



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS: AMPLIFON IBERICA S.A

Iñaki Ruiz Zuriarrain

DIRECTOR

Nuria Suárez Suárez

Pamplona-Iruña

29 de mayo de 2014

Resumen

En este Trabajo Fin de Grado se realiza la valoración de la empresa Amplifon Ibérica S.A. Mediante la aplicación del método de cálculo de los flujos de caja libres descontados, realizando diferentes supuestos y estimaciones.

Amplifon Ibérica S.A. es una empresa no cotizada española líder en la comercialización de soluciones auditivas con la mayor facturación del último año 2012. Por lo que resulta interesante llevar a cabo el cálculo de su valor. Para el cálculo del valor final de la empresa se emplearán datos contables y financieros de la compañía extraídos de la base de datos SABI. Seguidamente a la obtención del valor de la empresa mediante la metodología previamente comentada, se llevará a cabo un análisis de sensibilidad con el fin de proporcionar robustez a la valoración realizada.

Palabras claves

Amplifon Ibérica S.A, Flujos de caja libre, Coste Medio Ponderado de Capital, Valor residual, Valor de empresa.

Índice

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUCCIÓN | 1 |
| 2. MODELO DE NEGOCIO | 2 |
| 3. PLAN DE NEGOCIO | 3 |
| 3.1 Cálculo de los flujos de caja libres | 4 |
| 3.1.1 <i>Cálculo del beneficio antes de impuestos</i> | 5 |
| 3.1.2 <i>Cálculo del Flujo de Caja Libre</i> | 10 |
| 3.2 Cálculo de la tasa de descuento WACC..... | 16 |
| 3.2.1 <i>Cálculo del coste de los fondos propios</i> | 17 |
| 3.3 Calculo Valor Residual..... | 21 |
| 3.4 Cálculo Valor de la Empresa..... | 22 |
| 4. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD | 23 |
| 4.1. Cambio de modelo de estimación..... | 24 |
| 4.2. Utilización de Letras del Tesoro a 12 meses como activo libre de riesgo..... | 28 |
| 4.3. Uso de precios mensuales de las acciones cogiendo 5 años 2013-2009. (Anexo 3) | 30 |
| 4.4 Estudio de la tasa de crecimiento “g” | 34 |
| 5. CONCLUSIONES | 35 |

1. INTRODUCCIÓN

El proyecto a desarrollar durante este trabajo de fin de grado es valorar una empresa no cotizada mediante los datos que se pueden encontrar en la base de dato SABI, que contiene información contable y financiera para las empresas de España y Portugal.

En concreto, el objetivo de este Trabajo Fin de Grado es realizar la valoración de la empresa española no cotizada Amplifón Ibérica S.A.

Mediante la valoración de empresas se determina la cantidad monetaria que refleja el valor de la compañía para los propietarios o usuarios de la misma. Esa valoración ha de tener muy en cuenta el valor del dinero durante el tiempo, dado que el fenómeno temporal puede hacer variar mucho el valor de una empresa según la moneda y el momento en que se efectúe la valoración.

Por otro lado, es preciso mencionar que la realización de esta valoración no aportará un precio para la entidad estudiada, ya que el valor es una cantidad monetaria obtenida mediante la aplicación de diversos procedimientos, con técnicas, y diferentes supuestos o premisas. Mientras que el precio es simplemente el resultado de un acuerdo entre las dos partes, compradores y vendedores.

Al estar la empresa afectada por factores internos o externos a ella, para la realización de los procesos la valoración de empresas hay que considerar diferentes campos de la Administración y Dirección de Empresas como son la economía, las finanzas, la estadística y la contabilidad.

El desarrollo específico del presente trabajo comenzará con la obtención de los datos de Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Amplifon Iberica S.A haciendo uso de la información ofrecida por SABI para el período temporal 2008-2012. Una vez recogidos estos datos, y siguiendo el esquema de proyección de flujos de caja, se continuará con la estimación de los años 2013-2017 de los apartados más importantes de los dos libros contables anteriormente nombrados utilizando para ello lo encontrado en la base de datos SABI sobre los 5 años anteriores a la proyección.

Se ha optado por el método de descuento de los flujos de caja libres como método de valoración. Este método ha sido elegido dado que su validez radica en que se toma como base el flujo de caja proyectado de la empresa traído al valor presente neto a una tasa de descuento determinada (coste medio ponderado de capital), apoyado por la aproximación

de las proyecciones en los principales aspectos o activos de carácter cuantitativo de la empresa.

Una vez obtenidos los datos que permiten calcular los flujos de caja, habrá que centrarse en el cálculo de la tasa de descuento, el Coste Medio Ponderado de Capital (o WACC, según las siglas en inglés) para descontar al momento en que se efectúa la valoración, 2012, los flujos de caja proyectados.

Por último habrá que calcular el valor residual de la empresa el cual también deberá ser llevado al año 2012 mediante el descuento al Coste Medio Ponderado de Capital, aplicando el mismo razonamiento que para los flujos de caja libres. Una vez obtenido el valor residual, se sumará al valor descontado de los flujos de caja para obtener, así el resultado de la valoración de la empresa Amplifon Ibérica S.A en el año 2012.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el apartado 2 se presenta el modelo de negocio que aplica tanto la filial de estudio, tanto la empresa Amplifon en general. Por otro lado en el apartado 3 se realizarán todas las estimaciones y cálculos necesarios que lleven a la obtención del valor de la empresa. A continuación en el punto 4 se realizarán diversos análisis de sensibilidad para estudiar el efecto en el valor de la empresa que poseen el cambio de supuestos del análisis básico. Para finalizar en con el apartado 5, en el cual se mostrarán las conclusiones obtenidas en el trabajo.

2. MODELO DE NEGOCIO

La empresa estudiada en el trabajo es parte de una sociedad multinacional de nombre Amplifon con sede en Milán. Ésta opera en el mercado de la distribución, adaptación y personalización de sistemas auditivos, siendo además uno de los referentes del sector.

La compañía es creada en el año 1950 por iniciativa de Charles Holland, el cual decidió especializarla en la importación y comercialización de audífonos. En los años 60 y 70, Amplifon se expande en el mercado italiano a través de la apertura de puntos de venta en todas las regiones.

En los años 90, tras una gran renovación en la cúpula de dirección, Amplifon direcciona cada vez más su dinámica como sociedad de servicios, en los que además de comercializar el audífono basa su negocio en el trato con el cliente, personalizando su oferta con cada uno de los compradores y ofreciéndoles asistencia.

En el año 1992 nace la empresa en la que se basa el trabajo, Amplifon Ibérica S.A., con sede en Barcelona. En la actualidad cuenta con más de 120 establecimientos propios y 200 en colaboración de venta en toda la Península.

Amplifon S.A. es líder en la comercialización de soluciones auditivas con la mayor facturación del último año 2012 de alrededor de 846 millones de euros, y con una buena perspectiva de futuro debido al potencial de crecimiento que ofrece el sector. Esta buena perspectiva se basa en que los años de vida medios por persona van en aumento con lo que el mercado de personas mayores con problemas auditivos ira creciendo constantemente.

Gran parte de su éxito en el sector se debe al servicio centrado sobre el cliente creando diferenciación respecto a sus competidores y su estrategia de expansión, que ha llevado a reforzar su presencia internacional en 19 países y a abrirse a nuevos mercados como son Australia, Nueva Zelanda, India, Turquía e Israel.

La diferenciación nombrada anteriormente se la basa en su gran conocimiento tecnológico y al gran número de trabajadores especializados que ofrece cada centro de Amplifon.

A lo que a Amplifon Ibérica S.A se refiere según el sector en el que opera (CNAE 4774), “*Comercio al por menor de artículos médicos y ortopédicos en establecimientos especializados*”, se encontraría en el número 11 en la lista de SABI por sector que ofrece mediante ingresos de explotación. Por otro lado, hay que especificar que de las 10 empresas que aparecen por delante de ella ninguna opera en el ámbito de los audífonos, debido a que la mayoría trabajan en el mercado de la óptica.

3. PLAN DE NEGOCIO

En este apartado de plan de negocio al tener ya la empresa introducida, se procederá a realizar la valoración de la empresa. Para esto se comenzará obteniendo los datos de Amplifon Ibérica S.A con referencia a los años 2008-2012, periodo que se quiere estudiar, tomando de estos el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Tal y como se ha comentado en la sección introductoria, el método elegido para efectuar la valoración de la empresa objeto de estudio es el descuento de flujo de caja futuros. Para seguir el desarrollo de este trabajo con más facilidad se enumeran los puntos más destacados del estudio que conducirán a la obtención del valor de la empresa:

1. Cálculo de los flujos de caja libres.
2. Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

3. Cálculo del Valor Residual
4. Cálculo del Valor de la empresa.

Después de enunciar los distintos puntos que conforman el desarrollo de este trabajo se proseguirá con el desarrollo concreto de cada punto, siendo el primero de ellos, el referido al cálculo de los flujos de caja libres.

3.1 Cálculo de los flujos de caja libres

Como se ha comentado con anterioridad se ha decidido tomar como método de cálculo del valor de la empresa Amplifon Ibérica S.A el descuento de los flujos de caja libre, utilizando el siguiente esquema:

Cuadro 1 Esquema Cálculos FCL

ESQUEMA CÁLCULO DE LOS FCL

+ Ingresos Explotación

- Gastos Explotación

- DEA

BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT)

- Impuestos (bonificaciones, deducciones..)

BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDI)

+ DEA

- Incremento Necesidades Fondo de Rotación

- Incremento Nuevas Inversiones

FLUJO DE CAJA LIBRE

Dentro de los cálculos de los flujos de caja libre podemos vislumbrar dos apartados diferentes.

Por un lado, la estimación de las variables relevantes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, los cuales serán necesarios para la poder obtener el beneficio después de impuestos (BDI).

Por otro lado, están las estimaciones de las magnitudes necesarias del balance de situación entorno a las necesidades operativas de fondos (NOF), las cuales serán indispensables para el cálculo del incremento de necesidades del fondo de rotación que podemos encontrar para realizar el Flujo de caja libre.

3.1.1 Cálculo del beneficio antes de impuestos

Para comenzar a obtener todo lo necesario para la realización de este esquema de cálculo de los flujos de caja se tendrán que recalcular todos los ingresos y gastos de explotación para llegar a determinar el Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Por ello, es de gran interés observar las tendencias de estas magnitudes en los 5 años cogidos como base del estudio a realizar en esta valoración de empresa.

Cuadro 2 Datos cuentas pérdidas y ganancias a estimar

| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 27.481.000 | 26.695.000 | 25.447.000 | 24.397.000 | 23.131.000 |
| 4. Aprovisionamientos | -5.370.000 | -4.785.000 | -5.816.000 | -4.939.000 | -5.740.000 |
| 5. Otros ingresos de explotación | 250.000 | 303.000 | 495.000 | 384.000 | 492.000 |
| 6. Gastos de personal | -9.366.000 | -9.893.000 | -9.334.000 | -8.392.000 | -8.259.000 |
| 7. Otros gastos de explotación | -9.469.000 | -9.641.000 | -8.845.000 | -7.920.000 | -7.949.000 |
| 8. Amortización del inmovilizado | -1.638.000 | -1.478.000 | -1.358.000 | -1.475.000 | -1.015.000 |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -25.000 | -85.000 | -41.000 | -98.000 | -42.000 |
| 13. Otros resultados | -19.000 | 29.000 | 43.000 | n.d. | n.d. |
| A1) Resultado de explotación | 1.899.000 | 1.198.000 | 694.000 | 2.047.000 | 618.000 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Al observar en la tabla de datos de los años 2012-2008 se pueden sacar varias conclusiones respecto a la tendencia de las diferentes magnitudes que afectan a la explotación de la empresa.

Por un lado se puede visualizar como el importe neto de la cifra de negocios sigue subiendo año-año sin ningún tipo de bajada aun estando en una época de crisis como la actual. Esto se puede deber a la expansión que está viviendo el sector, en general, y nuestra empresa en particular, tal y como se había comentado en el apartado 2.

Por otro lado, es destacable que mientras que el importe neto de la cifra de negocios sigue en alza, los aprovisionamientos suben y bajan entre los 5 y 4 millones de euros, aunque para poder entender esto habría que observar a la vez los gastos de explotación que año a año crecen superando considerablemente los aprovisionamientos. Esto último se puede deber a lo que se ha comentado en la descripción de la empresa donde se recalca que Amplifon, en su conjunto, desde el año 90 basa su negocio en la asistencia y en el trato al cliente adquiriendo empleados con mayores conocimientos que costarán más dinero a la empresa pero que a la vez fideliza al cliente.

Otros dos gastos como son “amortización del inmovilizado” y “otros gastos de explotación” también siguen un crecimiento pero estos últimos tal y como pasa con personal el último año sufren un estancamiento cayendo en una pequeña bajada.

Por último hay que destacar que el resultado de explotación (como diferencia entre la suma de todos los ingresos y la suma de todos gastos que surgen durante todo el proceso) crece, en su mayoría positivamente, exceptuando del 2009 al 2010 debido a que en el año 2009 se obtiene un resultado extraordinario fuera de lo común.

Por todo esto, con el objetivo de calcular los valores proyectados para los flujos de caja futuro y al ver que no todas las magnitudes se comportan en los mismos términos de crecimiento o de decrecimiento, se ha decidido realizar las variaciones anuales de cada una de las variables y posteriormente calcular el promedio de dichas variaciones de los años 2012-2008. De esta manera, se obtendrá el porcentaje de crecimiento o decrecimiento a aplicar a cada una de las magnitudes a partir del año 2013.

Para el año 2014 y sucesivos se volverá a realizar las variaciones anuales de sus 5 años anteriores (2013-2012,2012-2011,2011-2010,2010-2009)y el promedio de los mismos igual que en 2013 en este caso 2013-2009 obteniendo para cada año que falta por estimar su promedio propio de los 5 años que tiene por detrás.

Cuadro 3 Estimación 2013

| Años | Estimacion 2013 | Variación anual | | | | Prom Variación 2012-2008 |
|--|--------------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|
| | | 2012-2011 | 2011-2010 | 2010-2009 | 2009-2008 | |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 28.691.927 | 2,94% | 4,90% | 4,30% | 5,47% | 4,41% |
| 4. Aprovisionamientos | -5.347.187 | 12,23% | -17,73% | 17,76% | -13,95% | -0,42% |
| 5. Otros ingresos de explotación | 219.172 | -17,49% | -38,79% | 28,91% | -21,95% | -12,33% |
| 6. Gastos de personal | -9.682.037 | -5,33% | 5,99% | 11,22% | 1,61% | 3,37% |
| 7. Otros gastos de explotación | -9.907.648 | -1,78% | 9,00% | 11,68% | -0,36% | 4,63% |
| 8. Amortización del inmovilizado | -1.871.620 | 10,83% | 8,84% | -7,93% | 45,32% | 14,26% |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -31.994 | -70,59% | 107,32% | -58,16% | 133,33% | 27,97% |
| 13. Otros resultados | -19.000 | -165,52% | -32,56% | nd | nd | 0,00% |
| A1) Resultado de explotación | 2.051.615 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Después de llevar a cabo la estimación con el modelo explicado anteriormente se puede observar que los datos siguen las tendencias a la que se ha hecho referencia al hablar de los datos de 2012-2008.

Tal y como se había comentado, los ingresos crecen como los gastos de personal y otros gastos de explotación, mientras que aprovisionamiento sigue en la línea de crecimientos y

decrecimientos que le sigue manteniendo siempre en el umbral de los 5 y 4 millones de euros.

Estas tendencias mantenidas hacen que el resultado de explotación siga creciendo hasta superar los 2 millones.

Cuadro 4 Estimación 2014

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|--|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2014 | 2013-2012 | 2012-2011 | 2011-2010 | 2010-2009 | 2013-2009 |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 29.879.695 | 4,41% | 2,94% | 4,90% | 4,30% | 4,14% |
| 4. Aprovisionamientos | -5.505.337 | -0,42% | 12,23% | -17,73% | 17,76% | 2,96% |
| 5. Otros ingresos de explotación | 197.417 | -12,33% | -17,49% | -38,79% | 28,91% | -9,93% |
| 6. Gastos de personal | -10.051.434 | 3,37% | -5,33% | 5,99% | 11,22% | 3,82% |
| 7. Otros gastos de explotación | -10.490.395 | 4,63% | -1,78% | 9,00% | 11,68% | 5,88% |
| 8. Amortización del inmovilizado | -1.993.239 | 14,26% | 10,83% | 8,84% | -7,93% | 6,50% |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -32.517 | 27,97% | -70,59% | 107,32% | -58,16% | 1,64% |
| 13. Otros resultados | -19.000 | 0,00% | -165,52% | -32,56% | nd | 0,00% |
| A1) Resultado de explotación | 1.985.190 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En este segundo año de estimación se puede observar una pequeña bajada del resultado de explotación, esto se debe al mayor crecimiento de los gastos en los cuales incluso hasta aprovisionamiento llega a crecer casi un 3%, mientras que el importe neto de la cifra de negocios sigue con su crecimiento constante pero insuficiente este año con un 4,14% muy parecido al anterior.

Cuadro 5 Estimación 2015

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|--|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2015 | 2014-2013 | 2013-2012 | 2012-2011 | 2011-2010 | 2014-2010 |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 31.104.376 | 4,14% | 4,41% | 2,94% | 4,90% | 4,10% |
| 4. Aprovisionamientos | -5.464.481 | 2,96% | -0,42% | 12,23% | -17,73% | -0,74% |
| 5. Otros ingresos de explotación | 158.656 | -9,93% | -12,33% | -17,49% | -38,79% | -19,63% |
| 6. Gastos de personal | -10.248.730 | 3,82% | 3,37% | -5,33% | 5,99% | 1,96% |
| 7. Otros gastos de explotación | -10.955.372 | 5,88% | 4,63% | -1,78% | 9,00% | 4,43% |
| 8. Amortización del inmovilizado | -2.194.668 | 6,50% | 14,26% | 10,83% | 8,84% | 10,11% |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -37.910 | 1,64% | 27,97% | -70,59% | 107,32% | 16,58% |
| 13. Otros resultados | -9.591 | 0,00% | 0,00% | -165,52% | -32,56% | -49,52% |
| A1) Resultado de explotación | 2.352.280 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En este tercer año de estimación del año 2015 se vuelve a repetir la tendencia comentada de los datos estudiados.

Por un lado el importe de la cifra de negocios sigue en alza manteniéndose en el 4,1%, mientras que aprovisionamientos desciende un poco aun manteniéndose alrededor de los 5 millones de euros. Además los otros dos gastos más importantes como son gastos de personal y otros gastos de explotación, no crecen en un porcentaje tan alto como antes.

Lo sucedido con las magnitudes más importante antes comentada llevan otro año más al resultado de explotación a crecer considerablemente 2,3 millones de euros superando incluso el resultado del año 2013.

Cuadro 6 Estimación 2016

| Años | Estimación | Variación anual | | | | Prom Variación |
|--|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2016 | 2015-2014 | 2014-2013 | 2013-2012 | 2012-2011 | 2015-2011 |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 32.316.608 | 4,10% | 4,14% | 4,41% | 2,94% | 3,90% |
| 4. Aprovisionamientos | -5.655.962 | -0,74% | 2,96% | -0,42% | 12,23% | 3,50% |
| 5. Otros ingresos de explotación | 135.102 | -19,63% | -9,93% | -12,33% | -17,49% | -14,85% |
| 6. Gastos de personal | -10.346.745 | 1,96% | 3,82% | 3,37% | -5,33% | 0,96% |
| 7. Otros gastos de explotación | -11.315.875 | 4,43% | 5,88% | 4,63% | -1,78% | 3,29% |
| 8. Amortización del inmovilizado | -2.423.416 | 10,11% | 6,50% | 14,26% | 10,83% | 10,42% |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -35.598 | 16,58% | 1,64% | 27,97% | -70,59% | -6,10% |
| 13. Otros resultados | -4.435 | -49,52% | 0,00% | 0,00% | -165,52% | -53,76% |
| A1) Resultado de explotación | 2.669.679 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se puede observar en el Cuadro 6, la mayoría de las magnitudes siguen con sus tendencias en el año 2016 pero los crecimientos o decrecimientos poco a poco se van viendo empequeñecidos.

Este estancamiento se puede observar tanto en importe neto de la cifra de negocios, el cual desciende del 4% por primera vez en las estimaciones, como en gastos de personal y otros gastos de explotación los cuales no superan un 3,5% de crecimiento. Estas subidas moderadas pueden dar buena explicación de la vida de una empresa, debido a que no pueden tener un crecimiento tan abultado todo el tiempo en el que existen llegando un momento de moderación o estancamiento.

Por otro lado aun no creciendo las magnitudes tanto como en otros años, el resultado de explotación obtenido sí que disfruta de una buena subida llegando a los 2,669 millones de euros.

Cuadro 7 Estimación 2017

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|--|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2017 | 2016-2015 | 2015-2014 | 2014-2013 | 2013-2012 | 2016-2012 |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 33.653.074 | 3,90% | 4,10% | 4,14% | 4,41% | 4,14% |
| 4. Aprovisionamientos | -5.730.830 | 3,50% | -0,74% | 2,96% | -0,42% | 1,32% |
| 5. Otros ingresos de explotación | 115.939 | -14,85% | -19,63% | -9,93% | -12,33% | -14,18% |
| 6. Gastos de personal | -10.608.228 | 0,96% | 1,96% | 3,82% | 3,37% | 2,53% |
| 7. Otros gastos de explotación | -11.831.803 | 3,29% | 4,43% | 5,88% | 4,63% | 4,56% |
| 8. Amortización del inmovilizado | -2.673.568 | 10,42% | 10,11% | 6,50% | 14,26% | 10,32% |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -39.166 | -6,10% | 16,58% | 1,64% | 27,97% | 10,02% |
| 13. Otros resultados | -3.290 | -53,76% | -49,52% | 0,00% | 0,00% | -25,82% |
| A1) Resultado de explotación | 2.882.128 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el último año de estimación, 2017, cuyas proyecciones se presentan en el Cuadro 7, se sigue manteniendo lo dicho anteriormente. Todo esto sigue provocando que el resultado de Amplifon siga un camino positivo con un buen crecimiento que lo lleva hasta los 2,882 millones de euros.

Una vez realizadas todas las estimaciones necesarias hasta el momento como diferencia entre ingresos totales y gastos totales, se obtiene el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Previamente, es necesario realizar la estimación de la tasa impositiva, que será el porcentaje de impuestos que la empresa aplicara a su BAIT y pagará. Este dato se obtendrá mediante el cálculo de la tasa impositiva que ha aplicado en cada año estudiado. EL cálculo se basa en el cálculo del ratio que relaciona el impuesto de beneficios pagado en cada año con los resultados obtenidos en ese mismo periodo de tiempo.

Cuadro 8 Estimación tasa impositiva

| Año | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
|--------------------------------------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|
| Impuesto sobre beneficios | 390.000 | 343.000 | 234.000 | 721.000 | 116.000 |
| Resultado antes de impuestos | 1.337.000 | 1.075.000 | 547.000 | 1.938.000 | 134.000 |
| Tasa impositiva (impuesto/resultado) | 29,17% | 31,91% | 42,78% | 37,20% | 86,57% |
| Promedio tasa impositiva (2012-2009) | 35,26% | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Los resultados sobre el tipo impositivo se recogen en el Cuadro 8. Se observa un valor anómalo en el año 2008 con una tasa impositiva que se aleja mucho de lo que suele ser un valor normal haciendo que el resto de la estimación no se asemeje a la realidad de la empresa. Por ello, se ha decidido no introducir el dato de ese año en el cálculo del valor promedio de la tasa impositiva que posteriormente se aplicará a las proyecciones. Para

finalizar con este punto de cálculo del beneficio después de impuestos solo falta realizar la tabla pertinente al ya tener todos los datos necesarios estimado y representados en el trabajo.

Cuadro 9 Cálculo Beneficio después de impuesto (BDT)

| ESQUEMA DE CÁLCULO DE LOS FCL | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AÑOS | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
| + Ingresos Explotación | 33769012,34 | 32451709,83 | 31263031,09 | 30077111,41 | 28911099,37 |
| - Gastos Explotación | -28213316,48 | -27358614,53 | -26716083,68 | -26098682,39 | -24987865,12 |
| - DEA | -2673567,621 | -2423416,037 | -2194667,884 | -1993238,587 | -1871619,577 |
| BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT) | 2882128,237 | 2669679,264 | 2352279,519 | 1985190,433 | 2051614,673 |
| - Impuestos bonificaciones deducciones...) | -1016374,277 | -941454,7548 | -829524,6428 | -700071,7267 | -723496,0448 |
| BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDT) | 1865753,96 | 1728224,509 | 1522754,877 | 1285118,706 | 1328118,628 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez realizados y mostrados los cálculos del beneficio después de impuestos, recogido en el Cuadro 9, se puede dar por finalizado el primer punto de los dos anteriormente comentados para la obtención de los Flujos de Caja Libres.

3.1.2 Cálculo del Flujo de Caja Libre

Para acabar de obtener el Flujo de Caja Libre se tiene que calcular el incremento de las necesidades del fondo de rotación. Este último dato se lograra mediante la diferencia entre las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) de cada año.

Antes de poder calcular estas NOF necesitaremos realizar diversas estimaciones que nos permitan conocer las cifras de las magnitudes que integran estas necesidades operativas de fondos. Las NOF se calculan de esta forma:

$$\text{NOF} = \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores} + \text{Tesorería mínima}$$

Para obtener los datos de la fórmula se tendrán que estimar los periodos medios de cobro, periodos medios de inventario y los periodos medios de pago. Estos tres periodos se han obtenido de la base de datos SABI del 2012 hasta el 2008.

Cuadro 10 periodos medios, base de datos SABI

| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Periodo medio de Cobro (días) | 39,5 | 32,8 | 64,65 | 71,49 | 52,84 |
| Periodo medio de Pago (días) | 120,06 | 224,25 | 229,64 | 287,04 | 225,4 |
| Rotación de Inventario (días) | 59 | 84 | 66 | 108 | 86 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se puede ver cogiendo como referencia el 2008 se puede observar que en la medida en que nos acercamos al año 2012 todos los periodos medios han ido descendiendo en el tiempo con lo que se espera que las estimaciones sigan una tendencia similar.

Para estimar estos periodos medios se ha decidido utilizar el mismo método que con las variables procedentes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, es decir, mediante el cálculo de las variaciones anuales de cada una de ellas y el promedio de dichas variaciones en los años 2012-2008. Se obtendrá así la tasa de variación a aplicar a cada una de las tres magnitudes con las que obtendremos el número de días de cada periodo en el año 2013.

Para el año 2014 y sucesivos se volverá a realizar las variaciones anuales de sus 5 años anteriores (2013-2012,2012-2011,2011-2010,2010-2009)y el promedio de los mismos igual que en 2013 en este caso 2013-2009 obteniendo para cada año que falta por estimar su promedio propio de los 5 años que tiene por detrás.

Cuadro 11 Estimaciones periodos medios 2013

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|-------------------------------|------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2013 | 2012-2011 | 2011-2010 | 2010-2009 | 2009-2008 | 2012-2008 |
| Periodo medio de Cobro (días) | 39,19 | 20,43% | -49,27% | -9,57% | 35,30% | -0,78% |
| Periodo medio de Pago (días) | 107,62 | -46,46% | -2,35% | -20,00% | 27,35% | -10,36% |
| Rotación de Inventario (días) | 56,67 | -29,76% | 27,27% | -38,89% | 25,58% | -3,95% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

El Cuadro 11 recoge las estimaciones realizadas para los períodos medios a partir de 2013. Como se había comentado anteriormente con la tendencia bajista que se observaba en los años 2012-2008 se mantiene sufriendo los tres periodos medios una bajada en la que en el de pago llega incluso a superar el 10% que le hace ser un gran descenso.

Cuadro 12 Estimaciones periodos medios 2014

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|-------------------------------|------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | 2014 | 2013-2012 | 2012-2011 | 2011-2010 | 2010-2009 | 2013-2009 |
| Periodo medio de Cobro (días) | 35,35 | -0,78% | 20,43% | -49,27% | -9,57% | -9,80% |
| Periodo medio de Pago (días) | 86,32 | -10,36% | -46,46% | -2,35% | -20,00% | -19,79% |
| Rotación de Inventario (días) | 50,25 | -3,95% | -29,76% | 27,27% | -38,89% | -11,33% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En este año 2014 las disminuciones de los periodos medios en 2014 son incluso aún más pronunciadas no bajando apenas del 10% la más pequeña del promedio de las variaciones que es del periodo de cobro con un 9,8% mientras que la bajada del periodo medio de paga se lanza hasta el 19,79% (Cuadro 12).

Cuadro 13 Estimaciones periodos medios 2015

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|-------------------------------|------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | | 2014-2013 | 2013-2012 | 2012-2011 | 2011-2010 | |
| Periodo medio de Cobro (días) | 31,87 | -9,80% | -0,78% | 20,43% | -49,27% | -9,85% |
| Periodo medio de Pago (días) | 69,28 | -19,79% | -10,36% | -46,46% | -2,35% | -19,74% |
| Rotación de Inventario (días) | 48,02 | -11,33% | -3,95% | -29,76% | 27,27% | -4,44% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Las estimaciones de este año 2015, mostradas en el Cuadro 13, siguen una tendencia muy parecida a la de 2014 y siguen en descenso ya bajando todos los periodos de los 70 días.

Cuadro 14 Estimaciones periodos medios 2016

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|-------------------------------|------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | | 2015-2014 | 2014-2013 | 2013-2012 | 2012-2011 | |
| Periodo medio de Cobro (días) | 31,87 | -9,85% | -9,80% | -0,78% | 20,43% | 0,00% |
| Periodo medio de Pago (días) | 52,59 | -19,74% | -19,79% | -10,36% | -46,46% | -24,09% |
| Rotación de Inventario (días) | 42,08 | -4,44% | -11,33% | -3,95% | -29,76% | -12,37% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el año 2016, tal y como se muestra en el Cuadro 14, el periodo medio de cobros experimenta un promedio de variación en un 0%, mientras que las otras dos magnitudes siguen con el descenso, esta vez incluso más acusado a lo que al periodo medio de pago se refiere.

Cuadro 15 Estimaciones periodos medios 2017

| Años | Estimacion | Variación anual | | | | Prom Variación |
|-------------------------------|------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| | | 2016-2015 | 2015-2014 | 2014-2013 | 2013-2012 | |
| Periodo medio de Cobro (días) | 30,24 | 0,00% | -9,85% | -9,80% | -0,78% | -5,11% |
| Periodo medio de Pago (días) | 42,86 | -24,09% | -19,74% | -19,79% | -10,36% | -18,50% |
| Rotación de Inventario (días) | 38,70 | -12,37% | -4,44% | -11,33% | -3,95% | -8,02% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Finalmente, el ultimo año 2017, cuya información se recoge en el Cuadro 15, sigue siendo un año de disminución para los tres periodos calculados, dejándolos mucho más cercanos los unos de los otros que en el año 2012 y no sobrepasando, incluso, de los 45 días. Cabe destacar que en 2012 el valor más elevado de los periodos superaba los 120 días. Este resultado manifiesta que el recorte ha sido muy pronunciado.

Una vez estimados los 3 periodos se podrá comenzar con el cálculo de los 4 elementos que participan en la obtención de las NOF. Dicho esto se empezara con el primero de estos que es clientes.

El dato correspondiente a la cuenta de Clientes se calcula de la siguiente forma:

Importe de la cifra de negocios *(el periodo medio de clientes /365 días)

Como las dos magnitudes que se aprecian en la fórmula de cálculo ya están estimada se puede proceder con la obtención concreta de los datos

Cuadro 16 Estimación Clientes

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cientes | 2.788.371,19 | 2.821.733,77 | 2.715.887,04 | 2.894.111,85 | 3.080.867,62 | 2.973.971,23 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se ha podido ver en la estimación de los periodos medios la tendencia general es de bajada, por otro lado el importe neto de la cifra de negocios como hemos visto en el punto 3.1.1, crece constantemente, pero aun siendo uno de sus componentes alcista, el valor de la cuenta de clientes en Balance se ve reducida.

El segundo integrante de la fórmula de cálculo de las NOF son las Existencias, que se calcularán a partir de la siguiente fórmula:

Aprovisionamientos *(la rotación de inventario/ 365 días)

Cuadro 17 Estimación existencias

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Existencias | 607.620,18 | 651.996,56 | 718.855,60 | 757.900,21 | 830.205,51 | 868.027,40 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez obtenidas las existencias se puede observar que tal como se obtenía en la tendencia de la rotación de inventario, en el cual descendía la cantidad de días, en éstas también se produce un descenso bastante marcado desde 2012. Este descenso tan marcado, en comparación a clientes, en gran parte se debe a la diferencia entre aprovisionamientos e importe neto de la cifra de negocios, ya que en la primera no se ve el crecimiento constante del otro llegando incluso a bajar en algunos años, lo que hace que no se contrarreste el efecto de los periodos.

La tercera magnitud necesaria para el cálculo de las NOF es Proveedores. Ésta tendrá un plus de dificultad a la hora de obtenerla al necesitar calcular una de las magnitudes que participan en la fórmula de su cálculo:

Compras*(periodo medio de pago/ 365 días)

Como podemos ver, antes de proceder con el cálculo de las NOF, habrá que obtener la cantidad de compras al no tenerlas estimadas aún. Para esto se utilizarán los aprovisionamientos más/menos la variación de existencias de cada año. Dichas variaciones de existencias se obtendrán mediante la resta al año de cálculo la del año anterior a ella. Por ejemplo, variación de existencias de 2013 se realizará restándole a las existencias del 2013 las existencias obtenidas en el año 2012.

Cuadro 18 Cálculo de compras

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Existencias | 607.620,18 | 651.996,56 | 718.855,60 | 757.900,21 | 830.205,51 | 886.000,00 |
| variación existencias | -44.376,38 | -66.859,04 | -39.044,61 | -72.305,31 | -55.794,49 | -229.000,00 |
| Compras | 5.686.453,33 | 5.589.102,84 | 5.425.436,43 | 5.433.031,54 | 5.291.392,04 | 5.141.000,00 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Después de haber logrado la cifra de compras de cada año, presentada en el Cuadro 18, se podrá seguir con el cálculo de proveedores.

Cuadro 19 Estimación Proveedores

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|-------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Proveedores | 667.730,76 | 805.248,27 | 1.029.731,62 | 1.284.815,26 | 1.560.106,66 | 1.691.036,88 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se había comentado con anterioridad el periodo medio de pagos era de los tres espacios de tiempo el que más descendía con bastante diferencia, con lo que no es de extrañar la gran bajada que sufre la partida de proveedores desde 2012 hasta 2017 en los cuales pasa de 1,6 millones a 667 mil euros, tal y como muestra el Cuadro 19.

La última de las magnitudes a estimar para el cálculo de las NOF es la tesorería mínima necesaria. Para obtener esta se realizará el supuesto de que la tesorería del año 2012 de 351.000 euros es óptima con lo que la empresa operara los próximos años con este nivel de tesorería como mínimo. Este supuesto se realiza después de observar cómo la tesorería de la empresa desciende cada año hasta este mínimo que se ha comentado anteriormente.

Una vez estimada la última variable que interviene en el cálculo de las NOF, se procede a calcular su valor, y lo que es más necesario al final, el incremento de las necesidades del fondo de rotación. El incremento de un año respecto al anterior se calculará en términos de diferencias. Después de haber explicado esto se procede a la obtención de los datos y su presentación en el Cuadro 20:

Cuadro 20 Cálculo de las NOF y sus diferencias

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| + Clientes | 2.788.371,19 | 2.821.733,77 | 2.715.887,04 | 2.894.111,85 | 3.080.867,62 | 2.973.971,23 |
| + Existencias | 607.620,18 | 651.996,56 | 718.855,60 | 757.900,21 | 830.205,51 | 868.027,40 |
| + Tesorería mínima | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 |
| - Proveedores | 667.730,76 | 805.248,27 | 1.029.731,62 | 1.284.815,26 | 1.560.106,66 | 1.691.036,88 |
| NOF | 3.079.260,60 | 3.019.482,06 | 2.756.011,01 | 2.718.196,80 | 2.701.966,48 | 2.501.961,75 |
| Diferencia NOF | 59.778,54 | 263.471,05 | 37.814,21 | 16.230,33 | 200.004,72 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el cuadro se puede observar cómo las NOF cada año siguen creciendo. Esto puede llegar a sorprender debido a que anteriormente se ha visto que todos los periodos medios han descendido junto con las cantidades de cada magnitud, pero puede encontrarse su explicación en que la variable que más ha disminuido, con diferencia, es proveedores siendo ésta la única en la fórmula de las NOF que está restando, provocando así el crecimiento.

Después de haber obtenido el incremento de las necesidades operativas de fondos, sólo faltaría un último supuesto para obtener los flujos de caja libre siguiendo el esquema presentado en el Cuadro 1. En concreto, el referido al incremento en nuevas inversiones. Supondremos que el incremento en nuevas inversiones realizadas por la empresa son inversiones de reposición. Esto quiere decir que se volverá a invertir la misma cuantía que se amortiza cada año. Una vez dada esta pauta sólo quedará calcular la cuantía de los flujos de caja libres.

Cuadro 21 Cálculo Flujos de caja libres

| ESQUEMA DE CÁLCULO DE LOS FCL | | | | | |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| AÑOS | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
| + Ingresos Explotación | 33.769.012,34 | 32.451.709,83 | 31.263.031,09 | 30.077.111,41 | 28.911.099,37 |
| - Gastos Explotación | -28.213.316,48 | -27.358.614,53 | -26.716.083,68 | -26.098.682,39 | -24.987.865,12 |
| - DEA | -2.673.567,62 | -2.423.416,04 | -2.194.667,88 | -1.993.238,59 | -1.871.619,58 |
| BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT) | 2.882.128,24 | 2.669.679,26 | 2.352.279,52 | 1.985.190,43 | 2.051.614,67 |
| - Impuestos bonificaciones deducciones...) | -1.016.374,28 | -941.454,75 | -829.524,64 | -700.071,73 | -723.496,04 |
| BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDT) | 1.865.753,96 | 1.728.224,51 | 1.522.754,88 | 1.285.118,71 | 1.328.118,63 |
| + DEA | 2.673.567,62 | 2.423.416,04 | 2.194.667,88 | 1.993.238,59 | 1.871.619,58 |
| - Incremento Necesidades Fondo de Rotación | -59.778,54 | -263.471,05 | -37.814,21 | -16.230,33 | -200.004,72 |
| - Incremento Nuevas Inversiones (Supuesto inversiones sólo de reposición = DEA) | -2.673.567,62 | -2.423.416,04 | -2.194.667,88 | -1.993.238,59 | -1.871.619,58 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE | 1.805.975,42 | 1.464.753,46 | 1.484.940,67 | 1.268.888,38 | 1.128.113,90 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se puede observar en el Cuadro 21, todos los flujos que se obtienen ofrecen un valor positivo. Además respecto a la previsión de futuro se observa que Amplifon Ibérica S.A experimenta una tendencia favorable, dado que año a año las cuantías de los flujos de caja van creciendo. Esto ocurre todos los años excepto en 2016. La disminución que se experimenta en 2016 respecto al 2015 puede deberse al incremento de las NOF, que pasa de -37 mil hasta superar los -260 mil haciendo descender el flujo de caja libre levemente respecto a 2015.

3.2 Cálculo de la tasa de descuento WACC

Una vez finalizado con el cálculo de los flujos de caja recogido en el apartado anterior, para continuar con la valoración de la empresa habrá que obtener la tasa de descuento que se aplicará tanto a los flujos de caja libres como al valor residual. La tasa que se aplica en el método de valoración por descuento de flujos de caja futuros es el Coste Medio Ponderado de Capital, o WACC (Weighted Average Cost of Capital) tal y como se había comentado anteriormente.

Para la obtención del WACC se necesitan realizar cálculos previos. Por un lado, el coste de los fondos propios, o tasa de rentabilidad que la empresa debería de pagar al inversor para que invirtiera en el capital de Amplifon S.A. El coste de los recursos propios deberá calcularse debidamente ponderado por el porcentaje que implican los fondos propios en los recursos financieros totales de la compañía.

Por otro lado, el coste de la financiación ajena de la empresa, definido como lo que le costará cada unidad de deuda que le genera coste. Al igual que se hace para el cálculo del coste de los recursos propios, el coste de los recursos ajenos habrá que ponderarlo por el peso relativo que tengan las fuentes de financiación ajena dentro de la estructura financiera de la empresa. Adicionalmente, y como consecuencia de los beneficios fiscales que afectan a la desgravación por los gastos financieros de la deuda, el coste final de las fuentes de financiación ajena habrá que minorarlo por el efecto impositivo.

Una vez determinados los costes de las dos fuentes de financiación, se obtendrá el WACC que será la tasa de descuento a aplicar para los flujos de caja y el valor residual. .

Después de esta breve introducción se comenzará con los cálculos desde el primer punto anteriormente comentado, coste de los fondos propios.

3.2.1 Cálculo del coste de los fondos propios

En este apartado se realizarán diversos supuestos y comparaciones para poder estimar el coste de los fondos propios. Para el cálculo del coste de los recursos propios se aplicará el método CAPM donde la fórmula de cálculo del coste de los fondos propios será la siguiente: (Coste de los fondos propios) $K_e = R_f + (R_m - R_f) * B$

Donde B (beta) el indicador del riesgo de la empresa respecto al mercado, R_f será la rentabilidad del activo libre de riesgo y R_m la rentabilidad que ofrece el mercado.

Por lo tanto, se empezará por la obtención del primero de los integrantes de la fórmula, B. La beta como se ha dicho anteriormente es el indicador de riesgo de la empresa respecto al mercado. Ésta por lo tanto deberá de tener algún tipo de relación con la variabilidad del mercado respecto a Amplifon Ibérica S.A. El problema para la obtención de este dato surge al tratarse de una empresa no cotizada. La vía a seguir será la utilización de una(s) empresa(s) que opere en el mismo sector que sí cotice en Bolsa. Tras obtener la beta correspondiente a la empresa cotizada, habrá que ajustar esta beta a las características financieras de nuestra empresa. Con lo que se tendrá que comenzar con la obtención de esa empresa que cotiza del sector y su beta. Para ello se utilizara la siguiente fórmula para obtener la beta de la empresa que se escoja.

$Beta = \text{varianza de la empresa} / \text{covarianza de la empresa y el mercado}$

La empresa cotizada comparable a Amplifon Ibérica S.A. es PRIM S.A que cotiza actualmente en la Bolsa de Madrid y que opera en el mismo sector que Amplifon. La información de mercado se referirá al índice IBEX 35. Los datos necesarios para la obtención de los precios de PRIM S.A. y del IBEX 35 se han obtenido de Yahoo Finance. Se ha decidido tomar los datos semanales para obtener la rentabilidad obteniendo 52 observaciones de un año. Además se ha tenido que optar por el año 2013 en vez del 2012 debido a que la rentabilidad que ofrecía el mercado para el período anterior era negativa desvirtuando así todos los posibles cálculos que realizásemos con ellos.

Después de obtener las cotizaciones semanales de PRIM S.A. y del IBEX 35, se ha calculado la rentabilidad que ofrecen. Una vez calculadas las rentabilidades, se ha procedido a calcular la beta del sector mediante el análisis de varianzas-covarianzas entre el mercado (IBEX 35) y PRIM S.A y el promedio de la rentabilidad del mercado (se utilizara más adelante). Con estos datos se ha obtenido la beta de la empresa PRIM S.A., para aproximar la beta del sector económico y cuya información se recoge en el Cuadro 22.

Cuadro 22 Cálculo Beta

| | |
|--------------------------------------|---------|
| PRIM S.A | |
| Varianza | 0,00036 |
| Covarianza entre PRIM S.A y IBEX 35 | 0,00009 |
| BETA prim S.A. (Varianza/Covarianza) | 0,26025 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Después de lograr la beta de la empresa cotizada del mismo sector habrá que amoldar esta beta a las características de Amplifon Ibérica S.A en términos de riesgo financiero. Esto se realizará desapalancando la beta del sector, calculada a partir de los datos de PRIM S.A.. Una vez obtenida la beta desapalancada, , habrá que apalancarla de nuevo pero en este caso con los datos de estructura financiera de Amplifon obteniendo así la beta que se utilizará en el cálculo del coste de los fondos propios. Para esta tarea se aplicará la siguiente fórmula.

Beta no apalancada =beta PRIM S.A (apalancada)/ (1+ (1-timpuesto)*deuda/patrimonio)

En el cálculo de esta fórmula se ha tenido que hacer de nuevo uso de la base de datos SABI de la cual se han obtenido los porcentajes de deuda y patrimonio. Además se ha utilizado como impuesto la tasa impositiva calculada para los flujos caja libres.

Cuadro 23 Datos PRIM S.A para desapalancar

| PRIM S.A 2012 | | Porcentajes sobre total |
|------------------|---------------|-------------------------|
| Patrimonio | 73.005.910,00 | 77,41% |
| Deuda | 21.303.287,00 | 22,59% |
| Recursos totales | 94.309.197,00 | |
| Tasa impositiva | 35,26% | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Beta no apalancada =0,2605/(1+ (1-0,3526)*0,2259/0,7741)=0,2189

Una vez lograda la beta no apalancada del sector habrá que aplicarle a esa beta las características que constituyen los recursos financieros de Amplifon Ibérica S.A para obtener la beta que se utilizará en la fórmula de coste de los fondos propios. Los datos utilizados para ello se presentan en el Cuadro 24.

Cuadro 24 Datos Amplifon Ibérica S.A para apalancar la Beta

| AMPLIFON IBERICA S.A 2012 | | Porcentajes sobre total |
|---------------------------|------------|-------------------------|
| Patrimonio | 35.273.000 | 86,54% |
| Deuda | 266.000 | 13,46% |
| Recursos totales | 35.539.000 | |
| Tasa impositiva | 35,26% | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Con estos datos se procederá a apalancar la beta con la misma fórmula que se ha utilizado para lograr la no apalancada pero esta vez conociendo la cifra de no apalancada en vez de la de la empresa que se quiere lograr.

Beta Amplifon Ibérica S.A= beta no apalancada*(1+ (1-impuesto)*deuda/patrimonio)

Beta Amplifon Ibérica S.A=0,2189*(1+ (1-0,3526)*0,1346/0,8654)=0,2199

Después de haber calculado la B y tener la Rm calculando el promedio de rentabilidades del IBEX 35semanales multiplicada por 52 semanas para hacerla anual, solo quedará obtener el interés anual del bono a 10 años del banco de España, como medida de la tasa de rentabilidad del activo libre de riesgo (Rf). El último dato disponible para este activo es del día 28 diciembre de 2012.

Cuadro 25 Datos para el cálculo del coste de los fondos propios

| | |
|--------------------------------------|---------|
| RF(Bono a 10 años 28 diciembre 2012) | 5,26% |
| RM | 16,80% |
| B | 0,21997 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Ahora que ya se tienen todos los datos se procederá al cálculo del coste de los fondos propios de la empresa aplicando el modelo CAPM.

(Coste de los fondos propios) $K_e = R_f + (R_m - R_f) * B$

(Coste de los fondos propios) $K_e = 5,26\% + (16,8\% - 5,26\%) * 0,21997 = 7,795\%$

El coste fondos propios es de un 7,795%, esto implica que cada euro de fondos propios que posee Amplifon Ibérica S.A le costara 7,795 céntimos. Este porcentaje es uno de los

dos costes que se utilizara más tarde para la obtención del coste de descuento WACC que integran el coste de fondos propios y coste de los fondos ajenos.

Después de haber logrado el primero de los dos se seguirá con la búsqueda del segundo coste necesario para el WACC, el coste de los fondos ajenos.

En este punto sólo se tendrán en cuenta las deudas que posee la empresa y que implican algún tipo de interés o gasto. Por ellos sólo se utilizara las deudas a corto plazo y las deudas a largo plazo debido a que las partidas como por ejemplo proveedores son cuentas que se deben pero no imprimen ningún tipo de coste a la empresa.

Una vez hecha esta distinción podremos conseguir el coste de la deuda ajena que se realizará dividiendo la partida de gastos financieros entre deudas a largo y corto plazo como se ha comentado anteriormente.

Coste de la deuda=Gastos financieros/ (deuda a corto+ deuda a largo plazo)

Coste de la deuda=547.000/(114.000+152.000)= 205,64%

El coste de la deuda no muestra exactamente el coste de los recursos ajenos, al no haberle descontado aún la parte del Impuesto de Sociedades que se pagaría si no se hubiese tenido esa deuda, con lo que se le descontará la tasa que se ha utilizado en los puntos anteriores (35,26%) así obteniendo el coste real de los fondos ajenos.

Coste de los Fondos Ajenos= Coste de la deuda *(1-Tasa Impositiva)

Coste de los Fondos Ajenos=205,64%*(1-0,3526)= 133,12%

Después de obtener las tasas relativas a los dos tipos de costes que tenemos (ajenos y propios), habrá que calcular qué parte de los recursos totales constituyen cada una de las fuentes de financiación. Para ello se divide cada una de las fuentes de financiación.

Cuadro 26 Porcentajes sobre los recursos totales

| | | |
|------------------|------------|--------|
| Patrimonio | 35.273.000 | 86,54% |
| Deuda | 266.000 | 0,65% |
| Recursos totales | 40.759.000 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Para finalizar este apartado de cálculo del WACC sólo faltará multiplicar cada coste por el peso relativo que implica la fuente de financiación a la que cada coste se refiere sobre todos los recursos financieros de la empresa. Es decir, realizando así una media ponderada de los costes de las fuentes de financiación:

WACC= Coste de los fondos propios* Porcentaje de Fondos propios sobre recursos
+Coste de los recursos ajenos *el porcentaje de deuda sobre los recursos totales

$$WACC=7,795\% *86,54\%+133,12\% *0,65\%=7,615\%$$

Se ha obtenido un WACC del 7,615%, lo que quiere decir que de media el coste de cada euro de recurso financiero que tiene la empresa le cuesta 7,615 céntimos. Ésta será la tasa definitiva que se utilizará en el siguiente punto como tasa de descuento para traer al momento 0 (2012) todos los flujos de caja calculados en el punto 3.1 y el valor residual. A la determinación de éste último concepto dedicaremos el epígrafe que sigue a continuación.

3.3 Calculo Valor Residual

En este tercer y último punto se abordará el cálculo del valor residual de la compañía para finalmente determinar el valor de la misma en el año de valoración, 2012.

El valor residual es la cantidad monetaria que recoge la vida económica ilimitada de la empresa. Este valor se obtendrá mediante el método Gordon-Shapiro el cual trata de realizar la capitalización perpetua del ultimo flujo de caja libre calculado, 2017 en nuestro caso. Siguiendo este modelo, la fórmula de cálculo del valor residual sería como sigue:

$$\text{Valor Residual} = \text{FCL} * (1+g) / \text{WACC} - g$$

Dónde:

-FCL es el Flujo de caja libre del ultimo año 2017.

-g es la tasa de crecimiento geométrica en la que crece el FCL.

-WACC es la tasa de descuento o Coste Medio Ponderado de Capital.

Una vez planteado el modelo y analizar los integrantes de la fórmula se observa que aún hay una incógnita la tasa g de crecimiento geométrica para el FCL. Esta tasa tiene que mostrar el crecimiento anual que tendrán los Flujos de caja libres de Amplifon Ibérica S.A a partir del año 2017. Por esto debe de cumplir requisitos indispensables para no obtener un resultado que desvirtúe el trabajo realizado anteriormente.

Por un lado la tasa g nunca podrá ser mayor que el WACC, ya que convertiría el valor residual en una cantidad monetaria negativa que restaría valor a la empresa perdiendo todo el sentido el intento de valoración de la compañía.

Por otro lado, la tasa g no puede ser excesivamente grande debido a que se trata una tasa de crecimiento para un plazo indefinido de vida que puede ser demasiado optimista y que

además si supera la tasa de crecimiento de la economía la empresa se supondría que llegaría a superar toda la economía ya que se habla de un tiempo de vida ilimitado.

Por lo comentado anteriormente pueden surgir diferentes tipos de g alternativas según se realicen los cálculos. Como se explicará en el análisis de sensibilidad realizado en el apartado siguiente, para este trabajo se han probado diferentes posibilidades, desde una tasa g calculada mediante los datos concretos de Amplifon Ibérica S.A., hasta diferentes calibraciones probando con un rango de valores como 1%, 0,8% y 0,5%.

Después de haber barajado todas las posibilidades se ha decidido tomar una tasa g de crecimiento del 1% para el análisis básico. Se ha decidido tomar este valor ya que cumple todos los requisitos anteriormente nombrados. Tal y como se mostrará en el análisis de sensibilidad, cuando se calcula la tasa g a partir de datos de la compañía se obtiene un valor superior al 6%, valor que estaría definiendo un escenario muy optimista sobre la evolución de la empresa. Para evitar, por tanto, considerar un escenario que pueda alejarse demasiado de la realidad de Amplifon, tomamos entonces una g estándar del 1%, dejando para el análisis de sensibilidad otro escenario de valoración. Una vez se ha decidido el valor de la tasa g , sólo quedará proceder al cálculo del valor residual.

$$\text{Valor Residual} = \text{FCL} * (1+g) / \text{WACC} - g$$

$$\text{Valor Residual} = 1.824.035,18 * (1+1\%) / (7,61\% - 1\%) = 27.302.345,56$$

Este valor residual de 27,3 millones implica que el valor de la vida económica ilimitada de la empresa es de esa cantidad.

3.4 Cálculo Valor de la Empresa

Una vez calculado el valor residual, se procede a calcular el descuento de los flujos de caja libres y del valor residual de la empresa para la obtención del valor final de la misma en el año 2012.

El descuento se realizará mediante la capitalización compuesta aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Descontado} = \text{FCL o valor residual} / (1 + \text{WACC})^n$$

Dónde:

-FCL o Valor residual son los Flujos obtenidos año a año o en el último año también el valor residual.

-WACC: Coste Medio Ponderado de Capital como la tasa de descuento anteriormente calculada

-n número de años desde el 2012

Cuadro 27 Cálculo Valor de empresa

| Años | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Año base | 2012 | | | | | |
| Tasa de actualización= $(1+WACC)^n$ | 7,61% | 1,08 | 1,16 | 1,25 | 1,34 | 1,44 |
| Flujo de caja libre | | 1.128.113,90 | 1.268.888,38 | 1.484.940,67 | 1.464.753,46 | 1.805.975,42 |
| Valor Residual | | | | | | 27.302.345,56 |
| Flujo de caja Libre descontado=(Flujo/ Tasa de actualizacion) | | 1.048.289,53 | 1.095.670,60 | 1.191.499,83 | 1.092.138,48 | 1.251.276,56 |
| Valor Residual descontado= VR/tasa descuento | | | | | | 18.916.528,21 |
| Valor de la empresa (Suma de los valores descontados) | | | | | | 24.595.403,22 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Los resultados obtenidos se muestran en el Cuadro 27. Después de realizar toda la tabla con las tasas de descuento para los flujos de caja de cada año y el valor residual, se han descontado todos ellos obteniendo el valor final de la empresa que asciende a 24.595.403,22 euros.

Este valor es un valor racional y posible ya que es mayor que los flujos de caja y el valor residual también supera la cantidad que aportan los flujos de caja al final al valor de la empresa Amplifon ibérica S.A., como es normal al tratarse de la cifra de los flujos de caja de la vida económica indefinida de la compañía.

4. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

En este apartado después de haber calculado el valor de la empresa considerando unos supuestos específicos para ello, se examinará en qué medida influye la consideración de supuestos alternativos para algunas magnitudes intervinientes en el cálculo del valor de la empresa.

En concreto, los análisis de sensibilidad llevados a cabo en el presente apartado son los que a continuación se enumeran:

- Cambio en el modelo de estimación de los flujos de caja.
- Utilización de las Letras del Tesoro a 12 meses en vez de los Bonos del Estado a 10 años para aproximar el activo libre de riesgo (Rf).
- Uso de precios mensuales de las acciones de la empresa cotizada y del IBEX 35 cogiendo 5 años 2013-2009, en vez de semanales y un año 2013.

- Análisis de sensibilidad de la g.

4.1. Cambio de modelo de estimación.

En esta tercera sensibilidad se probará a cambiar el criterio de estimación que se utilizaba en el análisis principal, que trataba de calcular las variaciones y realizar el promedio de las 4 variaciones anteriores al año para aplicar el porcentaje conseguido.

Este modelo se cambiara por otro, en el cual el importe neto de la cifra de negocios como magnitud más importante dentro del resultado de explotación marcará el camino del resto de las magnitudes. Por lo tanto se calcularán las variaciones de la cifra de negocios de cada año y se hará el promedio de las mismas del periodo 2012-2008, siendo éste el porcentaje de crecimiento o decrecimiento que se aplicará en todos, tanto los apartados que incluyen pérdidas y ganancias, tanto a las NOF. El promedio de las variaciones del periodo 2012-2008 de importe neto de cifra de negocios se podrá encontrar en el apartado 3.1 con un porcentaje del 4,406%.

Cuadro 38 Estimaciones cuenta P y G método nuevo

| Años | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 34.093.255,71 | 32.654.368,33 | 31.276.208,41 | 29.956.212,98 | 28.691.927,24 |
| 4. Aprovisionamientos | -6.662.085,92 | -6.380.916,19 | -6.111.613,08 | -5.853.675,77 | -5.606.624,55 |
| 5. Otros ingresos de explotación | 310.152,98 | 297.063,14 | 284.525,75 | 272.517,49 | 261.016,04 |
| 6. Gastos de personal | -11.619.571,09 | -11.129.173,38 | -10.659.472,65 | -10.209.595,38 | -9.778.704,94 |
| 7. Otros gastos de explotación | -11.747.354,11 | -11.251.563,40 | -10.776.697,26 | -10.321.872,59 | -9.886.243,55 |
| 8. Amortización del inmovilizado | -2.032.122,30 | -1.946.357,68 | -1.864.212,71 | -1.785.534,62 | -1.710.177,10 |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -31.015,30 | -29.706,31 | -28.452,57 | -27.251,75 | -26.101,60 |
| 13. Otros resultados | -23.571,63 | -22.576,80 | -21.623,96 | -20.711,33 | -19.837,22 |
| A1) Resultado de explotación | 2.287.688,35 | 2.191.137,70 | 2.098.661,92 | 2.010.089,03 | 1.925.254,32 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En esta estimación de las cuentas de Pérdidas y Ganancias, como ocurría en el trabajo principal, se puede observar un resultado de explotación creciente. Con este método se obtiene, sin embargo, un menor resultado de la explotación debido a que hay partidas como aprovisionamientos que del otro modo casi se mantenía constante y en ésta caso desde 2013 crece en un millón.

Por otro lado tenemos el cálculo de las NOF. Para ello, se utilizarán los periodos medios los cuales se estimarán del mismo método, con el crecimiento del 4,406% del importe neto de la cifra de negocios, mientras la tesorería la seguiremos considerando óptima como en el punto 3.

Cuadro 39 Periodos medios 2

| | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Periodo medio de Cobro (días) | 49,00 | 46,94 | 44,96 | 43,06 | 41,24 |
| Periodo medio de Pago (días) | 148,95 | 142,66 | 136,64 | 130,87 | 125,35 |
| Rotación de Inventario (días) | 73,20 | 70,11 | 67,15 | 64,31 | 61,60 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En la estimación de los periodos medios sí que se puede observar un gran cambio, ya que en vez de reducirse, la cantidad de días de cada uno de los tres períodos medios crece al porcentaje del 4,406%. Este cambio en principio supondrá unas mayores NOF.

Se comenzará por el cálculo de Clientes de entre las 4 magnitudes necesarias para el cálculo de las NOF. Siendo ésta la fórmula a seguir:

Importe de la cifra de negocios *(el periodo medio de clientes /365 días)

Cuadro 40 Estimación Clientes

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| + Clientes | 4.577.292,34 | 4.199.081,20 | 3.852.120,78 | 3.533.828,90 | 3.241.836,75 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como era de esperar en comparación al anterior método, en éste la cantidad de clientes de cada año de estimación crece considerablemente al crecer al mismo porcentaje todos los años todas las variables.

La segunda magnitud es existencias la cual seguirá la siguiente fórmula de cálculo.

Existencias =Aprovisionamientos *(la rotación de inventario/ 365 días)

Cuadro 41 Estimación Existencias

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|
| Existencias | 1.335.996,50 | 1.225.606,18 | 1.124.337,16 | 1.031.435,77 | 946.210,60 | 868.027,40 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

La tercera variable a calcular es Proveedores. Al igual que en el análisis básico, la fórmula de cálculo será la siguiente:

Compras*(periodo medio de pago/ 365 días)

Para calcular esta cuenta, habrá que obtener las compras con la nueva estimación mediante el uso de la variación de existencias, tal y como se hizo anteriormente.

Cuadro 42 Datos para obtención de proveedores

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Existencias | 1.335.996,50 | 1.225.606,18 | 1.124.337,16 | 1.031.435,77 | 946.210,60 |
| variación existencias | 110.390,32 | 101.269,02 | 92.901,39 | 85.225,17 | 60.210,60 |
| Compras | 6.772.476,24 | 6.482.185,21 | 6.204.514,48 | 5.938.900,93 | 5.666.835,15 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez obtenidas las compras, las cuales son necesarias para la obtención de Proveedores se podrá seguir con el cálculo de éstos y del total de NOF. A continuación, se calculará la diferencia de las necesidades de fondos, para determinar el incremento de las mismas que se utilizará para el cálculo de los flujos libres de caja.

Cuadro 43 Cálculo de las NOF y sus diferencias

| AÑO | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| + Clientes | 4.577.292,34 | 4.199.081,20 | 3.852.120,78 | 3.533.828,90 | 3.241.836,75 | 2.973.971,23 |
| + Existencias | 1.335.996,50 | 1.225.606,18 | 1.124.337,16 | 1.031.435,77 | 946.210,60 | 868.027,40 |
| + Tesorería mínima | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 | 351.000,00 |
| - Proveedores | 2.763.687,34 | 2.533.586,09 | 2.322.709,22 | 2.129.442,57 | 1.946.136,25 | 1.691.036,88 |
| NOF | 3.500.601,51 | 3.242.101,30 | 3.004.748,73 | 2.786.822,10 | 2.592.911,10 | 2.501.961,75 |
| Diferencia NOF | 258.500,21 | 237.352,57 | 217.926,63 | 193.911,00 | 90.949,34 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se había comentado anteriormente la cantidad de necesidades operativas de fondos crece considerablemente con los que la diferencia de las NOF crece igualmente con ellas a diferencia del caso anterior. Esto repercutirá negativamente en los flujos de caja libres al ser las NOF un elemento que entra restando en la fórmula de cálculo de los mismos. Después de estimar todas las magnitudes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y las necesidades operativas de fondos, ya no quedará nada más que calcular los flujos de caja libre siguiendo el esquema visto en el análisis básico y mostrado en el Cuadro 44.

Cuadro 44 Cálculo Flujos de Caja Libres

| ESQUEMA DE CÁLCULO DE LOS FCL | | | | | |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| AÑOS | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
| + Ingresos Explotación | 34.403.408,69 | 32.951.431,47 | 31.560.734,16 | 30.228.730,47 | 28.952.943,28 |
| - Gastos Explotación | -30.083.598,04 | -28.813.936,09 | -27.597.859,53 | -26.433.106,82 | -25.317.511,87 |
| - DEA | -2.032.122,30 | -1.946.357,68 | -1.864.212,71 | -1.785.534,62 | -1.710.177,10 |
| BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT) | 2.287.688,35 | 2.191.137,70 | 2.098.661,92 | 2.010.089,03 | 1.925.254,32 |
| - Impuestos bonificaciones deducciones... | -806.746,75 | -772.698,44 | -740.087,12 | -708.852,15 | -678.935,43 |
| BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDT) | 1.480.941,60 | 1.418.439,26 | 1.358.574,80 | 1.301.236,89 | 1.246.318,89 |
| + DEA | 2.032.122,30 | 1.946.357,68 | 1.864.212,71 | 1.785.534,62 | 1.710.177,10 |
| - Incremento Necesidades Fondo de Rotación | -258.500,21 | -237.352,57 | -217.926,63 | -193.911,00 | -90.949,34 |
| - Incremento Nuevas Inversiones (Supuesto inversiones sólo de reposición = DEA) | -2.032.122,30 | -1.946.357,68 | -1.864.212,71 | -1.785.534,62 | -1.710.177,10 |
| FLUJO DE CAJA LIBRE | 1.222.441,39 | 1.181.086,69 | 1.140.648,17 | 1.107.325,89 | 1.155.369,54 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como era de esperar el crecimiento de los flujos de caja libre se produce todos los años, pero en comparación al estudio principal su crecimiento es mucho más pequeño no superando apenas el 4 por ciento de crecimiento anual.

Una vez realizados los cálculos de los flujos de caja libres, el siguiente paso será obtener la tasa de descuento a aplicar, el WACC, pero éste no se volverá a calcular debido a que los cambios de estimación realizados para esta primera parte no afectaran en nada a la obtención de esta tasa. Por lo tanto, se utilizará la misma del estudio inicial, que será del 7,615%.

Por otro lado el cálculo del valor residual y de la empresa sí se verá afectado debido al cambio de las cantidades obtenidas en los flujos de caja libres, las cuales han descendido. Ese descenso justificaría la obtención de un menor valor de la empresa. Comenzamos, entonces, con el cálculo del valor residual. .

$$\text{Valor Residual} = \text{FCL} \cdot (1+g) / \text{WACC}-g$$

$$\text{Valor Residual} = 1.222.441,39 \cdot (1+1\%) / 7,615\% - 1\% = 19.615.022,88$$

Tal y como se esperaba el valor residual desciende en casi 7 millones de euros respecto al estudio básico realizado. Con lo que unido a los flujos de caja más pequeños y la utilización del mismo WACC para cada uno se obtendrá un valor de empresa considerablemente más pequeño.

Cuadro 45 Cálculo Valor de la Empresa 4

| AÑOS | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Año base | 2012 | | | | | |
| Tasa de actualización= $(1+WACC)^n$ | 7,61% | 1,08 | 1,16 | 1,25 | 1,34 | 1,44 |
| Flujo de caja libre | | 1.155.369,54 | 1.107.325,89 | 1.140.648,17 | 1.181.086,69 | 1.222.441,39 |
| Valor Residual | | | | | | 19.615.022,88 |
| Flujo de caja Libre descontado=(Flujo/ Tasa de actualización) | | 1.073.616,58 | 956.163,24 | 915.243,37 | 880.633,00 | 846.972,91 |
| Valor Residual descontado= VR/tasa descuento | | | | | | 13.590.339,07 |
| Valor de la empresa (Suma de los valores descontados) | | | | | | 18.262.968,17 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Tal y como se muestra en el Cuadro 45, en este primer caso de análisis de sensibilidad se obtiene un valor de la empresa más bajo debido a que varios gastos que se mantenían constantes en el análisis básico se han incrementado al mismo ritmo que lo ha hecho el importe neto de la cifra de negocios. Por otro lado, hay que recalcar que a pesar de ello, el resultado tanto de los flujos de caja, como del valor residual son siempre positivos debido a la estabilidad de Amplifon ibérica S.A.

4.2. Utilización de Letras del Tesoro a 12 meses como activo libre de riesgo

En este segundo análisis de sensibilidad se examinará la influencia de la consideración de un activo libre de riesgo diferente al inicialmente considerado sobre la valoración de la empresa.

Para conocer mejor el cambio no se alterará ninguno de los anteriores supuestos con lo que los flujos de caja del estudio básico quedarán intactos, así como el coste de los fondos ajenos que se calculaba para el WACC.

Por lo tanto, el cambio a realizar habrá afectará al cálculo del coste de los fondos propios. En este punto cabe recordar cómo se obtiene el valor del coste de los fondos propios.

$$(\text{Coste de los fondos propios}) K_e = R_f + (R_m - R_f) * B$$

Como se ha visto con anterioridad la fórmula está compuesta por 3 variables. En este caso de análisis sensibilidad solo una de ellas se verá alterada, que será la rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f), manteniéndose las otras dos invariantes (beta y rentabilidad de mercado). Para obtener el interés que ofrecen las Letras del Tesoro a 12 meses se volverá a recurrir a la información proporcionada por el Banco de España para recoger el dato del 28

de diciembre del 2012 (misma fecha que se utilizaba en el análisis básico). Los datos a utilizar se presentan en el Cuadro 28.

Cuadro 28 Datos para cálculo de los fondos propios

| | |
|-----------------------------------|---------|
| RF(Letra 1 año 28 diciembre 2012) | 2,10% |
| RM | 16,17% |
| B | 0,21997 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez se dispone de todos los datos necesarios se puede retomar el cálculo de la fórmula anteriormente nombrada.

$$(\text{Coste de los fondos propios}) K_e = 2,10\% + (16,17\% - 2,10\%) * 0,21997 = 5,196\%$$

Como se puede observar los costes de los fondos propios han disminuido en más de 2,5 puntos porcentuales. Después de obtener este resultado habrá que ver el impacto que éste tiene en la determinación del WACC. Es de esperar de un impacto parecido debido a que cantidad de fondos propios (que no variara) sobre los recursos totales ascendían a un 86,34%.

Cuadro 29 Porcentajes sobre los recursos totales para el coste ajeno

| | | |
|------------------|------------|--------|
| Patrimonio | 35.273.000 | 86,54% |
| Deuda | 266.000 | 0,65% |
| Recursos totales | 40.759.000 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

WACC= Coste de los fondos propios* Porcentaje de Fondos propios sobre recursos +Coste de los recursos ajenos *el porcentaje de deuda sobre los recursos totales

$$WACC = 5,196\% * 86,54\% + 133,12\% * 0,65\% = 5,353\%$$

Observando el valor del WACC se puede afirmar que el cambio en los fondos propios supone una reducción del WACC en algo más de 2 puntos porcentuales, lo cual repercutirá en el valor de la empresa al calcular el valor residual descontado y al descontar los flujos de caja.

El valor residual cambiará al tener una tasa WACC diferente a la anterior aunque el flujo de caja libre del 2017 y la g se mantengan.

$$\text{Valor Residual} = \frac{FCL * (1+g)}{WACC-g}$$

$$\text{Valor Residual} = 1.824.035,18 * (1+1\%) / (5,353\%-1\%) = 41.905.303,48$$

Tal y como se esperaba al ser la diferencia entre el WACC y la tasa g menor, el valor residual es ahora más elevado, siendo esta vez incluso más de 10 millones más grande que el que se obtenía tomando el Bono del Estado a 10 años como activo libre de riesgo. Además este valor residual y los flujos de caja esta vez serán descontados a una tasa aún menor siendo en el año base 2012 mayores, y así obteniendo un valor de la empresa Amplifon superior.

Cuadro 30 Cálculo Valor de Empresa 2

| ANOS | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Año base | 2012 | | | | | |
| Tasa de actualización= $(1+WACC)^n$ | 5,35% | 1,05 | 1,11 | 1,17 | 1,23 | 1,30 |
| Flujo de caja libre | | 1.128.113,90 | 1.268.888,38 | 1.484.940,67 | 1.464.753,46 | 1.805.975,42 |
| Valor Residual | | | | | | 41.905.303,48 |
| Flujo de caja Libre descontado=(Flujo/ Tasa de actualización) | | 1.070.796,78 | 1.143.224,77 | 1.269.905,52 | 1.188.997,51 | 1.391.497,25 |
| Valor Residual descontado= VR/tasa descuento | | | | | | 32.287.878,18 |
| Valor de la empresa (Suma de los valores descontados) | | | | | | 38.352.300,00 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez calculado el valor de la empresa se puede confirmar todo lo anteriormente dicho sobre el crecimiento que iba a sufrir, ya que ha crecido en casi 15 millones de euros. Por ellos se puede concluir que la elección de un tipo de renta fija u otra sí que crea una gran diferencia en el valor final de la empresa.

4.3. Uso de precios mensuales de las acciones cogiendo 5 años 2013-2009. (Anexo 3)

En este tercer análisis de sensibilidad como en el anterior, las estimaciones referidas al cálculo de los flujos de caja libres no se verán afectadas. Por otro lado, la influencia de este cambio afectara al WACC, y concretamente, a la beta que permite calcular el coste de los fondos propios, al variar las rentabilidades y la rentabilidad de mercado que esta vez se referirá periodos mensuales. Por esto se comenzará por el cálculo de la beta, para la cual se utilizará la varianza de la empresa PRIM S.A y la covarianza entre ésta y la rentabilidad del mercado (IBEX 35).

$$\text{Beta} = \text{varianza de la empresa} / \text{Covarianza de la empresa y el mercado}$$

Cuadro 31 Cálculo de la BETA

| | |
|---------------------------|---------|
| PRIM S.A | |
| Varianza PRIM S.A | 0,00549 |
| Covarianza PRIM Y IBEX | 0,00179 |
| beta= Varianza/covarianza | 0,32594 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Una vez obtenida la beta de la empresa PRIM S.A tal y como se ha explicado en el estudio principal habrá que desapalancar y volver a apalancar la beta para amoldarla a las características financieras de Amplifon Ibérica S.A. Para ello, en este caso al estar utilizando datos de mercado a 5 años se ha decidido también utilizar el promedio de los fondos propios y de la deuda de los últimos 5 años 2012-2008.

Cuadro 32 Porcentajes de recursos sobre el total de PRIM S.A mediante promedio

| PRIM S.A (2012-2008) | | | | | | | |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------------------|
| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | Promedio | Porcentaje sobre total |
| Patrimonio | 73.005.910 | 67.396.878 | 63.354.023 | 58.439.081 | 45.069.482 | 61.453.074,80 | 64,62% |
| Deuda | 21.303.287 | 40.738.402 | 38.952.559 | 33.798.043 | 33.429.829 | 33.644.424,00 | 35,38% |
| Recursos totales | | | | | | 95.097.498,80 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Después de obtener los promedios y los porcentajes de las magnitudes necesarias a calcular y saber que la tasa impositiva se mantiene en 35,26%, se dispone a lograr la beta no apalancada.

Beta no apalancada = beta PRIM S.A (apalancada) / (1 + (1 - impuesto) * deuda / patrimonio)

Beta no apalancada = 0,32594 / (1 + (1 - 0,3526) * 0,3538 / 0,6462) = 0,240647992

Esta Beta no apalancada habrá que amoldarla a la empresa de estudio mediante el uso de sus características de estructura financiera para apalancarla y obtener su beta para ello utilizaremos el mismo criterio de los 5 años 2012-2008.

Cuadro 33 porcentajes de recursos sobre el total de Amplifon mediante promedio

| Amplifon (2012-2008) | | | | | | | |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------------------|
| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | Promedio | Porcentaje sobre total |
| Patrimonio | 35.273.000 | 33.716.000 | 33.166.000 | 33.001.000 | 31.775.000 | 33.386.200,00 | 78,12% |
| Deuda | 5.486.000 | 9.969.000 | 10.545.000 | 11.148.000 | 9.615.000 | 9.352.600,00 | 21,88% |
| Recursos totales | | | | | | 42.738.800,00 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Con estos datos se procederá a la obtención de la BETA de Amplifon Ibérica S.A.

Beta Amplifon Ibérica S.A = beta no apalancada * (1 + (1 - impuesto) * deuda / patrimonio)

Beta Amplifon Ibérica S.A = 0,240647992 * (1 + (1 - 0,3526) * 0,2188 / 0,7812) = 0,243753765

Después de haber obtenido la beta de la empresa y tener la rentabilidad de mercado calculada con anterioridad, solo faltará aplicar la fórmula para el coste de los fondos propios:

$$\text{(Coste de los fondos propios) } K_e = R_f + (R_m - R_f) * B$$

Cuadro 34 Datos para cálculo de Fondos Propios

| | |
|--------------------------------------|---------|
| RF(Bono a 10 años 28 diciembre 2012) | 5,26% |
| RM | 3,25% |
| B | 0,24375 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

$$\text{(Coste de los fondos propios) } K_e = 5,26\% + (3,25\% - 5,26\%) * 0,24375 = 4,769\%$$

A la vista de la información presentada en el Cuadro 34, se puede observar un gran descenso en el coste de 3 puntos porcentuales debido a que la rentabilidad de mercado cae en más de un 13% dependiendo del uso de la rentabilidad del año 2013 semanal o la rentabilidad mensual de 2013-2008. Por esta disminución en el coste de los recursos propios se espera que el WACC también sufra un descenso similar.

Para seguir con el cálculo del WACC se necesitará calcular el coste de los fondos ajenos que también se verán afectado debido a que los integrantes (gastos financieros y deuda con coste) de este coste se tendrán que recalcular con el promedio de los 5 años 2012-2008 como se hizo para los fondos propios.

Cuadro 35 Cálculo datos coste ajeno

| Amplifon Iberica S.A | | | | | | |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | Promedios |
| Gastos Financieros | 547.000 | 204.000 | 175.000 | 176.000 | 537.000 | 327.800 |
| Deuda a corto | 114.000 | 595.000 | 693.000 | 539.000 | 118.000 | 411.800 |
| Deuda a largo | 152.000 | 149.000 | 184.000 | 126.000 | 658.000 | 253.800 |
| Deuda total | | | | | | 665.600 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

$$\text{Coste de la deuda} = \text{Gastos financieros} / (\text{deuda a corto} + \text{deuda a largo plazo})$$

$$\text{Coste de la deuda} = 327.800 / (411.800 + 253.800) = 49,2488\%$$

Una vez obtenida el coste de la deuda se tendrá que lograr el coste de los fondos ajenos mediante el descuento del impuesto sobre beneficios.

$$\text{Coste de los Fondos Ajenos} = \text{Coste de la deuda} * (1 - \text{Tasa Impositiva})$$

Coste de los Fondos Ajenos= $49,2488\% \cdot (1-0,3526) = 31,881\%$

Después de obtener el segundo tipo de coste habrá que recalcular el porcentaje que tiene cada tipo de fondos sobre los recursos financieros totales para poder llegar a realizar el cálculo del WACC.

Cuadro 36 Cálculo porcentajes sobre los recursos totales

| | | |
|------------------|------------|--------|
| Patrimonio | 33.386.200 | 78,12% |
| Deuda | 665.600 | 1,56% |
| Recursos totales | 42.738.800 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

WACC= Coste de los fondos propios* Porcentaje de Fondos propios sobre recursos +Coste de los recursos ajenos *el porcentaje de deuda sobre los recursos totales

WACC= $4,769\% \cdot 78,12\% + 31,881\% \cdot 1,56\% = 4,222\%$

Como era de esperar, el WACC cae de similar forma que el coste de los fondos propios, perdiendo algo más de 3 puntos porcentuales respecto al estudio principal de este proyecto.

Para finalizar con el cálculo del valor de la empresa en este tercer análisis de sensibilidad quedan dos aspectos por determinar: la tasa de descuento de cada año y el valor residual, ya que los flujos de caja se mantendrán igual como se ha dicho al comienzo de este análisis.

Valor Residual= $FCL \cdot (1+g) / WACC-g$

Dónde:

- FCL es el mismo flujo de caja libre del análisis básico
- g seguirá siendo el 1% anteriormente comentado
- WACC será la nueva tasa obtenida a partir del cambio en la tasa Rf

Valor Residual= $1.824.035,18 \cdot (1+1\%) / (4,222\%-1\%) = 56.615.665,34$

Como se había comentado en el primer análisis de sensibilidad al acercar el WACC (tasa de descuento) a la g (tasa de crecimiento geométrica) el valor residual crecerá de forma bastante pronunciada como podemos ver desde los 27 millones del estudio principal hasta los 56 millones de este caso. Esto unido a un WACC bastante reducido para el descuento de los flujos de caja libre, implicará un aumento considerable del valor de la empresa Amplifon Ibérica S.A., tal y como se muestra en la información recogida en el Cuadro 37.

Cuadro 37 Cálculo Valor de Empresa 3

| AÑOS | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Año base | 2012 | | | | | |
| Tasa de actualización= $(1+WACC)^n$ | 4,22% | 1,04 | 1,09 | 1,13 | 1,18 | 1,23 |
| Flujo de caja libre | | 1.128.113,90 | 1.268.888,38 | 1.484.940,67 | 1.464.753,46 | 1.805.975,42 |
| Valor Residual | | | | | | 56.615.665,34 |
| Flujo de caja Libre descontado=(Flujo/ Tasa de actualización) | | 1.082.416,60 | 1.168.170,95 | 1.311.697,16 | 1.241.453,62 | 1.468.653,33 |
| Valor Residual descontado= VR/tasa descuento | | | | | | 46.040.928,59 |
| Valor de la empresa (Suma de los valores descontados) | | | | | | 52.313.320,25 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

De este análisis de sensibilidad se puede concluir la importante diferencia obtenida en términos de valor de la empresa, debido al menor WACC y al crecimiento del valor residual que va ligado a la tasa de descuento.

4.4 Estudio de la tasa de crecimiento “g”

Por último se ha realizado un estudio de sensibilidad respecto a la tasa g a la que se estima que podrá crecer la empresa en el futuro.

Para comenzar se utilizó la g calculada a partir de los datos contables de la empresa, la cual se obtiene mediante la siguiente fórmula.

Tasa de crecimiento (g)= $(\text{Inversión neta en inmovilizado} + \text{Inversión en circulante neta (NOF)}) / \text{activo neto}$

Al invertirse la misma cantidad que la que se amortiza la inversión neta en inmovilizado es 0, con lo que sería $\text{NOF} / \text{activo neto}$. En el estudio principal esto nos llevaría a un 6,14% de tasa de crecimiento. Este resultado como se había comentado anteriormente no es aceptable al ser de una tendencia de crecimiento quizás demasiado optimista. Además como se ha visto en algún análisis de sensibilidad esta g superaría al WACC lo cual conduciría a una valoración de la empresa que proporcionaría resultados difíciles de evaluar. La segunda opción que se baraja en este análisis de sensibilidad es el promedio del crecimiento de los flujos de caja año a año como tasa de crecimiento g . EN la medida en que esa tasa trata de explicar cómo variarán en el futuro los flujos de caja, la consideración de la variación de los flujos de un año respecto al anterior, puede ser una medida de g aceptable. Sin embargo, una vez calculado este promedio, los resultados proporcionaron un valor de g incluso mayor que el obtenido de la fórmula anteriormente analizada, con lo que se descarta el uso de esa tasa de crecimiento por la mismas razones anteriores.

Finalmente, para completar el análisis de sensibilidad respecto a la tasa g, se decidió realizar una calibración probando con diferentes tasas g como 1%, 0,8% y 0,5%.

Cuadro 46 Cálculo Valor FCL descontados

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| año base | 2012 | | | | | |
| Tasa de actualización | 7,61% | 1,08 | 1,16 | 1,25 | 1,34 | 1,44 |
| Flujo de caja libre | | 1.128.113,90 | 1.268.888,38 | 1.484.940,67 | 1.464.753,46 | 1.805.975,42 |
| Flujo de caja Libre descontado | | 1.048.289,53 | 1.095.670,60 | 1.191.499,83 | 1.092.138,48 | 1.251.276,56 |
| Suma FCL descontados | 5.678.875,01 | | | | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Cuadro 47 Cálculo Valores de Empresa 5 calibraciones

| Calibraciones | Tasa g 1% | tasa g 0,8% | tasa g 0,5% |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Valo residual | 27.575.369,02 | 26.501.070,66 | 25.383.624,83 |
| Valor residual descontado | 19.105.693,50 | 18.361.362,02 | 17.587.135,66 |
| Valor FCL descontados | 5.678.875,01 | 5.678.875,01 | 5.678.875,01 |
| Valor de la empresa DCF | 24.784.568,50 | 24.040.237,02 | 23.266.010,67 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Como se puede observar en el cuadro anterior las diferentes tasas g de la calibración no aportan diferencias considerables en la valoración de la empresa. Por ello, en vista de los resultados, la perspectiva de la empresa Amplifon Ibérica S.A es de expansión y crecimiento, y justifica el uso de la tasa g del 1% presentada en el análisis inicial llevado a cabo.

5. CONCLUSIONES

Una vez concluidos todos los cálculos para la determinación del valor de empresa y los análisis de sensibilidad pertinentes para analizar los efectos de los posibles cambios en la valoración, se procede a continuación a obtener las pertinentes conclusiones sobre el estudio realizado.

En el apartado de descripción de la empresa se comentaba que la Sociedad Anónima Amplifon Ibérica aún estando en una gran época de crisis que lleva a pérdidas y cierre de empresas, en especial en países como España y Portugal que conforman el terreno de negocio de esta empresa, era difícil de imaginar una perspectiva de negocio futura tan positiva por parte de ésta. Por ello se hacía especialmente interesante estudiar el futuro cercano de la empresa mediante la metodología de valoración basada en el cálculo de los

flujos de caja libres futuros de los 5 años siguientes para ver si mediante estos métodos de valoración la empresa cumpliría con lo que decía en su página web y en sus objetivos.

Después de realizar los cálculos se puede ver que, de acuerdo a los supuestos que planteados, la empresa crece año a año obteniendo muy buenos resultados y cumpliendo con los objetivos de crecimiento y expansión que prometían.

Con el fin de contemplar si los resultados de valoración obtenidos en el análisis básico estaban afectados por los supuestos de partida, se desarrolla un análisis de sensibilidad en el que se han estudiado el cambio de diferentes variables a determinar que afectaban al resultado final. Los resultados de la valoración realizada en los análisis de sensibilidad ponen de manifiesto la obtención de resultados positivos y crecientes.

Por lo tanto, para finalizar, se puede decir que en este caso mediante el uso de los instrumentos de valoración se ha obtenido una tendencia futura que coincide con lo que la empresa ha querido transmitir, demostrando la veracidad de la información obtenida por Amplifon Ibérica S.A.

Bibliografía

Base de datos SABI.

Amplifon Iberica S.A. Recuperado el 12/05/2013 de

http://www.amplifon.es/Spanish/about-amplifon-ES/amplifon_iberica/Pages/default.aspx

Yahoo Finance. Precios históricos PRIM S.A semanales 2013. Yahoo Finance. Recuperado el 3/04/2014 de

<https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=PRM.MC&b=1&a=00&c=2013&e=31&d=11&f=2013&g=w>

Yahoo Finance. Precios históricos IBEX 35 semanales 2013. Yahoo Finance. Recuperado el 3/04/2014 de

<https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX&b=1&a=00&c=2013&e=31&d=11&f=2013&g=w>

Yahoo Finance. Precios históricos PRIM S.A mensuales 2013-2009. Yahoo Finance. Recuperado el 3/04/2014 de

<https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=PRM.MC&b=1&a=00&c=2009&e=31&d=11&f=2013&g=m>

Yahoo Finance. Precios históricos IBEX 35 mensuales 2013-2009. Yahoo Finance. Recuperado el 3/04/2014 de

<https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX&b=1&a=00&c=2009&e=31&d=11&f=2013&g=m>

Datos históricos intereses bonos a 10 años y letras a 12 meses. Banco de España. Recuperado el 9/04/2014 de

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/tipos/tipos.htm>

ANEXOS

ANEXO 1

Balance

| Años | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Activo | | | | | |
| A) Activo no corriente | 35489000 | 35844000 | 36093000 | 35811000 | 35530000 |
| I Inmovilizado intangible | 18746000 | 18745000 | 19158000 | 18515000 | 18426000 |
| 1. Desarrollo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Concesiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Patentes, licencias, marcas y similares | 3000 | 4000 | 5000 | 3000 | 18000 |
| 4. Fondo de comercio | 17521000 | 16868000 | 17025000 | 16098000 | 15904000 |
| 5. Aplicaciones informáticas | 175000 | 238000 | 316000 | 300000 | 263000 |
| 6. Investigación | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 7. Otro inmovilizado intangible | 1047000 | 1635000 | 1812000 | 2114000 | 2241000 |
| II Inmovilizado material | 5835000 | 5419000 | 5245000 | 4335000 | 3721000 |
| 1. Terrenos y construcciones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material | 5835000 | 5419000 | 5245000 | 4335000 | 3721000 |
| 3. Inmovilizado en curso y antiqpos | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| III Inversiones inmobiliarias | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 1. Terrenos | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Construcciones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo | 6517000 | 7113000 | 7063000 | 8379000 | 8357000 |
| 1. Instrumentos de patrimonio | 6517000 | 7096000 | 6855000 | 7816000 | 7843000 |
| 2. Créditos a empresas | n.d. | 17000 | 208000 | 563000 | 514000 |
| 3. Valores representativos de deuda | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros activos financieros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 6. Otras inversiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| V Inversiones financieras a largo plazo | 518000 | 527000 | 491000 | 448000 | 371000 |
| 1. Instrumentos de patrimonio | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Créditos a terceros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Valores representativos de deuda | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros activos financieros | 518000 | 527000 | 491000 | 448000 | 371000 |
| 6. Otras inversiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| VI Activos por impuesto diferido | 3873000 | 4040000 | 4136000 | 4134000 | 4655000 |
| VII Deudas comerciales no corrientes | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |

| | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| B) Activo corriente | 5270000 | 7841000 | 7618000 | 8338000 | 5860000 |
| I Activos no corrientes mantenidos para la venta | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| II Existencias | 886000 | 1115000 | 1065000 | 1478000 | 1379000 |
| 1. Comerciales | 886000 | 1115000 | 1065000 | 1314000 | 1357000 |
| 2. Materias primas y otros aprovisionamientos | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Productos en curso | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| a) De ciclo largo de producción | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) De ciclo corto de producción | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Productos terminados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| a) De ciclo largo de producción | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) De ciclo corto de producción | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Subproductos, residuos y materiales recuperados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 6. Anticipos a proveedores | n.d. | n.d. | n.d. | 164000 | 22000 |
| III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar | 3015000 | 2432000 | 4570000 | 4845000 | 3395000 |
| 1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios | 2494000 | 1563000 | 1973000 | 1818000 | 1675000 |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo | 2494000 | 1563000 | 1973000 | 1818000 | 1675000 |
| 2. Clientes empresas del grupo y asociadas | 259000 | 501000 | 2267000 | 2765000 | 1525000 |
| 3. Deudores varios | 108000 | 120000 | 128000 | 91000 | 98000 |
| 4. Personal | n.d. | 5000 | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Activos por impuesto corriente | n.d. | 18000 | 28000 | 87000 | 18000 |
| 6. Otros créditos con las Administraciones Públicas | 154000 | 225000 | 174000 | 84000 | 79000 |
| 7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo | 707000 | 1848000 | 687000 | 621000 | 661000 |
| 1. Instrumentos de patrimonio | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Créditos a empresas | 707000 | 1825000 | 687000 | 621000 | 661000 |
| 3. Valores representativos de deuda | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros activos financieros | n.d. | 23000 | n.d. | n.d. | n.d. |
| 6. Otras inversiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| V Inversiones financieras a corto plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 1. Instrumentos de patrimonio | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Créditos a empresas | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Valores representativos de deuda | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros activos financieros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 6. Otras inversiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| VI Periodificaciones a corto plazo | 311000 | 416000 | 591000 | 330000 | 185000 |
| VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes | 351000 | 2030000 | 705000 | 1064000 | 240000 |
| 1. Tesorería | 351000 | 2030000 | 705000 | 1064000 | 240000 |
| 2. Otros activos líquidos equivalentes | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Total activo (A + B) | 40759000 | 43685000 | 43711000 | 44149000 | 41390000 |

| | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Pasivo | | | | | |
| A) Patrimonio neto | 35273000 | 33716000 | 33166000 | 33001000 | 31775000 |
| A-1) Fondos propios | 35273000 | 33716000 | 33166000 | 33001000 | 31775000 |
| I Capital | 26579000 | 26579000 | 26579000 | 26579000 | 26579000 |
| 1. Capital escriturado | 26579000 | 26579000 | 26579000 | 26579000 | 26579000 |
| 2. (Capital no exigido) | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| II Prima de emisión | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| III Reservas | 7747000 | 6405000 | 6274000 | 5205000 | 5186000 |
| 1. Legal y estatutarias | 321000 | 248000 | 217000 | 125000 | 123000 |
| 2. Otras reservas | 7426000 | 6157000 | 6057000 | 5080000 | 5063000 |
| IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias) | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| V Resultados de ejercicios anteriores | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -8000 |
| 1. Remanente | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores) | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -8000 |
| VI Otras aportaciones de socios | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| VII Resultado del ejercicio | 947000 | 732000 | 313000 | 1217000 | 18000 |
| VIII (Dividendo a cuenta) | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| IX Otros instrumentos de patrimonio neto | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| A-2) Ajustes por cambios de valor | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| I Activos financieros disponibles para la venta | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| II Operaciones de cobertura | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| III Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| IV Diferencia de conversión | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| V Otros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| | | | | | |
| B) Pasivo no corriente | 422000 | 387000 | 499000 | 355000 | 921000 |
| I Provisiones a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Actuaciones medioambientales | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Provisiones por reestructuración | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 4. Otras provisiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| II Deudas a largo plazo | 152000 | 149000 | 184000 | 126000 | 658000 |
| 1. Obligaciones y otros valores negociables | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Deudas con entidades de crédito | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Acreedores por arrendamiento financiero | 152000 | 149000 | 184000 | 126000 | 78000 |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros pasivos financieros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 580000 |
| III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| IV Pasivos por impuesto diferido | 270000 | 238000 | 315000 | 229000 | 263000 |
| V Periodificaciones a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| VI Acreedores comerciales no corrientes | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| VII Deuda con características especiales a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |

| | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| C) Pasivo corriente | 5064000 | 9582000 | 10046000 | 10793000 | 8694000 |
| I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| II Provisiones a corto plazo | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | n.d. |
| III Deudas a corto plazo | 114000 | 595000 | 693000 | 539000 | 118000 |
| 1. Obligaciones y otros valores negociables | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 2. Deudas con entidades de crédito | 7000 | 456000 | 569000 | 7000 | 8000 |
| 3. Acreedores por arrendamiento financiero | 107000 | 139000 | 124000 | 122000 | 110000 |
| 4. Derivados | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 5. Otros pasivos financieros | n.d. | n.d. | n.d. | 410000 | n.d. |
| IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo | n.d. | 4591000 | 4485000 | 4673000 | 2447000 |
| V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 4949000 | 4395000 | 4867000 | 5580000 | 6124000 |
| 1. Proveedores | 2155000 | 1850000 | 1501000 | 2414000 | 2675000 |
| a) Proveedores a largo plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) Proveedores a corto plazo | 2155000 | 1850000 | 1501000 | 2414000 | 2675000 |
| 2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas | 224000 | 246000 | 447000 | 246000 | 1451000 |
| 3. Acreedores varios | 1446000 | 1057000 | 1640000 | 1643000 | 932000 |
| 4. Personal (remuneraciones pendientes de pago) | 560000 | 701000 | 509000 | 570000 | 469000 |
| 5. Pasivos por impuesto corriente | 20000 | 6000 | 70000 | 175000 | n.d. |
| 6. Otras deudas con las Administraciones Públicas | 481000 | 470000 | 558000 | 424000 | 493000 |
| 7. Anticipos de clientes | 63000 | 65000 | 142000 | 108000 | 104000 |
| VI Periodificaciones a corto plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 5000 |
| VII Deuda con características especiales a corto plazo | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C) | 40759000 | 43685000 | 43711000 | 44149000 | 41390000 |

Cuenta Pérdidas y Ganancias

| | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Cuenta de pérdidas y ganancias | | | | | |
| A) Operaciones continuadas | | | | | |
| 1. Importe neto de la cifra de negocios | 27481000 | 26695000 | 25447000 | 24397000 | 23131000 |
| a) Ventas | 27415000 | 26680000 | 25318000 | 24344000 | 23067000 |
| b) Prestaciones de servicios | 66000 | 15000 | 129000 | 53000 | 64000 |
| 2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 3. Trabajos realizados por la empresa para su activo | 55000 | 53000 | 103000 | 90000 | n.d. |
| 4. Aprovisionamientos | -5370000 | -4785000 | -5816000 | -4939000 | -5740000 |
| a) Consumo de mercaderías | -4995000 | -4431000 | -4957000 | -4562000 | -5319000 |
| b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| c) Trabajos realizados por otras empresas | -405000 | -425000 | -513000 | -391000 | -406000 |
| d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos | 30000 | 71000 | -346000 | 14000 | -15000 |
| 5. Otros ingresos de explotación | 250000 | 303000 | 495000 | 384000 | 492000 |
| a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente | 229000 | 288000 | 452000 | 384000 | 492000 |
| b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio | 21000 | 15000 | 43000 | n.d. | n.d. |
| 6. Gastos de personal | -9366000 | -9893000 | -9334000 | -8392000 | -8259000 |
| a) Sueldos, salarios y asimilados | -7379000 | -7899000 | -7407000 | -6689000 | -6693000 |
| b) Cargas sociales | -1987000 | -1994000 | -1927000 | -1703000 | -1566000 |
| c) Provisiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 7. Otros gastos de explotación | -9469000 | -9641000 | -8845000 | -7920000 | -7949000 |
| a) Servicios exteriores | -9166000 | -9283000 | -8617000 | -7738000 | -7650000 |
| b) Tributos | -167000 | -150000 | -153000 | -116000 | -95000 |
| c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales | -136000 | -208000 | -75000 | -66000 | -204000 |
| d) Otros gastos de gestión corriente | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 8. Amortización del inmovilizado | -1638000 | -1478000 | -1358000 | -1475000 | -1015000 |
| 9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 10. Excesos de provisiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado | -25000 | -85000 | -41000 | -98000 | -42000 |
| a) Deterioro y pérdidas | n.d. | -51000 | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) Resultados por enajenaciones y otras | -25000 | -34000 | -41000 | -98000 | -42000 |
| 12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 13. Otros resultados | -19000 | 29000 | 43000 | n.d. | n.d. |
| A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13) | 1899000 | 1198000 | 694000 | 2047000 | 618000 |

| | | | | | |
|--|----------|---------|----------|----------|----------|
| 14. Ingresos financieros | 117000 | 81000 | 28000 | 67000 | 53000 |
| a) De participaciones en instrumentos de patrimonio | 104000 | 38000 | n.d. | 34000 | 21000 |
| a) En empresas del grupo y asociadas | 104000 | 38000 | n.d. | 34000 | 21000 |
| b) En terceros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) De valores negociables y otros instrumentos financieros | 13000 | 43000 | 28000 | 33000 | 32000 |
| a) De empresas del grupo y asociadas | 13000 | 43000 | 28000 | 33000 | 32000 |
| b) De terceros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 15. Gastos financieros | -547000 | -204000 | -175000 | -176000 | -537000 |
| a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas | -110000 | -129000 | -100000 | -115000 | -523000 |
| b) Por deudas con terceros | -437000 | -75000 | -75000 | -61000 | -14000 |
| c) Por actualización de provisiones | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| a) Cartera de negociación y otros | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 17. Diferencias de cambio | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| 18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros | -132000 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| a) Deterioros y pérdidas | -132000 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| b) Resultados por enajenaciones y otras | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18) | -562000 | -123000 | -147000 | -109000 | -484000 |
| | | | | | |
| A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2) | 1337000 | 1075000 | 547000 | 1938000 | 134000 |
| | 0,291698 | 0,31907 | 0,427788 | 0,372033 | 0,865672 |
| 19. Impuestos sobre beneficios | -390000 | -343000 | -234000 | -721000 | -116000 |
| A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19) | 947000 | 732000 | 313000 | 1217000 | 18000 |
| | | | | | |
| B) Operaciones interrumpidas | | | | | |
| 20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20) | 947000 | 732000 | 313000 | 1217000 | 18000 |

ANEXO 2 Rentabilidad del 2013 semanal

| Fecha | Precio PRIM S.A | Rentabilidad de la empresa | Precio IBEX35 | Rentabilidad mercado |
|-------------------|-----------------|----------------------------|---------------|----------------------|
| 30 de dic de 2013 | 5,72 | 1,05% | 9916,7 | 0,17% |
| 23 de dic de 2013 | 5,66 | 0,89% | 9900,1 | 2,15% |
| 16 de dic de 2013 | 5,61 | 0,72% | 9689,9 | 4,40% |
| 9 de dic de 2013 | 5,57 | 0,00% | 9272,7 | -1,37% |
| 2 de dic de 2013 | 5,57 | -1,60% | 9400,5 | -4,54% |
| 25 de nov de 2013 | 5,66 | 0,00% | 9837,6 | 1,64% |
| 18 de nov de 2013 | 5,66 | 3,60% | 9677,4 | -0,19% |
| 11 de nov de 2013 | 5,46 | -1,09% | 9695,9 | -0,53% |
| 4 de nov de 2013 | 5,52 | -1,80% | 9747,2 | -0,93% |
| 28 de oct de 2013 | 5,62 | 0,54% | 9838,3 | 0,23% |
| 21 de oct de 2013 | 5,59 | -0,89% | 9815,5 | -1,88% |
| 14 de oct de 2013 | 5,64 | -0,35% | 10001,8 | 3,39% |
| 7 de oct de 2013 | 5,66 | 0,89% | 9668,5 | 2,59% |
| 30 de sep de 2013 | 5,61 | 1,44% | 9420,9 | 2,06% |
| 23 de sep de 2013 | 5,53 | 0,73% | 9228,4 | 0,62% |
| 16 de sep de 2013 | 5,49 | 3,71% | 9171,8 | 2,54% |
| 9 de sep de 2013 | 5,29 | -1,31% | 8941,6 | 3,26% |
| 2 de sep de 2013 | 5,36 | 3,42% | 8655 | 4,30% |
| 26 de ago de 2013 | 5,18 | -4,34% | 8290,5 | -4,67% |
| 19 de ago de 2013 | 5,41 | 0,00% | 8686,8 | -1,54% |
| 12 de ago de 2013 | 5,41 | -1,65% | 8821,3 | 0,98% |
| 5 de ago de 2013 | 5,5 | -0,54% | 8735,5 | 1,87% |
| 29 de jul de 2013 | 5,53 | -3,08% | 8574 | 2,60% |
| 22 de jul de 2013 | 5,703 | -1,86% | 8353,6 | 5,04% |
| 15 de jul de 2013 | 5,81 | -0,52% | 7943,2 | 1,25% |
| 8 de jul de 2013 | 5,84 | 2,08% | 7844,7 | -0,30% |
| 1 de jul de 2013 | 5,72 | -1,22% | 7868,4 | 1,35% |
| 24 de jun de 2013 | 5,79 | 7,72% | 7762,7 | 0,81% |
| 17 de jun de 2013 | 5,36 | 0,94% | 7700,2 | -4,70% |
| 10 de jun de 2013 | 5,31 | 0,57% | 8070,9 | -2,40% |
| 3 de jun de 2013 | 5,28 | 3,47% | 8266,6 | -0,65% |
| 27 de may de 2013 | 5,1 | 1,58% | 8320,6 | 0,68% |

| | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 20 de may de 2013 | 5,02 | 0,00% | 8264,6 | -3,77% |
| 13 de may de 2013 | 5,02 | 0,40% | 8582,4 | 0,44% |
| 6 de may de 2013 | 5 | -0,20% | 8544,5 | 0,00% |
| 29 de abr de 2013 | 5,01 | 0,80% | 8544,8 | 2,94% |
| 22 de abr de 2013 | 4,97 | -0,80% | 8297 | 4,71% |
| 15 de abr de 2013 | 5,01 | -0,80% | 7915,5 | -1,57% |
| 8 de abr de 2013 | 5,05 | 1,40% | 8040,4 | 3,06% |
| 1 de abr de 2013 | 4,98 | -0,40% | 7798,4 | -1,55% |
| 25 de mar de 2013 | 5 | 0,60% | 7920 | -5,04% |
| 18 de mar de 2013 | 4,97 | -0,80% | 8329,5 | -3,42% |
| 11 de mar de 2013 | 5,01 | 0,20% | 8619,1 | -0,10% |
| 4 de mar de 2013 | 5 | -0,40% | 8628,1 | 5,25% |
| 25 de feb de 2013 | 5,02 | 0,20% | 8187,1 | 0,10% |
| 18 de feb de 2013 | 5,01 | 1,00% | 8179 | 0,35% |
| 11 de feb de 2013 | 4,96 | -1,00% | 8150,2 | -0,30% |
| 4 de feb de 2013 | 5,01 | 1,20% | 8174,9 | -0,67% |
| 28 de ene de 2013 | 4,95 | -1,59% | 8229,7 | -5,84% |
| 21 de ene de 2013 | 5,0295 | 1,39% | 8724,6 | 1,39% |
| 14 de ene de 2013 | 4,96 | -1,40% | 8604 | -0,70% |
| 7 de ene de 2013 | 5,03 | 0,40% | 8664,7 | 2,68% |
| 1 de ene de 2013 | 5,01 | | 8435,8 | |

ANEXO 3 Rentabilidades 5 años mensuales

| Fecha | Precio PRIM S.A | Rentabilidad de la empresa | PRECIO IBEX 35 | Rentabilidad IBEX 35 |
|------------------|-----------------|----------------------------|----------------|----------------------|
| 2 de dic de 2013 | 5,72 | 1,05% | 9916,7 | 0,80% |
| 1 de nov de 2013 | 5,66 | 0,71% | 9837,6 | -0,71% |
| 1 de oct de 2013 | 5,62 | 1,61% | 9907,9 | 7,56% |
| 2 de sep de 2013 | 5,53 | 4,38% | 9186,1 | 10,26% |
| 1 de ago de 2013 | 5,293 | -4,02% | 8290,5 | -1,71% |
| 1 de jul de 2013 | 5,51 | -4,96% | 8433,4 | 8,29% |
| 3 de jun de 2013 | 5,79 | 12,69% | 7762,7 | -6,94% |
| 1 de may de 2013 | 5,1 | 1,98% | 8320,6 | -1,18% |
| 1 de abr de 2013 | 5 | 0,00% | 8419 | 6,11% |
| 1 de mar de 2013 | 5 | -1,38% | 7920 | -3,84% |
| 1 de feb de 2013 | 5,0695 | 0,78% | 8230,3 | -1,59% |
| 1 de ene de 2013 | 5,03 | -0,79% | 8362,3 | 2,36% |
| 3 de dic de 2012 | 5,07 | 9,95% | 8167,5 | 2,89% |
| 1 de nov de 2012 | 4,59 | 0,00% | 7934,6 | 1,16% |
| 1 de oct de 2012 | 4,59 | 3,32% | 7842,9 | 1,73% |
| 3 de sep de 2012 | 4,44 | 10,92% | 7708,5 | 3,81% |
| 1 de ago de 2012 | 3,98078 | 9,50% | 7420,5 | 9,65% |
| 2 de jul de 2012 | 3,62 | 2,23% | 6738,1 | -5,26% |
| 1 de jun de 2012 | 3,54 | 22,39% | 7102,2 | 15,38% |

| | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 1 de may de 2012 | 2,83 | -19,52% | 6089,8 | -14,09% |
| 2 de abr de 2012 | 3,44 | 0,58% | 7011 | -13,30% |
| 1 de mar de 2012 | 3,42 | -7,31% | 8008 | -5,56% |
| 1 de feb de 2012 | 3,6795 | 1,35% | 8465,9 | -0,51% |
| 2 de ene de 2012 | 3,63 | -2,45% | 8509,2 | -0,67% |
| 1 de dic de 2011 | 3,72 | 10,48% | 8566,3 | 1,37% |
| 1 de nov de 2011 | 3,35 | -7,75% | 8449,5 | -5,81% |
| 3 de oct de 2011 | 3,62 | -8,22% | 8954,9 | 4,67% |
| 1 de sep de 2011 | 3,93 | -17,76% | 8546,6 | -1,99% |
| 1 de ago de 2011 | 4,69359 | -2,66% | 8718,6 | -9,95% |
| 1 de jul de 2011 | 4,82 | -1,03% | 9630,7 | -7,30% |
| 1 de jun de 2011 | 4,87 | 0,62% | 10359,9 | -1,11% |
| 2 de may de 2011 | 4,84 | -1,23% | 10476 | -3,77% |
| 1 de abr de 2011 | 4,9 | -2,02% | 10878,9 | 2,82% |
| 1 de mar de 2011 | 5 | -0,01% | 10576,5 | -2,56% |
| 1 de feb de 2011 | 5,0005 | 8,57% | 10850,8 | 0,41% |
| 3 de ene de 2011 | 4,59 | -2,79% | 10806 | 9,17% |
| 1 de dic de 2010 | 4,72 | 6,79% | 9859,1 | 6,19% |
| 1 de nov de 2010 | 4,41 | -16,67% | 9267,2 | -15,43% |
| 1 de oct de 2010 | 5,21 | -4,87% | 10812,9 | 2,80% |
| 1 de sep de 2010 | 5,47 | -4,18% | 10514,5 | 3,16% |
| 2 de ago de 2010 | 5,70359 | -0,98% | 10187 | -3,02% |
| 1 de jul de 2010 | 5,76 | -1,55% | 10499,8 | 12,53% |
| 1 de jun de 2010 | 5,85 | -1,53% | 9263,4 | -1,03% |
| 3 de may de 2010 | 5,94 | -10,54% | 9359,4 | -11,43% |
| 1 de abr de 2010 | 6,6 | 10,54% | 10492,2 | -3,55% |
| 1 de mar de 2010 | 5,94 | -3,47% | 10871,3 | 5,07% |
| 1 de feb de 2010 | 6,15 | -1,93% | 10333,6 | -5,77% |
| 1 de ene de 2010 | 6,27 | 3,90% | 10947,7 | -8,68% |
| 1 de dic de 2009 | 6,03 | -0,99% | 11940 | 2,50% |
| 2 de nov de 2009 | 6,09 | -3,07% | 11644,7 | 1,99% |
| 1 de oct de 2009 | 6,28 | -4,21% | 11414,8 | -2,95% |
| 1 de sep de 2009 | 6,55 | 1,60% | 11756,1 | 3,38% |
| 3 de ago de 2009 | 6,44586 | 12,65% | 11365,1 | 4,59% |
| 1 de jul de 2009 | 5,68 | 3,04% | 10855,1 | 10,35% |
| 1 de jun de 2009 | 5,51 | 2,20% | 9787,8 | 3,78% |
| 1 de may de 2009 | 5,39 | 5,53% | 9424,3 | 4,19% |
| 1 de abr de 2009 | 5,1 | -11,65% | 9038 | 14,54% |
| 2 de mar de 2009 | 5,73 | -3,09% | 7815 | 2,52% |
| 2 de feb de 2009 | 5,91 | 0,85% | 7620,9 | -10,33% |
| 1 de ene de 2009 | 5,86 | | 8450,4 | |