



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Valoración de Empresas No Cotizadas:

Servicios Especiales S.A.

Raúl Alonso García

Director

Elena Ferrer Zubiate

Pamplona – Iruña

30 de Mayo de 2014

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este trabajo es la valoración de la empresa Servisa S.A., perteneciente al sector “Pompas fúnebres y actividades relacionadas”. En la primera parte, se empieza describiendo la empresa y su sector, así como la competencia en el mismo. En la segunda parte, entramos de lleno en el objetivo del trabajo, la proyección del balance de situación y de la cuenta de resultados, para el posterior cálculo de los flujos de caja libres, y finalmente el valor de la empresa Servisa S.A. Una vez obtenido el valor de la empresa, se realiza un análisis de sensibilidad (creando diferentes escenarios), para ver cómo puede variar el valor de la empresa Servisa. S.A. Finalmente, en función de los resultados obtenidos, se realizan unas conclusiones acerca de las posibles actuaciones que debería llevar a cabo Servisa S.A.

PALABRAS CLAVE

Valoración Empresa no Cotizada, Flujos de Caja Libres, Sector Pompas Fúnebres y Actividades Relacionadas (Sector Funerario), WACC, Valor Residual.

ÍNDICE NUMERADO Y PAGINADO

1. INTRODUCCIÓN (PÁGS. 5-9)

2. CONTENIDOS (PÁGS. 10-41)

2.1. Modelo de negocio (Págs. 10-17)

2.1.1. *Todo sobre Servicios Especiales SA (Servisa S.A.) (Págs. 10-11)*

2.1.2. *Estructura del mercado funerario (Págs.11-13)*

2.1.3. *Marco normativo y competencial (Págs.13-15)*

2.1.4. *Competencia del sector (Págs. 15-17)*

2.2. Plan de negocio (Págs. 17-30)

2.2.1. *Cálculo de los flujos de caja libres (Págs. 18-26)*

2.2.2. *Cálculo del valor residual (Págs. 26-28)*

2.2.3. *Cálculo de la tasa de actualización (Págs. 28-30)*

2.3. Interpretación de los resultados (Págs. 30-33)

2.4. Análisis de sensibilidad (Págs. 33-41)

2.4.1. *Escenario 1(Págs. 34-37)*

2.4.2. *Escenario 2 (Págs. 37-38)*

2.4.3. *Escenario 3 (Págs. 38-40)*

2.4.4. *Conclusiones (Pág. 40-41)*

3. CONCLUSIONES (PÁGS. 42-43)

4. BIBLIOGRAFÍA (PÁGS. 44-45)

5. ANEXOS (PÁGS. 46-57)

1. INTRODUCCIÓN

El trabajo consiste en la valoración de una empresa no cotizada, utilizando para ello la información disponible de la Base de datos SABI. Con los datos económico-financieros de la empresa no cotizada, en mi caso Servicios Especiales S.A. (Servisa S.A.), de los últimos 5 años disponibles, hay que realizar unas proyecciones de futuro para el Balance de Situación y la Cuenta de Resultados. Las proyecciones se muestran para los 5 primeros años, y desde ese año hasta perpetuidad quedan recogidas en el valor residual. Una vez realizadas las proyecciones, calculamos los flujos de caja libres. Para poder actualizar los flujos de caja libres y el valor residual y así obtener el valor de la empresa no cotizada, necesitamos obtener la tasa de descuento o WACC (Weighted Average Cost of Capital - Coste Medio Ponderado de Capital). Para obtener esta tasa es necesario calcular el coste de los recursos ajenos de Servisa S.A. y el coste de sus fondos propios. Dentro de éste, hay que aplicar el procedimiento Hamada (R.S., 1972), para obtener la beta de la empresa Servisa S.A., que es una empresa no cotizada, a partir del cálculo de la beta de una empresa cotizada y que pertenezca al mismo sector de riesgo económico, en este caso, Funespaña S.A. Los valores actuales de los flujos de caja libres y del valor residual da como resultado el valor actual neto de la empresa Servisa S.A.

Este trabajo se enmarca dentro del ámbito de la Valoración de Empresas. Ésta trata de mostrar cuáles son los mecanismos, procesos e indicadores necesarios para la valoración de compañías o proyectos completos, así como su capacidad, en función del tipo de empresa, del nivel de endeudamiento o política de inversiones y de las particularidades que presente cada caso concreto. La obtención del valor resulta clave en la empresa porque ayuda a conocer cuál es el estado de las inversiones, y sirve de guía para los gestores en su identificación de los factores claves más importantes en la creación de valor. Hay momentos importantes en la vida de una empresa que requieren de su valoración, como puede ser en los procesos de compraventa, obtención de líneas de financiación, reestructuración de deuda, entre otras, así como situaciones de ampliación de capital, entrada y salida de socios, análisis de inversiones y desinversiones, herencias o sucesiones, etc. (Servicios Euroval¹).

Hay varios métodos para conseguir la valoración de una empresa, que se pueden clasificar en 6 grupos: métodos de valoración basados en el balance de situación (Valor Contable,

¹ http://www.euroval.com/es/servicios/valoracion_de_empresas

Valor de Liquidación, Valor Sustancial...), métodos de valoración basados en la cuenta de resultados (Múltiplos de beneficio (PER), Ebitda...), métodos mixtos de valoración “Goodwill” (Clásico, Unión de expertos, Renta Abreviada...), métodos basados en el descuento de flujos (Flujo de caja Libre, Flujo de caja del Accionista, APV...), métodos basados en la creación de valor (EVA, Beneficio Económico...), y por último, la valoración mediante opciones (Black y Scholes, Opción de invertir...).

Para la realización de la valoración de mi empresa Servicios Especiales S.A., me voy a centrar en los métodos de valoración basados en el descuento de flujos. Los distintos métodos de descuento de flujos se fundamentan en el pronóstico cuidadoso y detallado, de cada periodo, para cada una de las partidas financieras relevantes en la generación de los flujos de caja correspondientes a las actividades de la empresa, como pueden ser, los pagos a los proveedores, administrativos, personal, los cobros de las ventas, la devolución de créditos, entre otras. En este sentido, el procedimiento se asemejaría al del presupuesto de tesorería. En el método de valoración basado en el descuento de flujos, se determina una tasa de descuento adecuada para cada uno de los flujos de caja. La tasa de descuento es esencial en este procedimiento. En su realización hay que tener en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas, el ciclo económico, etc.

De manera general, los distintos métodos basados en el descuento de flujos de caja parten de la expresión:

$$VE = \frac{CF_1}{(1 + WACC)} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{CF_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n} + \dots$$

Siendo CF_i el flujo de caja generado por la empresa en el periodo i ; y WACC la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de caja.

Por tanto, el Valor de la Empresa es la suma de los valores actual netos de los flujos de caja proyectados (VAN) siendo una función de dichos Flujos de Caja y de la tasa de descuento....

$$VE = VAN (CF; WACC)$$

Para no hacer una proyección infinita de los flujos de caja, se fija un horizonte temporal de 5 años y se incorporará un valor residual (VR), para recoger los flujos de caja de todos los demás a partir del año fijado como horizonte.

$$VE = \frac{CF_1}{(1 + WACC)} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{CF_3}{(1 + WACC)^3} + \frac{CF_4}{(1 + WACC)^4} + \frac{CF_5}{(1 + WACC)^5} + \frac{VR}{(1 + WACC)^5}$$

A pesar de que pueda parecer que la fórmula anterior considera una duración temporal de los flujos de caja, no resulta acertado, ya que el valor residual en el año n, se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo n. Es decir, el valor residual estima el posible valor futuro de la empresa del periodo n hasta el “infinito”. Una manera sencilla de considerar la duración indefinida de los flujos de caja a partir del periodo n, consiste en suponer una tasa de crecimiento constante (g). Con esta tasa de crecimiento g, ya podemos calcular el valor residual en el año n mediante la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR = \frac{CF_5(1 + g)}{(WACC - g)}$$

Aunque los flujos de caja puedan tener una duración indefinida, a partir de un momento determinado se puede intentar desprestigiar su valor, debido a que cuando más nos alejamos del horizonte temporal menor es su valor actual. Por otra parte, es conocido que las ventajas competitivas de muchas empresas terminan por desaparecer con el paso de los años.

Una vez descrito el método general de los flujos de caja, voy a realizar una breve descripción de los distintos flujos de caja que se pueden realizar. En esta tabla resumiría los distintos flujos de caja:

Tabla 1. Tipos de flujos de caja.

FLUJO DE CAJA	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFd. Flujo de caja para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
CFac. Flujo de caja para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
FCF. Flujo de caja libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital cash flow	WACC. Antes de impuestos

Fuente: Informe IESE Business School (Pablo Hernandez)

El flujo de caja para la deuda, es el más fácil de comprender, ya que solo consiste en sumar los intereses que pagas por la deuda más la devolución del principal. El objetivo de este método es conocer cuál es el valor de mercado actual de la deuda existente, y para ello se descuenta a la rentabilidad exigida a la deuda (es decir, al coste de la deuda). En varias ocasiones, se utiliza el valor contable de la empresa en vez de calcular este flujo de caja, ya que por lo general es una aproximación buena y fiable del valor de mercado (esto es válido sólo si la rentabilidad exigida a la deuda es igual al coste de la misma).

El flujo de caja para los accionistas (CFac), nos permite obtener cual es el valor de las acciones de la empresa, que junto con el valor de la deuda, permite obtener el valor total de

la empresa. Se calcula restando al flujo de caja libre los pagos de principal y de los intereses (después de impuestos), y sumando las aportaciones que se produzcan de nueva deuda. Es el dinero que queda en la empresa después de hacer frente a la reinversión en activos fijos, a las NOF (necesidades operativas de fondos, el dinero que te hace falta para poder llevar a cabo tu actividad empresarial) y a las cargas financieras y devolución del principal correspondiente.

El flujo de caja Libre (FCF) nos permite calcular el valor total de la empresa (Deuda más Acciones: $D + E$ (siendo E los fondos propios RP)). Es el flujo de caja operativo, es decir, es el flujo de caja generado por las operaciones de la empresa, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa, después de impuestos. Más concretamente, es el dinero líquido que nos quedaría en la empresa después de hacer frente a la reinversión en activos fijos y cubrir las NOF (Necesidades operativas de fondos, es decir, concepto financiero que recoge de manera global el volumen de necesidad de financiación provocadas por las operaciones), obviando que no existe deuda, ni en consecuencia, cargas financieras.

El Capital Cash Flow es el flujo de caja disponible para las acciones y la deuda de la empresa. Es similar al flujo de caja libre, pero este sí tiene en cuenta la deuda de la empresa.

De todos estos flujos de caja, he elegido utilizar el Flujo de Caja Libre, ya que lo que pretendo calcular es el valor de la empresa, una estimación del valor de la empresa. Y para ello, no considero oportuno incluir el valor de la deuda porque podría desajustar los resultados y dar una imagen de la empresa que no es la real. Por esta razón considero que el flujo de caja libre es el óptimo para calcular el valor de la empresa Servicios Especiales S.A.

Además, he decido utilizar el esquema A1 de proyectos de inversión (el más habitual), donde se tienen en cuenta a todos los partícipes (accionistas y prestamistas), y se tiene en cuenta el coste de las dos fuentes de financiación (accionistas y prestamistas). Un aspecto relevante de este esquema A1, es la no inclusión de la deuda en su cálculo (luego tampoco se tienen en cuenta los gastos financieros), y que los ahorros fiscales de la financiación ajena se tienen en cuenta en la tasa de actualización. A continuación, detallo el esquema A1 (Pablo Hernández, IESE Business School²).

Tabla 2. Esquema A1 de Proyectos de Inversión.

+	Ingresos de Explotación
-	Gastos de Explotación
-	DEA

² <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

	Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)
-	Impuestos
	Beneficios después de Impuestos (BDI)
+	DEA
-	Incremento de las NOF
-	Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)
	Flujos de Caja Libre

Fuente: Apuntes asignatura Dirección Financiera I

En primer lugar, se observa cómo se incluyen medidas relacionadas con la actividad ordinaria de la empresa como son las ventas, la prestación de servicios... (Ingresos de explotación). A estos ingresos de explotación, hay que restarle los gastos ocasionados por la actividad de la empresa, como son los aprovisionamientos (materias primas, consumo de mercaderías...), los gastos de personal (sueldos y salarios, cargas sociales...), y otros gastos de explotación (tributos, servicios exteriores, otros gastos de gestión corrientes...). También restamos la DEA (amortización del inmovilizado, como consecuencia de la depreciación o pérdida de valor producida por el paso del tiempo).

Así obtenemos el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), que una vez restados los impuestos se nos queda en el beneficio después de impuestos (BDI). Y restando a continuación la DEA, el incremento de las NOF y el incremento de nuevas inversiones, obtengo los flujos de caja libre.

Por último, comentar que para poder realizar las proyecciones de balance de situación y cuenta de resultados, se requiere suponer una serie de supuestos o hipótesis que justifican los resultados obtenidos, que se explicará con más detalle en el apartado 2.2. Plan de negocio.

2. CONTENIDOS

2.1. Modelo de Negocio

2.1.1. Todo sobre Servicios Especiales SA (Servisa S.A.)

Servicios Especiales S.A. (Servisa S.A.), fue fundada en 1951, y cuya sede social se encuentra en Madrid. Es una empresa participada de la matriz Ocaso Sociedad Anónima Compañía de Seguros y Reaseguros. Su objeto social es la realización de servicios funerarios en el mercado nacional. El sector en el que se encuentra según la clasificación del CNAE es el 9603, “Pompas fúnebres y actividades relacionadas”. La compañía realiza actividades tales como la preparación de los difuntos para su entierro, la realización de funerales, suministro de instalaciones para velatorios, organización del transporte de los fallecidos, la venta de ataúdes, etc. Además, la compañía ofrece un servicio de asesoramiento y orientación al cliente durante todo el proceso, así como la realización de tareas y documentos administrativos y legales.

Desde sus inicios hasta la actualidad, Servisa S.A., se ha mantenido en el sector a pesar del profundo cambio en el que se ha visto envuelto. Durante todo este tiempo, ha sido necesario un crecimiento y una evolución constante, para adaptarse a las necesidades requeridas en cada momento, pero manteniendo siempre un objetivo claro: “Satisfacer las necesidades de los clientes y ofrecerles un servicio excepcional”.

Servisa S.A., es una de las organizaciones más moderna y experta del sector, que actúa en buena parte del territorio nacional. Cuenta con una extensa red de más de 70 establecimientos funerarios distribuidos por 11 comunidades autónomas. Además, es una de las empresas más tradicionales, y de mayor tamaño, así como una de las más expertas y notorias del sector funerario español. Trabajan con el fin de llegar al cliente de la mejor manera posible, y de servirle en la mayor delicadeza y atención posible.

En Servisa S.A. saben que los clientes exigen el mejor servicio y son conscientes de que merecen un trato excepcional. Para ello, pone especial esfuerzo en la preparación y formación de sus profesionales, y en tener siempre los últimos medios necesarios para que los servicios sean perfectos. Tiene a su disposición una gran cantidad de vehículos fúnebres para poder llegar allí donde se les necesite. Sus tanatorios están diseñados para ofrecer un trato cálido y confortable a los clientes y familiares. De la misma manera, todos los proveedores con los que trabaja (fabricantes de arca, floristerías...), son cuidadosamente seleccionados y continuamente supervisados de forma rigurosa y continuada.

La minuciosidad de su actividad hace que los profesionales de Servisa S.A, requieran de una continua preparación y formación. Servisa S.A. apuesta por que la formación sea el factor clave para responder satisfactoriamente a las necesidades de sus clientes.

En la Tabla 3 se muestra la situación de la empresa Servisa S.A. en el año 2012 (último año disponible en SABI).

Tabla 3. Información general Servisa S.A.

Información general Servisa S.A. (2012)			
Ingresos de Explotación	55.919.351 €	Indicador Independencia BvD	D
Resultado del Ejercicio	6.010.062 €	Empresas en el grupo corporativo	8
Total Activo	129.331.037 €	Número de Accionistas	2
Número de empleados	459	Número de participadas	2

Fuente: Base de datos SABI

Como observamos es una empresa que gracias a su experiencia y constante innovación en el sector, a pesar de la época de crisis económica actual, tiene unos buenos ingresos de explotación (55.919.351€), que le permiten obtener un resultado del ejercicio positivo (6.010.062€). Respecto al total del activo (129.331.037), es elevado debido principalmente a los terrenos y construcciones que se necesitan para llevar a cabo su actividad. Tiene a su disposición 459 trabajadores, y son 8 empresas las que forman el grupo corporativo. Además tiene dos accionistas que son las que aportan capital principalmente, y está participada por otras dos empresas.

A día de hoy, es una de las grandes empresas de este sector en España, y mantiene una gran competencia con el resto de las grandes empresas funerarias españolas, tal y como se explica en el siguiente apartado “Estructura del mercado funerario”.

2.1.2. Estructura del mercado funerario

En el análisis del valor de la empresa Servisa S.A., es de especial interés realizar una descripción del mercado de servicios funerarios, ya que posee unas características específicas que deben ser tenidas en cuenta en cuanto al análisis de las posibles trabas que puedan derivarse de la normativa vigente.

Por el lado de la demanda, una característica especialmente importante de este mercado es la estabilidad de su demanda (en condiciones normales). De este modo, según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), la mortalidad durante el periodo 1975-2008, fue de 8,44 habitantes por cada mil de ellos, con un grado de dispersión reducido. Más concretamente, en el año 2008 se produjeron 386.324 defunciones, de las que el 2,34% eran habitantes extranjeros. Aunque dada la pirámide poblacional de España, la demanda de este

sector tenderá a crecer en los años venideros. Por otra parte, es de señalar que cerca del 80% de las defunciones se producen en instalaciones hospitalarias y residencias de geriátrico.

Otra característica a señalar de los servicios funerarios es su escasa elasticidad con respecto al precio, debido a que por ley, es obligatorio dar cavidad final a los cadáveres antes de una fecha límite, es decir, nos encontramos ante una demanda forzosa y de primera necesidad.

A estas características deben añadirse las condiciones especiales de satisfacción de esta demanda, ya que es un servicio que se produce de manera inmediata e imprevisible, y hace que sea muy difícil tener tiempo para poder comparar precios. Además, el procedimiento de estos servicios se encuentra condicionado por una serie de circunstancias que limitan la competencia efectiva en el mercado. Estas podrían ser:

- La carga emotiva de los familiares ante el suceso de defunción, y la fuerte influencia de tradicionales sociales y culturales, hacen que en la elección de un servicio funerario u otro, no predomine el criterio económico.
- Los familiares más cercanos prefieren un servicio funerario integral, es decir, que se encarguen de todos los trámites de principio a fin (trámites legales y administrativos, traslado, adquisición del ataúd, velatorio, tanatopraxia, transporte, suministro de flores, etc.).

Hay que tener en cuenta que la decisión de los clientes se toma sin tener ninguna información previa sobre el servicio a percibir, tanto por inexperiencia como por falta de interés en el servicio. Esto lleva a que sean las empresas funerarias quienes tengan el poder de negociación y la adquisición de paquetes cerrados con servicios no deseados. Es decir, se crea una demanda inducida por el oferente. Debido al hecho de que es un servicio inmediato, el poco tiempo provoca que no se puedan realizar comparaciones entre distintos proveedores (empresas funerarias). En consecuencia, un primer contacto con una empresa funeraria, significa casi seguro contratar el servicio con ellos, y no buscar otras empresas funerarias para comparar precios.

Por otra parte, es un servicio con una peculiaridad, ya que el 50% de la contratación de estos servicios en el mercado español se contrata indirectamente, ya que la población dispone de un seguro de decesos. Las empresas aseguradoras hacen de intermediarios con las empresas funerarias, y se comprometen al cumplimiento del servicio a cambio de una prima económica.

En cuanto a la oferta de los servicios funerarios, hay unas 1600 empresas (datos INE 2007), predominando las pequeñas y medianas, preferentemente de carácter familiar y limitadas geográficamente. De hecho, casi el 94% de las empresas funerarias son microempresas o pequeñas empresas, que llevan a una estructura empresarial muy segregada, según la definición establecida por la Comisión Europea.

Estas pequeñas empresas solo tienen un radio de actuación provincial, operando simplemente en áreas geográficas concretas. A pesar de ello, es una oferta con alto grado de concentración, ya que según el Informe de Fiscalización del Tribunal de Cuentas, en el 49,3% de los Ayuntamientos analizados, existen habitualmente menos de dos operadores (empresas funerarias) por cada 100.000 habitantes. Además, en el 21% de estos municipios existe el monopolio del mercado, ya que solamente una empresa ofrece el servicio funerario, y en un bajo 13% de las ocasiones, es a iniciativa del propio ayuntamiento mediante concesión o empresa mixta, quien ofrece el servicio.

La tendencia predominante en este mercado es la concentración horizontal, dirigida e empresas de mayor envergadura (grandes empresas), y de mayor radio de actuación geográfica. A escala nacional solo actúan 8 empresas, que representan tan solo el 0,5% de las empresas del sector, y acogen alrededor del 21% del volumen del negocio. Además, tres de estas empresas pertenecen a grupos aseguradores con una fuerte implantación en el mercado de seguro de decesos.

2.1.3. Marco normativo y legal

Debido a que los servicios funerarios abarcan multitud de funciones y actividades, su normativa reguladora se encuentra dispersa, tanto por razón de la materia tratada –sanidad mortuoria, transporte, actividades económicas, consumo–, como por la distribución competencial entre la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales.

Por lo que respecta a la normativa que regula los servicios funerarios, la Ley 7/1985, de 2 de abril, reguladora de las Bases de Régimen Local, en su artículo 25.2.j, atribuye a los municipios las competencias en materia de cementerios y servicios funerarios, “en los términos de la legislación del Estado y de las Comunidades Autónomas”.

Hasta 1996, la misma Ley 7/1985 consideraba los servicios funerarios como servicios esenciales y se reservaba su actividad a las Entidades locales. La prestación de estos servicios, en régimen de monopolio por parte de los municipios, se debía llevar a cabo siguiendo lo dispuesto en el Reglamento de Policía Sanitaria Mortuoria (RPSM), aprobado

por Decreto de 20 de Julio de 1974 o por las disposiciones adoptadas por las Comunidades Autónomas en el ámbito de sus competencias.

Sin embargo, mediante Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de Carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica, se liberalizan los servicios funerarios, abriendo el mercado de los servicios funerarios a las empresas privadas y estableciendo la posibilidad de que los municipios pudieran someter a autorización la prestación de estos servicios, teniendo la autorización carácter reglado y debiéndose precisar normativamente los requisitos objetivos para obtenerla.

Posteriormente, esta liberalización se impulsó también con la modificación de dicho Real Decreto-Ley 7/1996, a través de la Ley 24/2005, de 18 de noviembre, de reformas para el impulso de la productividad, especificándose que el Estado y las Comunidades Autónomas debían fijar los criterios mínimos de acuerdo con los cuales los municipios podrían regular los requisitos objetivos necesarios para obtener la autorización para la prestación de servicios funerarios, y disponiendo que las normas que regulasen los requisitos de las autorizaciones para la prestación de estos servicios no podrían establecer exigencias que desvirtuasen la liberalización del sector.

Además, la Ley 24/2005 estableció que los prestadores de servicios funerarios autorizados podrían realizar en todo el territorio español la actividad asociada a sus funciones principales consistente en el traslado de cadáveres, cumpliendo en cada caso los requisitos establecidos en las normas de policía sanitaria mortuoria aplicables.

Más recientemente, la actividad funeraria queda sometida al nuevo marco de regulación de las actividades de servicios que establece la Ley 17/2009, de 23 de noviembre, sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio. Los servicios funerarios se encuentran dentro del ámbito de aplicación de esta Ley –que transpone al ordenamiento jurídico la Directiva de Servicios–, y no se aplica la exclusión recogida en el artículo 2.2.d), relativa a los servicios de transporte, puesto que dicha exclusión no abarca los servicios que no son propiamente de transporte, como los prestados por autoescuelas, empresas de mudanzas, de alquiler de automóviles, funerarias o de fotografía aérea, tal y como establece el «Manual sobre la transposición de la directiva de servicios», realizado por la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea en noviembre de 2007.

En concreto, esta Ley introduce un nuevo enfoque para la regulación de las actividades de servicios, según el cual cualquier medida que suponga una limitación al acceso o al ejercicio de una actividad de servicios debe estar justificada por una razón imperiosa de interés

general y debe ser proporcionada, es decir no debe existir ninguna otra medida menos restrictiva que permita salvaguardar el objetivo que se pretende con la regulación. Por ello, los requisitos o restricciones que se impongan a las empresas funerarias deben cumplir conjuntamente los principios de necesidad y proporcionalidad, así como todas las disposiciones de la Ley en materia de imposición de requisitos.

Por otra parte, a efectos de este estudio cabe destacar que según la Ley 17/2009, la habilitación para llevar a cabo cualquier actividad de servicios funerarios debe ser válida en todo el territorio nacional y con una duración ilimitada y las empresas funerarias están sometidas a las obligaciones de información y en materia de reclamaciones recogidas en la misma (Extracto de la Ley 7/1985, de 2 de abril. Estudio Gobierno de España³).

2.1.4. Competencia del sector

El hecho de la liberalización del sector con el Real Decreto-ley 7/1996 de 7 de junio, provocó en el sector de los servicios funerarios una gran competencia que se mantiene hasta la actualidad. Como he descrito en el apartado 2.1.2. (Estructura del mercado funerario), hay una gran competencia a nivel de grandes empresas, pero que se ve poco reflejado en los municipios españoles, debido a que son empresas locales las que ofrecen estos servicios, habiendo 1 o 2 por municipio. A nivel general podríamos destacar cuatro grandes grupos:

- **Funespaña S.A:** Propietaria del 49% de las acciones de la Empresa Mixta de Madrid, y que actúa en Cataluña, Andalucía, País Vasco y Castilla y León.
- **Servicios Especiales S.A:** Empresa funeraria perteneciente al grupo Ocaso (seguros), y que actúa en 11 Comunidades Autónomas.
- **Mémora:** Tiene el 49% de la Empresa de Barcelona (Serveis Funeraris de Barcelona), y actúa en Sevilla, Valencia, Zaragoza, Gerona y otras poblaciones.
- **Serveis Funeraris Integrals:** Está participada por las familias Ventura, Fenés y Viñas, y por el grupo ALBIA (Santa Lucía). Fruto de fusiones y adquisiciones, está liderando los procesos de innovación y modernización del sector.

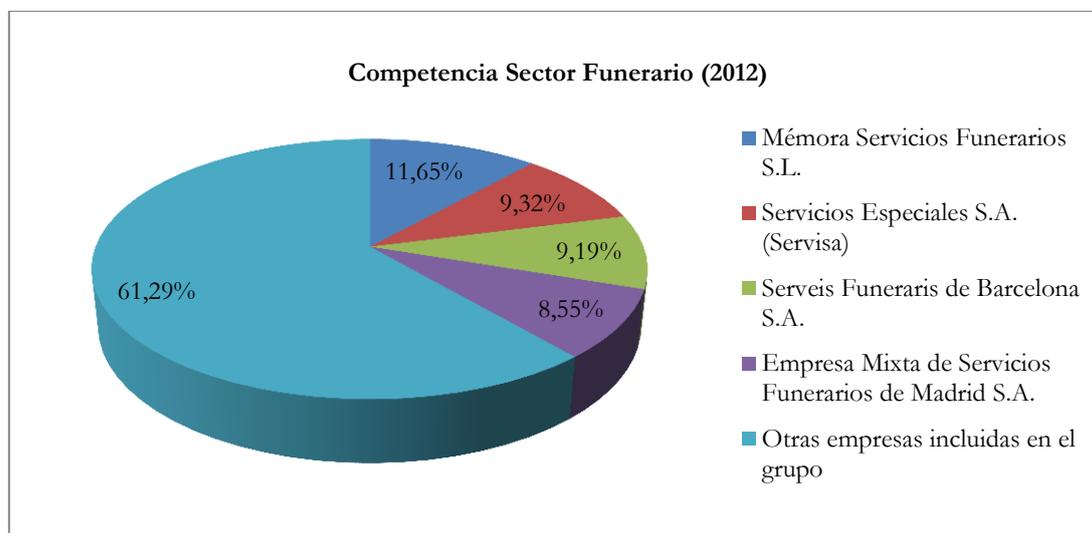
A nivel de compañías aseguradoras destacamos también tres:

- **Santa Lucía:** Compañía aseguradora con su propia empresa funeraria (Albia).
- **Ocaso:** Compañía aseguradora con su propia empresa funeraria (Servisa S.A.).
- **Mapfre:** Compañía aseguradora que no tiene su propia empresa funeraria.

³ Gobierno de España (Estudio sobre los servicios funerarios en España). Fecha: 28 de Junio de 2010

A continuación, se muestra en el Gráfico la competencia del sector funerario para el año 2012, con datos obtenidos de la base de datos SABI. La comparación se realiza entre las 10 empresas internacionales más cercanas en cuanto a Ingresos de Explotación, para el sector “Otros servicios personales”.

Gráfico 1. Competencia sector funerario.



Fuente: Base de datos SABI.

Como observamos en el gráfico, vemos que no hay mucha diferencia entre las grandes empresas del sector. Los resultados son muy parejos en los que domina Mémora Servicios Funerarios S.L. con un 11,65%; le sigue de cerca Servisa S.A. con un 9,32 %; detrás de ella esta Serveis Funeraris Barcelona S.A. con un 9,19%; y en último lugar quedaría la Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid (perteneciente a Funespaña) con un 8,55%. El 61,29% restante, sería para el resto de empresas relacionadas con el sector analizado, pero irrelevantes dentro de mi comparación.

A continuación, en la Tabla 4 se resumen los resultados generales de las cuatro grandes empresas del sector, según el gráfico 1 Competencia sector funerario.

Tabla 4. Ratios comparativos empresas del sector.

	Servicios Especiales S.A.	Mémora Servicios Funerarios S.L.	Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid S.A.	Serveis Funeraris de Barcelona S.A.
Ingresos de Explotación (€)	55.919.351 €	69.899.000 €	51.315.430 €	n.d.
Resultado del Ejercicio (€)	6.010.062 €	-38.220.000 €	2.052.640 €	n.d.
Total Activo (€)	129.331.037 €	371.238.000 €	62.418.342 €	n.d.
Número de Empleados	459	498	550	n.d.
Periodo medio de Cobro (días)	17,97	80,19	26,65	n.d.
Periodo medio de Pago (días)	71,92	185,87	174,31	n.d.
Ratio de Liquidez (%)	684,33%	112,85%	122,62%	n.d.
Ratio de Porcentaje de Endeudamiento	1,31%	121,05%	3,71%	n.d.

(%)				
Ratio de Coste medio de la Financiación Externa	0,04	0,1	0	n.d.
Rentabilidad Económica (ROA) (%)	6,46%	1,38%	4,54%	n.d.
Rentabilidad Financiera (ROE) (%)	7,18%	44,89%	5,63%	n.d.

Fuente: Base de datos SABI.

Los ingresos de explotación de las 3 empresas del sector son más o menos parecidos, destacando Mémora, que a pesar de ser la que mayores ingresos de explotación tiene, su resultado del ejercicio es negativo, debido principalmente a los elevados gastos financieros a los que tiene que hacer frente (unos -43.000.000€). Respecto al número de empleados, también son cifras muy parecidas las de las tres empresas, entre los 450-550 empleados. La política de finanzas operativas (cobros-pagos), es similar en las tres empresas, ya que cobran a los clientes antes de pagar a los proveedores (Periodo Medio de Cobro y Periodo Medio de Pago). En cuanto al ratio de liquidez, destacar a Servisa S.A. con un valor de 684,33%, que indica que tiene recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones. Respecto al ratio de endeudamiento, en la empresa Mémora es del 121,85%, muy superior al de las otras dos empresas del sector. Esta cifra justifica los enormes gastos financieros (con un coste de la deuda del 10%) a los que tiene que hacer frente, y que llevan a obtener unos resultados del ejercicio negativos. Por último, en cuanto a las rentabilidades económica y financiera, tan solo destacar la rentabilidad financiera de la empresa Mémora (44,89%). En definitiva, las tres empresas más o menos tienen resultados parecidos y siguen las mismas líneas de actuación, con algunas excepciones en la empresa Mémora.

Como conclusión, decir que es un sector donde hay mucha competencia, donde destacan unas pocas grandes empresas, pero, como hemos dicho en apartados anteriores, predominan las pequeñas empresas o microempresas locales.

2.2. Plan de negocio

Servisa S.A., como ya he explicado anteriormente, se encuentra dentro del sector de las Pompas fúnebres y actividades relacionadas. Para obtener el valor de la empresa, he utilizado el método de descuento de flujos de caja libres (esquema A1), explicado anteriormente en el apartado 1 “Introducción”. En esta sección, se describe de una forma más detallada todos los supuestos y procedimientos seguidos para calcular finalmente el valor actual (VAN) de la empresa Servisa S.A.

2.2.1. Cálculo de los Flujos de Caja Libre

Para el cálculo de los Flujos de Caja Libre, hay que tener en cuenta varios supuestos a los que me podría enfrentar, y que podrían dificultar su cálculo; a) Problemas con la base de datos original (falta de información, datos de los años poco actuales...); b) Problemas con los procedimientos utilizados (en la tasa de variación pueden aparecer errores al utilizar la fórmula en excel, o datos muy exagerados que distorsionen la tasa de variación media a utilizar); c) variación desproporcionada de los flujos de caja que lleven a que se vuelvan negativos; d) problemas con las NOF y que se vuelvan excesivamente grandes o negativas, y distorsionen el cálculo de los flujos de caja libre; e) y por último, el supuesto de que obtenga unos resultados complicados, que hagan que su explicación posterior resulte imposible.

En primer lugar, he partido de los datos de 5 años pasados (2008-2012), los últimos conocidos disponibles en la base de datos SABI. Se ha utilizado esta información para hacer las proyecciones de los Flujos de Caja Libre (FCL) asumiendo una serie de supuestos e hipótesis que paso a desarrollar.

Una vez obtenidos los datos, el primer supuesto consiste en ajustar varias partidas para poder obtener una proyección lo más correcta posible. Para empezar, he eliminado las partidas cuyos datos eran “n.d.”(No disponibles), ya que no me servían de utilidad a la hora de hacer cálculos. En la Tabla 5 se muestra la totalidad de las partidas iniciales y en la Tabla 6 se muestran las partidas una vez eliminadas aquellas que cumplan el primer supuesto?

Tabla 5. Partidas iniciales de la Cuenta de Resultados (datos en €).

Cuenta de pérdidas y ganancias	2008	2009	2010	2011	2012
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	56.577.378	58.704.943	56.113.479	56.038.391	55.376.547
a) Ventas	39.534.373	40.520.548	38.911.141	38.955.869	38.489.042
b) Prestaciones de servicios	17.043.005	18.184.395	17.202.338	17.082.522	16.887.505
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Aprovisionamientos	-18.543.370	-19.564.346	-18.934.720	-18.971.569	-18.682.771
a) Consumo de mercaderías	-2.938.142	-2.972.864	-2.916.267	-3.047.236	-3.001.977
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-423.993	-352.365	-395.528	-436.877	-482.354
c) Trabajos realizados por otras empresas	-15.181.235	-16.239.117	-15.622.924	-15.487.456	-15.198.440
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros ingresos de explotación	529.637	525.715	589.727	569.252	542.804
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	529.637	525.715	589.727	569.252	542.804
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Gastos de personal	-17.293.334	-18.550.820	-18.771.878	-20.310.048	-19.086.180
a) Sueldos, salarios y asimilados	-13.730.498	-14.675.975	-14.820.682	-16.290.439	-14.960.580

b) Cargas sociales	-3.534.225	-3.841.794	-3.913.759	-3.974.139	-4.115.532
c) Provisiones	-28.611	-33.051	-37.438	-45.470	-10.068
7. Otros gastos de explotación	-7.314.893	-7.088.593	-7.307.604	-6.841.524	-6.747.460
a) Servicios exteriores	-6.794.878	-6.653.304	-6.876.169	-6.409.979	-6.327.366
b) Tributos	-464.944	-366.885	-383.480	-369.636	-399.067
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-45.217	-29.335	-38.276	-33.027	3.947
d) Otros gastos de gestión corriente	-9.854	-39.070	-9.677	-28.882	-24.974
8. Amortización del inmovilizado	-2.410.751	-2.324.171	-2.300.619	-2.211.161	-2.231.977
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
10. Excesos de provisiones	2.597	n.d.	93.294	91.828	24.938
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-34.826	-3.615.264	183.330	36.897	-839.033
a) Deterioro y pérdidas	n.d.	-3.439.845	n.d.	25.480	-843.206
b) Resultados por enajenaciones y otras	-34.826	-175.419	183.330	11.417	4.173
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
13. Otros resultados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	11.512.437	8.087.464	9.665.009	8.402.066	8.356.868
14. Ingresos financieros	885.972	134.407	171.467	486.256	711.208
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	1.254	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
a) En empresas del grupo y asociadas	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) En terceros	1.254	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	884.719	134.407	171.467	486.256	711.208
a) De empresas del grupo y asociadas	n.d.	n.d.	8.520	n.d.	n.d.
b) De terceros	884.719	134.407	162.947	486.256	711.208
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
15. Gastos financieros	-58.972	-41.951	-40.144	-24.165	-69.529
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) Por deudas con terceros	-58.972	-41.951	-40.144	-24.165	-69.529
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 para la venta	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	-403.772	-273.218	-338.553	n.d.	-306.768
a) Deterioros y pérdidas	-403.772	-567.724	-338.553	n.d.	n.d.
b) Resultados por enajenaciones y otras	n.d.	294.506	n.d.	n.d.	-306.768
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	423.228	-180.762	-207.230	462.091	334.911
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	11.935.665	7.906.702	9.457.779	8.864.157	8.691.779
19. Impuestos sobre beneficios	-3.590.595	-2.353.776	-2.799.122	-2.634.453	-2.681.717
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	8.345.072	5.552.925	6.658.659	6.229.704	6.010.062
B) Operaciones interrumpidas					
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	8.345.072	5.552.925	6.658.659	6.229.704	6.010.062

Fuente: Base de datos SABI.

Tabla 6. Partidas ajustadas de la Cuenta de Resultados (datos en €).

Cuenta de pérdidas y ganancias	2008	2009	2010	2011	2012
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	56.577.378	58.704.943	56.113.479	56.038.391	55.376.547
a) Ventas	39.534.373	40.520.548	38.911.141	38.955.869	38.489.042
b) Prestaciones de servicios	17.043.005	18.184.395	17.202.338	17.082.522	16.887.505
4. Aprovisionamientos	-18.543.370	-19.564.346	-18.934.719	-18.971.569	-18.682.771
a) Consumo de mercaderías	-2.938.142	-2.972.864	-2.916.267	-3.047.236	-3.001.977
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-423.993	-352.365	-395.528	-436.877	-482.354
c) Trabajos realizados por otras empresas	-15.181.235	-16.239.117	-15.622.924	-15.487.456	15.198.440
5. Otros ingresos de explotación	529.637	525.715	589.727	569.252	542.804
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	529.637	525.715	589.727	569.252	542.804
6. Gastos de personal	-17.293.334	-18.550.820	-18.771.879	-20.310.048	-19.086.180
a) Sueldos, salarios y asimilados	-13.730.498	-14.675.975	-14.820.682	-16.290.439	14.960.580
b) Cargas sociales	-3.534.225	-3.841.794	-3.913.759	-3.974.139	-4.115.532
c) Provisiones	-28.611	-33.051	-37.438	-45.470	-10.068
7. Otros gastos de explotación	-7.314.893	-7.088.594	-7.307.602	-6.841.524	-6.747.460
a) Servicios exteriores	-6.794.878	-6.653.304	-6.876.169	-6.409.979	-6.327.366
b) Tributos	-464.944	-366.885	-383.480	-369.636	-399.067
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-45.217	-29.335	-38.276	-33.027	3.947
d) Otros gastos de gestión corriente	-9.854	-39.070	-9.677	-28.882	-24.974
8. Amortización del inmovilizado	-2.410.751	-2.324.171	-2.300.619	-2.211.161	-2.231.977
10. Excesos de provisiones	2.597	0	93.294	91.828	24.938
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-34.826	-3.615.264	183.330	36.897	-839.033
a) Deterioro y pérdidas	0	-3.439.845	0	25.480	-843.206
b) Resultados por enajenaciones y otras	-34.826	-175.419	183.330	11.417	4.173
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	11.512.438	8.087.463	9.665.011	8.402.066	8.356.868
14. Ingresos financieros	885.973	134.407	171.467	486.256	711.208
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	1.254	0	0	0	0
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	884.719	134.407	171.467	486.256	711.208
15. Gastos financieros	-58.972	-41.951	-40.144	-24.165	-69.529
b) Por deudas con terceros	-58.972	-41.951	-40.144	-24.165	-69.529
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-403.772	-273.218	-338.553	0	-306.768
a) Deterioros y pérdidas	-403.772	-567.724	-338.553	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	294.506	0	0	-306.768
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	423.229	-180.762	-207.230	462.091	334.911
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	11.935.667	7.906.701	9.457.781	8.864.157	8.691.779
19. Impuestos sobre beneficios	-3.590.595	-2.353.776	-2.799.122	-2.634.453	-2.681.717
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	8.345.072	5.552.925	6.658.659	6.229.704	6.010.062
B) Operaciones interrumpidas					
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	8.345.072	5.552.925	6.658.659	6.229.704	6.010.062

Fuente: Base de datos SABI.

Este procedimiento lo he realizado para el resto de partidas del balance de situación (se pueden observar en las Tablas A1 y A2 del Anexo). En la tabla A2 del anexo, se observa que he tenido que modificar manualmente los datos de las partidas de otro inmovilizado

intangible y de instrumentos financieros de patrimonio. Los datos iniciales de estas partidas tenían la numeración n.d., que he cambiado por el dato numérico 0€ para poder realizar las tasas de variación posteriores. Si mantenía la numeración n.d., al realizar la tasa de variación, el programa excel me daba un error (“VALOR”), que me impedía obtener un resultado numérico. De ahí que cambiases los valores n.d. de las partidas definitivas de balance y cuenta de resultados por el valor numérico 0, y así obtener unas tasas de variación correctas.

El siguiente supuesto tiene que ver con la proyección del balance de situación y de la cuenta de resultados. Entre las alternativas posibles, me he decantado con el procedimiento de calcular las tasas de variación anuales para todas las partidas de balance y cuenta de resultados (excluyendo las partidas generales, las cuáles agrupan ya varias partidas), y con los resultados obtenidos, calcular una tasa de variación media, y utilizar ese dato para realizar las proyecciones del año 2013 y siguientes, hasta el año 2017. He decidido utilizar el procedimiento de tasa de variación media, en vez de utilizar la tasa de variación del último año, porque considero que los datos obtenidos recogen mejor la situación económica de los últimos años, y hacen que las proyecciones a futuro realizadas tengan unos valores más acordes con la realidad de la empresa. De otra manera, en caso de coger solamente la tasa de variación anual de 2011-2012, los resultados que obtendríamos no abarcarían el momento inicial de la crisis económica en la que seguimos sumergidos, y proyectaría unos resultados a futuro partiendo de la base de una ligera recuperación económica. Y yo considero que es importante proyectar a futuro empezando por el año 2008 y acabar en el 2012, abarcando así todo el proceso de crisis económica.

En la obtención de las tasas de variación, he tenido que modificar manualmente la tasa de variación 2009-2008 de la partida “Créditos a terceros”, la tasa de variación 2010-2009 de la partida “Exceso de provisiones”, las cuatro tasas de variaciones de la partida “Deterioro y pérdidas”. En la tasa de variación 2009-2008 de la partida de balance “Créditos a terceros”, obtenía un resultado inicial de un aumento de un 4.619,57%, al pasar de una cifra de 419€ a 19.775€. Si dejaba así el resultado, me salía una tasa de variación media de esta partida del 1.159,14%, que alteraba profundamente las proyecciones a futuro, llegando a la inverosímil cifra de 6.291.649.976€ en el año 2017. Como este dato es muy irreal e imposible de producirse, he decidido que el porcentaje de la tasa de variación sea del 100%, y así conseguir unos resultados acordes a la realidad. Lo mismo ocurre con la tasa de variación 2010-2009 de la partida de balance “Exceso de provisiones”, al pasar de 0€ a 93.294€, da un error el programa excel llamado “#¡DIV/O!”. Este error hace que no sea posible calcular un valor

numérico, y no sea posible calcular la tasa de variación media. Para arreglarlo igual que anteriormente, le he dado el valor 100% para así obtener una tasa de variación media numérica y poder realizar las proyecciones a futuro. Por último, en la partida de cuenta de resultados “Deterioro y pérdidas”, ocurre lo mismo para las tasas de variación 2009-2008 y 2011-2010 (error “#¡DIV/O!”), y para la tasa de variación 2012-2011 he obtenido un valor de -3.409,29%. Si mantengo estos valores, no obtendría un valor numérico para la tasa de variación media y no podría calcular las proyecciones a futuro de esa partida, por lo que he modificado las tasas de variación manualmente y darles valores de -100%, 100% y -100% respectivamente. Así obtengo una tasa de variación media de -25%, y conseguir que las proyecciones a futuro no se alteren en exceso como sucedía con los datos originales.

Con estas modificaciones, y utilizando las tasas de variación media de todas las partidas (tabla 7, y tabla A3 del Anexo), obtendríamos las siguientes proyecciones a futuro del balance de situación (tabla A4 del anexo) y de la cuenta de resultados (tabla 8). A continuación, adjunto la tabla de las tasas de variaciones para la cuenta de resultados (las del balance de situación están recogidas en la tabla A3 del anexo).

Tabla 7. Tasas de variación anual de la cuenta de resultados del periodo 2008-2012.

Cuenta de pérdidas y ganancias	Variación 2009-2008	Variación 2010-2009	Variación 2011-2010	Variación 2012-2011	Variación Media
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios					
a) Ventas	2,49%	-3,97%	0,11%	-1,20%	-0,64%
b) Prestaciones de servicios	6,70%	-5,40%	-0,70%	-1,14%	-0,14%
4. Aprovisionamientos					
a) Consumo de mercaderías	1,18%	-1,90%	4,49%	-1,49%	0,57%
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-16,89%	12,25%	10,45%	10,41%	4,05%
c) Trabajos realizados por otras empresas	6,97%	-3,79%	-0,87%	-1,87%	0,11%
5. Otros ingresos de explotación					
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	-0,74%	12,18%	-3,47%	-4,65%	0,83%
6. Gastos de personal					
a) Sueldos, salarios y asimilados	6,89%	0,99%	9,92%	-8,16%	2,41%
b) Cargas sociales	8,70%	1,87%	1,54%	3,56%	3,92%
c) Provisiones	15,52%	13,27%	21,45%	-77,86%	-6,90%
7. Otros gastos de explotación					
a) Servicios exteriores	-2,08%	3,35%	-6,78%	-1,29%	-1,70%
b) Tributos	-21,09%	4,52%	-3,61%	7,96%	-3,05%
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-35,12%	30,48%	-13,71%	-111,95%	-32,58%
d) Otros gastos de gestión corriente	296,49%	-75,23%	198,46%	-13,53%	101,55%
8. Amortización del inmovilizado	-3,59%	-1,01%	-3,89%	0,94%	-1,89%
10. Excesos de provisiones	-100,00%	100,00%	-1,57%	-72,84%	-18,60%

11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	# ₁ DIV/0!	# ₁ DIV/0!	# ₁ DIV/0!	3409,29%	-
a) Deterioro y pérdidas	-100,00%	-100,00%	100,00%	-100,00%	-50,00%
b) Resultados por enajenaciones y otras	403,70%	-204,51%	-93,77%	-63,45%	10,49%
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)					
14. Ingresos financieros					
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-25,00%
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	-84,81%	27,57%	183,59%	46,26%	43,15%
15. Gastos financieros					
b) Por deudas con terceros	-28,86%	-4,31%	-39,80%	187,73%	28,69%
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros					
a) Deterioros y pérdidas	40,61%	-40,37%	-100,00%	0,00%	-24,94%
b) Resultados por enajenaciones y otras	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	-25,00%
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)					
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)					
19. Impuestos sobre beneficios	-34,45%	18,92%	-5,88%	1,79%	-4,90%
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)					
B) Operaciones interrumpidas					
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)					

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

Como podréis observar, en esta tabla están contenidas las distintas tasas de variación anual del periodo 2º8-2012, así como la tasa de variación media, que es la que aplico para el cálculo de las proyecciones de la cuentas de resultados. Destacar que las tasas de variación media de los ingresos (ventas, prestación de servicios...) son negativas en prácticamente todas, mientras que la mayoría de las tasas media de los gastos son positivas. Esto llevará a una minoración del resultado de explotación, y en consecuencia final una disminución de los flujos de caja.

Finalmente, se aplica el porcentaje de variación para cada medida que forma parte del cálculo de los Flujos de Caja para obtener las proyecciones de los 5 próximos años, 2013-2017. En la Tabla 8 se muestran estas proyecciones.

Tabla 8. Proyección de la Cuenta de Resultados (datos en €).

Cuenta de pérdidas y ganancias	2013	2014	2015	2016	2017
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	55.107.281	54.839.623	54.573.563	54.309.092	54.046.198
a) Ventas	38.242.640	37.997.815	37.754.557	37.512.857	37.272.704
b) Prestaciones de servicios	16.864.641	16.841.808	16.819.006	16.796.235	16.773.495
4. Aprovisionamientos	-18.736.211	18.790.560	-18.845.851	-18.902.118	18.959.397

a) Consumo de mercaderías	-3.019.116	-3.036.353	-3.053.689	-3.071.123	-3.088.657
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-501.913	-522.265	-543.442	-565.478	-588.408
c) Trabajos realizados por otras empresas	-15.215.182	-15.231.942	-15.248.720	-15.265.517	-15.282.333
5. Otros ingresos de explotación	547.306	551.845	556.422	561.038	565.691
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	547.306	551.845	556.422	561.038	565.691
6. Gastos de personal	-19.606.783	-20.142.419	20.693.540	-21.260.614	-21.844.124
a) Sueldos, salarios y asimilados	-15.320.587	-15.689.257	-16.066.798	-16.453.424	-16.849.354
b) Cargas sociales	-4.276.824	-4.444.437	-4.618.618	-4.799.627	-4.987.729
c) Provisiones	-9.373	-8.726	-8.124	-7.563	-7.041
7. Otros gastos de explotación	-6.654.315	-6.588.706	-6.576.877	-6.671.585	-6.979.079
a) Servicios exteriores	-6.219.762	-6.113.988	-6.010.012	-5.907.805	-5.807.336
b) Tributos	-386.880	-375.066	-363.612	-352.508	-341.743
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	2.661	1.794	1.210	816	550
d) Otros gastos de gestión corriente	-50.334	-101.447	-204.463	-412.088	-830.550
8. Amortización del inmovilizado	-2.189.838	-2.148.495	-2.107.933	-2.068.136	-2.029.091
10. Excesos de provisiones	20.299	16.522	13.449	10.947	8.910
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-416.992	-205.707	-99.772	-46.481	-19.478
a) Deterioro y pérdidas	-421.603	-210.802	-105.401	-52.700	-26.350
b) Resultados por enajenaciones y otras	4.611	5.095	5.629	6.220	6.872
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	8.070.745	7.532.103	6.819.462	5.932.142	4.789.631
14. Ingresos financieros	1.018.117	1.457.467	2.086.411	2.986.765	4.275.649
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0	0	0	0	0
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	1.018.117	1.457.467	2.086.411	2.986.765	4.275.649
15. Gastos financieros	-89.475	-115.144	-148.176	-190.685	-245.389
b) Por deudas con terceros	-89.475	-115.144	-148.176	-190.685	-245.389
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-230.076	-172.557	-129.418	-97.063	-72.797
a) Deterioros y pérdidas	0	0	0	0	0
b) Resultados por enajenaciones y otras	-230.076	-172.557	-129.418	-97.063	-72.797
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	698.566	1.169.766	1.808.817	2.699.016	3.957.463
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	8.769.311	8.701.870	8.628.279	8.631.158	8.747.094
19. Impuestos sobre beneficios	-2.631.180	-2.610.944	-2.588.864	-2.589.728	-2.624.514
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	6.138.131	6.090.925	6.039.415	6.041.430	6.122.580
B) Operaciones interrumpidas					
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	6.138.131	6.090.925	6.039.415	6.041.430	6.122.580

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

Respecto a las necesidades operativas de fondos, el supuesto utilizado para su cálculo es el siguiente:

$$\text{NOF} = \text{Tesorería} + \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores (Acreedores)}$$

Esta consiste en sumar la tesorería, los clientes, y las existencias del balance, y restar los proveedores. Concretamente, he sumado las partidas de “Efectivo y otros activos líquidos equivalentes”, la partida de “Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”, y la partida de “Existencias”, y he restado la partida de “Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar”.

Así obtengo los resultados mostrados en la tabla 9. La elección de este procedimiento atiende a que los días de cobro de la empresa (PMC: Periodo Medio de Cobro) es de 17,97 días; mientras que los días de pago (PMP: Periodo Medio de Pago), es de 71,92 días. Esto significa que la empresa SERVISA, cobra sus deudas muchos días antes de pagar sus deudas, lo que hace que obtenga un exceso de financiación, y tener un elevado margen de seguridad para solventar gastos imprevistos. Con este sistema de finanzas operativas, consigue que sus ingresos financieros sean elevados, al poder invertir ese exceso de financiación y obtener un beneficio por ello. Por todo esto, he considerado que tanto el PMC como el PMP, están en una situación óptima que no es precisa modificar, y considero que las existencias, los clientes y los proveedores se encuentran en su óptimo.

Tabla 9. Necesidades operativas de fondos (NOF).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOF	30.187.974€	32.145.586€	34.080.815€	35.857.395€	37.224.262€	37.721.985€

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

Una vez justificadas las hipótesis para la obtención de las proyecciones, he pasado a calcular los flujos de caja libre a partir del esquema ya introducido en el apartado 1 Introducción. Mediante los datos de cuenta de pérdidas y ganancias, se obtienen los siguientes resultados:

Tabla 10. Flujos de caja libre.

		2013	2014	2015	2016	2017
+	Ingresos de Explotación	55.654.587€	55.391.468€	55.129.986€	54.870.129€	54.611.889€
-	Gastos de Explotación	-44.997.309€	-45.521.685€	-46.116.268€	-46.834.317€	-47.782.600€
-	DEA	-2.189.838€	-2.148.495€	-2.107.933€	-2.068.136€	-2.029.091€
	Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)	8.467.439€	7.721.288€	6.905.784€	5.967.675€	4.800.198€
-	Impuestos	-2.540.605€	-2.316.727€	-2.072.040€	-1.790.566€	-1.440.271€
	Beneficios después de Impuestos (BDT)	5.926.834€	5.404.561€	4.833.745€	4.177.110€	3.359.927€
+	DEA	2.189.838€	2.148.495€	2.107.933€	2.068.136€	2.029.091€
-	Incremento de las NOF	-1.957.612€	-1.935.229€	-1.776.580€	-1.366.867€	-497.724€
-	Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-2.189.838€	-2.148.495€	-2.107.933€	-2.068.136€	-2.029.091€
	Flujos de Caja Libre	3.969.222€	3.469.332€	3.057.165€	2.810.243€	2.862.204€

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

Los ingresos de explotación los obtengo de la suma de la partida del “importe neto de la cifra de negocios” y la de “otros ingresos de explotación”. Los gastos de explotación son la suma de las partidas “aprovisionamientos”, “gastos de personal” y “otros gastos de explotación”. La DEA (amortización del inmovilizado) la obtengo de la partida “amortización del inmovilizado”.

Sumando las 3 partidas anteriores obtengo el BAIT (beneficios antes de intereses e impuestos). A ellos hay que quitarle el impuesto de sociedades, que lo he calculado mediante la división entre la partida 19 de la cuenta de resultados (impuesto sobre beneficios), con la partida A3 (resultado antes de impuestos). Así he obtenido el impuesto de sociedades pagado en cada uno de los 5 años, y mediante la media de los 5, he obtenido un impuesto de sociedades del 30% que he decido utilizar para el cálculo de los flujos de caja. Restando el impuesto de sociedades obtengo el BDT (beneficio después de impuestos). Para obtener el flujo de caja libre hay que sumar al BDT la DEA, y restar el incremento de las NOF (necesidades operativas de financiación, que es la cantidad de dinero que hace falta para poder llevar a cabo la actividad de la empresa). Como van aumentando las NOF, significa que cada año necesitamos más dinero para llevar a cabo la actividad empresarial, lo que hace disminuir el flujo de caja libre.

Otra partida que hay que restar es la de “incremento de nuevas inversiones”, que para la simplificación de los cálculos es la misma cantidad que la DEA, ya que suponemos que las nuevas inversiones que realiza la empresa se dedican nada más que a reposición de su activo. Con todo esto, se obtienen los flujos de caja libres proyectados para este horizonte temporal.

2.2.2. *Cálculo del valor residual*

Para el valor residual, el supuesto utilizado es aquel en el que se presupone la continuidad del proyecto, ya que técnicamente es la mejor forma de calcularlo, y es la que más se asemeja a la realidad. Esta opción consiste en establecer el valor residual basado en el valor actual de un flujo de caja constante o de crecimiento constante a partir del último año (fórmula descrita en el apartado 1 Introducción).

La proyección de los flujos de caja hasta el infinito es poco operativa en la práctica. Por ello, los flujos de caja se proyectan durante un periodo de tiempo en el que existe cierta visibilidad de los resultados. A partir de dicho periodo, se estima cual es el valor de los flujos de caja que la empresa tendrá. Como ya explique el procedimiento y las fórmulas para calcular el valor de la empresa mediante el descuento de los flujos de caja en el apartado 1 “Introducción”, utilizaré la fórmula $V = \frac{CF1}{1+K} + \frac{CF2}{(1+K)^2} + \frac{CF3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CFn+VRn}{(1+K)^n}$ para hallar el valor de la empresa. Para determinar el valor residual, en principio, existen 3 formas de determinarlo:

- **Opción 1 (Fin de Proyecto).** Se trata de considerar como valor residual un valor patrimonial de los activos del proyecto en la fecha indicada (deduciendo los pasivos espontáneos), escogiendo entre el valor contable, valor sustancial o valor de liquidación, según los planes previstos para dicho proyecto. Es decir, se trata de calcular el valor actual que tendrían los activos de la empresa, en caso de que se produjese el cierre de la misma. Esta opción la descarto, porque en la empresa Servisa no hay ninguna intención de cerrar la empresa.
- **Opción 2 (Múltiplo de salida).** Consiste en establecer un valor residual basado en un múltiplo que se estima que tendrán las empresas similares en dicho momento. El múltiplo podría ser el PER, EBIT, EBITDA... Esta opción también la descarto por la complejidad de su cálculo.
- **Opción 3 (Continuidad del proyecto).** Esta es la opción elegida para calcular el valor residual, ya que técnicamente es la mejor forma de calcularlo, y es la que más se asemeja a la realidad, al estimar la continuidad del proyecto durante muchos años. Esta opción consiste en establecer el valor residual basado en el valor actual de un flujo de caja constante o de crecimiento constante a partir del último año. La fórmula a usar sería la siguiente: $VR_n = CF_n \cdot (1+g) / (WACC-g)$, donde CF_n sería el flujo de caja del año 5, y g , sería la tasa de crecimiento constante.

La principal cuestión que plantea esta opción elegida, es la determinación de la tasa de crecimiento g . Para su cálculo existen varias formas de proceder: La primera de ellas es $g = (1 + \text{tasa crecimiento beneficios periodo } 2008-2012) - 1$. Usar esta fórmula no es posible su utilización ya que durante el periodo descrito, la tasa de crecimiento de los beneficios es negativa, ya que decrecen debido a la crisis, y obtendría una tasa de crecimiento g negativa (lo cual es impensable). La segunda opción sería $g = ROE$ (rentabilidad financiera) \times % B° destinado a reservas. Calculando los ROE del periodo 2008-2012, obtendríamos valores por encima del 7%, que multiplicándolo por el 100% (todo el B° va destinando a reservas al no haber dividendos), saldría una tasa g muy elevada. Y aplicando esa g a la fórmula del VR, esta saldría negativa debido al WACC pequeño que ha resultado 1,20%, en el siguiente sub-apartado se comenta su cálculo. También descartamos esta fórmula porque el Valor Residual no tendría sentido que sea negativo. Si estas fórmulas no funcionaban, también se contempla la posibilidad de estimar la tasa de crecimiento g como el PIB del mercado, situado en torno al 2-4%. También descartada por la misma razón que antes, obtendría un Valor Residual negativo. Ante la imposibilidad de obtener una tasa de crecimiento g mediante estas fórmulas, he estimado la variable en un 0,75% para obtener unos resultados

positivos, y más o menos acordes a la realidad, acorde con un crecimiento estable y continuista de la empresa. Así, y partiendo del FCL del año 2017, el valor residual se muestra en la Tabla 10

Tabla 11. Valor residual.

Flujo de Caja Libre año 2017	2.862.204€
g	0,75%
WACC	1,20%
Valor Residual	636.219.526€

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

2.2.3. Cálculo de la tasa de actualización (WACC)

Por último, en cuanto al WACC, sigo el supuesto de la tasa de actualización correspondiente al esquema A1 de proyección de inversiones.

La fórmula sería la siguiente:

$$(iRP * \frac{E}{D+E}) + (iRA * (1-t) * \frac{D}{D+E}).$$

donde iRP es el coste de los recursos propios (pagos a los accionistas de la empresa), donde iRA es el coste de la deuda (el tipo de interés que se paga por obtener recursos ajenos (deuda)), donde D es la deuda de la empresa, y E son los recursos propios de la empresa (en inglés Equity).

Para poder calcular el WACC de Servisa S.A., necesito calcular el coste de los recursos propios (iRP) y el coste de los recursos ajenos (iRA). El iRA se obtiene directamente, pero para obtener el iRP necesito aplicar el método CAPM⁴. Más aún, para aplicar CAPM tengo que calcular previamente la beta de mi empresa Servisa S.A. Dado que es una empresa no cotizada, necesito una empresa cotizada que se asemeje en riesgo económico, como es Funespaña S.A. Calculo la beta de Funespaña S.A. y aplico el método Hamada (R.S., 1972) para desapalancar la beta de Funespaña S.A., y posteriormente apalancar la beta de Servisa S.A. Una vez obtenidos todos estos datos aplicando la formula anterior, obtengo el WACC. Empiezo describiendo el proceso utilizado para hallar la beta apalancada de la empresa cotizada de mi sector, Funespaña S.A. En primer lugar, he cogido de la página web “Yahoo Finance”, datos mensuales del periodo 2008-2012 (periodo idéntico al de balance y cuenta

⁴ CAPM. El Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (conocido como modelo CAPM) es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo. Autores (por separado): Jack Treynor (1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Jan Mossin (1966). Disponible en <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-capm-un-modelo-de-valoracion-de-activos-financieros>

de resultados obtenidos de SABI, con objeto de seguir el mismo criterio). Los datos mensuales de los precios de Funespaña S.A., y de su índice correspondiente IBEX 35, son precios con ajustes de cierre, es decir, son precios de cierre ajustados por dividendos y splits. El siguiente paso es calcular las rentabilidades a partir de los precios. Para ello utilizo la fórmula

$$R_{tb} = \ln (\text{precio mes } t / \text{precio mes } t-1)$$

para que las rentabilidades quedan mejor reflejadas (tabla A5 anexo). Una vez calculadas las rentabilidades de Funespaña S.A. y del IBEX 35 del periodo 2008-2012, aplicamos la fórmula

$$\text{Beta Funespaña S.A.} = \text{Cov} (\text{mercado, empresa}) / \text{Var} (\text{empresa}),$$

donde cov es la covarianza de rentabilidades (IBEX 35 y Funespaña S.A.), y donde var es la varianza de la rentabilidad del mercado (IBEX 35), y obtenemos la beta apalancada de Funespaña. Ésta me da un resultado igual a -0,01876. Da negativa, lo que hace que sea difícil su uso para calcular los siguientes datos. Si seguía adelante con esta beta, y con datos del periodo 2008-2012, obtendría una prima de riesgo negativa, que junto con la negatividad de la beta me harían obtener un interés de los recursos propios de la empresa Servisa negativos, y esto es imposible. Con lo cual he tenido que hacer una corrección, y coger un periodo diferente para obtener un interés de los recursos propios positivo. El nuevo periodo utilizado es 2013, pero hay un inconveniente. El año 2013 es el único en el que obtengo una rentabilidad de mercado (R_m) positiva, y obtengo una rentabilidad libre de riesgo (R_f) relativamente baja (tabla A6 Anexo), lo cual es el periodo a usar, pero tanto de Funespaña S.A., como de Servisa, el último año disponible es el de 2012. Así que utilizaré el periodo 2013 para el índice IBEX 35, pero el periodo 2012 para las empresas Funespaña S.A. y Servisa. Por tanto, la razón de no utilizar el periodo 2008-2012 comienza la crisis económica mundial, que hace que los datos del índice IBEX 35 se vean perjudicados y no se pueda obtener una rentabilidad de mercado positiva que haga positivo el interés de los recursos propios de Servisa (tabla A7 Anexo).

Recapitulando, con los nuevos periodos (2012 para Funespaña S.A. y Servisa, y 2013 para el IBEX 35 y las letras del tesoro a 12 meses), obtengo las nuevas rentabilidades, y aplicando nuevamente la fórmula “Cov (mercado, empresa) / Var (empresa)”, obtengo la nueva beta apalancada de Funespaña S.A. igual a 0,085. Al ser una beta apalancada, tengo que aplicar el procedimiento llamado modelo de Hamada (R.S., 1972), con el cual elimino el riesgo financiero de la compañía comparable, es decir, quito la deuda de la empresa

Funespaña S.A. Así, he obtenido una beta desapalancada de 0,0609, y el siguiente paso sería incorporar a esta beta el riesgo financiero de mi empresa Servisa S.A. Esto se consigue mediante la siguiente fórmula $\beta_{\text{Apalancada}} = \beta_{\text{Desapalancada}} * (1 + (1-t) * D/E)$, obteniendo una beta apalancada de Servisa S.A. de 0,0615.

Una vez obtenida la beta de Servisa S.A., ya puedo aplicar CAPM y calcular el coste de los recursos propios (iRP) con la fórmula $R_f + \beta * (R_m - R_f)$. En la tabla A6 del Anexo, se muestran la rentabilidad de mercado (Rm), obtenida a partir del promedio de las rentabilidades mensuales del índice IBEX 35 en el año 2013; y la rentabilidad del activo libre de riesgo (Rf), obtenida a partir del promedio de las rentabilidades mensuales del año 2013 de las letras del tesoro a 12 meses de España. Aplicando CAPM, obtenemos un coste de los recursos propios (iRP) de 1,25%. El coste de los recursos ajenos (iRA), se obtiene a través de la división unas partidas de la Cuenta de Resultados del año 2012 (cojo solo el año 2012, y no el promedio de los años 2008-2012, para seguir el mismo procedimiento utilizado para calcular el iRP, y que tenga así el cálculo del WACC la mayor concordancia posible). La división sería “Gastos Financieros / (Deuda c.p. + Deuda l.p.)”, de la que resulta cual es el tipo de interés que paga Servisa a las entidades bancarias (tabla A8 Anexo).

Obtenidos ya el iRP y el iRA, puedo aplicar la fórmula del WACC, $WACC = (iRP * \frac{E}{D+E}) + (iRA * \frac{D}{D+E} * (1 - t))$. Aclarar que sumando los fondos propios (E) y la deuda de la empresa (D), no obtenemos el 100% de los recursos de la empresa, y esto es debido a que parte de la deuda que tiene Servisa, es deuda sin coste. Es decir, la deuda sin coste (proveedores, acreedores, la administración pública...), no la incluyo dentro de la deuda de la empresa ya que al no tener coste, no puedo incluirla en la multiplicación con el iRA. Con esta última aclaración y aplicando la fórmula anterior, obtengo un WACC del 1,20% (tabla A8 Anexo).

2.3. Interpretación de los resultados

A continuación, paso a describir los resultados obtenidos de las proyecciones, así como del resultado de los flujos de caja.

Respecto al balance de situación, obtengo en el año 2013 un Activo no Corriente de 102.677.257€, y un Activo Corriente de 38.431.044€, haciendo el total del activo 141.108.301€. En el pasivo, obtengo un Patrimonio Neto de 128.160.873€, un Pasivo no

Corriente de 3.341.600€, y un Pasivo Corriente de 5.808.905€, haciendo un total del pasivo de 137.311.378€. Si las comparo con las del periodo 2008-2012,

Tabla 12. Comparación Balance de Situación. Periodo 2008-2012 vs 2013-2017.

	2008	2009	2010	2011	2012
A) Activo no corriente	83.483.686€	87.812.549€	86.556.309€	89.503.505€	93.737.203€
B) Activo corriente	29.890.312€	27.671.705€	36.193.817€	34.455.841€	35.593.834€
Total activo (A + B)	113.373.998€	115.484.254€	122.750.126€	123.959.346€	129.331.037€
A) Patrimonio neto	101.597.547€	107.150.473€	113.809.131€	115.038.836€	121.048.897€
B) Pasivo no corriente	3.404.872€	3.265.509€	3.073.802€	3.612.540€	3.080.864€
C) Pasivo corriente	8.371.579€	5.068.272€	5.867.193€	5.307.970€	5.201.276€
Total pasivo (A + B + C)	113.373.998€	115.484.254€	122.750.126€	123.959.346€	129.331.037€

	2013	2014	2015	2016	2017
A) Activo no corriente	102.677.257€	117.669.887€	142.915.530€	185.544.291€	257.659.416€
B) Activo corriente	38.431.044€	41.701.702€	45.579.850€	50.366.134€	56.586.881€
Total activo (A + B)	141.108.301€	159.371.589€	188.495.380€	235.910.425€	314.246.296€
A) Patrimonio neto	128.160.873€	136.300.014€	145.623.297€	156.316.324€	168.598.988€
B) Pasivo no corriente	3.341.600€	3.799.362€	4.532.203€	5.657.336€	7.350.261€
C) Pasivo corriente	5.808.905€	6.678.053€	7.961.069€	9.927.147€	13.055.941€
Total pasivo (A + B + C)	137.311.378€	146.777.429€	158.116.569€	171.900.808€	189.005.190€

Fuente: Base de datos SABI.

observamos que, en general, casi todas las partidas aumentan. Esto es debido a que el resultado de las proyecciones ha salido positivo, y ha hecho que los resultados a futuro sean también positivos.

Dentro del activo no corriente del balance de situación, quiero destacar la partida del Inmovilizado Material, que sufre un gran aumento a partir del 2013. Esto puede ser debido a que intentan comprar nuevas instalaciones para intentar ser más eficientes y poder salir, en la mayor brevedad posible, de la crisis económica. Es decir, intentan autofinanciarse para ser más eficientes. La parte negativa de esta autofinanciación, es que se financian con deuda ajena, debido a la disminución de los flujos de caja. Otra partida a destacar son las inversiones financieras a l.p., realizadas para intentar conseguir grandes beneficios a futuro. En cuanto a las inversiones en empresas de grupo a l.p., y el activo por impuesto diferido, no sufren cambios excesivos. Del activo corriente, destacar el aumento ligero de las existencias, que puede ser debido al pequeño descenso de las ventas y la prestación de servicios. Los deudores se mantienen más o menos en las mismas cifras, debido a que como he explicado anteriormente, sus finanzas operativas se encuentran en una situación óptima que no requiere ningún cambio. En relación a las finanzas operativas, destacar el gran aumento de las inversiones financieras a corto plazo, que se lleva a cabo gracias a ese exceso de financiación producido por cobrar a los clientes antes de pagar a los

proveedores. Estas inversiones generan ingresos financieros, que hacen aumentar el efectivo del balance.

En cuanto al patrimonio neto, tan solo cabe destacar el aumento de las reservas debido a las inversiones financieras a corto plazo. Respecto al pasivo no corriente, tanto las provisiones a largo plazo, como las deudas a largo plazo se mantienen constantes. El pasivo por impuesto diferido es la partida que sufre el mayor aumento. Por último, del pasivo corriente quiero destacar el gran aumento de los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar. Esto se debe a la utilización de los ingresos obtenidos del exceso de financiación, empleado en invertir a corto plazo, dejando de pagar las deudas con la Administración Pública.

Si nos fijamos ahora en la Cuenta de Resultados, las ventas van disminuyendo poco a poco, ya que aunque la tasa de mortalidad en España haya aumentado (8,60% en 2012 frente al 8,30% en 2011, fuente datosmacro), las ventas disminuyen posiblemente porque las empresas han tenido que bajar los precios para intentar captar al mayor número de clientes en estos tiempos de crisis, llegando en algunas empresas hasta tener que financiar los servicios. Los aprovisionamientos sufren un muy ligero aumento debido a que la recuperación de la crisis económica, junto con el aumento de la tasa de mortalidad, hace que se den un mayor número de servicios. Esta situación hace que los gastos de personal, y los otros gastos de explotación, también aumenten. La partida de deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado, sufre un descenso que le hace casi quedarse en 0€. A nivel más general, el resultado de explotación sigue con el descenso comenzado en 2008 y continua cayendo debido al descenso de la partida ventas y el aumento de todos los gastos de explotación. Los ingresos financieros están en un continuo aumento debido a las inversiones financieras realizadas en el c.p. que hacen generar estos ingresos. Como consecuencia se incrementan pero en menor cantidad los gastos financieros. A nivel más general, el resultado financiero es mucho más elevado que el periodo previo de 2008-2012. Esto hace que el resultado antes de impuesto de las proyecciones 2013-2017, siga la senda de los dos últimos años del periodo anterior manteniéndose en torno a los 8.000.000€. Restando el impuesto de sociedades, he obtenido unos resultados del ejercicio en torno a los 6.100.000€ (ver tabla A4 del Anexo).

Tabla 13. Comparación resultados del ejercicio

Resultado del ejercicio (2008-2012)	8.345.072€	5.552.925€	6.658.659€	6.229.704€	6.010.062€
Resultado del ejercicio (2013-2017)	6.138.131€	6.090.925€	6.039.415€	6.041.430€	6.122.580€

Fuente. Base de datos SABI y Elaboración Propia

Respecto al cálculo del WACC, quiero destacar la elección del periodo 2013 para calcular la Rentabilidad de Mercado (Rm) y la Rentabilidad del activo libre de riesgo (Rf), porque es el único periodo donde conseguía una Prima de riesgo (Rm – Rf) positiva. Con los datos calculados he obtenido un WACC de 1,20%, una tasa de actualización baja, debido a la crisis económica actual que ha hecho que la Rentabilidad de Mercado (IBEX 35), haya salido perjudicado y en algunos casos habiendo rentabilidades mensuales negativas.

Por último, resaltar que los flujos de caja van disminuyendo de 2013 a 2017. Como he dicho anteriormente, es debido a la disminución de la partida de ventas y prestación de servicios, y el aumento de los gastos de explotación, que van en progresión hacia delante. Actualizando los flujos de caja, los resultados de los mismos son relativamente bajos. Respecto al valor residual, 636.219.526€, es un valor elevado pero hay que tener en cuenta que esta estimando el valor de la empresa hasta el infinito, considero que es un valor bastante aceptable. El gran valor del valor residual, hace que el VAN de Servisa S.A. haga un total de 614.920.532€.

Puede parecer un valor muy elevado, pero hay que tener en cuenta que estoy estimando el valor de la empresa hasta el infinito, lo cual es un periodo muy largo de tiempo, y hace que el VAN obtenga un valor de 614.920.532€, que lo considero un resultado correcto y adecuado.

Tabla 14. Flujos de caja libres y VAN.

Flujos de Caja Libre	3.969.222€	3.469.332€	3.057.165€	2.810.243€	2.862.204€
Valor Residual					636.219.526€
Flujos de Caja Libre	3.969.222€	3.469.332€	3.057.165€	2.810.243€	639.081.730€
WACC	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
Tasa de Actualización	101,20%	102,42%	103,65%	104,90%	106,16%
Flujo de Caja Libre Actualizado	3.922.030€	3.387.326€	2.949.412€	2.678.959€	601.982.805€
VAN Servisa S.A.	614.920.532€				

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI.

2.4. Análisis de sensibilidad

La valoración de la empresa tiene una gran dependencia de los supuestos tomados en el desarrollo de la misma. Se hace por tanto necesario realizar un análisis de sensibilidad que muestre si el valor de la empresa podría ser diferente si varía alguna de las hipótesis. He decidido crear 3 tipos de escenarios distintos. Primero, he querido crear un escenario “actual”, es decir, siguiendo las mismas pautas que se han seguido para el año 2012. Segundo, he creado otro escenario más óptimo, donde he supuesto que tanto la partida de

“deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” como la de “ventas” y “prestaciones de servicio”, aumenten en un 15%. Y por último, un escenario pesimista, donde las partidas anteriores, en vez de aumentar, descenderían en un 15%.

2.4.1. Escenario 1

Escenario 1 (actual): En este primer escenario, he decidido utilizar la tasa de variación del periodo 2011-2012, porque seguiría la tendencia de ligera recuperación de la crisis económica, y será un buen reflejo de los años venideros, aunque no el óptimo.

En este nuevo escenario, con la nueva tasa de variación utilizada, se producen grandes cambios respecto a los resultados reales obtenidos. Respecto al activo no corriente, el inmovilizado intangible, al disminuir en mayor medida la partida “concesiones”, y a aumentar en menor medida la partida “aplicaciones informáticas”, hace que disminuya respecto a los resultados reales. En cuanto al inmovilizado material, las nuevas tasas de variaciones hacen que la partida de “terrenos y construcciones” en vez de aumentar disminuya (pasa de +0,64% a -2,63%), que al ser una partida con un valor de unos 74.000.000€, hace que su disminución afecte al inmovilizado material. Aunque por otra parte, la nueva tasa de variación de la partida “inmovilizado en curso y anticipos” es ahora del 100,72%, lo que hace que año a año vaya doblándose el valor de la partida, empezando en 12.000.000€ en 2012, y acabando en 2017 con un valor de 402.000.000€. Esto hace que se produzca un gran aumento del inmovilizado material. El resto de partidas del activo no corriente, no merecen una mayor al no producirse variaciones relevantes en el resultado total. Esto hace que respecto a los resultados reales, se aprecie solamente un gran cambio del activo no corriente en los años 2016 y 2017, pasando de 185.544.291€ a 274.802.652, y de 257.659.416€ a 475.201.912€.

Del activo corriente, quiero destacar la partida “Clientes empresas del grupo y asociadas”, cuya tasa de variación ahora es positiva, lo que hace ir aumentando esta partida hasta alcanzar los 4.867.04€ en 2017, en vez de los 1.409.821€ que he obtenido en los resultados reales. Otra partida a destacar es la de “tesorería”, que con la nueva tasa de variación negativa (-28,74%), hace disminuir su valor hasta quedarse en los 549.883€. Y la partida en la que más hago énfasis es la de “periodificaciones a corto plazo”, al pasar de una tasa de variación del 76,50% a una del 227,14%. Esto hace que año tras año, el valor de esta partida se vaya triplicando. Como en el año 2012 solo tiene un valor de 149.092€, hace que se mantengan más o menos resultados normales hasta el año 2015, pero en los años 2016 y 2017 se dispara, alcanzando valores de 17.075.168€ y 55.858.936€ respectivamente. A nivel

general del activo corriente, los resultados de este escenario 1 son parecidos a los resultados reales hasta el año 2015, surgiendo las grandes diferencias positivas en los años 2016 y 2017 (pasando de 50.336.134€ y 56.586.881€ a 62.596.239€ y 105.397.463€, respectivamente), como resultado, principalmente, del aumento de la partida “periodificaciones a corto plazo”. Los siguientes cambios hacen que el activo total de la empresa aumente respecto a los resultados reales, con los aumentos más pronunciados en los años 2016 y 2017.

Por la parte del patrimonio neto, la única partida que merece destacar es la partida de “reservas legal y estatutaria”, ya que la tasa de variación obtenida en este escenario 1 es el doble que la de los resultados reales (48,34% frente a 22,10%). Consigue ir aumentando poco a poco, hasta que en los años 2016 y 2017 se producen las mayores subidas, pasando de 21.698.174€ y 26.492.848€ a 47.272.142€ y 70.122.316€, respectivamente. El resto de partidas se mantienen más o menos constantes, y el resultado total del patrimonio neto aumenta en proporción a la cantidad en la que aumenta la partida “reservas legal y estatutaria”.

Del pasivo no corriente, tan solo destaco dos partidas. La primera sería “Otras provisiones”, donde la tasa de variación ahora es negativa (-40,62%), lo que hace minorar el valor de la partida hasta los 27.574€, un resultado muy alejado de los 1.003.459€ que he obtenido en los resultados reales. La segunda partida sería “pasivo por impuesto diferido”, cuya tasa de variación también ahora es negativa (-14,44%), y hace que, en vez de aumentar la partida hasta alcanzar los 4.617.603€ como ocurre en los resultados reales, disminuye hasta los 279.085€. Esto hace que el pasivo no corriente total disminuya en proporción a estas dos partidas.

Del pasivo corriente, destaco las partidas que mayor aumento tienen, que son “Pasivos por impuesto corriente” y “Pasivos por impuesto corriente”. Las tasas de variaciones ahora son del 261,80% y 72,65%, frente a las anteriores (resultados reales) que eran de 81,73% y 20,66%, respectivamente. La partida “Pasivos por impuesto corriente”, con esa tasa de variación, hace que año tras año vaya triplicando y más su valor, empezando 2013 con un valor de 923.724€ y acabando en 2017 con un valor de 158.269.917€. La partida “Pasivos por impuesto corriente”, año tras año más o menos va doblando su valor, empezando 2013 con un valor de 2.171.998€ y acabando en 2017 con un valor de 19.297.767€. Como ocurre en los otros apartados del balance, el resultado del activo corriente total, va aumentando poco a poco en este nuevo escenario para dispararse en los años 2016 y 2017. Esto es debido a que las partidas que van doblando o triplicando el valor, alcanzan cifras bastante grandes a partir de estos dos años, siendo los años 2013-2015, cifras medianas-pequeñas.

Los siguientes cambios hacen que el pasivo total más el patrimonio neto de la empresa aumente respecto a los resultados reales, con los aumentos más pronunciados en los años 2016 y 2017.

En la cuenta de resultados, los resultados de las partidas iniciales se asemejan a los resultados reales obtenidos, con lo que no requieren atención. La primera partida a destacar es la de “sueldos, salarios y asimilados”, que debido a que la nueva tasa de variación ahora es negativa (ha pasado de ser 2,41% a ser -8,16%), reduce los gastos de personal de la empresa. Con esta reducción, el resultado de explotación se ve positivamente favorecido alcanzando mayores valores que los resultados reales obtenidos. La segunda partida que destaca de la cuenta de resultados es “por deudas con terceros” (gastos financieros), donde ahora la tasa de variación es de 187,73% (frente al 28,69% anterior). Al ser una tasa de variación tan elevada, significa que año tras año, el valor de la partida se va casi triplicando llegando a valores de -4.765.217€ en 2016, y -13.710.772€ en 2017. Esto lleva a que en estos dos años, resulte un resultado financiero (cuenta de resultados) negativo, y en consecuencia provoque una gran disminución del resultado antes de impuestos. Tras aplicar el impuesto de sociedades, obtengo unos flujos de caja semejantes (un poco más superiores) a los resultados reales obtenidos para los años 2013-2015, pero obtengo unos resultados del ejercicio inferiores para 2016 y 2017, como se observa en la tabla 15.

Tabla 15. Resultados Escenario 1.

	2013	2014	2015	2016	2017
Flujos de Caja					
Ingresos de Explotación	55.240.108 €	54.569.766 €	53.908.177 €	53.255.200 €	52.610.696 €
Gastos de Explotación	-43.106.966 €	-41.818.807 €	-40.645.327 €	-39.578.175 €	-38.611.265 €
DEA	-2.252.989 €	-2.274.199 €	-2.295.608 €	-2.317.219 €	-2.339.034 €
Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)	9.880.153 €	10.476.760 €	10.967.242 €	11.359.806 €	11.660.398 €
Impuestos	-2.964.481 €	-3.143.490 €	-3.290.656 €	-3.408.442 €	-3.498.633 €
Beneficios después de Impuestos (BDT)	6.915.672 €	7.333.271 €	7.676.586 €	7.951.364 €	8.161.765 €
DEA	2.252.989 €	2.274.199 €	2.295.608 €	2.317.219 €	2.339.034 €
Incremento de las NOF	-533.230 €	1.559.383 €	8.690.156 €	33.194.699 €	119.057.919 €
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-2.252.989 €	-2.274.199 €	-2.295.608 €	-2.317.219 €	-2.339.034 €
Flujos de Caja Libre	6.382.442 €	8.892.653 €	16.366.742 €	41.146.063 €	127.219.683 €
Valor Residual					28.278.783.210 €
Flujos de Caja Libre	6.382.442 €	8.892.653 €	16.366.742 €	41.146.063 €	28.406.002.893 €
WACC	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
Tasa de Actualización	101,20%	102,42%	103,65%	104,90%	106,16%
Flujos de Caja Libre Actualizados	6.306.559 €	8.682.453 €	15.789.881 €	39.223.870 €	26.757.024.165 €
VAN					26.827.026.927 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI

Por último, en los flujos de caja, destacar que la minoración de la partida de la cuenta de resultados “sueldos, salarios y asimilados”, hace que disminuyan los gastos de explotación totales de la empresa, en comparación con los resultados reales. Esto provoca el aumento del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), que tras quitar el impuesto de sociedades, me hacen obtener unos beneficios después de impuestos (BDT), superiores a los resultados reales. El problema llega en las NOF, ya que al aumentar tanto la partida general de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, hacen que las NOF se vuelvan positivas para los años 2014-2017, aumentando en gran medida los flujos de caja libres, disparando los del año 2016 y 2017, con unos valores de 41.146.063€ y 127.219.683€, respectivamente. Esta última cifra (2017), hace que al calcular el valor residual obtenga un valor altísimo de 28.278.783.210€. Una vez descontando los flujos de caja y el valor residual, obtenemos unos flujos de caja libres actualizados muy superiores en comparación con los resultados reales, que llevan a obtener un valor de la empresa VAN elevadísimo de 26.827.026.927€ (ver tabla superior nº 15).

2.4.2. Escenario 2

Escenario 2 (optimista): Debido al aumento de la mortalidad que se espera en estos años venideros, he decidido crear un escenario donde la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” como la de “ventas” y “prestaciones de servicio”, aumenten en un 15%, y ver cómo afecta este hecho en los resultados de la empresa.

Tabla 16. Tasa de mortalidad España 2010-2012.

Fecha	Muertes	Muertes Hombres	Muertes Mujeres	Tasa de mortalidad
2012	401.122	204.650	196.472	8,60‰
2011	386.017	198.528	187.489	8,30‰
2010	380.234	196.832	183.402	8,20‰

Gráfico 2. Tasa de mortalidad España 1970-2010.



Fuente: Datosmacro.

En este nuevo escenario, el aumento de la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”, hace que aumente el activo total de la empresa pero en una pequeña cantidad. Esto es debido a que esta partida, está formada por otras subpartidas que tienen valores poco significativos respecto al activo total (el valor más elevado es de alrededor unos 1.500.000€). Esto hace que en 5 años, el máximo crecimiento del activo total sea de tan solo unos 3.000.000€, respecto a los resultados reales obtenidos, a pesar del incremento del 15% en la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”. En el pasivo total,

no tendríamos ningún cambio (decido centrarme exclusivamente en el aumento del 15% de los deudores), y sería los mismos valores que los resultados reales.

En la cuenta de resultados, el aumento del 15% en las partidas de “ventas” y “prestación de servicios”, es mucho más significativo. Esto es debido a que los valores de las ventas rondan los 40.000.000€ inicialmente. Esto hace elevar de gran manera el importe neto de la cifra de negocios, que hace obtener unos resultados de explotación entre los 16.000.000€ y los 62.000.000€, en los 5 años de las proyecciones. En consecuencia, se obtienen unos resultados del ejercicio, mayores que los resultados reales, pasando de los 6.000.000€ (valores reales), a llegar hasta los 46.000.000€ con este escenario optimista.

Por último, cabe destacar los cambios producidos en los flujos de caja. El WACC no varía ya que las partidas modificadas no influyen en su cálculo. Las NOF, aumentan ligeramente en consonancia con el aumento de los deudores, que al ser de valores relativamente bajos, hacen que sean parecidos a las NOF reales obtenidas. Los flujos de caja se ven gratamente afectados, debido al gran incremento de los ingresos de explotación (ventas y prestación de servicios), que manteniéndose el resto de resultados iguales, hace obtener unos flujos de caja libres en el periodo 2013-2018, de entre 9.500.000€ hasta los 42.000.000€. El valor residual, es el que más varía de forma positiva, al pasar de los 363M.€ (resultado real) a los 9.390M.€ (escenario optimista). Actualizando los flujos de caja y el valor residual, obtendríamos un VAN de 8.962.608.601€. Bastante superior en comparación al obtenido realmente, como se observa a continuación en la tabla 17.

Tabla 17. Resultados Escenario 2.

	2013	2014	2015	2016	2017
Flujos de Caja					
Ingresos de Explotación	64.230.335 €	73.787.329 €	84.777.228 €	97.414.964 €	111.947.707 €
Gastos de Explotación	-44.997.309 €	-45.521.685 €	-46.116.268 €	-46.834.317 €	-47.782.600 €
DEA	-2.189.838 €	-2.148.495 €	-2.107.933 €	-2.068.136 €	-2.029.091 €
Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)	17.043.187 €	26.117.148 €	36.553.027 €	48.512.511 €	62.136.016 €
Impuestos	-5.113.707 €	-7.836.295 €	-10.967.519 €	-14.555.891 €	-18.643.542 €
Beneficios después de Impuestos (BDT)	11.929.480 €	18.280.853 €	25.585.509 €	33.956.620 €	43.492.473 €
DEA	2.189.838 €	2.148.495 €	2.107.933 €	2.068.136 €	2.029.091 €
Incremento de las NOF	-2.442.945 €	-2.469.034 €	-2.369.907 €	-2.031.828 €	-1.247.769 €
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-2.189.838 €	-2.148.495 €	-2.107.933 €	-2.068.136 €	-2.029.091 €
Flujos de Caja Libre	9.486.535 €	15.811.819 €	23.215.602 €	31.924.791 €	42.244.704 €
Valor Residual					9.390.282.997 €
Flujos de Caja Libre	9.486.535 €	15.811.819 €	23.215.602 €	31.924.791 €	9.432.527.701 €
WACC	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
Tasa de Actualización	101,20%	102,42%	103,65%	104,90%	106,16%
Flujos de Caja Libre Actualizados	9.373.745 €	15.438.066 €	22.397.346 €	30.433.382 €	8.884.966.062 €
VAN					8.962.608.601 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI

2.4.3. Escenario 3

Escenario 3 (pesimista): Debido a los grandes avances en la medicina⁴, hago el supuesto de que gracias a ellos, la mortalidad en España podría descender en los siguientes años.

Por lo que se puede plantear crear un escenario donde la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” como la de “ventas” y “prestaciones de servicio”, desciendan en un 15%, y ver cómo afecta este hecho en los resultados de la empresa.

En este nuevo escenario, el descenso de la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”, hace que descienda el activo total de la empresa pero en una pequeña cantidad. Esto es debido a que esta partida, está formada por otras subpartidas, las cuales tienen valores poco significativos respecto al activo total (la partida con el valor más elevado es de alrededor unos 1.500.000€). Esto hace que en 5 años, el máximo decrecimiento del activo total sea de tan solo unos 1.300.000€, respecto a los resultados reales obtenidos, a pesar del descenso del 15% en la partida de “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”. En el pasivo total, no tendríamos ningún cambio (decido centrarme exclusivamente en el descenso del 15% de los deudores), y sería los mismos valores que los resultados reales. En la tabla 18, se muestran los resultados de este escenario.

Tabla 18. Resultados Escenario 3.

	2013	2014	2015	2016	2017
Flujos de Caja					
Ingresos de Explotación	47.617.371 €	40.561.401 €	34.564.544 €	29.467.941 €	25.136.559 €
Gastos de Explotación	-44.997.309 €	-45.521.685 €	-46.116.268 €	-46.834.317 €	-47.782.600 €
DEA	-2.189.838 €	-2.148.495 €	-2.107.933 €	-2.068.136 €	-2.029.091 €
Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)	430.223 €	-7.108.780 €	-13.659.657 €	-19.434.513 €	-24.675.132 €
Impuestos	-129.086 €	2.132.947 €	4.098.499 €	5.831.210 €	7.403.627 €
Beneficios después de Impuestos (BDT)	301.137 €	-4.975.833 €	-9.561.158 €	-13.603.303 €	-17.271.505 €
DEA	2.189.838 €	2.148.495 €	2.107.933 €	2.068.136 €	2.029.091 €
Incremento de las NOF	-1.613.678 €	-1.639.767 €	-1.521.981 €	-1.146.585 €	-306.131 €
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-2.189.838 €	-2.148.495 €	-2.107.933 €	-2.068.136 €	-2.029.091 €
Flujos de Caja Libre	-1.312.540 €	-6.615.600 €	-11.083.139 €	-14.749.888 €	-17.577.636 €
Valor Residual					-3.907.211.102 €
Flujos de Caja Libre	-1.312.540 €	-6.615.600 €	-11.083.139 €	-14.749.888 €	-3.924.788.738 €
WACC	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%

⁴ Avances en la medicina: Adjunto varias noticias sobre avances en medicina en el año 2014, provenientes de “noticiasdelaciencia” y “informador”. <http://noticiasdelaciencia.com/not/10422/>
<http://noticiasdelaciencia.com/not/10473/> <http://www.informador.com.mx/tecnologia/>

Tasa de Actualización	101,20%	102,42%	103,65%	104,90%	106,16%
Flujos de Caja Libre Actualizados	-1.296.935 €	-6.459.223 €	-10.692.503 €	-14.060.827 €	-3.696.953.334 €
VAN					-3.729.462.822 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la Base de Datos SABI

En la cuenta de resultados, el descenso del 15% en las partidas de “ventas” y “prestación de servicios”, es mucho más significativo. Esto es debido a que los valores de las ventas rondan los 40.000.000€ inicialmente. Esto hace descender de gran manera el importe neto de la cifra de negocios, que hace obtener unos resultados de explotación muy negativos para los años 2014-2017, con resultados de entre los -7.000.000€ y los -24.000.000€. En consecuencia, se obtienen unos resultados del ejercicio, mucho menores (se vuelven negativos) que los resultados reales, pasando de estar entre los 6.000.000€ (valores reales), a llegar hasta los -14.000.000€ con este escenario pesimista.

Por último, cabe destacar los cambios producidos en los flujos de caja. El WACC no varía ya que las partidas modificadas no influyen en su cálculo. Las NOF, en este escenario siguen aumentando ligeramente, a pesar del descenso producido en los deudores, que al ser de valores relativamente bajos, hacen que sean parecidos a las NOF reales obtenidas. Los flujos de caja se ven enormemente afectados, debido al gran descenso de los ingresos de explotación (ventas y prestación de servicios), que manteniéndose el resto de resultados iguales, hace obtener unos flujos de caja libres negativos en el periodo 2013-2018, de entre -1.300.000€ hasta los -17.000.000€. El valor residual, es el que más varía de forma negativa, al pasar de los 363M.€ (resultado real) a los -3.907M.€. Actualizando los flujos de caja y el valor residual, obtendríamos un VAN negativo de -3.729.462.822€. Bastante inferior en comparación al obtenido realmente (resultados expuestos en la tabla superior nº18).

2.4.4. Conclusiones

Una vez explicados los resultados de los tres escenarios, voy a realizar unas breves conclusiones de cada uno de ellos.

En los 3 escenarios pasa más o menos lo mismo. Los resultados son más o menos parecidos a los resultados reales obtenidos en los dos primeros años, 2013 y 2014, pero a partir del 2015, se disparan tanto positivamente como negativamente. Esto es debido a que al variar las tasas de variación respecto a las reales utilizadas, los valores de las partidas se ven profundamente afectados a partir del año 2015, que es cuando los valores de las partidas comienzan a ser ya elevados, y distorsionan los resultados.

Al ser escenarios creados bajo supuestos personales, los resultados no son “controlables”, y hacen que los resultados obtenidos, quizá estén bastante alejados de la realidad. Pero como

en los escenarios se pretendía mostrar los cambios producidos al modificar partidas de balance o procedimientos de cálculo, creo que el resultado ha sido positivo, y he conseguido el propósito esperado.

3. CONCLUSIONES

Una de las conclusiones a las que llego es que los flujos de caja proyectados son menores a los esperados. Considero que es debido principalmente a que, además de que los ingresos de explotación disminuyen, la cuestión es que los gastos de explotación en vez de disminuir en consonancia van aumentando con el paso de los años. Esto lleva a la reducción progresiva del resultado de explotación, y finalmente a la reducción de los flujos de caja. Con lo cual, una solución sería intentar aumentar esos flujos, bien mediante un aumento de los precios (en este momento de crisis, poco probable), o bien intentar reducir los gastos generales de explotación, concentrándose en disminuir los más elevados. Estos serían los gastos de aprovisionamientos y los gastos de personal. Para disminuir los gastos de aprovisionamiento, debería intentar renegociar precios con su proveedor, o bien conseguir nuevos proveedores más baratos. Y respecto a los gastos de personal, lo ideal sería bajar ligeramente los precios de los trabajadores en estos tiempos de crisis, pero con una subida de los mismos cuando la situación se estabilice. Así conseguiríamos aumentar los flujos de caja, y tener más dinero líquido para innovar y conseguir ser más eficientes y eficaces.

Otra de las conclusiones a las que llego, es que tiene unas NOF elevadas, lo cual es negativo, ya que Servisa S.A. necesita una gran cantidad de dinero prestado para poder llevar a cabo su actividad empresarial. Para ello, es una posibilidad es subir el PMP (empezar a pagar más tarde a los proveedores), una opción muy peligrosa ya que los proveedores se pueden negar e incluso enfadarse y dejar de trabajar con Servisa S.A., pero una de las más a tener en cuenta, ya que la partida de proveedores es de un valor considerable. Otra posibilidad sería la de bajar el PMC (intentar cobrar unos días antes para disminuir la partida de clientes), o cobrar al contado todos los servicios sería lo idóneo para disminuir la partida de clientes y así reducir las NOF. La última posibilidad sería la de bajar las existencias, cuya opción a destacar sería trabajar bajo pedido y así evitar los coste producidos por el almacenamiento y mantenimiento de las existencias.

La ampliación de capital o la posibilidad de contratar un Factoring las descarto, debido a que es una empresa que no tiene problemas de liquidez, como indica así la propia parida de “Efectivo y otros activos líquidos equivalentes”, con un valor de unos 30.000.000€ en 2013.

Otra conclusión a la que llego, es que tiene un inmovilizado material muy elevado, es prácticamente el 80% del activo total en el año 2013. Una buena táctica de Servisa S.A., sería realizar una desinversión en activos fijos. Es decir, vender parte del inmovilizado, realizar una reestructuración del inmovilizado, y quedarse únicamente con las estructuras

verdaderamente eficientes y eficaces, y vender las demás; así conseguirá aumentar la liquidez de la empresa.

Como conclusión general, decir que es una de las empresas más estabilizadas en el sector de las pompas fúnebres y actividades relacionadas (sector funerario), y que tan solo tiene que mejorar en algunos aspectos, para ser una empresa más consistente y ganar terreno a sus competidores más cercanos.

4. BIBLIOGRAFÍA

Departamento de Gestión de Empresas de la UPNA (Universidad Pública de Navarra), Ficha de la Asignatura “Valoración de Empresas”. Año académico 2013-2014. Disponible en <http://www.unavarra.es/ficha-asignaturaDOA?languageId=100000&codPlan=172&codAsig=172722>

Eurovaloraciones S.A. (página web), sección “servicios” y apartado “valoración de empresas”. Disponible en http://www.euroval.com/es/servicios/valoracion_de_empresa

Pablo Hernández, Métodos de Valoración de Empresas. Documento de Investigación DI-771. CIFF, IESE Business School (Universidad de Navarra). Noviembre de 2008. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

Servicios Especiales S.A. (página web), sección “sobre Servisa”. Disponible en <http://www.servisa.es/>

Gobierno de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Ministerio de Sanidad y Política Social. 28 de Junio de 2010. Con origen en la disposición adicional séptima de la Ley 25/2009, de 22 de diciembre, de modificación de diversas leyes para su adaptación a la Ley sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio, también conocida como Ley Ómnibus. Disponible en <http://www.meh.es/ES/Areas%20Tematicas/Internacional/Union%20Europea/Documents/10-06-28%20ESTUDIO%20FUNERARIAS.pdf>

Juan Carlos Alcaide, Marketing Online Pymes&Startup’s – Todas las claves del Marketing Online. 17 de Noviembre de 2009. Disponible en <http://www.estrategiamagazine.com/marketing/marketing-funerario/>

Marco Antonio Moreno (blog salmón), 19 de Mayo 2010. Modelo CAPM. Disponible en <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-capm-un-modelo-de-valoracion-de-activos-financieros>

Datosmacro. Tasa de mortalidad España. Disponible en <http://www.datosmacro.com/demografia/mortalidad/espana>

Datosmacro. Evolución letras del tesoro a 12 meses. Disponible en www.datosmacro.com/deuda/espana/tesoro/letras-12-meses

Doctor Luis Lemus, artículo sobre el tratamiento contra el cáncer, 20 de Mayo de 2014. Disponible en http://noticiasdelaciencia.com/not/10422/estudian_moleculas_inorganicas_que_podrian_ser_utiles_en_el_tratamiento_del_cancer/

José Javier Bravo-Cordero, estudio realizado en el Albert Einstein College of Medicine de Nueva York. 26 de Mayo de 2014. Disponible en <http://noticiasdelaciencia.com/not/10473/desvelada-la-ruta-que-siguen-las-celulas-del-cancer-de-mama-para-invadir-otros-tejidos/>

OMS (Organización mundial de la Salud). Ginebra, Suiza. 21 de Mayo de 2014. Disponible en <http://www.informador.com.mx/tecnologia/2014/529136/6/la-oms-aprueba-estrategia-mundial-contra-tuberculosis.htm>

Stephen Russell, estudio contra el cáncer. Washington, Estados Unidos. 16 de Mayo de 2014. Disponible en <http://www.informador.com.mx/tecnologia/2014/528340/6/controlan-por-primera-vez-cancer-de-medula-con-viroterapia.htm>

Yahoo Finanzas España. Mayo de 2012. Precios de cotización Funespaña SA. Disponible en <https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=FUN.MC&b=1&a=00&c=2008&e=31&d=11&f=2012&g=m>

Yahoo Finanzas España. Mayo de 2012. Precios de cotización IBEX 35. Disponible en <https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX&b=1&a=00&c=2008&e=31&d=11&f=2012&g=m>

5. ANEXOS

Tabla A1. Balance de situación inicial.

	2008	2009	2010	2011	2012
Activo					
A) Activo no corriente	83.483.686 €	87.812.549 €	86.556.309 €	89.503.504 €	93.737.203 €
I Inmovilizado intangible	455.674 €	418.646 €	431.744 €	429.990 €	400.953 €
1. Desarrollo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Concesiones	378.475 €	340.595 €	301.002 €	263.200 €	207.492 €
3. Patentes, licencias, marcas y similares	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Fondo de comercio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Aplicaciones informáticas	77.199 €	78.051 €	130.742 €	166.790 €	190.461 €
6. Investigación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
7. Otro inmovilizado intangible	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.000 €
II Inmovilizado material	80.049.302 €	85.045.182 €	83.624.555 €	86.582.235 €	90.799.422 €
1. Terrenos y construcciones	73.232.564 €	79.563.714 €	77.830.872 €	76.847.908 €	74.824.409 €
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	4.328.929 €	4.032.447 €	3.337.260 €	3.578.523 €	3.618.984 €
3. Inmovilizado en curso y anticipos	2.487.809 €	1.449.021 €	2.456.423 €	6.155.805 €	12.356.028 €
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	1.814.103 €	1.186.618 €	1.390.331 €	1.390.331 €	1.391.955 €
1. Instrumentos de patrimonio	1.793.570 €	1.166.084 €	1.369.798 €	1.369.798 €	1.369.798 €
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	20.533 €	20.533 €	20.533 €	20.533 €	22.157 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Inversiones financieras a largo plazo	595.808 €	631.033 €	653.685 €	700.427 €	756.996 €
1. Instrumentos de patrimonio	13.422 €	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a terceros	419 €	19.775 €	31.018 €	25.266 €	19.879 €
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	581.968 €	611.259 €	622.668 €	675.161 €	737.117 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VI Activos por impuesto diferido	568.798 €	531.070 €	455.993 €	400.521 €	387.878 €
VII Deudas comerciales no corrientes	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B) Activo corriente	29.890.311 €	27.671.705 €	36.193.817 €	34.455.842 €	35.593.834 €
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
II Existencias	1.093.428 €	1.227.739 €	1.112.597 €	1.301.970 €	1.242.981 €
1. Comerciales	763.960 €	839.290 €	689.576 €	840.364 €	823.680 €
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	329.468 €	388.449 €	423.021 €	461.607 €	419.301 €
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.	n.d.	n.d.
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	4.147.867 €	3.344.444 €	2.435.290 €	2.360.286 €	2.764.226 €
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	661.536 €	592.645 €	608.466 €	656.889 €	791.513 €
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	661.536 €	592.645 €	608.466 €	656.889 €	791.513 €
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	2.115.069 €	1.983.115 €	1.399.506 €	1.369.068 €	1.691.343 €

3. Deudores varios	629.111 €	401.600 €	341.180 €	290.186 €	264.899 €
4. Personal	27.835 €	29.603 €	18.725 €	14.462 €	16.470 €
5. Activos por impuesto corriente	130 €	130 €	130 €	7.955 €	n.d.
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	714.187 €	337.351 €	67.283 €	21.726 €	0 €
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	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.
V Inversiones financieras a corto plazo	373.404 €	35.603 €	35.588 €	118.405 €	176.554 €
1. Instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a empresas	338.823 €	5.695 €	7.421 €	7.478 €	8.895 €
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	34.581 €	29.909 €	28.167 €	110.926 €	167.660 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VI Periodificaciones a corto plazo	24.040 €	24.562 €	28.040 €	45.575 €	149.092 €
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	24.251.572 €	23.039.356 €	32.582.302 €	30.629.605 €	31.260.981 €
1. Tesorería	2.749.380 €	2.667.702 €	4.155.905 €	4.198.804 €	2.992.148 €
2. Otros activos líquidos equivalentes	21.502.192 €	20.371.654 €	28.426.397 €	26.430.801 €	28.268.833 €
Total activo (A + B)	113.373.998 €	115.484.254 €	122.750.126 €	123.959.346 €	129.331.037 €
Pasivo					
A) Patrimonio neto	101.597.547 €	107.150.473 €	113.809.132 €	115.038.835 €	121.048.897 €
A-1) Fondos propios	101.597.547 €	107.150.473 €	113.809.132 €	115.038.835 €	121.048.897 €
I Capital	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €
1. Capital escriturado	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €
2. (Capital no exigido)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
II Prima de emisión	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €
III Reservas	41.167.561 €	49.512.633 €	55.065.558 €	56.724.217 €	62.953.921 €
1. Legal y estatutarias	4.526.221 €	5.360.729 €	5.916.021 €	6.581.887 €	9.763.407 €
2. Otras reservas	36.641.340 €	44.151.905 €	49.149.537 €	50.142.331 €	53.190.514 €
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.	n.d.
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.	n.d.
VI Otras aportaciones de socios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VII Resultado del ejercicio	8.345.072 €	5.552.925 €	6.658.659 €	6.229.704 €	6.010.062 €
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	3.404.872 €	3.265.510 €	3.073.802 €	3.612.540 €	3.080.864 €
I Provisiones a largo plazo	669.387 €	842.968 €	689.903 €	1.092.173 €	904.971 €
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	355.472 €	398.288 €	407.934 €	463.390 €	531.577 €
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	313.916 €	444.680 €	281.969 €	628.783 €	373.394 €
II Deudas a largo plazo	2.570.817 €	2.248.387 €	2.079.870 €	1.808.976 €	1.567.226 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	2.570.817 €	2.248.387 €	2.079.870 €	1.808.976 €	1.567.226 €
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	164.667 €	174.154 €	304.029 €	711.391 €	608.667 €
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	8.371.579 €	5.068.272 €	5.867.192 €	5.307.971 €	5.201.276 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
III Deudas a corto plazo	2.526.346 €	99.706 €	115.075 €	131.255 €	121.063 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	2.526.346 €	99.706 €	115.075 €	131.255 €	121.063 €
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5.845.232 €	4.968.566 €	5.752.116 €	5.176.715 €	5.080.213 €
1. Proveedores	1.603.898 €	1.381.165 €	1.435.375 €	1.277.561 €	1.374.346 €
a) Proveedores a largo plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) Proveedores a corto plazo	1.603.898 €	1.381.165 €	1.435.375 €	1.277.561 €	1.374.346 €
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	37.010 €	49.281 €	53.818 €	11.913 €	11.864 €
3. Acreedores varios	1.468.108 €	2.110.440 €	2.090.910 €	2.746.922 €	1.999.690 €
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	461.921 €	509.875 €	635.284 €	341.072 €	180.948 €
5. Pasivos por impuesto corriente	1.602.139 €	211.562 €	723.941 €	70.569 €	255.316 €
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	672.157 €	695.608 €	812.790 €	728.678 €	1.258.049 €
7. Anticipos de clientes	n.d.	10.635 €	n.d.	n.d.	n.d.
VI Periodificaciones a corto plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	113.373.998 €	115.484.254 €	122.750.126 €	123.959.346 €	129.331.037 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la base de datos SABI.

Tabla A2. Balance de situación ajustado.

	2008	2009	2010	2011	2012
Activo					
A) Activo no corriente	83.483.686 €	87.812.549 €	86.556.309 €	89.503.504 €	93.737.203 €
I Inmovilizado intangible	455.674 €	418.646 €	431.744 €	429.990 €	400.953 €
1. Desarrollo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Concesiones	378.475 €	340.595 €	301.002 €	263.200 €	207.492 €
3. Patentes, licencias, marcas y similares	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Fondo de comercio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Aplicaciones informáticas	77.199 €	78.051 €	130.742 €	166.790 €	190.461 €
6. Investigación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
7. Otro inmovilizado intangible	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.000 €
II Inmovilizado material	80.049.302 €	85.045.182 €	83.624.555 €	86.582.235 €	90.799.422 €
1. Terrenos y construcciones	73.232.564 €	79.563.714 €	77.830.872 €	76.847.908 €	74.824.409 €
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	4.328.929 €	4.032.447 €	3.337.260 €	3.578.523 €	3.618.984 €
3. Inmovilizado en curso y anticipos	2.487.809 €	1.449.021 €	2.456.423 €	6.155.805 €	12.356.028 €
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	1.814.103 €	1.186.618 €	1.390.331 €	1.390.331 €	1.391.955 €
1. Instrumentos de patrimonio	1.793.570 €	1.166.084 €	1.369.798 €	1.369.798 €	1.369.798 €
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	20.533 €	20.533 €	20.533 €	20.533 €	22.157 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Inversiones financieras a largo plazo	595.808 €	631.033 €	653.685 €	700.427 €	756.996 €
1. Instrumentos de patrimonio	13.422 €	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a terceros	419 €	19.775 €	31.018 €	25.266 €	19.879 €
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	581.968 €	611.259 €	622.668 €	675.161 €	737.117 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VI Activos por impuesto diferido	568.798 €	531.070 €	455.993 €	400.521 €	387.878 €
VII Deudas comerciales no corrientes	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B) Activo corriente	29.890.311 €	27.671.705 €	36.193.817 €	34.455.842 €	35.593.834 €
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
II Existencias	1.093.428 €	1.227.739 €	1.112.597 €	1.301.970 €	1.242.981 €
1. Comerciales	763.960 €	839.290 €	689.576 €	840.364 €	823.680 €
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	329.468 €	388.449 €	423.021 €	461.607 €	419.301 €
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.	n.d.	n.d.
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	4.147.867 €	3.344.444 €	2.435.290 €	2.360.286 €	2.764.226 €
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	661.536 €	592.645 €	608.466 €	656.889 €	791.513 €
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	661.536 €	592.645 €	608.466 €	656.889 €	791.513 €
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	2.115.069 €	1.983.115 €	1.399.506 €	1.369.068 €	1.691.343 €
3. Deudores varios	629.111 €	401.600 €	341.180 €	290.186 €	264.899 €
4. Personal	27.835 €	29.603 €	18.725 €	14.462 €	16.470 €
5. Activos por impuesto corriente	130 €	130 €	130 €	7.955 €	n.d.
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	714.187 €	337.351 €	67.283 €	21.726 €	0 €
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	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.
V Inversiones financieras a corto plazo	373.404 €	35.603 €	35.588 €	118.405 €	176.554 €
1. Instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a empresas	338.823 €	5.695 €	7.421 €	7.478 €	8.895 €
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	34.581 €	29.909 €	28.167 €	110.926 €	167.660 €
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

VI Periodificaciones a corto plazo	24.040 €	24.562 €	28.040 €	45.575 €	149.092 €
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	24.251.572 €	23.039.356 €	32.582.302 €	30.629.605 €	31.260.981 €
1. Tesorería	2.749.380 €	2.667.702 €	4.155.905 €	4.198.804 €	2.992.148 €
2. Otros activos líquidos equivalentes	21.502.192 €	20.371.654 €	28.426.397 €	26.430.801 €	28.268.833 €
Total activo (A + B)	113.373.998 €	115.484.254 €	122.750.126 €	123.959.346 €	129.331.037 €

Pasivo					
A) Patrimonio neto	101.597.547 €	107.150.473 €	113.809.132 €	115.038.835 €	121.048.897 €
A-1) Fondos propios	101.597.547 €	107.150.473 €	113.809.132 €	115.038.835 €	121.048.897 €
I Capital	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €
1. Capital escriturado	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €
2. (Capital no exigido)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
II Prima de emisión	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €	3.267.877 €
III Reservas	41.167.561 €	49.512.633 €	55.065.558 €	56.724.217 €	62.953.921 €
1. Legal y estatutarias	4.526.221 €	5.360.729 €	5.916.021 €	6.581.887 €	9.763.407 €
2. Otras reservas	36.641.340 €	44.151.905 €	49.149.537 €	50.142.331 €	53.190.514 €
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.	n.d.
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.	n.d.
VI Otras aportaciones de socios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VII Resultado del ejercicio	8.345.072 €	5.552.925 €	6.658.659 €	6.229.704 €	6.010.062 €
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	3.404.872 €	3.265.510 €	3.073.802 €	3.612.540 €	3.080.864 €
I Provisiones a largo plazo	669.387 €	842.968 €	689.903 €	1.092.173 €	904.971 €
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	355.472 €	398.288 €	407.934 €	463.390 €	531.577 €
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	313.916 €	444.680 €	281.969 €	628.783 €	373.394 €
II Deudas a largo plazo	2.570.817 €	2.248.387 €	2.079.870 €	1.808.976 €	1.567.226 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	2.570.817 €	2.248.387 €	2.079.870 €	1.808.976 €	1.567.226 €
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	164.667 €	174.154 €	304.029 €	711.391 €	608.667 €
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	8.371.579 €	5.068.272 €	5.867.192 €	5.307.971 €	5.201.276 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
III Deudas a corto plazo	2.526.346 €	99.706 €	115.075 €	131.255 €	121.063 €
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	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	2.526.346 €	99.706 €	115.075 €	131.255 €	121.063 €
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5.845.232 €	4.968.566 €	5.752.116 €	5.176.715 €	5.080.213 €
1. Proveedores	1.603.898 €	1.381.165 €	1.435.375 €	1.277.561 €	1.374.346 €
a) Proveedores a largo plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) Proveedores a corto plazo	1.603.898 €	1.381.165 €	1.435.375 €	1.277.561 €	1.374.346 €
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	37.010 €	49.281 €	53.818 €	11.913 €	11.864 €
3. Acreedores varios	1.468.108 €	2.110.440 €	2.090.910 €	2.746.922 €	1.999.690 €
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	461.921 €	509.875 €	635.284 €	341.072 €	180.948 €
5. Pasivos por impuesto corriente	1.602.139 €	211.562 €	723.941 €	70.569 €	255.316 €
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	672.157 €	695.608 €	812.790 €	728.678 €	1.258.049 €
7. Anticipos de clientes	n.d.	10.635 €	n.d.	n.d.	n.d.
VI Periodificaciones a corto plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	113.373.998 €	115.484.254 €	122.750.126 €	123.959.346 €	129.331.037 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la base de datos SABI.

Tabla A3. Tasas de variación balance de situación y cuenta de resultados.

	Variación 2009-2008	Variación 2010-2009	Variación 2011-2010	Variación 2012-2011	Variación Media
Activo					
A) Activo no corriente					
I Inmovilizado intangible					
2. Concesiones	-10,01%	-11,62%	-12,56%	-21,17%	-13,84%
5. Aplicaciones informáticas	1,10%	67,51%	27,57%	14,19%	27,59%
7. Otro inmovilizado intangible	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II Inmovilizado material					
1. Terrenos y construcciones	8,65%	-2,18%	-1,26%	-2,63%	0,64%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	-6,85%	-17,24%	7,23%	1,13%	-3,93%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	-41,76%	69,52%	150,60%	100,72%	69,77%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo					
1. Instrumentos de patrimonio	-34,99%	17,47%	0,00%	0,00%	-4,38%
5. Otros activos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	7,91%	1,98%
V Inversiones financieras a largo plazo					
1. Instrumentos de patrimonio	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-25,00%
2. Créditos a terceros	100,00%	56,85%	-18,54%	-21,32%	29,25%
5. Otros activos financieros	5,03%	1,87%	8,43%	9,18%	6,13%
VI Activos por impuesto diferido	-6,63%	-14,14%	-12,17%	-3,16%	-9,02%
	4619,57%				
B) Activo corriente					
II Existencias					
1. Comerciales	9,86%	-17,84%	21,87%	-1,99%	2,98%
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	17,90%	8,90%	9,12%	-9,16%	6,69%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar					
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	-10,41%	2,67%	7,96%	20,49%	5,18%
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	-6,24%	-29,43%	-2,17%	23,54%	-3,58%

3. Deudores varios	-36,16%	-15,04%	-14,95%	-8,71%	-18,72%
4. Personal	6,35%	-36,75%	-22,77%	13,88%	-9,82%
5. Activos por impuesto corriente	0,00%	0,00%	6019,23%	-100,00%	1479,81%
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	-52,76%	-80,06%	-67,71%	-100,00%	-75,13%
V Inversiones financieras a corto plazo					
2. Créditos a empresas	-98,32%	30,31%	0,77%	18,95%	-12,07%
5. Otros activos financieros	-13,51%	-5,82%	293,82%	51,15%	81,41%
VI Periodificaciones a corto plazo	2,17%	14,16%	62,54%	227,14%	76,50%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes					
1. Tesorería	-2,97%	55,79%	1,03%	-28,74%	6,28%
2. Otros activos líquidos equivalentes	-5,26%	39,54%	-7,02%	6,95%	8,55%
Total activo (A + B)					
Pasivo					
A) Patrimonio neto					
I Capital					
1. Capital escriturado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II Prima de emisión	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III Reservas					
1. Legal y estatutarias	18,44%	10,36%	11,26%	48,34%	22,10%
2. Otras reservas	20,50%	11,32%	2,02%	6,08%	9,98%
VII Resultado del ejercicio	-33,46%	19,91%	-6,44%	-3,53%	-5,88%
B) Pasivo no corriente					
I Provisiones a largo plazo					
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	12,04%	2,42%	13,59%	14,71%	10,69%
4. Otras provisiones	41,66%	-36,59%	123,00%	-40,62%	21,86%
II Deudas a largo plazo					
5. Otros pasivos financieros	-12,54%	-7,50%	-13,02%	-13,36%	-11,61%
IV Pasivos por impuesto diferido	5,76%	74,57%	133,99%	-14,44%	49,97%
C) Pasivo corriente					
III Deudas a corto plazo					
5. Otros pasivos financieros	-96,05%	15,41%	14,06%	-7,77%	-18,59%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar					
1. Proveedores	-13,89%	3,92%	-10,99%	7,58%	-3,35%
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	33,16%	9,21%	-77,86%	-0,41%	-8,98%
3. Acreedores varios	43,75%	-0,93%	31,37%	-27,20%	11,75%
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	10,38%	24,60%	-46,31%	-46,95%	-14,57%
5. Pasivos por impuesto corriente	-86,80%	242,19%	-90,25%	261,80%	81,73%
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	3,49%	16,85%	-10,35%	72,65%	20,66%
7. Anticipos de clientes	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	-25,00%
Total pasivo (A + B + C)					

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la base de datos SABI.

Tabla A4. Proyecciones de Balance de situación y Cuenta de resultados.

	2013	2014	2015	2016	2017
Activo					
A) Activo no corriente	102.677.257 €	117.669.887 €	142.915.530 €	185.544.291 €	257.659.416 €
I Inmovilizado intangible	424.793 €	467.110 €	531.354 €	622.159 €	745.631 €
2. Concesiones	178.776 €	154.035 €	132.717 €	114.350 €	98.525 €
5. Aplicaciones informáticas	243.017 €	310.075 €	395.637 €	504.809 €	644.106 €

7. Otro inmovilizado intangible	3.000 €	3.000 €	3.000 €	3.000 €	3.000 €
II Inmovilizado material	99.759.202 €	114.742.822 €	139.947.000 €	182.496.754 €	254.488.543 €
1. Terrenos y construcciones	75.305.393 €	75.789.468 €	76.276.655 €	76.766.974 €	77.260.445 €
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	3.476.680 €	3.339.971 €	3.208.638 €	3.082.469 €	2.961.261 €
3. Inmovilizado en curso y anticipos	20.977.129 €	35.613.383 €	60.461.707 €	102.647.311 €	174.266.837 €
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.332.412 €	1.275.504 €	1.221.116 €	1.169.139 €	1.119.467 €
1. Instrumentos de patrimonio	1.309.817 €	1.252.462 €	1.197.618 €	1.145.177 €	1.095.031 €
5. Otros activos financieros	22.595 €	23.042 €	23.497 €	23.962 €	24.436 €
V Inversiones financieras a largo plazo	807.970 €	863.412 €	923.987 €	990.520 €	1.064.031 €
1. Instrumentos de patrimonio	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
2. Créditos a terceros	25.693 €	33.208 €	42.920 €	55.473 €	71.697 €
5. Otros activos financieros	782.277 €	830.204 €	881.067 €	935.047 €	992.333 €
VI Activos por impuesto diferido	352.880 €	321.040 €	292.073 €	265.720 €	241.744 €
B) Activo corriente	38.431.044 €	41.701.702 €	45.579.850 €	50.366.134 €	56.586.881 €
II Existencias	1.295.543 €	1.350.711 €	1.408.631 €	1.469.462 €	1.533.367 €
1. Comerciales	848.192 €	873.434 €	899.427 €	926.193 €	953.756 €
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	447.351 €	477.277 €	509.205 €	543.269 €	579.611 €
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.693.525 €	2.636.549 €	2.591.575 €	2.557.219 €	2.532.371 €
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	832.490 €	875.588 €	920.918 €	968.594 €	1.018.739 €
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	1.630.866 €	1.572.551 €	1.516.321 €	1.462.101 €	1.409.821 €
3. Deudores varios	215.317 €	175.016 €	142.257 €	115.631 €	93.988 €
4. Personal	14.853 €	13.394 €	12.079 €	10.893 €	9.824 €
5. Activos por impuesto corriente	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
V Inversiones financieras a corto plazo	311.967 €	558.619 €	1.006.943 €	1.821.009 €	3.298.462 €
2. Créditos a empresas	7.821 €	6.877 €	6.046 €	5.316 €	4.675 €
5. Otros activos financieros	304.146 €	551.742 €	1.000.896 €	1.815.693 €	3.293.787 €
VI Periodificaciones a corto plazo	263.148 €	464.459 €	819.772 €	1.446.904 €	2.553.795 €
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	33.866.861 €	36.691.365 €	39.752.928 €	43.071.540 €	46.668.886 €
1. Tesorería	3.179.975 €	3.379.593 €	3.591.741 €	3.817.206 €	4.056.825 €
2. Otros activos líquidos equivalentes	30.686.885 €	33.311.773 €	36.161.187 €	39.254.334 €	42.612.061 €
Total activo (A + B)	141.108.301 €	159.371.589 €	188.495.380 €	235.910.425 €	314.246.296 €
Pasivo					
A) Patrimonio neto	128.160.873 €	136.300.014 €	145.623.297 €	156.316.324 €	168.598.988 €
I Capital	48.817.037 €				
1. Capital escriturado	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €	48.817.037 €
II Prima de emisión	3.267.877 €				
III Reservas	70.419.195 €	78.890.866 €	88.527.131 €	99.514.742 €	112.074.673 €
1. Legal y estatutarias	11.920.840 €	14.555.003 €	17.771.241 €	21.698.174 €	26.492.848 €
2. Otras reservas	58.498.356 €	64.335.863 €	70.755.890 €	77.816.568 €	85.581.825 €
VII Resultado del ejercicio	5.656.764 €	5.324.234 €	5.011.252 €	4.716.668 €	4.439.402 €
B) Pasivo no corriente	3.341.600 €	3.799.362 €	4.532.203 €	5.657.336 €	7.350.261 €
I Provisiones a largo plazo	1.043.447 €	1.205.848 €	1.396.725 €	1.621.551 €	1.886.917 €
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	588.424 €	651.350 €	721.005 €	798.109 €	883.458 €
4. Otras provisiones	455.023 €	554.498 €	675.720 €	823.442 €	1.003.459 €
II Deudas a largo plazo	1.385.328 €	1.224.542 €	1.082.417 €	956.788 €	845.740 €
5. Otros pasivos financieros	1.385.328 €	1.224.542 €	1.082.417 €	956.788 €	845.740 €
IV Pasivos por impuesto diferido	912.824 €	1.368.972 €	2.053.061 €	3.078.997 €	4.617.603 €
C) Pasivo corriente	5.808.905 €	6.678.053 €	7.961.069 €	9.927.147 €	13.055.941 €
III Deudas a corto plazo	98.562 €	80.244 €	65.330 €	53.187 €	43.302 €
5. Otros pasivos financieros	98.562 €	80.244 €	65.330 €	53.187 €	43.302 €
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5.710.343 €	6.597.810 €	7.895.739 €	9.873.959 €	13.012.639 €
1. Proveedores	1.328.371 €	1.283.934 €	1.240.984 €	1.199.470 €	1.159.345 €
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	10.799 €	9.829 €	8.947 €	8.143 €	7.412 €
3. Acreedores varios	2.234.648 €	2.497.213 €	2.790.629 €	3.118.521 €	3.484.938 €
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	154.583 €	132.060 €	112.818 €	96.380 €	82.337 €

5. Pasivos por impuesto corriente	463.997 €	843.242 €	1.532.462 €	2.785.010 €	5.061.323 €
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	1.517.945 €	1.831.531 €	2.209.900 €	2.666.435 €	3.217.284 €
7. Anticipos de clientes	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Total pasivo (A + B + C)	137.311.378 €	146.777.429 €	158.116.569 €	171.900.808 €	189.005.190 €

Cuenta de pérdidas y ganancias	2013	2014	2015	2016	2017
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	55.107.281 €	54.839.623 €	54.573.563 €	54.309.092 €	54.046.198 €
a) Ventas	38.242.640 €	37.997.815 €	37.754.557 €	37.512.857 €	37.272.704 €
b) Prestaciones de servicios	16.864.641 €	16.841.808 €	16.819.006 €	16.796.235 €	16.773.495 €
4. Aprovisionamientos	-18.736.211 €	-18.790.560 €	-18.845.851 €	-18.902.118 €	-18.959.397 €
a) Consumo de mercaderías	-3.019.116 €	-3.036.353 €	-3.053.689 €	-3.071.123 €	-3.088.657 €
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-501.913 €	-522.265 €	-543.442 €	-565.478 €	-588.408 €
c) Trabajos realizados por otras empresas	-15.215.182 €	-15.231.942 €	-15.248.720 €	-15.265.517 €	-15.282.333 €
5. Otros ingresos de explotación	547.306 €	551.845 €	556.422 €	561.038 €	565.691 €
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	547.306 €	551.845 €	556.422 €	561.038 €	565.691 €
6. Gastos de personal	-19.606.783 €	-20.142.419 €	-20.693.540 €	-21.260.614 €	-21.844.124 €
a) Sueldos, salarios y asimilados	-15.320.587 €	-15.689.257 €	-16.066.798 €	-16.453.424 €	-16.849.354 €
b) Cargas sociales	-4.276.824 €	-4.444.437 €	-4.618.618 €	-4.799.627 €	-4.987.729 €
c) Provisiones	-9.373 €	-8.726 €	-8.124 €	-7.563 €	-7.041 €
7. Otros gastos de explotación	-6.654.315 €	-6.588.706 €	-6.576.877 €	-6.671.585 €	-6.979.079 €
a) Servicios exteriores	-6.219.762 €	-6.113.988 €	-6.010.012 €	-5.907.805 €	-5.807.336 €
b) Tributos	-386.880 €	-375.066 €	-363.612 €	-352.508 €	-341.743 €
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	2.661 €	1.794 €	1.210 €	816 €	550 €
d) Otros gastos de gestión corriente	-50.334 €	-101.447 €	-204.463 €	-412.088 €	-830.550 €
8. Amortización del inmovilizado	-2.189.838 €	-2.148.495 €	-2.107.933 €	-2.068.136 €	-2.029.091 €
10. Excesos de provisiones	20.299 €	16.522 €	13.449 €	10.947 €	8.910 €
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-416.992 €	-205.707 €	-99.772 €	-46.481 €	-19.478 €
a) Deterioro y pérdidas	-421.603 €	-210.802 €	-105.401 €	-52.700 €	-26.350 €
b) Resultados por enajenaciones y otras	4.611 €	5.095 €	5.629 €	6.220 €	6.872 €
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	8.070.745 €	7.532.103 €	6.819.462 €	5.932.142 €	4.789.631 €
14. Ingresos financieros	1.018.117 €	1.457.467 €	2.086.411 €	2.986.765 €	4.275.649 €
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	1.018.117 €	1.457.467 €	2.086.411 €	2.986.765 €	4.275.649 €
15. Gastos financieros	-89.475 €	-115.144 €	-148.176 €	-190.685 €	-245.389 €
b) Por deudas con terceros	-89.475 €	-115.144 €	-148.176 €	-190.685 €	-245.389 €
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-230.076 €	-172.557 €	-129.418 €	-97.063 €	-72.797 €
a) Deterioros y pérdidas	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
b) Resultados por enajenaciones y otras	-230.076 €	-172.557 €	-129.418 €	-97.063 €	-72.797 €
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	698.566 €	1.169.766 €	1.808.817 €	2.699.016 €	3.957.463 €
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	8.769.311 €	8.701.870 €	8.628.279 €	8.631.158 €	8.747.094 €
19. Impuestos sobre beneficios	-2.631.180 €	-2.610.944 €	-2.588.864 €	-2.589.728 €	-2.624.514 €
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	6.138.131 €	6.090.925 €	6.039.415 €	6.041.430 €	6.122.580 €
B) Operaciones interrumpidas					
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	6.138.131 €	6.090.925 €	6.039.415 €	6.041.430 €	6.122.580 €

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de la base de datos SABI.

Tabla A5. Rentabilidades Funespaña SA e IBEX 35.

Fecha	Precios Funespaña	Precios Ibex 35	Rentabilidad Funespaña	Rentabilidad Ibex 35
ene-08	4,48	13229,00	-	-
feb-08	4,38	13170,40	-2,26%	-0,44%
mar-08	4,14	13269,00	-5,64%	0,75%
abr-08	4,01	13798,30	-3,19%	3,91%
may-08	4,06	13600,90	1,24%	-1,44%
jun-08	4,26	12046,20	4,81%	-12,14%
jul-08	4,62	11881,30	8,11%	-1,38%
ago-08	4,80	11707,30	3,82%	-1,48%
sep-08	5,06	10987,50	5,28%	-6,35%
oct-08	5,17	9116,00	2,15%	-18,67%
nov-08	5,49	8910,60	6,01%	-2,28%
dic-08	5,00	9195,80	-9,35%	3,15%
ene-09	5,53	8450,40	10,07%	-8,45%
feb-09	6,09	7620,90	9,65%	-10,33%
mar-09	6,71	7815,00	9,70%	2,52%
abr-09	6,52	9038,00	-2,87%	14,54%
may-09	6,24	9424,30	-4,39%	4,19%
jun-09	6,12	9787,80	-1,94%	3,78%
jul-09	5,86	10855,10	-4,34%	10,35%
ago-09	5,90	11365,10	0,68%	4,59%
sep-09	6,20	11756,10	4,96%	3,38%
oct-09	5,98	11414,80	-3,61%	-2,95%
nov-09	5,73	11644,70	-4,27%	1,99%
dic-09	5,62	11940,00	-1,94%	2,50%
ene-10	6,45	10947,70	13,77%	-8,68%
feb-10	6,97	10333,60	7,75%	-5,77%
mar-10	6,56	10871,30	-6,06%	5,07%
abr-10	6,60	10492,20	0,61%	-3,55%
may-10	6,03	9359,40	-9,03%	-11,43%
jun-10	5,90	9263,40	-2,18%	-1,03%
jul-10	6,71	10499,80	12,86%	12,53%
ago-10	6,39	10187,00	-4,89%	-3,02%
sep-10	6,70	10514,50	4,74%	3,16%
oct-10	6,65	10812,90	-0,75%	2,80%
nov-10	6,50	9267,20	-2,28%	-15,43%
dic-10	6,75	9859,10	3,77%	6,19%
ene-11	6,69	10806,00	-0,89%	9,17%
feb-11	6,83	10850,80	2,07%	0,41%
mar-11	6,99	10576,50	2,32%	-2,56%
abr-11	7,15	10878,90	2,26%	2,82%
may-11	7,07	10476,00	-1,13%	-3,77%
jun-11	7,35	10359,90	3,88%	-1,11%
jul-11	7,60	9630,70	3,34%	-7,30%
ago-11	7,44	8718,60	-2,13%	-9,95%
sep-11	7,37	8546,60	-0,95%	-1,99%
oct-11	7,66	8954,90	3,86%	4,67%
nov-11	7,27	8449,50	-5,23%	-5,81%
dic-11	6,93	8566,30	-4,79%	1,37%

ene-12	6,96	8509,20	0,43%	-0,67%
feb-12	6,96	8465,90	0,00%	-0,51%
mar-12	6,98	8008,00	0,29%	-5,56%
abr-12	6,24	7011,00	-11,21%	-13,30%
may-12	6,00	6089,80	-3,92%	-14,09%
jun-12	5,95	7102,20	-0,84%	15,38%
jul-12	6,12	6738,10	2,82%	-5,26%
ago-12	6,30	7420,50	2,90%	9,65%
sep-12	6,12	7708,50	-2,90%	3,81%
oct-12	6,79	7842,90	10,39%	1,73%
nov-12	6,39	7934,60	-6,07%	1,16%
dic-12	6,18	8167,50	-3,34%	2,89%
ene-13		8362,30		2,36%
feb-13		8230,30		-1,59%
mar-13		7920,00		-3,84%
abr-13		8419,00		6,11%
may-13		8320,60		-1,18%
jun-13		7762,70		-6,94%
jul-13		8433,40		8,29%
ago-13		8290,50		-1,71%
sep-13		9186,10		10,26%
oct-13		9907,90		7,56%
nov-13		9837,60		-0,71%
dic-13		9916,70		0,80%

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de Yahoo Finance.

Tabla A6. Rentabilidad de Mercado (Rm) y Rentabilidad libre de riesgo (Rf).

	Rm	Rf
ene-13	2,36%	1,47%
feb-13	-1,59%	1,55%
mar-13	-3,84%	1,36%
abr-13	6,11%	1,24%
may-13	-1,18%	0,99%
jun-13	-6,94%	1,40%
jul-13	8,29%	1,50%
ago-13	-1,71%	1,25%
sep-13	10,26%	1,37%
oct-13	7,56%	0,96%
nov-13	-0,71%	0,68%
dic-13	0,80%	0,88%
PROMEDIO	1,62%	1,22%

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de Yahoo Finance y datosmacro.

Tabla A7. Comparación obtención de betas.

Datos de periodo 2008-21012	
COV	-9,63591E-05
VAR	0,005135386
BETA	-0,018763757

Datos de periodo 2012 o 2013	
COV	0,000243907

VAR	0,002850419
BETA	0,085568973

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de Yahoo Finance.

Tabla A8. WACC.

	FUNESPAÑA 2012	SERVISA 2012
Recursos Propios E	73.551.659€	121.048.897€
Recursos Ajenos D	42.494.348€	1.688.289€
Total Suma	116.046.007€	122.737.186€
Total Recursos	119.141.692€	129.331.037€
Diferencia	-3.095.685€	-6.593.851€
% Recursos Propios	61,73%	93,60%
% Recursos Ajenos	35,67%	1,31%
Rf (Letras del tesoro a 12 meses 2013)		1,22%
Rm (Rentabilidad Ibex 35 2013)		1,62%
Interés de los RA		4,12%

D/E (FUNESPAÑA)	57,77%
Tipo Impositivo	30,00%
Beta Desapalancada	0,060929274
D/E (SERVISA)	0,013947165
Beta apalancada (SERVISA)	0,06152409
interés RP	1,25%
interés RA	4,12%
E/D+E	93,60%
D/D+E	1,31%
WACC	1,20%

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de Yahoo Finance, datosmacro y base datos SABI.