judicial para dirimir conflictos entre dos partes.
- En situaciones de arbitraje voluntario solicitado por las partes, ante la dificultad para determinar un precio justo.
- En aplicación de cláusulas estatutarias, relacionadas con derechos preferentes de adquisición de acciones o derechos de tanteo.

Lo esencial, por tanto, de la concepción que subyace en el valor justo o razonable es:

- Independencia del valorador, que deberá en todo momento intentar ser justo con las partes, atendiendo a las circunstancias de ambas.
- Normalmente es referido a una transacción que no se produce en el mercado abierto.

#### **4.3.3.- Valor económico**

Se define el valor económico como el valor del negocio para el propietario actual. Dicho valor representa la compensación que éste requeriría por no poseer el negocio, incluyendo aquí una compensación por cualquier consecuencia indirecta.

Visto de otro modo, el valor económico se define como el valor del negocio para el futuro propietario y representa el valor atribuible a dicha oportunidad en las circunstancias concretas del momento de la valoración.

Esto muestra claramente que el valor económico se encuentra absolutamente determinado desde la perspectiva de una de las partes, normalmente el vendedor.

Suele estimarse, a requerimiento de los propietarios del negocio, para evaluar ofertas recibidas para la adquisición de su sociedad.

Este enfoque de valoración se ha utilizado también para evaluar la conveniencia de realizar determinadas privatizaciones de empresas públicas. En estos casos el valor económico estimado ha intentado recoger la totalidad del valor cedido por el Estado, incluyendo no sólo aspectos puramente societarios, sino también fiscales, laborales, etc.

#### **4.3.4.- Valor de liquidación**

Se puede definir como una estimación del producto obtenido a partir del proceso de liquidación de una empresa, asumiendo que cesará la actividad del negocio.

Este enfoque de aproximación al valor de una empresa queda restringido a aquellas que se encuentran ya en proceso de liquidación o cierre, o en una fase en la que se considera que ése será su futuro próximo.

Hay que tener en cuenta que no sólo en las situaciones de crisis (por ejemplo, empresas en pérdidas continuadas) es apropiado este enfoque. También se produce este tipo de valoraciones, por ejemplo, en la disolución de joint-ventures y en otro tipo de ceses voluntarios de actividad. La estimación del valor de liquidación de una empresa se efectúa de acuerdo con el siguiente proceso:

- Valoración de realización de activos.
- Valor de los pasivos.
- Costes de cierre.
- Valor de liquidación.

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. Si el período de liquidación fuese potencialmente largo será necesario preparar



un plan de liquidación que sitúe en el tiempo los cobros y pagos correspondientes a la liquidación y sirva para estimar, en su caso, su valor actual.

#### **4.3.5 Valor contable**

El valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros.

#### 4.4.- Métodos de valoración

Los métodos de valoración han experimentado una gran evolución a lo largo de los años, al ritmo que han surgido nuevas visiones de la empresa y de los principales elementos que las componen. Enumeraremos los más significativos y nos centraremos en el estudio de los más utilizados en la actualidad; el de descuento de los flujos de caja (DFC) y el de múltiplos de cotización.

Según Fernández, P. (2008), los diferentes métodos de valoración pueden ser clasificados en cuatro grandes grupos:

Ilustración 8: Tipos y métodos de valoración.



Fuente: Elaboración propia.

A continuación, veremos un somero repaso de cada uno de ellos.

#### 4.4.1.- Métodos basados en el balance:

Se trata de métodos basados 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 aportan una forma rápida de obtener el valor de la empresa de manera aproximada si se realizan ciertos ajustes y son por ello objeto de estudio. En este grupo encontramos los siguientes métodos:

- Método 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.

- Método 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.

- Método 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.

- Método Valor Substancial: Es el valor de reposición de los activos, es decir, la inversión necesaria para llegar a tener una empresa en idénticas condiciones.

#### 4.4.2.- Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos buscan hallar el valor de la empresa en función de los beneficios genera, datos 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.

- Método Múltiplo de los beneficios. PER (Price Earning Ratio): El valor de una acción se calcula multiplicando el beneficio por el PER, que indica el dividendo que se paga en función de la cotización de la acción. Si una empresa tiene un PER elevado puede significar que las expectativas del valor son favorables y están anticipando un crecimiento de los beneficios en el futuro. Aunque también puede significar que el precio de la acción está sobrevalorado y, por tanto, que resulte improbable que su cotización siga subiendo.

- Método Múltiplo de las ventas: el valor se obtiene en función de las ventas, al multiplicarlo por un número o múltiplo.

- Método de Otros Múltiplos: es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables, como por ejemplo:

- Valor empresa/EBIT
- Valor empresa/EBITDA
- Valor empresa/Cash Flow Operativo
- Valor acciones/Valor contable

Y para empresas on-line:

- Precio/Ventas
- Precio/Suscriptor
- Precio/Páginas visitadas
- Precio/habitante

#### **4.4.3.- Métodos Mixtos, *basados en el Goodwill* o Fondo de Comercio**

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. Tan solo nombraremos algunos de ellos:

- Método de valoración "clásico".
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos.
- Método de la renta abreviada del Goodwill.
- Método indirecto o método "de los prácticos".

#### **4.4.4.- Métodos basados en el Descuento de Flujos de Caja (DFC) o métodos de rendimiento**

Es la más utilizada en la práctica entre empresarios, inversores financieros y profesionales independientes. Con estos métodos, 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, y no solamente del valor estático de determinadas magnitudes que figuren en un balance o en una cuenta de resultados concreta.

El modelo de descuento de flujos de caja valora los recursos propios de una empresa como el valor de explotación de la misma (el valor de la empresa disponible para todos

los inversores), menos el valor de la deuda neta (Deuda C/P + deuda L/P + leasing financiero – caja – activos líquidos).

Su importancia se debe, no solo a la metodología aplicada sino también a los conceptos en los que se basa:

- Primacía del flujo de caja sobre el beneficio contable.
- Coste de capital como referencia de la rentabilidad.
- La medida del valor utilizando el valor presente de los flujos futuros.

Considera por tanto a la empresa como un proyecto de inversión cuyos resultados pueden actualizarse, y evita los inconvenientes de los métodos de valoración contables, que no tenían en cuenta la capacidad de la empresa de generar beneficios futuros.

### **Metodología de Cálculo:**

#### ***I. Estimación de las proyecciones financieras: flujos de caja***

Los flujos de caja son la clave de este método de valoración y se calculan del siguiente modo:

*Flujos de Caja = Beneficio + Amortizaciones – Inversiones – Necesidades Operativas de Fondos*

El beneficio no tiene en cuenta aspectos como la eficiencia en la gestión de cobro, la mejor o peor negociación de las condiciones de pago a los distintos acreedores, etc. Esto es especialmente importante debido a la carencia de este tipo de datos en nuestro análisis de Segur Control.

Además, no considera el nivel de inversiones en inmovilizado, si bien sí que incluye la amortización del activo fijo, importe que se asemejaría al anterior únicamente en los negocios cuyos niveles de inversión sean muy constantes y siempre y cuando las tasas de amortización coincidan con la vida útil técnica de los bienes.

El flujo de caja libre representa los fondos generados por la empresa en un periodo determinado, que están disponibles para la devolución del endeudamiento financiero y para remunerar al capital ajeno mediante el pago de los intereses correspondientes, y al propio a través del pago de dividendos.

El flujo de caja libre no tiene en cuenta la forma y la estructura de financiación de la empresa, es decir, dos empresas con actividades y resultados idénticos en un periodo de tiempo determinado, una financiada enteramente con recursos propios y la otra mediante préstamos tendrán exactamente el mismo flujo de caja libre. De la misma forma no se le restan los gastos financieros, puesto que el coste total de la financiación de la empresa se verá reflejado en el CMPC (Coste Medio Ponderado del Capital) y el

objetivo es verificar si la compañía es o no rentable, independientemente de cómo se financie.

Ilustración 9: Estimación de los Flujos de Caja Brutos y Libres.



Fuente: Elaboración propia.

## II. Cálculo de la tasa de descuento

Para ser coherente con la definición de flujo de caja, el tipo de descuento aplicado al flujo de caja libre debe reflejar el coste de oportunidad para todos los proveedores de capital, ponderado por su aportación relativa al capital total de la empresa. A esto se le denomina coste medio ponderado del capital CMPC (WACC).

El coste de oportunidad para un grupo de inversores es igual al tipo de rentabilidad que los inversores podrían esperar ganar colocando su dinero en otras inversiones de riesgo equivalente. El coste para la empresa es igual al coste de los inversores, menos todas las ventajas fiscales recibidas por la empresa.

El principio general más importante para estimar el CMPC (WACC), es que debe ser coherente con el enfoque general de la valoración y con la definición del flujo de caja que se va a descontar. Para ser coherente con el método del DFC para los tenedores de acciones y deuda, la estimación del coste de capital debe:

- Comprender una media ponderada de los costes de todas las fuentes de capital (deuda y recursos propios) ya que el flujo de caja libre representa la liquidez disponible para todos los proveedores de capital.
- Ser calculado después de impuestos, ya que el flujo de caja libre se determina después de impuestos.

- Utilizar tipos de descuento nominales de rentabilidad que incluyen los tipos reales y de la inflación esperada, ya que el flujo de caja libre esperado viene expresado en términos nominales.
- Ajustar por el riesgo sistemático que corre cada proveedor de capital, ya que cada uno de ellos espera obtener una rentabilidad que le compense por el riesgo tomado.
- Estar sometido a cambios a lo largo del periodo de proyección del flujo de caja, debido a cambios esperados en la inflación, el riesgo sistemático o la estructura de capital.

En síntesis, el coste medio ponderado de capital (CMPC), que es una media ponderada sobre el coste de todas las fuentes de financiación, representa en promedio lo que a la empresa le cuesta cada unidad monetaria de financiación.

### **Pasos necesarios para estimar el CMPC:**

#### *a) Establecer las ponderaciones de la estructura de capital*

Consiste en determinar el objetivo de estructura de capital para la empresa a valorar. De esta manera se obtienen las ponderaciones utilizadas en la fórmula CMPC. Para ello se recomienda emplear una combinación de tres métodos:

- Estimación de la estructura de capital actual de la empresa y de los tres o cuatro años más recientes.
- Análisis de la estructura de capital de empresas comparables. Este estudio presenta la ventaja que ayuda a la comprobación de si la estructura de capital actual es normal o poco corriente.
- Examen de la filosofía de financiación de la dirección. Siempre que sea posible se intenta determinar si la dirección de la empresa tiene una idea explícita o implícita acerca del objetivo de estructura de capital, diferente de la estructura de capital existente en la actualidad. Si es así se utiliza ese objetivo si se supone realista y alcanzable en los próximos años.

#### *b) Estimar el coste de financiación con fondos ajenos*

Se calcula como la relación entre gastos financieros y el exigible.

#### *c) Estimar el coste de los recursos propios*

El CAPM (Capital Asset Pricing Model) postula que el coste de los recursos propios o rentabilidad esperada de un activo es igual a la rentabilidad del activo libre de riesgo más una prima de riesgo que es Beta veces la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad del activo libre de riesgo.

El CAPM mantiene que el inversor debe preocuparse por el riesgo sistemático de sus inversiones, esto es la relación de éstas con el conjunto del mercado, el riesgo propio o específico desaparece con la diversificación, por tanto el riesgo a tener en cuenta al seleccionar activos es el riesgo de mercado o sistemático de acuerdo con la teoría de carteras de Markowitz.

El modo de medir ese riesgo sistemático es el coeficiente Beta, que relaciona la evolución de la rentabilidad de las acciones en función de la rentabilidad del conjunto del mercado.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_m) - (R_f)]$$

**R<sub>i</sub>**: Es el rendimiento de un título. Se puede utilizar el histórico para calcular el coeficiente  $\beta$ , y así nos servirá para calcular el Rendimiento de un título futuro.

**R<sub>f</sub>**: Es el rendimiento del activo libre de riesgo. Se considera un activo de renta fija y de carácter público, por ello se suele utilizar el rendimiento de los bonos del Estado.

**$\beta_i$** : Mide la sensibilidad del rendimiento de un título ante las variaciones del rendimiento del mercado. Los títulos más sensibles a los movimientos del mercado son de mayor riesgo, por lo tanto su  $\beta$  es mayor a 1, lo que indica que son títulos agresivos y si es menor que 1 es que son títulos defensivos.

**R<sub>m</sub>**: Es el rendimiento del mercado, que normalmente se simplifica utilizando un índice (por ejemplo el IBEX 35).

En adelante, simplificaremos esta fórmula como:

$$k_e = R_f + \beta P_m$$

### III. Estimación del valor residual o valor de continuación

Al considerar una previsión finita de flujos de caja futuros (normalmente entre 5 y 8) como vida útil de la empresa, estamos limitando en el tiempo el potencial real de creación de beneficios futuros. Por tal motivo, es necesario calcular un valor de continuación o valor residual del negocio que se adicionará al último flujo calculado para no infravalorar la empresa a valorar.

El valor residual, habitualmente representa una proporción muy significativa del valor total del negocio (en muchos casos más del 50%). Existen distintas teorías sobre la forma más conveniente de determinar el valor residual; las más conocidas son:

- Valor patrimonial, que considera que el valor residual es el equivalente a los fondos propios de la empresa al final del último periodo proyectado.

- Valor de liquidación, que se aplica cuando se considera que el negocio no continuará después del periodo proyectado, o que por la causa que sea (pérdida de una línea importante de negocio, terminación de un contrato que afecta de forma determinante a la vida futura del negocio, etc.) esté previsto que la empresa, a partir de ese momento, no sea viable.
- Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, que consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, que parte normalmente del flujo de caja estimado para el periodo inmediatamente posterior al último proyectado.
- Capitalización de resultados, cuyo procedimiento es análogo al anterior, sólo que tomando como referencia la variable de beneficios en lugar de flujos de caja.

Obviamente, el valor residual estimado por cualquiera de las vías utilizadas habrá que actualizarlo al momento en el que esté realizando la valoración, aplicando, por lo general, la misma tasa de descuento que se aplica a los flujos del periodo proyectado.

La fórmula matemática de una renta perpetua, basada en el conocido Modelo de Gordon sobre el crecimiento es:

$$Vr = \frac{FCLn * (1 + g)}{(CMPC - g)}$$

**FCLn**: Cifra de renta que servirá de base para el cálculo de los flujos de caja futuros esperados después del periodo proyectado. En este caso será el flujo de caja libre estimado del último periodo.

**n**: número de años de duración del periodo proyectado.

**g**: tasa de crecimiento media a perpetuidad considerada para los flujos de caja futuros, calculada como el producto de la rentabilidad financiera (beneficios netos/recursos propios) por la unidad menos el coeficiente de reparto o Payout (dividendos/beneficio neto). Según la siguiente fórmula:

$$g = ROE * (1 - Payout)$$

# Capítulo 5

## APLICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

### 5.1.- Definición de objetivos y metodología

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

Como comentábamos en el capítulo anterior, existen diferentes metodologías a la hora de valorar una empresa y cada una de las metodologías, al igual que cada uno de los valoradores de una empresa, nos dará un resultado distinto. Es por ello que como posible inversor o consejero 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 4), al entorno en el que se sitúa la empresa que vamos a valorar (capítulo 2), hemos analizado a la empresa, desde su modelo de negocio, su historia y su posición en el sector, hasta 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 3).

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

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.

## 5.2.- 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. Sin embargo, también es cierto que errores puntuales en las hipótesis para la proyección de flujos tienen mucha mayor incidencia cuanto mayor es el periodo proyectado.

Por este motivo, y por lo inestable del mercado, nuestras proyecciones se limitarán a un periodo de 5 años, calculando el valor residual posteriormente para poder completar la valoración.

## 5.3.- 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 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 (Weighted Average Cost of Capital) 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:

$$k = k_d * (1 - t) * \frac{\text{Exigible}}{\text{Activo}} + k_e * \frac{\text{Fondos propios}}{\text{Activo}}$$

Donde:

$K$  = Coste Medio Ponderado de Capital

$k_d$  = Coste de los recursos ajenos

$k_e$  = Coste de los recursos propios

$t$  = 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.

### 5.3.1.- Estructura financiera

El primer paso será determinar la estructura financiera de la empresa, para saber 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 16: Estructura Financiera Segur Control.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

SEGUR CONTROL	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	MEDIA
<b>Fondo Propios</b>	49,83%	42,54%	35,80%	31,72%	31,94%	28,30%	23,66%	24,45%	28,02%	25,61%	<b>32,19%</b>
<b>Pasivos Coste</b>	50,17%	57,46%	64,20%	68,28%	68,06%	71,70%	76,34%	75,55%	71,98%	74,39%	<b>67,81%</b>

Históricamente vemos que Segur Control utiliza un 32% de fondos propios frente al 68% de financiación ajena, si bien es cierto que en los últimos periodos de estudio, gracias a la inyección de capital producida en 2011 por MCH Private Equity Fund, el porcentaje de fondos propios frente a recursos ajenos se ha equilibrado. No obstante, dado la caída en la rentabilidad financiera producida en los últimos tres ejercicios consideramos más prudente basarnos en la media de los últimos 10 años, puesto que no sabemos en qué momento dicho fondo de capital-riesgo puede decidir desinvertir en el Grupo Segur.

Hacemos lo propio con otras 2 empresas del sector, escogiendo del total de la población que forma el CNAE 8002, aquellas que se asemejan más a Segur Control en cuanto a magnitudes de cifra de negocio (Eulen Seguridad SA y Securitas Direct España SAU).

Tabla 17: Estructura Financiera Eulen Seguridad.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Eulen Seguridad	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Media
<b>F. Propios</b>	45,21%	47,08%	47,04%	40,98%	46,52%	38,14%	35,84%	39,41%	42,32%	39,14%	<b>42,17%</b>
<b>Pasivos Coste</b>	54,79%	52,92%	52,96%	59,02%	53,48%	61,86%	64,16%	60,59%	57,68%	60,86%	<b>57,83%</b>

Tabla 18: Estructura Financiera Securitas Direct.

Fuente: Elaboración propia con datos de SABI.

Securitas Direct	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Media
<b>F. Propios</b>	32,33%	33,88%	26,07%	36,66%	37,44%	29,13%	22,74%	21,80%	32,05%	24,77%	<b>29,69%</b>
<b>Pasivos Coste</b>	67,67%	66,12%	73,93%	63,34%	62,56%	70,87%	77,26%	78,20%	67,95%	75,23%	<b>70,31%</b>

El promedio de ambas empresas es de 35,93% de Fondos propios frente a un 64,07% de pasivo con coste. Concluimos que el sector se comporta igual que Segur Control en cuanto a la estructura financiera, por lo que no tendremos en cuenta la diferencia a la hora de obtener las tasas de descuento (**K**).

### 5.3.2.- Coste del endeudamiento

A continuación determinaremos el coste de los recursos ajenos o 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 tercero y se calcula como el reparto de los gastos financieros entre el pasivo con coste.

Para el año 2013 este ratio es de sólo el **1,69%**, 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 **5,18%**.

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 coste real que está consiguiendo la propia empresa, pero también la futura financiación.

### 5.3.3.- 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 es el indicativo más habitual de las inversiones de renta fija.

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 19: Histórico de rentabilidades de los bonos a 10 años.

Fuente: datosmacro.com

Ejercicios	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	MEDIA
<b>Rent. Med.</b>	4,76	5,57	5,12	4,98	4,13	4,02	3,44	3,78	4,24	4,47	4,15	4,51	5,66	5,83	4,14	<b>4,59%</b>

Por tanto nuestro valor para los activos libres de riesgo será:  $R_f = 4,59\%$

### Determinación del rendimiento del mercado ( $R_m$ )

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 (actualmente a 125).

Tabla 20: Histórico de rentabilidad IGBM.

Fuente: [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
16,22%	12,68%	-6,39%	23,10%	27,44%	18,70%	20,56%	34,49%
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	MEDIA
5,60%	40,56%	27,23%	19,17%	-14,55%	-3,84%	22,71%	<b>9,41%</b>

De modo que tomaremos como rentabilidad del mercado:  $R_m = 9,41\%$

Por tanto  $P_m = R_m - R_f = 4,82\%$

### Determinación de la prima de riesgo ( $\beta$ )

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  $\beta$  acudiremos al archivo de Damodaran, que nos proporciona información de empresas que cotizan en los mercados de valores de sus correspondientes países, incluidas las Betas

Para obtener la Beta de Segur Control deberíamos seleccionar las empresas que se dedican al sector de seguridad, sin embargo observamos que este sector no figura como tal, y que empresas como Securitas se engloban dentro del Sector de Business & Consumer Services, en cual engloba a 215 empresas sólo para Europa. La Beta desapalancada del sector es 0,81, y la apalancada es de 0,93

Por tal motivo consideramos más apropiado que calcular la media de las betas del mismo (puesto que el resultado no va a ser significativo por la gran cantidad de actividades del sector), partir de las betas de la empresa Securitas, cuya Beta es **1,15**

Por tanto, podemos calcular el coste de los recursos propios o  $K_e$ .

$$K_e = R_f + \beta P_m = 4.59\% + 1.15 * 4.82\% = \mathbf{10.13\%}$$

De igual modo, y considerando el tipo impositivo del 30%, obtenemos unos valores de CMPC

$$K = k_d * (1 - t) * \frac{\text{Exigible}}{\text{Activo}} + k_e * \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Activo}}$$

$$K_1 = \mathbf{5.64\%} \text{ para un coste de los recursos ajenos de } 1.69\%$$

$$K_2 = \mathbf{6.87\%} \text{ para un coste de los recursos ajenos de } 5.18\%$$

## 5.4.- 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.

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 capítulos anteriores un análisis del mercado así como un estudio económico-financiero que nos mostrado la tendencia de los últimos ejercicios de la empresa, con sus virtudes y sus aspectos de mejora, que pasan principalmente por el incremento de las ventas, ya que su situación de endeudamiento es adecuada y los costes de financiación están ya muy ajustados.

### 5.4.1.- Ventas

La estimación de las ventas es el paso más importante en las proyecciones financieras, en nuestro caso la mayoría del 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, para poder averiguar en qué grado se relacionan estas variables macro la cifra de ventas de Segur Control. Para ello hemos elaborado la siguiente tabla, donde figura la variación porcentual interanual de todas las magnitudes.

Tabla 21: Evolución Cifra de Ventas, IPC y PIB de 2004 a 2013.

Fuente: Elaboración propia

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ventas</b>	34563324	35074710	25799635	25604880	27715502	25065273	24081899	21068859	18598455	17397664
<b>IPC</b>	3,20%	1,48%	-26,44%	-0,75%	8,24%	-9,56%	-3,92%	-12,51%	-11,73%	-6,46%
<b>PIB</b>	861420	930566	1007974	1080807	1116207	1079034	1080913	1075147	1055158	1049181
		8,03%	8,32%	7,23%	3,28%	-3,33%	0,17%	-0,53%	-1,86%	-0,57%

Gráficamente es como mejor se aprecia si existe o no correlación entre la cifra de ventas y alguna de las variables macro.

Ilustración 10: Evolución INCV e IPC.

Fuente: Elaboración propia

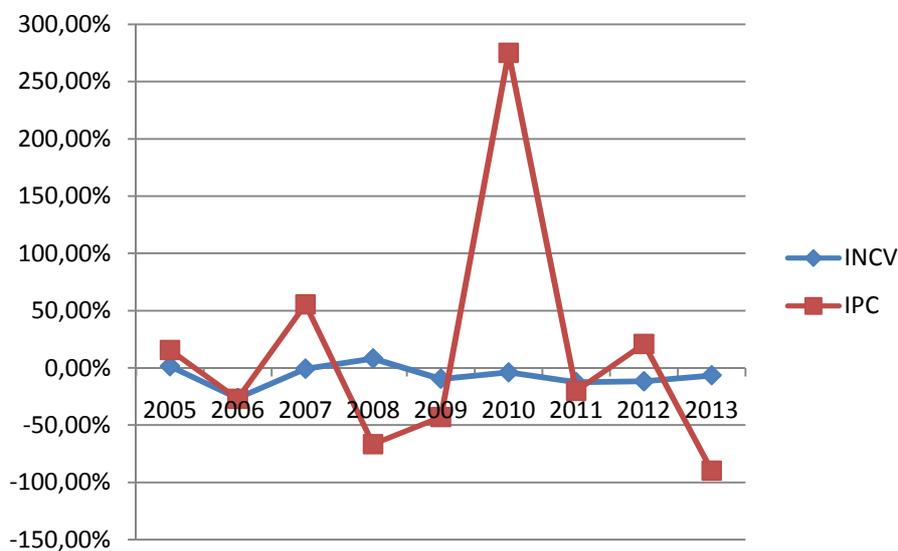
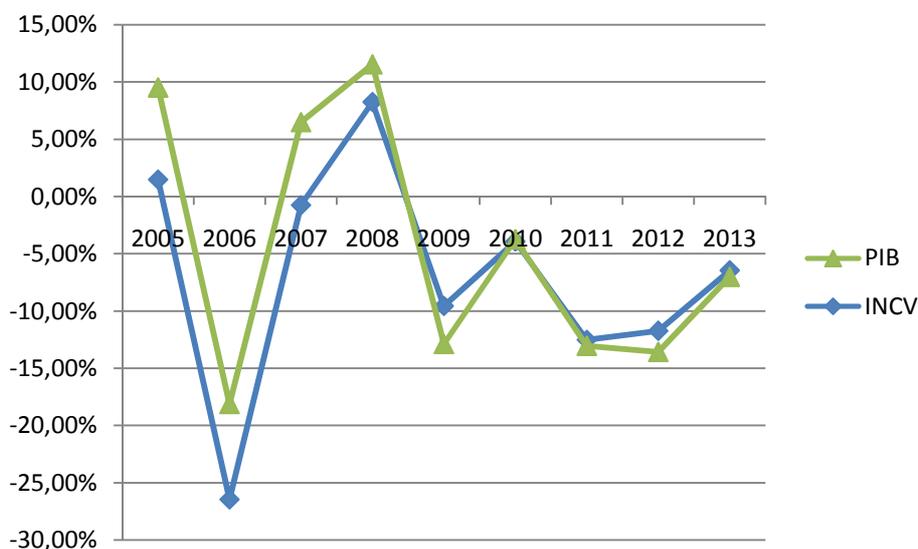


Ilustración 11: Evolución INCV y PIB.

Fuente: Elaboración propia.



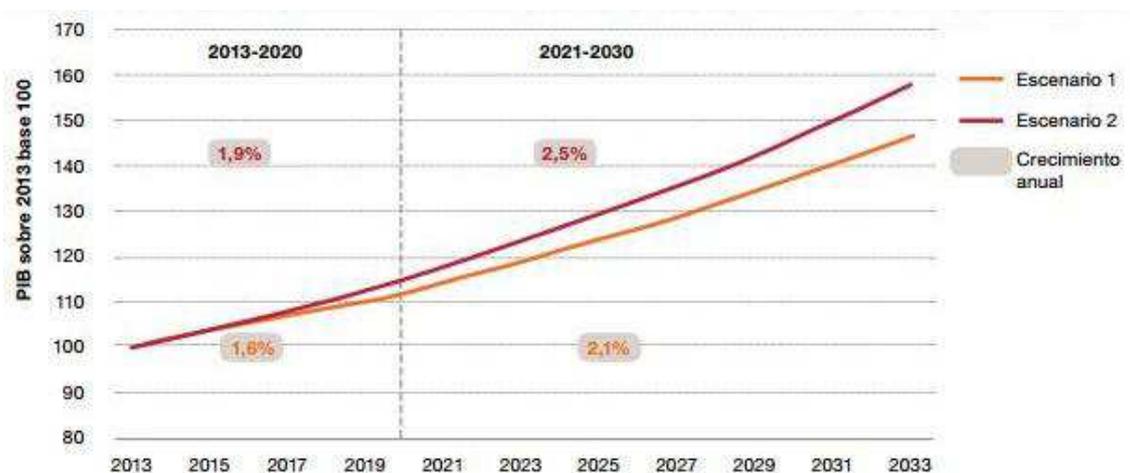
En cuanto al IPC, se observa que las variaciones en las magnitudes de las cifras de ventas no tienen ningún tipo de correlación con él.

En cuanto al PIB, se observa a simple vista que ambas variables están más relacionadas, y a través de un análisis de regresión se observa que el índice de correlación de las ventas de Segur Control con el PIB es de un 69 %. Dicha magnitud es pues un buen punto de partida sobre el cual realizar nuestras proyecciones.

Si atendemos a la evolución del PIB en los próximos 10 años, PWC estima en su informe "La Economía Española en 2033" que será de un 1.9% anual de media hasta 2020 y un 2.5% posteriormente, como se observa en la siguiente gráfica.

Ilustración 12: Previsión de la evolución del PIB.

Fuente: "La economía española en 2033".- PWC



Recordando las conclusiones extraídas del capítulo 2, se apreciaba que dentro de un mercado nacional de la seguridad muy maduro, soportando caídas de facturación desde 2008, la actividad que había soportado una menor caída en las ventas fue sistemas de seguridad (tan sólo un 0.2% frente a un 5.6% de la actividad de vigilancia). Si agregamos que el mercado sufre un aumento de demanda de este tipo de servicios de sustitución de vigilancia física por sistemas capaces de ahorrar costes sin merma de seguridad (convergencia de la seguridad), y observamos como Segur Control logró en 2013 reducir el ritmo de caída en las ventas hasta el 6,46%, viniendo de una caída del 11,73% en el ejercicio inmediatamente anterior, se puede esperar que el comportamiento de la cifra de ventas siga mejorando ejercicio a ejercicio.

Las conclusiones del análisis económico financiero mostraban como Segur Control ha centrado sus esfuerzos en mejorar su situación de liquidez, endeudamiento y autonomía, alcanzando prácticamente en todas las magnitudes estudiadas, ratios cercanos a los considerados como ideales. No es descabellado pensar entonces, y máxime considerando el bajo coste de financiación que mantiene Segur Control, que pueda centrar sus esfuerzos para ulteriores ejercicios en mejorar su cifra de ventas.

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, y dado que los datos de crecimiento del mismo se encuentran entre el 1,6% y el 1,9% para los próximos 5 ejercicios, estimaremos que Segur Control va a ser capaz de frenar las caídas en sus cifras de ventas, obteniendo un crecimiento del 0% para los primeros 3 ejercicios y un 1% en los siguientes.

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

Tabla 22: Previsión ventas Segur Control.

Fuente: Elaboración propia

AÑO	Ventas Estimadas	Crecimiento
2014	17.397.664 €	0%
2015	17.397.664 €	0%
2016	17.397.664 €	0%
2017	17.571.641 €	1%
2018	17.747.357 €	1%

Señalamos nuevamente que son proyecciones estimadas a partir de datos de evolución de variables pasadas, y que por tanto, han de someterse a revisión. Para mermar la influencia de un hipotético error en las mismas, posteriormente calcularemos otros escenarios con cifras más optimistas y pesimistas de crecimiento.

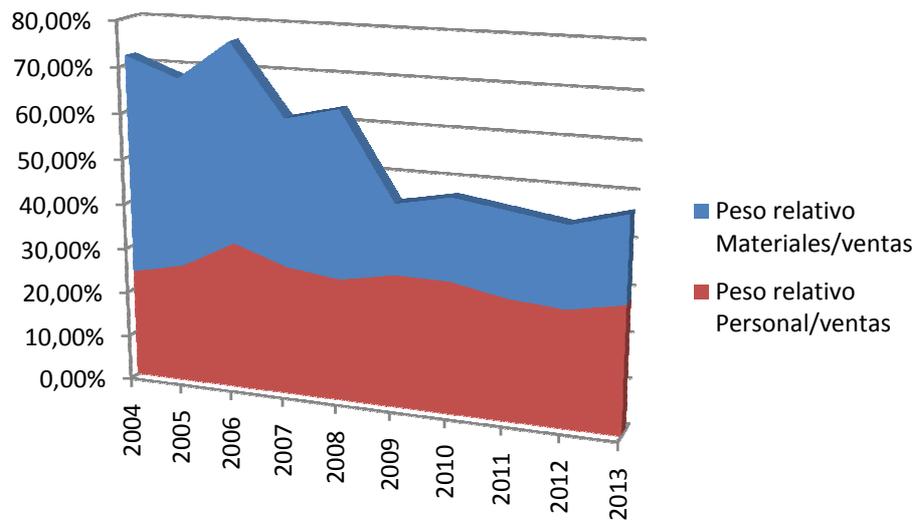
#### 5.4.2.- Aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación.

De la misma forma que hemos realizado una previsión de crecimiento sobre la cifra de ventas, hemos de realizar un trabajo similar sobre las principales magnitudes de costes.

Como hemos visto con anterioridad, no podemos utilizar con certeza la partida de gastos de explotación para el análisis por carecer de datos en el SABI. Así que realizaremos nuestra previsión sobre las otras 2 mayores partidas de gasto de la cuenta de resultados; los gastos variables (aprovisionamientos) y los gastos de estructura (personal), y su relación con la evolución de la cifra de ventas.

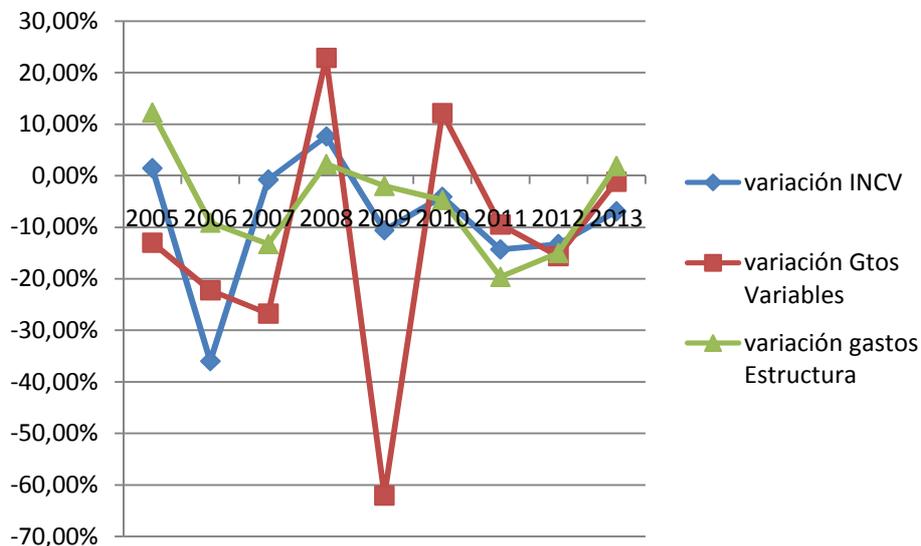
La evolución de ambas, y su peso relativo respecto al importe neto de la cifra de ventas de Segur Control puede observarse en el siguiente gráfico.

Ilustración 13: Gastos de estructura y materiales sobre la cifra de ventas. Fuente: Elaboración propia



Observamos que entre ambas magnitudes superan el 40% del gasto total de la empresa, y en algunos ejercicios han alcanzado hasta un 75% del importe de la cifra de ventas. Concluimos por ello, que son suficientemente significativas como para poder estudiar la evolución de sus variaciones frente a la variación del importe de las ventas.

Ilustración 14: Evolución de variación porcentual de gastos y ventas. Fuente: Elaboración propia.



La partida de Gastos de estructura promedia un 27,7% de la cifra de ventas, mientras que la de Aprovisionamientos o gastos variables supone un promedio del 29% a lo largo del periodo estudiado.

Si analizamos la variación de la partida de aprovisionamientos en relación a la partida de ventas podemos observar que, salvo el dato provocado por la gran reducción de gastos de 2009 si se puede observar mucha relación entre ambas magnitudes.

Asimismo la partida de gastos de personal se comporta casi idénticamente que las ventas.

Estas relaciones se pueden comprobar verificando el elevado coeficiente de correlación calculado:

**Tabla 23: Análisis de regresión. Correlación gastos frente a cifra de ventas. Fuente: Elaboración propia.**

	<i>Cifra Ventas</i>	<i>Materiales</i>	<i>Personal</i>
Importe Cifra Ventas	1		
Materiales (G. Variables)	0,913014596	1	
Personal (G. Estructura)	0,911614604	0,828728809	1

Por todo lo expuesto, consideraremos que las citadas magnitudes evolucionarán con los mismos parámetros de crecimiento que la propia cifra de ventas, como se aprecia en la siguiente tabla.

**Tabla 24: Previsión gastos estructura y variables.**

**Fuente: Elaboración propia.**

<b>AÑO</b>	<b>Gastos Explotación</b>	<b>Gastos Estructura</b>	<b>Gastos Variables</b>	<b>Crecimiento</b>
2014	7.088.226 €	4.852.863 €	3.251.373 €	0%
2015	7.088.226 €	4.852.863 €	3.251.373 €	0%
2016	7.088.226 €	4.852.863 €	3.251.373 €	0%
2017	7.159.108 €	4.901.392 €	3.283.887 €	1%
2018	7.230.699 €	4.950.406 €	3.316.726 €	1%

Hemos incluido la partida de gastos de explotación, ya que aunque figura como n.d. en el balance, dado su peso específico dentro del total de gastos no se puede obviar de cara al cálculo de los flujos de caja. Vamos a asumir que se comporta del mismo modo a las otras 2 variables de gastos.

### 5.4.3.- Amortizaciones

Es difícil estimar año a año qué porcentaje de amortización sobre los activos tiene Segur Control, puesto que apenas presenta una correlación con las ventas del 56%.

Sin embargo, si calculamos el valor promedio de los últimos 10 ejercicios obtenemos un 3.61% de las ventas, con un crecimiento promedio anual del 0.34%. Asimismo, durante los dos últimos ejercicios, el crecimiento interanual en las amortizaciones ha sido muy superior a la tendencia mostrada hasta ahora, alcanzando un 31% y 54% respectivamente en 2012 y 2013, suponiendo un 3.16% y un 5.21% sobre el importe neto de la cifra de ventas.

Si recordamos el capítulo tercero, vimos que en el análisis de rotación de activo, la empresa contaba con activos fijos poco productivos (especialmente inmovilizado inmaterial), por lo que para estos próximos ejercicios optaremos por mantener crecimientos en la amortización superior a la media de los 10 ejercicios estudiados y fijado en el 25%, partiendo de la última cifra de amortización disponible. Este porcentaje de crecimiento se reducirá a un ritmo del 5% anual en la medida en que los ratios de rotación activos vayan mostrando mejoras.

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

Tabla 25: Proyección de las amortizaciones.

Fuente: Elaboración propia.

AÑO	Amortizaciones	Crecimiento
2014	1.132.683 €	25%
2015	1.359.219 €	20%
2016	1.495.141 €	10%
2017	1.569.898 €	5%
2018	1.569.898 €	0%

### 5.4.5.- Cambios en el capital corriente

Se trata de estimar una evolución de las necesidades operativas de fondos a partir de la evolución del Fondo de Maniobra Necesario en los últimos años.

Como vimos en el respectivo apartado del análisis financiero, por falta de datos no pudimos calcular esta magnitud, así que para las proyecciones partiremos del fondo de maniobra aparente.

Tabla 26: FM Aparente, Clientes medio y plazo de cobro.

Fuente: Elaboración propia

Fondo de Maniobra Aparente	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	- 380.930	- 2.157.638	- 2.516.737	- 4.285.227
Clientes Medio	3.496.994	5.392.613	7.708.172	10.964.094
Plazo de cobro	60,63	87,46	110,36	137,34

Como se observa Segur Control redujo mucho en los últimos ejercicios tanto el saldo de clientes como el plazo de cobro a los mismos, sin embargo no podemos aventurarnos a prever necesidades operativas de fondos, dada la total ausencia de datos respecto a acreedores comerciales y consumos de mercaderías.

#### 5.4.6.- Inversiones en activo fijo

Dada la estructura patrimonial de Segur Control, en la que prácticamente el total de su activo fijo es inmovilizado inmaterial, mientras que el inmovilizado material representa tan solo el 1,7% del total inmovilizado, consideramos que estas inversiones no van a jugar ningún papel decisivo en la valoración de la empresa en el largo plazo, y que con el efecto propuesto sobre las amortizaciones ya se contempla de cara a la valoración final la principal variabilidad que estimamos sobre el inmovilizado.

#### 5.4.7.- 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 5 años:

Tabla 27: Obtención de los Flujos de Caja Libres. Escenario Realista

Fuente: Elaboración propia

PROYECCIONES	2014	2015	2016	2017	2018
INGRESOS	17.397.664 €	17.397.664 €	17.397.664 €	17.571.641 €	17.747.357 €
G. Variables	3.251.373 €	3.251.373 €	3.251.373 €	3.283.887 €	3.316.726 €
G. Estructura	4.852.863 €	4.852.863 €	4.852.863 €	4.901.392 €	4.950.406 €
Otros gastos Explot.	7.088.226 €	7.088.226 €	7.088.226 €	7.159.108 €	7.230.699 €
Amortizaciones	1.132.683 €	1.359.219 €	1.495.141 €	1.569.898 €	1.569.898 €
BAll	1.072.520 €	845.983 €	710.061 €	657.356 €	679.629 €
Impuesto	321.756 €	253.795 €	213.018 €	197.207 €	203.889 €
Beneficio NETO	750.764 €	592.188 €	497.043 €	460.149 €	475.740 €
Amortizaciones	1.569.898 €	1.648.393 €	1.730.812 €	1.817.353 €	1.908.221 €
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>2.320.662 €</b>	<b>2.240.581 €</b>	<b>2.227.855 €</b>	<b>2.277.502 €</b>	<b>2.383.961 €</b>
Var. Capital Corriente.	-	-	-	-	-
Inversión Activo Fijo	-	-	-	-	-
Inversión Bruta	-	-	-	-	-
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>2.320.662 €</b>	<b>2.240.581 €</b>	<b>2.227.855 €</b>	<b>2.277.502 €</b>	<b>2.383.961 €</b>

Calculamos el Valor Actual Neto de los flujos con las dos tasas de descuento ( $K$ ) calculadas en el punto 5.3 y obtenemos un valor comprendido entre 9.414.978,92 € para  $K_2= 6,87\%$  y 9.734.232,24 € para  $K_1= 5,64\%$ .

## 5.5.- Escenarios Optimista y Pesimista

A continuación realizaremos los cálculos anteriores teniendo en cuenta posibles situaciones menos probables, pero que pueden alterar de los flujos de caja finales. Desarrollaremos los dos escenarios alternativos, uno optimista y uno pesimista.

### 5.5.1.- Escenario Optimista

Para este escenario hemos tenido en cuenta que los ingresos, desde el primer momento, incrementan cada año un 2% (ritmo más cercano al PIB) los 3 primeros ejercicios y todavía más a partir del 2017 por el efecto positivo de la anteriormente comentada convergencia de la seguridad alcanzando un crecimiento del 5%.

Respecto a los costes, la empresa no podrá evitar que los gastos de estructura y variables aumenten en la misma proporción que las ventas, pero sí podrá contener otros costes de explotación. De este modo, estos y las amortizaciones mantendrían los mismos valores del escenario realista.

El resultado es:

Tabla 28: Obtención de los Flujos de Caja Libres. Escenario Optimista

Fuente: Elaboración propia

OPTIMISTA	2014	2015	2016	2017	2018
INGRESOS	17.745.617 €	18.100.530 €	18.462.540 €	19.385.667 €	20.354.951 €
G. Variables	3.316.400 €	3.382.728 €	3.450.383 €	3.622.902 €	3.804.047 €
G. Estructura	4.949.920 €	5.048.919 €	5.149.897 €	5.407.392 €	5.677.761 €
Otros gastos. Explotación	7.088.226 €	7.088.226 €	7.088.226 €	7.159.108 €	7.20.699 €
Amortizaciones	1.132.683 €	1.359.219 €	1.495.141 €	1.569.898 €	1.569.898 €
BAII	1.258.388 €	1.221.437 €	1.278.893 €	1.626.367 €	2.072.545 €
Impuesto	377.516 €	366.431 €	383.668 €	487.910 €	621.763 €
Beneficio NETO	880.872 €	855.006 €	895.225 €	1.138.457 €	1.450.781 €
Amortizaciones	1.132.683 €	1.359.219 €	1.495.141 €	1.569.898 €	1.569.898 €
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>2.013.554 €</b>	<b>2.214.225 €</b>	<b>2.390.366 €</b>	<b>2.708.355 €</b>	<b>3.020.679 €</b>
Var. Capital Corriente.	-	-	-	-	-
Inversión. Activo Fijo	-	-	-	-	-
Inversión Bruta	-	-	-	-	-
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>2.013.554 €</b>	<b>2.214.225 €</b>	<b>2.390.366 €</b>	<b>2.708.355 €</b>	<b>3.020.679 €</b>

Hallamos el VAN con las 2 tasas de descuento ( $K$ ) calculadas y obtenemos un valor comprendido entre 10.024.773,80 € para  $K_2=6,87\%$  y 10.387.561,76 € para  $K_1=5,64\%$ .

### 5.5.2.- Escenario pesimista.

Para el escenario pesimista hemos supuesto un descenso de las ventas anuales. Suponemos en este caso que Segur Control no puede superar la tendencia negativa en las ventas tan rápido, pese a la evolución favorable de las variables macro. Así, suponemos que durante los 3 primeros ejercicios proyectados seguirá cayendo en ventas al ritmo del 2% anual para estabilizarse con un crecimiento cero en los siguientes 2 periodos.

Respecto a los costes, asumimos que los gastos de explotación, estructura y variables fluctúen en la misma proporción que las ventas. Dado el mal resultado, deberá reducir sustancialmente el ritmo de amortización si pretende obtener algún beneficio, por lo que asumiremos que la amortización en este escenario es del 5% sobre las ventas a lo largo de todo el periodo.

Tabla 29: Obtención de los Flujos de Caja Libres. Escenario Pesimista.

Fuente: Elaboración propia

PESIMISTA	2014	2015	2016	2017	2018
INGRESOS	17.049.711 €	16.708.717 €	16.374.542 €	16.374.542 €	16.374.542 €
G. Variables	3.186.346 €	3.122.619 €	3.060.166 €	3.060.166 €	3.060.166 €
G. Estructura	4.755.806 €	4.660.690 €	4.567.476 €	4.567.476 €	4.567.476 €
Otros gastos explotación	6.946.461 €	6.807.532 €	6.671.382 €	6.671.382 €	6.671.382 €
Amortizaciones	852.486 €	835.436 €	818.727 €	818.727 €	818.727 €
BAll	1.308.612 €	1.282.440 €	1.256.791 €	1.256.791 €	1.256.791 €
Impuesto	392.584 €	384.732 €	377.037 €	377.037 €	377.037 €
Beneficio NETO	916.029 €	897.708 €	879.754 €	879.754 €	879.754 €
Amortizaciones	852.486 €	835.436 €	818.727 €	818.727 €	818.727 €
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>1.768.514 €</b>	<b>1.733.144 €</b>	<b>1.698.481 €</b>	<b>1.698.481 €</b>	<b>1.698.481 €</b>
Var. Capital Corriente	-	-	-	-	-
Inversión Activo Fijo	-	-	-	-	-
Inversión Bruta	-	-	-	-	-
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>1.768.514 €</b>	<b>1.733.144 €</b>	<b>1.698.481 €</b>	<b>1.698.481 €</b>	<b>1.698.481 €</b>

Hallamos nuevamente el VAN con las 2 tasas de descuento ( $K$ ) calculadas y obtenemos un valor comprendido entre 7.084.613,34 € para  $K_2 = 6,87\%$  y 7.322.069,68 € para  $K_1 = 5,64\%$ .

## 5.6.- Valor Residual o Valor de Continuación

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 actividad a lo largo de muchos años y no se va a liquidar en el año 2018.

Este valor, el residual, hace referencia al beneficio que genera la empresa partir del horizonte estudiado, que es de solo 5 años, y, por tanto, representa una parte muy importante del valor total de la empresa que es necesario calcular.

Como vimos en el capítulo cuarto, 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:** 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, supone que a 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 para obtener el Valor Residual será la del modelo de Gordon, capitalizando el resultado obtenido con la tasa **K** utilizada en cada caso (dividiendo entre  $(1 + k)^n$ )

$$Vr = \frac{FCLn * (1 + g)}{(K - g)}$$

Donde:

**FCLn**= Flujos de Caja

**g** = Constante de crecimiento

**K** = Las tasas de descuento.

**n** = número de años de actualización.

Como hemos visto antes, el Informe de PWC, espera un crecimiento de la economía entre el 1,6% y el 1,9%, para aumentar respectivamente a partir de 2020 a 2,1% y 2,5% respectivamente. Como no podemos determinar el Payout, estimaremos que la **g** o

constante de crecimiento, está claramente vinculada al crecimiento del PIB y tomaremos un valor prudente como tasa  $g=2\%$ .

Por tanto, el resultado del Valor Residual calculado con las 2 tasas de descuento es:

Tabla 30: Valor residual escenario realista.

K (tasa de descuento)	Valor Residual
5,64%	50.732.848,52 €
6,87%	35.832.347,23 €

Fuente: Elaboración propia

Se observan unos valores residuales de magnitud muy elevada. Es algo esperable dado que el periodo de de proyecciones de flujos de caja libres es de sólo 5 años, y por tanto es normal que el potencial de generación de renta futura sea superior al de los primeros 5 años de actividad comercial.

Calcularemos ahora el Valor Residual por los otros escenarios:

## OPTIMISTA

Tabla 31: Valor residual escenario optimista.

K (tasa de descuento)	Valor Residual
5,64%	64.282.791,87 €
6,87%	45.402.601,80 €

Fuente: Elaboración propia

## PESIMISTA

Tabla 32: Valor residual escenario pesimista.

K (tasa de descuento)	Valor Residual
5,64%	36.145.218,07 €
6,87%	25.529.179,67 €

Fuente: Elaboración propia

### 5.7.- Valor de la empresa

Con todo lo analizado anteriormente podemos determinar el valor de la empresa como la suma del valor actual de los flujos de caja más el valor residual calculado, considerando las magnitudes obtenidas para ambas tasas de coste medio ponderado del capital.

Tabla 33: Síntesis valoraciones en función de los escenarios y las tasas K. Fuente: Elaboración propia

Escenarios:	Valores:	K = 5,64%	K= 6,87%	Valor Medio
<b>Escenario Realista</b>	VAN Flujos	9.734.232,24 €	9.414.978,92 €	9.574.605,58 €
	V. Residual	50.732.848,52 €	35.832.347,23 €	43.282.597,88 €
	<b>Valor:</b>	<b>60.467.080,76 €</b>	<b>45.247.326,16 €</b>	<b>52.857.203,46 €</b>
<b>Escenario Optimista</b>	VAN Flujos	10.387.561,76 €	10.024.773,80 €	10.206.167,78 €
	V. Residual	64.282.791,87 €	45.402.601,80 €	54.842.696,84 €
	<b>Valor:</b>	<b>74.670.353,64 €</b>	<b>55.427.375,60 €</b>	<b>65.048.864,62 €</b>
<b>Escenario Pesimista</b>	VAN Flujos	7.322.069,68 €	7.084.613,34 €	7.203.341,51 €
	V. Residual	36.145.218,07 €	25.529.179,67 €	30.837.198,87 €
	<b>Valor:</b>	<b>43.467.287,75 €</b>	<b>32.613.793,00 €</b>	<b>38.040.540,37 €</b>

Recordemos que habíamos obtenido dos valores de Coste Medio Ponderado de Capital por las diferencias obtenidas en los costes de los recursos ajenos, con un bajo coste real del 1,69%, y otro coste superior en caso de necesitar acudir al mercado bancario de 5,18%. Pensamos que Segur Control va a ser capaz de mantener el bajo en términos relativos el coste de financiación ajena, sin embargo, como el resultado del estudio se basa en proyecciones a medio y largo plazo y no podemos garantizar dicha teoría, estimamos que lo más objetivo a la hora de realizar la valoración es tomar un valor promedio entre ambas valoraciones, por supuesto, dentro del escenario realista.

Concluimos, por tanto, que el valor de segur control es: **52.857.203 €**

El rango en que dicha valoración podría fluctuar según la variabilidad de las proyecciones futuras va desde 38.040.540€ a 65.048.864€.



# CAPÍTULO 6

# CONCLUSIONES

A lo largo de este estudio hemos conocido el modelo de negocio de Segur Control, una empresa de seguridad electrónica con una trayectoria de 25 años en el mercado nacional, participada al 100% por el Grupo Segur, tercera empresa de seguridad por facturación en el mercado nacional.

En 2013 cerró el ejercicio con un total de 154 empleados y unos ingresos de explotación de 17.397.664 € que supusieron un resultado del ejercicio de 909.030 € de beneficio. Posee un total activo de 25.808.753 €, de los cuales, 12.860.033 € son fondos propios.

Hemos estudiado la estructura del sector en el que se engloba, con las principales magnitudes de facturación y evolución tanto en el ámbito nacional, como de forma más breve a nivel europeo y global. Hemos visto que en el mercado nacional, de momento único en que opera Segur Control, las cifras de facturación vienen arrastrando caídas desde 2008, debido a la madurez del mercado, la competencia y la coyuntura económica por la que ha atravesado el país. Sin embargo, como hemos estudiado, el fenómeno de la convergencia de la seguridad da esperanza de cara a que mejore la situación para la compañía en un futuro inmediato.

De igual modo, al estudiar la competencia, hemos averiguado que son los mercados emergentes internacionales los que mayores cifras de crecimiento en la facturación están aportando a sus respectivas matrices.

Del estudio económico financiero realizado, analizando el periodo 2010-2013, hemos visto como la empresa ha sabido superar un 2010 nefasto en cuanto a resultado del ejercicio (-1.418.107€), y ha trabajado para recuperar en este periodo unos datos de solvencia, autonomía, liquidez y endeudamiento razonablemente buenos. Sin embargo, todavía presenta un fondo de maniobra negativo, y debe prestar atención al plazo de pago a proveedores y al plazo de cobro de clientes para no incurrir en situaciones incómodas en las operaciones comerciales.

Por la carencia de algunos datos no hemos podido calcular ese plazo de pago, sin embargo si hemos visto como la empresa ha trabajado en reducir tanto el plazo de cobro a clientes como la financiación realizada a estos.

Entendemos que el secreto del bajo coste al que consigue financiarse Segur Control proviene en gran medida de sus proveedores, porque la mayor parte de su pasivo es a corto plazo (es decir, obtiene la mayor parte de su financiación por la vía comercial). Dicho bajo coste de los recursos ajenos, ha provocado que, bajo el criterio de prudencia, debamos calcular el valor de los flujos de caja futuros utilizando también otro coste alternativo de mercado para la financiación.

Vimos en el capítulo 4, como dicho método, el de descuento de flujos de caja, es el más apropiado y extendido para valorar una empresa, y por tanto es el utilizado para obtener la valoración final de Segur Control.



Consideramos que la principal prioridad de Segur Control para venideros ejercicios debe ser el aumento de la Cifra de Ventas, y lo razonamos en las conclusiones del análisis financiero. Partiendo de tal hipótesis, y de las previsiones de las variables macro y evolución pasada y prevista del mercado nacional, realizamos las proyecciones más probables de las futuras magnitudes de ingresos y costes de Segur Control para obtener los Flujos de Caja Libres. En nuestro caso concreto coinciden con los Flujos de Caja Brutos ante la imposibilidad de calcular las necesidades operativas de fondos, y la nula relevancia relativa de las inversiones en inmovilizado dado su modelo de negocio, y las magnitudes del citado inmovilizado.

Con todo ello, y justificando cada estimación, hemos logrado obtener un valor probable de Segur Control de **52.857.203 €**, que podría variar en función de evolución favorable o desfavorable de las variables estudiadas entre un rango de **38.040.540€** y **65.048.864 €**.



# BIBLIOGRAFÍA

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.

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.

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. [2008]: *Los 120 Errores más Comunes en Valoración de Empresas (II)*, 248: 15-27.

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.

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

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

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

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 Educación. ISBN: 978-84-205-40108.

## CONSULTAS ELECTRÓNICAS

Análisis del sector de la Seguridad 2013. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.ugtvinasa.com/wp-content/uploads/2013/04/An%C3%A1lisis-Seguridad-2013.pdf>  
[Consulta: 09-05-2015]

Banco de España.  
Condiciones préstamos a empresas no financieras. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1906.pdf> [Consulta: 23-05-2015]  
Rentabilidad bono español a 10 años. [En línea]. Disponible en:  
[http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si\\_1\\_2.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf) [Consulta: 23-05-2015]

BOE. Servicios y actividades de seguridad privada. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-608> [Consulta: 02-05-2015]

Bolsa de Madrid. Cotizaciones históricas IGBM. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Comun/Graficos.aspx?tipo=BMadrid> [Consulta: 23-05-2015]

Estudio de sectores DBK. Sector de la seguridad. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.dbk.es/pdf/sectores/sumarios/Compa%C3%B1%C3%ADas%20de%20Seguridad.pdf>  
f [Consulta: 16-05-2015]

Evolución facturación y número de empleados del Grupo Segur. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.gruposegur.com./la-empresa-magnitudes-financieras.html> [Consulta: 02-05-2015]

Evolución PIB español. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.datosmacro.com/pib/espana> [Consulta: 30-05-2015]

Evolución rentabilidades bono español a 10 años. [En línea]. Disponible en:  
<http://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield-historical-data> [Consulta: 30-05-2015]

Informe “El sector de la seguridad privada en España” APROSER. [En línea]. Disponible en:  
<http://www.aproser.es/> [Consulta: 16-05-2015]

Informe “La economía española en 2033”. PWC. [En línea]. Disponible en:  
<https://www.pwc.es/es/publicaciones/economia/assets/la-economia-espanola-en-2033.pdf>  
[Consulta: 23-05-2015]

Instituto Nacional de Estadística. Directorio Nacional de Empresas (DIRCE)[En línea].  
Disponible en:  
<http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t37/p201/&file=inebase> [Consulta: 16-05-2015].



Registro de empresas de seguridad. Dirección General de Policía. [En línea].  
Disponible en: [www.policia.es/org.../seguridad.../empresas\\_inscritas\\_01\\_09\\_2014.xls](http://www.policia.es/org.../seguridad.../empresas_inscritas_01_09_2014.xls)  
[Consulta: 09-05-2015]

SABI. Base de datos empresarial. [En línea]. Disponible en:  
<https://sabi.bvdinfo.com/version-2015612/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&loginfromcontext=ipaddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=sabineo&RequestPath=home.serv%3fproduct%3dSabiNeo>  
[Consulta: 02-05-2015]

Servicios de seguridad privada en Europa. Informe COESS 2011. [En línea].  
Disponible en:  
[http://www.coess.eu/Uploads/dbsAttachedFiles/Private\\_Security\\_Services\\_in\\_Europe-CoESS\\_Facts\\_and\\_Figures\\_2011\(1\).pdf](http://www.coess.eu/Uploads/dbsAttachedFiles/Private_Security_Services_in_Europe-CoESS_Facts_and_Figures_2011(1).pdf) [Consulta: 16-05-2015]



# ANEXOS

**Balance de situación 2009-2013:**

Cuentas No Consolidadas	31/12/2013 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR
	12 meses Aprobado Normal PGC 2007				
<b>Balance de situación</b>					
Inmovilizado	14,325,440	15,164,065	14,085,100	14,142,579	12,978,897
Inmovilizado inmaterial	11,214,447	12,206,127	11,136,662	11,072,370	11,190,683
Inmovilizado material	244,760	327,261	402,650	512,761	597,096
Otros activos fijos	2,866,233	2,630,677	2,545,788	2,557,448	1,191,118
<b>Activo circulante</b>	<b>11,483,313</b>	<b>12,929,039</b>	<b>15,387,674</b>	<b>13,701,844</b>	<b>19,046,199</b>
Existencias	2,041,773	2,103,845	2,725,442	2,384,672	2,104,358
Deudores	3,127,449	3,866,540	6,918,687	8,497,658	13,430,531
Otros activos líquidos	6,314,091	6,958,654	5,743,545	2,819,514	3,511,310
Tesorería	237,843	225,235	733,246	428,950	1,027,075
<b>Total activo</b>	<b>25,808,753</b>	<b>28,093,104</b>	<b>29,472,774</b>	<b>27,844,423</b>	<b>32,025,096</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>12,860,033</b>	<b>11,951,003</b>	<b>10,551,973</b>	<b>8,832,733</b>	<b>10,228,789</b>
Capital suscrito	4,889,342	4,889,342	4,889,342	4,889,342	4,889,342
Otros fondos propios	7,970,691	7,061,661	5,662,631	3,943,391	5,339,447
<b>Pasivo fijo</b>	<b>1,084,477</b>	<b>1,055,424</b>	<b>1,016,390</b>	<b>1,024,619</b>	<b>1,605,511</b>
Acreedores a L. P.	n.d.	n.d.	n.d.	200,000	818,662
Otros pasivos fijos	1,084,477	1,055,424	1,016,390	824,619	786,849
Provisiones	30,626	40,542	40,542	43,941	201,340
<b>Pasivo líquido</b>	<b>11,864,243</b>	<b>15,086,677</b>	<b>17,904,411</b>	<b>17,987,071</b>	<b>20,190,796</b>
Deudas financieras	n.d.	n.d.	n.d.	393,438	1,534,471
Acreedores comerciales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros pasivos líquidos	11,864,243	15,086,677	17,904,411	17,593,633	18,656,325
<b>Total pasivo y capital propio</b>	<b>25,808,753</b>	<b>28,093,104</b>	<b>29,472,774</b>	<b>27,844,423</b>	<b>32,025,096</b>
Fondo de maniobra	5,169,222	5,970,385	9,644,129	10,882,330	15,534,889
Número empleados	149	138	154	177	208

**Cuenta de resultados 2009-2013**

Cuentas No Consolidadas	31/12/2013 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR
	12 meses Aprobado Normal PGC 2007				
<b>Cuentas de pérdidas y ganancias</b>					
Ingresos de explotación	17,397,664	19,014,719	21,079,810	24,108,943	25,080,843
Importe neto Cifra de Ventas	17,397,664	18,598,455	21,068,859	24,081,899	25,065,273
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	1.299.056	2.045.969	2.439.102	-1.883.416	2.240.158
Ingresos financieros	2.078	3.856	2.366	111	1.584
Gastos financieros	18,371	20,832	21,573	75,760	224,104
Resultado financiero	-16,293	-16,976	-19,207	-75,649	-222,520
Result. ordinarios antes Impuestos	1,282,763	2,028,993	2,419,895	-1,959,065	2,017,638
Impuestos sobre sociedades	373,733	629,963	700,655	-540,958	783,596
Resultado Actividades Ordinarias	909,030	1,399,030	1,719,240	-1,418,107	1,234,042
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado del Ejercicio	909,030	1,399,030	1,719,240	-1,418,107	1,234,042
Materiales	3,251,373	3,290,292	3,899,389	4,308,358	3,841,173
Gastos de personal	4,852,863	4,763,618	5,604,502	6,974,635	7,321,245