



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS**

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS

“CAPRABO”

María Unanua Tiscar

DIRECTOR

Ana Gonzalez Urteaga

Pamplona-Iruña

13 de Junio de 2014

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS: “CAPRABO”

Resumen

En este trabajo se realiza una valoración económico-financiera de la empresa Caprabo, mediante el método de descuento de flujos de caja libres futuros estimados, utilizando una tasa de actualización que emplea el coste medio ponderado de todas las fuentes de financiación (WACC), con el fin de valorar cuál es la situación económica futura que se prevé de la misma, a partir de unas hipótesis establecidas y justificadas. Además se describe y contextualiza a Caprabo en su sector, la comercialización y distribución minorista de bienes de consumo básico en establecimientos especializados, un mercado muy competitivo y concentrado que no tiene efectos totalmente positivos en la economía española. Se concluye que, a pesar del escenario de crisis mundial y con una disminución de las ventas esperadas, se obtiene una valoración positiva en 2013 de Caprabo. En la sensibilidad se destaca principalmente el gran impacto positivo de una mínima variación en las ventas y la ventaja de Caprabo al mejorar su valoración si suben los tipos de interés.

Palabras Clave: Flujos de Caja Libres, Tasa de Descuento-WACC, Crecimiento, Rentabilidad, Riesgo, Beta, Coste

Índice:

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. MODELO DE NEGOCIO:	5
2.1. Situación actual del sector	6
<i>2.1.1. Cambios recientes que se están experimentando en el sector.....</i>	<i>8</i>
2.2. Breve descripción de Caprabo	11
<i>2.2.1. Estrategia de diferenciación en Caprabo</i>	<i>12</i>
<i>2.2.2. Posición de Caprabo en el sector.....</i>	<i>13</i>
2.3. Estrategias Competitivas de las compañías del sector	13
2.4. Objetivos actuales de Caprabo	16
2.5. Comparación de magnitudes.....	18
3. PLAN DE NEGOCIO:	19
3.1. Hipótesis	19
<i>3.1.1. Horizonte temporal.....</i>	<i>19</i>
<i>3.1.2. Tasa de Crecimiento de las partidas de explotación de la Cuenta de Resultados.....</i>	<i>20</i>
<i>3.1.3. Amortización.....</i>	<i>20</i>
<i>3.1.4. Deterioro y Resultado por enajenaciones del Inmovilizado.....</i>	<i>20</i>
<i>3.1.5. Ingresos Financieros.....</i>	<i>20</i>
<i>3.1.6. Gastos Financieros.....</i>	<i>21</i>
<i>3.1.7. Deterioro y Resultado por enajenaciones de Instrumentos Financieros.....</i>	<i>21</i>
<i>3.1.8. Impuesto sobre beneficios.....</i>	<i>21</i>
<i>3.1.9. Nuevas inversiones sólo de reposición.....</i>	<i>21</i>
<i>3.1.10. Valor Residual.....</i>	<i>21</i>
<i>3.1.11. Tasa de actualización.....</i>	<i>22</i>
3.2. Cálculos:.....	22
<i>3.2.1. Cuenta de Resultados</i>	<i>22</i>
<i>3.2.2. Flujos de caja libres (FCL).....</i>	<i>24</i>
<i>3.2.3. Valor residual</i>	<i>28</i>

3.2.4. Tasa de actualización.....	29
4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA; INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS	33
5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	34
5.1. Prima de Riesgo	34
5.2. Importe Neto de la Cifra de Negocios	36
5.3. Tipo de Interés.....	37
5.4. Tasa de Crecimiento.....	39
5.5. Deterioro	40
6. CONCLUSIONES	41
7. BIBLIOGRAFÍA	44
7.1. Páginas web	44
7.2. Documentos.....	45
7.3. Bases de Datos.....	45

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado es realizar una valoración financiera de la empresa no cotizada Caprabo, compañía española de supermercados, actualmente 100% propiedad del Grupo Eroski.

En el primer apartado se trata de realizar un análisis del sector de distribución y comercialización de productos básicos en establecimientos especializados, y posicionar a los principales competidores y a Caprabo, describiendo brevemente diferentes estrategias llevadas a cabo.

La segunda parte se dedica al objetivo principal del trabajo, que es realizar una valoración financiera de Caprabo. La valoración de una empresa tiene diferentes objetivos según para quién se realice, y no se debe confundir con el precio, que sería la cantidad acordada entre un comprador y un vendedor sobre la compraventa de una empresa. Así, para el comprador, la valoración será el precio máximo dispuesto a pagar por ella, mientras que para el vendedor será el precio mínimo que pone a su empresa. Si la empresa cotizase en bolsa, la valoración es útil como comparación del precio de la acción en el mercado, y para realizar comparaciones de varias empresas en las que el inversor puede concentrar su cartera. La valoración de una empresa también sirve como justificación del precio de salida a bolsa o como comparación con otros bienes. Además también servirá como estudio de la estrategia de una empresa: decidir que líneas de negocio continúan (fuentes de valor) o cuáles se deben destruir; y qué camino seguir con la totalidad de la empresa: continuar con el negocio, fusionarse, venderse, etc.

Existen diversos métodos de valoración de empresas. Por un lado, están los métodos basados en el balance, métodos tradicionales que utilizan el valor patrimonial (sus activos) para establecer el valor de una empresa, y por tanto, no tienen en cuenta ni la evolución futura de la empresa ni influencias que puede tener del entorno, problemas diversos, etc. Dentro de este grupo se encuentran: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación, valor sustancial y valor de mercado.

Por otro lado están los métodos basados en la cuenta de resultados, que miden el valor de la empresa a través de determinadas magnitudes de la misma como ventas o beneficios. Así, se utilizan: el valor de los beneficios (PER), valor de los dividendos, múltiplo de ventas, otro tipo de múltiplos y múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet.

También existen los métodos mixtos, basados en el fondo de comercio, es decir, en el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable, los elementos inmateriales que posee.

Se tratan de métodos mixtos porque valoran la empresa a partir de sus elementos estáticos (el activo) y le añaden una plusvalía resultado del valor de sus beneficios futuros, que no tiene establecida una metodología única para su cálculo.

Además, también se puede establecer la valoración de una empresa como suma de valores de sus distintas divisiones o unidades de negocio que la conforman.

Y por último, los métodos basados en el descuento de flujos de caja (*cash flows*). En estos tipos de métodos se estiman unos flujos de dinero, que la empresa será capaz de generar en el futuro, y que luego se descuentan a una tasa de descuento justificada según el riesgo de los mismos. Éste, y más concretamente el método de descuento de flujos de caja libres, es el método de valoración utilizado en este trabajo. Es un método conceptualmente correcto porque para su cálculo se necesita una previsión justificada con hipótesis de cada una de las partidas financieras necesarias para los flujos de caja del periodo considerado. Además, se considera a la empresa como un organismo capaz de generar fondos en el futuro, y para obtener su valor actual es necesario trasladar dichos fondos al momento actual con una tasa de descuento adecuada. En este caso la tasa de descuento es el coste medio ponderado de todas las fuentes de financiación utilizadas por Caprabo, es decir, el CMPC (WACC, con sus siglas en inglés), ya que los flujos de caja elegidos representan a todos las fuentes de financiación utilizadas (acreedores y accionistas).

Los cálculos realizados para la cuenta de resultados futuros, y a partir de ella, para los flujos de caja futuros se infieren a partir de los datos proporcionados por el Balance y Cuenta de Resultados que ofrece la base de datos científica SABI, de la Universidad Pública de Navarra, junto a hipótesis establecidas y razonadas, y cálculos financieros justificados.

Adicionalmente, se incorpora un estudio más detallado de determinadas variables que afectan de forma significativa a este análisis financiero, y cuya variación tendrá resultados sobre la valoración final que resulte de la empresa. Este análisis de sensibilidad queda justificado por la incertidumbre existente en el mercado, no tenemos total certeza sobre como va a evolucionar, y por tanto conviene estudiar posibles variaciones de estos elementos seleccionados y su influencia en la valoración final.

Finalmente, quedan determinadas las conclusiones sobre Caprabo, respaldadas por la búsqueda de información, comparación y comprobación de la veracidad de las fuentes de información utilizadas y los cálculos financieros realizados durante todo el trabajo.

2. MODELO DE NEGOCIO:

2.1. Situación actual del sector de la distribución y comercialización minorista de productos básicos en establecimientos especializados

En primer lugar se realiza un análisis de la situación actual del sector de la distribución y comercialización minorista de productos básicos con diferentes fuentes de información, para hacerse una idea de la situación del mercado del que se habla y poder contextualizar las estrategias competitivas llevadas a cabo por Caprabo y sus principales competidores.

Tomando como referencia el análisis del comercio al por menor español de la Confederación de Comercio de Cataluña de Marzo de 2012: “España es el país de la UE, después de Italia, con más empresas dedicadas al sector minorista y 1 de cada 10 españoles ocupados lo está en el comercio minorista”. Se infiere que este sector en el que se engloba a Caprabo, tiene un impacto muy importante en la economía española, y se debe tener en consideración con la situación actual de crisis económica que se está viviendo como posible fuente de empleo y fomento del consumo, para promover un crecimiento de la economía empezando desde este tipo de compañías.

Si se centra el trabajo en cómo se está estructurando este sector en esta situación actual, y por tanto, de qué manera influye en la economía española, se tiene desde la consultora Kantar Worldpanel, líder mundial en conocimiento y comprensión del consumidor a través de paneles de consumo, dónde se realiza el Informe de “Worldpanel Distribución 2014”, un estudio de referencia en la distribución comercial española, que declara que las tiendas con un posicionamiento de precios bajos, y sobre todo aquellas estructuradas con el formato de supermercado (como Caprabo, Mercadona, etc.) continúan concentrando mercado y en 2013 se han consolidado como el principal canal para hacer las compras de gran consumo.

Se puede observar en el Cuadro 1, ésta última afirmación de cómo estas grandes compañías especializadas en la venta al por menor de productos básicos están ocupando la mayor cuota del mercado en los dos últimos años.

Cuadro 1: Porcentaje del valor de la cuota de mercado de compañías de comercio minorista en España.

%cuota mercado valor	2012	2013
Mercadona	21,0	22,3
Dia	7,7	7,8
Carrefour Hiper	7,7	7,7
Eroski Super	3,4	3,3
Lidl	2,8	3,0
Alcampo	3,0	2,9
Consum	1,8	1,8
Eroski Hiper	1,7	1,5
Ahorramas	1,5	1,5
Caprabo	1,3	1,3

Fuente: “Worldpanel Distribución”, Kantar Worldpanel.

Estos buenos datos, sin embargo, esconden que esta cuota de mercado que están ganando estas grandes compañías lo están perdiendo otros comercios, de esta forma los pequeños comercios tradicionales españoles ven como sus ventas disminuyen drásticamente, y muchos de ellos se ven avocados al cierre de sus pequeñas empresas. Se produce por lo tanto, una destrucción tanto del impulso reciente a crear pequeñas y medianas empresas propias, que movería el comercio y la innovación españolas como una destrucción del empleo español.

Porque, aunque resulte sorprendente, estos pequeños comercios tradicionales dedicados a la venta de bienes de consumo también al por menor, son los que más trabajadores emplean, dato muy relevante teniendo en cuenta la situación actual, con más de seis millones de parados, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Este último dato además, queda demostrado en el anterior estudio nombrado de la Confederación de Comercios de Cataluña, que declara que las comunidades autónomas más liberalizadoras han perdido más de estos pequeños comercios, y como consecuencia, más empleo que el resto de sectores.

En resumen, este reciente crecimiento de la cuota de mercado de las grandes compañías no trae buenos resultados en el empleo español, con la destrucción de los pequeños comercios empeora la situación económica.

Este hecho tiene diferentes causas, no se deriva únicamente de la capacidad de las grandes compañías para ofrecer precios competitivamente más bajos; también han experimentado este crecimiento debido a la calidad que ofrecen en sus productos y también por la proximidad a los hogares, tal y como declaran los estudios de mercado del “Observatorio del Consumo y la Distribución Alimentaria” elaborado por el Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino para los años 2010 y 2011; además de la polémica apertura de horarios comerciales de estas cadenas.

Esta última causa nombrada tiene como origen una medida tomada en 2012 dentro de la Ley de Dinamización de la Actividad Comercial desde el Gobierno de la Comunidad de Madrid, para mejorar las ventas, inversión, riqueza y empleo españoles; pero con una cantidad importante de autónomos en contra, que mediante la Unión de Profesionales y Trabajadores Autónomos (UPTA) y la Asociación de Trabajadores Autónomos (ATA), protestaron y defendieron que esta medida no creará empleo en el pequeño comercio, si no que será destruido por el grande; además esto llevará consigo un carácter de los puestos totalmente precarios y temporales, que desfavorecerá a las condiciones laborales. Y se

apoyan de informes del INE que muestran como las grandes cadenas, a pesar de haber mantenido sus ventas, incluso mejorado, prácticamente no han creado empleo en este año. Esta liberalización de horarios, por tanto, no ha servido para contrarrestar la caída del sector tras la crisis.

Sin embargo, en la posición contraria la Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (Anged) que engloba a marcas como Carrefour o El Corte Inglés defiende la medida, mirando desde el punto de vista del consumidor, que conseguirá satisfacer todas sus demandas atendiendo a todas sus necesidades en cualquier momento.

2.1.1. Cambios recientes que se están experimentando en el sector de la distribución y comercialización minorista de productos básicos en establecimientos especializados

En este apartado se centra el estudio en estas grandes compañías comerciales, que están acaparando la totalidad de la cuota de mercado española, y están provocando dos cambios muy marcados en el sector.

Según los datos ofrecidos por el Informe Promarca de “The Brattle Group” (compañía de servicios de consultoría y con colaboración de expertos con renombre internacional en economía, finanzas, regulación de empresas, gabinetes jurídicos y agencias públicas que lleva a cabo un Análisis de la Competencia en el Mercado Minorista de Distribución en España.): el sector de la distribución y comercialización al por menor de productos alimenticios en España tiene una estructura oligopolista, es decir, dominado por unos pocos vendedores que crean así, un sector con empresas que deben estar muy al tanto de las estrategias competitivas llevadas a cabo por el resto de compañías.

Destacan pues, cinco compañías comerciales: Mercadona, Grupo Carrefour, Grupo Eroski (Caprabo), Grupo Auchan y Día.

Sin embargo, el poder que ejercen estas compañías a nivel geográfico es más bien a escala local, debido a la creciente concentración que se viene llevando a cabo en este sector, uno de los dos grandes cambios del mismo en los últimos años. Así se destaca que, por ejemplo, Mercadona tiene mayor poder de mercado en la zona de la Comunidad Valenciana y Andalucía, mientras que el Grupo Eroski destaca en el País Vasco y Navarra; en el resto de comunidades autónomas el grado de concentración es moderado y aunque no existen líderes marcados no se descarta su futura existencia, como declara el Informe Promarca.

Esta concentración del mercado de distribución minorista se traduce en, por un lado, la creación de barreras de entradas locales que impiden el acceso al sector a nuevas compañías

o pequeñas empresas de iniciativa individual, que fomenten una dinamización del empleo español.

Y por otro lado, también provoca una expansión exclusiva de la compañía(s) líder(es) en las zonas geográficas donde dominan, por tanto, se reduce la presión competitiva en favor de estos líderes, al generar la desaparición del pequeño tradicional comercio, y dejando al consumidor final un muy limitado poder de compra.

La compañía con mayor poder de mercado en este sector de distribución minorista es Mercadona, con una cuota del 22.3%, tal y como apuntan sus datos de 2013, seguido de Día y Lidl, son las tres únicas cadenas que consiguieron aumentar su cuota de mercado en 2013; Caprabo y Carrefour, al menos, mantuvieron sus posiciones; mientras que Eroski y Alcampo perdieron cuota.

Una de las principales razones de estos aumentos es la debilitación de la presión competitiva, sobre todo, del segundo operador líder a nivel nacional, Carrefour, tras su escisión de Día en 2011, ésta sería la única excepción en este proceso de elevada concentración de los últimos años.

Se deduce pues que, Mercadona se está imponiendo como líder del mercado, y por tanto, es uno de los principales competidores de la empresa a tratar, Caprabo.

Introduciendo brevemente a Mercadona se comenta que es una empresa con capital 100% español (Juan Roig). Está ubicado en 46 provincias españolas con 1.467 supermercados de superficie media de 1300-1500m² (Datos 2013).

Su máxima es la SPB (Siempre Precios Bajos) y como dato destacable este año anterior han conseguido mantener sus precios por debajo de la media anual del IPC de Alimentación.

Su modelo de negocio denominado: Gestión de Calidad Total (GCT) establecen al consumidor como eslabón principal y así lo apelan como “el Jefe”.

Cabe destacar su política de establecer primas por objetivos a sus trabajadores, de esta forma el último año se ha permitido repartir 257 millones de euros en prima por objetivos.

El crecimiento de Mercadona se explica en gran medida, por su orientación a los bajos precios y las promociones, no olvida la importante relación calidad-precio, y además obtiene muy buenas valoraciones por los consumidores en cuanto a variedad y proximidad.

Con estos elementos, esta compañía crea el “Efecto Mercadona” al provocar que las compañías del sector intenten imitar las estrategias de esta empresa para posicionarse por delante.

Otro de los cambios relevantes del sector tratado, además de la creciente concentración, es la también creciente comercialización de marcas propias.

Se están llevando a cabo estrategias de integración vertical incorporando servicios propios de los fabricantes en la propia actividad principal de las grandes compañías, convirtiéndose en competidores directos de los fabricantes, tanto en ventas finales como en ubicación y disponibilidad en el espacio comercial.

Esto lleva consigo efectos excluyentes para beneficiar las propias marcas antes que las del fabricante, y acaba de nuevo en un aumento en el poder de mercado de estas grandes compañías sobre los fabricantes y consumidores finales.

Están provocando una reducción de incentivos para innovar en los fabricantes españoles, produciendo nuevamente una desaparición de muchos de ellos, además de una disminución de competitividad en la industria alimentaria y otros productos de consumo.

Este cambio queda afianzado al ver cómo los productos de los propios distribuidores están experimentando grandes crecimientos, sobre todo en cuanto a bienes de consumo diario se refiere; y el principal representante de este hecho, vuelve a ser de nuevo Mercadona: el valor de las ventas de productos propios representó en 2011 el 57% en Mercadona, el 43% en Día, el 40% en el Grupo Eroski y menos del 29% en Carrefour.

Todos estos hechos están provocando la necesidad de leyes de la competencia, para controlar ciertas prácticas competitivas y discriminatorias de los distribuidores ubicados en España, y limitar el excesivo poder que ejercen ciertas marcas debilitando a pequeños comerciantes y disminuyendo la competencia, el empleo y el poder de compra de los consumidores.

Si bien, estos dos principales cambios nombrados en la distribución minorista en España se deben y son causa de la transformación en los hábitos de compra de las familias, por cambios económicos, sociales y demográficos. Algunos ejemplos: incorporación de la mujer al mercado laboral, reducción del número de hijos, el uso generalizado del vehículo propio como medio de transporte habitual...

Las grandes empresas tienen más recursos para cambiar la manera de satisfacer a la nueva generación de consumidores que los pequeños comercios; y se benefician de ello para seguir acaparando mayor cuota de mercado.

2.2. Breve descripción de Caprabo

Caprabo se creó en 1959 como una iniciativa privada catalana; originó un cambio drástico en el sector comercial en España ya que produjo la evolución desde los ultramarinos, formato comercial más común hasta entonces de la compra de los bienes de consumo básico, hacia la creación de los supermercados con formato de autoservicio, que se afianzó como una verdadera ventaja competitiva.

Como dato remarcable, nombrar que el 11 de Julio de 1959 abre su primera tienda en Barcelona, y ésta es considerada hoy en día como el supermercado más antiguo de España que todavía permanece abierto.

Su capital social ha sufrido bastantes cambios: hasta 2003 el accionariado estaba en manos de Pere Carbó, Josep Botet (fundadores) y la familia Elías, que entró a formar parte en 1962 al mismo momento que Jaume Brat, otro de los fundadores, salía de la compañía.

En 2003 también aparece La Caixa adquiriendo el 20%; en 2007 Eroski se queda con el 75%, dejando sólo un 9% para La Caixa y el resto (16%) en poder de la familia Botet. Más tarde, en 2011 Eroski acaba comprando la pequeña participación de La Caixa y en 2012 se apropia del 100% comprando la participación de la familia Botet.

Como base de su estrategia competitiva cabe destacar el carácter innovador y pionero que ha intentado llevar siempre Caprabo, y que demuestra y defiende con varias actividades que empezó a gestionar antes que sus competidores, pero que han sido rápidamente imitadas o mejoradas incluso, por otras compañías.

Estos cambios y productos innovadores desarrollados por las empresas pioneras, y más tarde por los competidores, si dicha iniciativa ha tenido éxito; provocan un movimiento necesario en el mercado actual de crisis, desde el impulso y crecimiento de este sector de distribución y comercialización de productos básicos en establecimientos especializados, donde englobamos a Caprabo y sus principales competidores; de manera que se fomente el consumo con productos nuevos y cubriendo segmentos minoritarios y consecuentemente, aumenten los ingresos de las compañías.

2.2.1. Estrategia de diferenciación en Caprabo

A continuación se nombran algunas de las ideas innovadoras dentro de esa estrategia de diferenciación que siempre ha intentado e intenta llevar a cabo Caprabo en su estrategia competitiva, orientadas a determinados segmentos de población, con el fin de aumentar su cuota de mercado satisfaciendo necesidades que inferían del mercado o creaban en él, antes o mejor que la competencia.

En primer lugar en 1992 crearon el programa de ayuda a familias llamado “Bienvenido Bebé”, que se define por una canastilla con productos de todo tipo orientados al bebé y la madre; un producto muy bienvenido en esos tiempos, donde se propiciaron las ayudas estatales y económicas para promover la maternidad, y una época de estabilidad y potencial crecimiento.

Además también se proclama pionera como compañía de supermercados que comercializa con el carburante y ofrece leche infantil fuera de las farmacias en 1995.

Por otro lado, en 1996 comercializó la primera tarjeta de fidelización en el sector de la distribución en toda España “Tarjeta Cliente Caprabo” actualmente con 1,3 millones de clientes activos; y más tarde en el 2000 crea el “Club Social Caprabo” como punto de encuentro a todas las necesidades e inquietudes de sus consumidores.

Como adaptación a las nuevas tecnologías de la información y comunicación y por tanto, al cambio en la forma de cubrir las necesidades de los clientes crea en 2001 su servicio de venta de alimentación por internet. Un supermercado online con ya más de diez años y con más de 150.000 clientes.

Caprabo tiene también gran implicación en el ámbito cultural y educativo, es por ello que está presente en dos importantes escuelas de negocio: IESE y ESADE; además de colaborar con el Palacio de la Música Catalana desde 1996.

Muestra su implicación con la conciencia Internacional formando parte en 2002 con el Global Compact de la Organización de las Naciones Unidas (ONU); y su implicación medioambiental creando la Comisión de Medio Ambiente en 2003.

También defiende el futuro del comercio con la compañía ESCODI, la primera escuela universitaria de distribución y comercio en España. Y ayuda a la sociedad formando parte de la Federación Española del Banco de Alimentos y de Familias Numerosas.

2.2.2. Posición de Caprabo en el sector

Actualmente Caprabo cuenta con 359 supermercados, como establece su página web; y principalmente están concentrados en las zonas de Cataluña, con un 14% de la cuota de mercado, Madrid y Navarra con una superficie media de 1000 metros cuadrados cada tienda.

Caprabo tiene la opción de franquicia desde 2008, respaldada por la experiencia de Eroski con este servicio desde hace 40 años, con el objetivo de desarrollar el comercio de sus supermercados de cercanía, y sobre todo concentrado en Cataluña, principal mercado objetivo de Caprabo.

Este modelo de franquicia de Caprabo es integral, es decir, incorpora todo el modelo comercial de los supermercados con los servicios tradicionales como su tarjeta de fidelización, la revista Sabor... entre otras. Y continúa fomentando el ahorro, ofertando variedad y surtido en más cantidad de productos frescos y más producto local.

Se define franquicia como una estrategia comercial por la que Caprabo cede el derecho a utilizar su renombre y marca, además de su *Know-How* en la empresa, es decir, aporta la experiencia que ya tiene en el sector y comparte sus sistemas eficientes de producción y distribución, sistemas de información y cadenas de suministro, a cambio de una compensación económica. De esta forma fomenta el apoyo a los emprendedores, además se especializa de mejor forma en determinados clientes al permitir establecer supermercados de cercanía a estos segmentos. La franquicia surge como una respuesta y ataque a los competidores, acercándose a más al público objetivo.

2.3. Estrategias Competitivas de las compañías del sector

Una de las principales estrategias que defienden llevar a cabo los competidores de este sector, además del sistema de franquicia, es su declaración de estrecha colaboración con sus proveedores, en su mayoría locales y con el principal objetivo de impulsar el crecimiento económico español y aumentar la riqueza local.

De esta forma, Caprabo englobado bajo Eroski, promueve una mejor visibilidad en el espacio comercial de los productos locales en los puntos de venta, y además trata de facilitar la entrada de nuevas pequeñas y medianas empresas (PYMES) para que formen parte de su cartera de proveedores y se constituyan como eje diferencial de su modelo de gestión.

Mercadona realiza contratos a muy largo plazo con los proveedores y con condiciones especiales y personalizadas con cada uno, de manera que crean una relación de confianza y lealtad, defiende también que la mayoría de sus compras son de origen español para fomentar nuestro comercio.

Carrefour, otro de los principales competidores de Caprabo es una cadena multinacional de distribución alimenticia con origen francés que tiene presencia en Asia, América Latina y Europa, donde ocupa el puesto número uno en distribución.

Su modelo de gestión es también la franquicia como forma de apoyar a emprendedores y cuenta con tres formatos: dos de supermercado que son Supermercados Express y Supermercados Market y otro dedicado a los viajes con Viajes Carrefour.

De esta manera, en España cuenta con 172 Hipermercados, además de 162 Supermercados Express y 114 Supermercados Market (Datos 2013). También tiene establecidas 104 estaciones de servicio y 415 agencias de viaje.

Esta compañía también declara su apuesta por la compra de sus productos y servicios a empresas españolas, la mayoría PYMES.

Otra de las principales formas de diferenciarse es el formato de comercio elegido por cada compañía. Se introduce la diferencia a tener en cuenta para comprender las afirmaciones tomadas más adelante:

Supermercados como establecimiento comercial urbano que vende bienes de consumo en forma de autoservicio como: alimentos, ropa, higiene, perfumería y limpieza. Lleva a cabo generalmente una estrategia de alto volumen de ventas para generar beneficios, y la mayor parte se forma bajo la idea de franquicia; mientras que los Hipermercados son también establecimientos de venta al por menor en formato autoservicio de una amplia gama de productos pero con una superficie de venta de mínimo 2500m² que cuentan con una superficie para el aparcamiento, por lo que se suelen situar en las afueras de las ciudades junto con otros centro comerciales.

Así, Mercadona ha basado su estrategia de crecimiento en el formato de gran supermercado, el cual ha registrado mayor porcentaje de crecimiento en España y que supera a los hipermercados en cuanto a rentabilidad se refiere. Mientras que Carrefour ha utilizado este último como forma de crecimiento.

Si nos centramos en Caprabo filial del Grupo Eroski, ha utilizado los formatos de supermercado mediano y grande. Y así, Eroski se convierte en el mayor competidor de Mercadona en lo referido a supermercados.

Grupo Auchan se concentra en hipermercados básicamente; se trata de una federación de diferentes empresas con sede en Francia (Croix) y controlada en su mayor parte por la familia Mulliez, pero un 11% del accionariado interno es controlado por los propios empleados, de esta manera consiguen una implicación mayor de estos en la evolución de la empresa.

Se dedicada a 5 actividades diferentes: hipermercados, supermercados, inmobiliaria, banca y comercio electrónico. Sus supermercados están presentes en 6 países diferentes (Francia, Italia, España, Polonia, Rusia y Túnez); concretamente en España bajo el nombre de Simply, Sabeco y Alcampo.

En primer lugar, Sabeco, filial desde 1996, trabaja en España con diferentes nombres según el tipo de establecimiento: Simply, Aro Rojo y Lauko (solo en Navarra y País Vasco).

Simply, otro de los nombres con los que trabaja; tiene más de 200 supermercados con tres formatos distintos (Simply Market, Simply City e HiperSimply), 17 gasolineras y 6600 empleados, muy orientado al público joven y moderno. Simply también se forma como una franquicia y ofrece la posibilidad de formar parte de ella.

Y referido a Alcampo, cuenta con 55 hipermercados y 33 gasolineras, y una línea de agencias de viajes.

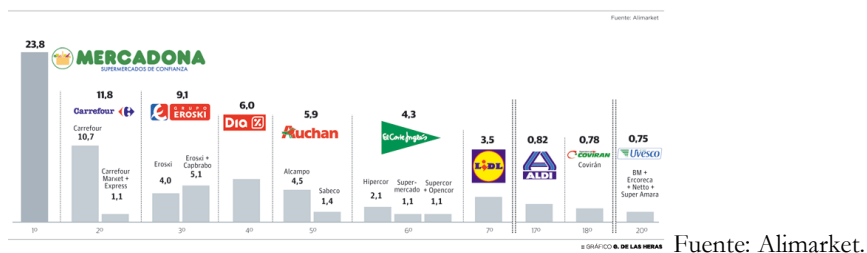
Y finalmente Día, otro de los grandes competidores, que se ha especializado en supermercados de pequeños descuentos. Se trata de otro grupo de distribución, de origen español que cotiza en bolsa y forma parte del IBEX35 desde 2012, cuando Carrefour vendió el 100% de Día que tenía en su poder desde el 2000; y además Día cuenta desde 2013 con el 100% de la cadena alemana Schleckler.

Cuenta con tres formatos distintos: Tiendas urbanas, Tiendas estacionamiento y Tiendas de proximidad. Donde ofrece franquicia tanto de tienda como de un servicio concreto. Y tiene presencia en España, Francia, Portugal, Argentina, Brasil y China.

A cierre de 2013 en España contaba con 4.151 tiendas y 22.517 empleados (contando tiendas propias y franquicias).

Para finalizar este apartado se muestra un gráfico que engloba las principales compañías del sector.

Gráfico 1: Porcentaje de cuota de mercado liderada por diferentes compañías de comercialización y distribución al por menor de alimentos y productos básicos



2.4. Objetivos actuales de Caprabo

Si nos centramos en la forma que tiene Caprabo de posicionarse en este mercado, cabe destacar que se está marcando objetivos que mejoren su posicionamiento en el mercado y en la mente de los consumidores mediante un proceso de modernización y adaptación a los tiempos actuales.

De esta manera, tal y como declaraba el pasado 19 de Febrero de 2014 el director general de Caprabo, Alberto Ojinaga, y el director de Marketing y Desarrollo de Negocio, Manel Cumplido, están intentando desde hace dos años renovar todos los establecimientos y crear nuevos ya mejorados. Uno de los objetivos que se han marcado es finalizar este año con 120 establecimientos adaptados a esta nueva idea de modernidad, priorizando a aquellos más antiguos y obsoletos, por tanto, pretenden abrir este año 50 establecimientos más en toda España. En este objetivo también incluyen a las franquicias.

Si se concreta más esta idea de adaptarse a los consumidores y dotar a los establecimientos de modernidad, ésta se materializa en: dedicar más espacio a los productos frescos de consumo diario, además de apostar por la salud y el bienestar en gran número de productos (productos integrales, bajos en azúcar, sin gluten...). Incorporar en sus supermercados un 15% más de producto, es decir, ofrecer mayor variedad. Y ofertar el “Kiosco”: máquina que detalla de forma personalizada a cada cliente los productos que tiene en oferta y con cupones descuento de su compra habitual, además de un comparador de precios.

Además como forma de diferenciación del resto de competidores, Caprabo delimita las secciones propias: Mundo Bodega, Mundo Bebé y Mundo Mascota, con mobiliario e iluminación distintos. Como ya se dijo en uno de los apartados de este estudio, Caprabo tiene un buen historial como pionero en ofrecer productos innovadores antes que la competencia, y aquí está el ejemplo de cómo lo lleva a cabo, desarrollando en los

establecimientos propios, estas zonas específicas para sus productos que entraron como productos innovadores en el mercado.

En resumen, Caprabo tiene como principal objetivo el de posicionarse en su sector mediante la diferenciación desarrollando secciones propias con sus nuevos e innovadores productos, y además de esta adaptación a determinados segmentos y necesidades con productos y servicios más personalizados, defiende que mantiene los precios más bajos en este sector de distribución y comercialización, una afirmación difícil de mantener con la constante variación de precios de los productos que comercializan.

Claramente esta meta de renovar sus supermercados y crear nuevos ya modernizados y adaptados, traerá consigo una importante inversión.

Simultáneamente a esta nueva estrategia en la generación de supermercados de Caprabo y como forma de apoyarla, lanza también un lema: “Hola Librecomprador”, una campaña de comunicación mediante spots de televisión y radio, arriesgada e innovadora en comparación con toda su historia de comunicación; que trata de defender la libertad del consumidor al poner todo lo que necesita el cliente a su alcance, y que pueda elegir libremente. Su principal reto es contactar con los consumidores por todos los canales posibles, y posicionarse en las mentes de ellos como principal establecimiento en sus compras diarias, situándose por encima de sus principales competidores como Mercadona.

Sin embargo, Caprabo también comete errores y un ejemplo es cuando gozando ya de un buen y sostenible espacio en el mercado, intentó parecerse al líder de la competencia, Mercadona.

En primer lugar introdujo más marcas propias como Alcosto, con precios aún más reducidos que sus ya existentes productos de marca blanca y redujo tanto el espacio comercial dedicado a estos en favor de las nuevas marcas como la variedad, para continuar sólo con las marcas líderes y sus propias marcas de distribución. Todo esto se tradujo en una reducción de las ventas, ya que había hecho desaparecer uno de sus puntos fuertes, el surtido y la variedad.

Tras este fallo, Eroski acudió adquiriendo al 100% la compañía en 2012 y reflatándola en el sector, hasta la posición que tiene hoy día, en torno a la tercera posición entre los principales establecimientos dedicados a la comercialización y distribución de productos básicos.

2.5. Comparación de magnitudes

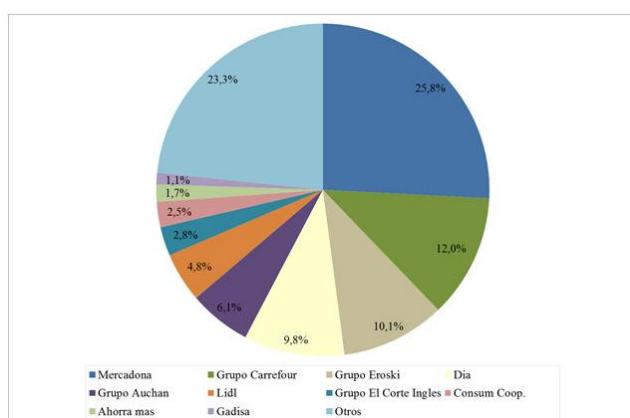
Introduciendo el estudio financiero poco a poco, se presenta comparaciones de magnitudes relevantes. En concreto del importe neto de la cifra de negocios, según datos proporcionados por la base de datos científica de la Universidad Pública de Navarra, SABI.

Esta cuenta nos informa de los ingresos que registraron dichas empresas entre los años 2008-2012 consecuencia de su actividad principal: distribución y comercialización de bienes de consumo básico al por menor en establecimientos especializados; teniendo en cuenta tanto sus ventas como la prestación de servicios, aunque en todas ellas hay un predominio más que notable de los ingresos generados por las ventas directas en comparación con la prestación de servicios.

Se aprecia un dominio importante de Mercadona, tal y como defendían los informes anteriores de que cada vez está ganando mayor cuota de mercado. Tiene una diferencia significativa con respecto al siguiente con mayor importe neto de la cifra de negocios, El Corte Inglés (ECI); y además es el único de las cinco compañías, que consigue una tendencia totalmente positiva de esta cuenta en los años estudiados, que se puede explicar con su política de mantener precios bajos en estos tiempos de crisis y el seguido e imitado “Efecto Mercadona”.

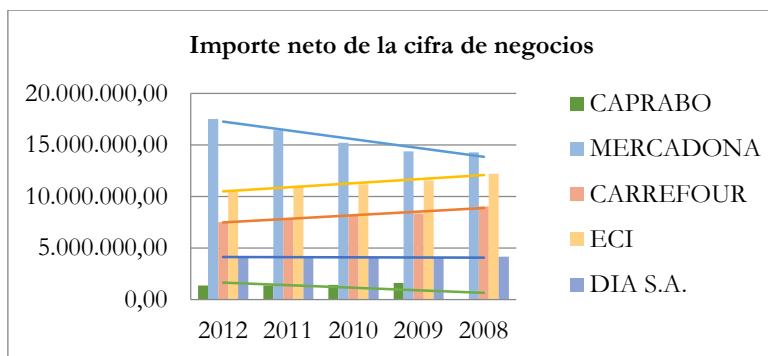
Estos datos proporcionados por SABI (Gráfico 3), además se corresponden con los gráficos estudiados por el Informe Promarca de The Brattle Group que indican de igual manera quienes son los mayores distribuidores nacionales en 2010 según su nivel de ventas (Gráfico 2).

Gráfico 2: Clasificación de los principales operadores por valor de ventas, 2010 (Porcentaje)



Fuente: “Informe Promarca”, The Brattle Group

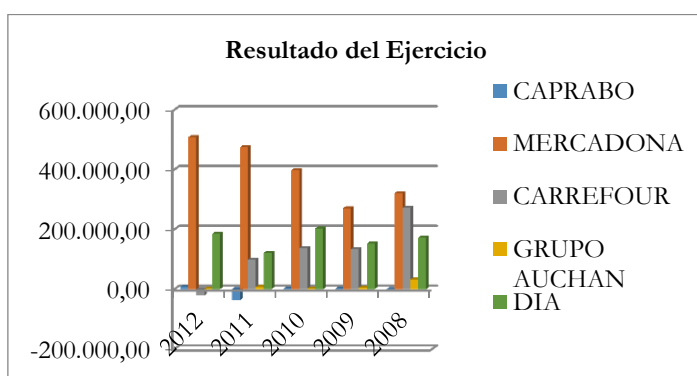
Gráfico 3: Importe neto de la cifra de negocios de las mayores compañías del sector durante los años 2008 a 2012 (Sólo facturación en España)



Fuente: Datos SABI.

Si analizamos de igual manera de los datos proporcionados por la base de datos científica de la Universidad Pública de Navarra, SABI, el resultado del ejercicio de estos mismos cinco años (Gráfico 4); se aprecia como en los últimos años, Mercadona ha mejorado considerablemente sus resultados con respecto a sus principales competidores creando beneficios bastante por encima del resto; mientras que Caprabo mantiene resultados muy inferiores e incluso negativos en 2011.

Gráfico 4: Resultado del ejercicio de las mayores compañías del sector durante los años 2008 a 2012 (Sólo facturación en España)



Fuente: Datos SABI.

3. PLAN DE NEGOCIO:

3.1. Hipótesis

3.1.1. Horizonte temporal

El horizonte temporal escogido es de cinco años (2014-2018), por tanto se proyectarán cinco flujos de caja futuros diferentes, a partir de los datos históricos disponibles del Balance y Cuenta de Resultados de Caprabo de los años 2008 a 2013 proporcionados por la base de datos SABI.

3.1.2. Tasa de Crecimiento de las partidas de explotación de la Cuenta de Resultados

En todas las partidas de la Cuenta de Resultados se establece como el promedio de variación de los cinco años anteriores disponibles, con dos excepciones:

- La subvención de explotación dentro de otros ingresos de explotación se mantiene constante en 56, siguiendo la progresión de los últimos 3 años, ya que es una constante esos tres años disponibles. Si se tuviese en cuenta también los dos primeros años disponibles se obtiene una variación sin sentido para establecer la estimación futura.
- Y en las provisiones, dentro de la cuenta de gastos de personal de la cuenta de resultados se establecen como promedio de las que están disponibles, ya que en uno de los años no hay datos disponibles para poder estimar las variaciones año a año.

3.1.3. Amortización

La dotación a la amortización en la Cuenta de Resultados se establece como el promedio de cuánto supone la dotación a la amortización sobre el inmovilizado material en los 5 años disponibles (21%) y se mantiene el mismo promedio para la previsión. Así, el inmovilizado material se forma como cantidad inmediatamente anterior menos la dotación a la amortización de ese mismo año anterior.

3.1.4. Deterioro y Resultado por enajenaciones del Inmovilizado

Establecida la previsión del BAIT como promedio de la variación de los años anteriores disponibles, despejo esta partida en los FCL.

3.1.5. Ingresos Financieros

Los ingresos financieros quedan establecidos como una media móvil de los 5 años inmediatamente anteriores. Una media móvil en este caso, significa establecer para cada año un promedio de los cinco años inmediatamente anteriores, de manera que al año siguiente los ingresos financieros serán el promedio del año calculado anteriormente y los cuatro anteriores. Se muestra a continuación un ejemplo:

Ingresos Financieros Año 6: promedio de años 1, 2, 3, 4 y 5.

Ingresos Financieros Año 7: promedio de años 2, 3, 4, 5 y 6.

La media móvil se utiliza en este caso porque si se continua con la hipótesis que se llevaba hasta ahora de establecer el promedio de variación de los años anteriores, la variación a utilizar era extremadamente negativa por las fuertes disminuciones que experimenta esta partida en el poco tiempo de los cinco años previos, por ello se elige este método que sirve para suavizar las variaciones.

3.1.6. Gastos Financieros

Han sido calculados de forma que, primero se calcula el tipo de interés a aplicar estableciendo cuánto ha supuesto en los cinco años disponibles (2008-2013) los gastos financieros sobre la deuda total a largo y corto plazo, y el promedio será el tipo de interés. Se fija este interés como base a calcular los gastos financieros, multiplicándolo por la deuda a corto y largo plazo de su mismo año.

3.1.7. Deterioro y Resultado por enajenaciones de Instrumentos Financieros

Se establece manteniendo la proporción promedio que tenían los años anteriores del deterioro sobre el resultado financiero; consecuente de la diferencia entre los ingresos financieros y los gastos financieros, ambos calculados antes.

3.1.8. Impuesto sobre beneficios

Se determina como un promedio de cuanto supone el impuesto los años anteriores sobre el resultado de explotación, así queda determinado el tipo impositivo en 33%.

3.1.9. Nuevas inversiones sólo de reposición

Las inversiones se suponen sólo de reposición, es decir, las empresas reponen los bienes de capital ya depreciados en el proceso de producción; por lo que la partida de inversiones en activo fijo de los flujos de caja será igual a la amortización del inmovilizado.

3.1.10. Valor Residual

Se estima mediante la fórmula de Gordon-Saphiro: $\frac{FC\ 2018 \times (1+g)}{WACC-g}$ que supone un crecimiento a una tasa de crecimiento constante (g), y por ello es un modelo aconsejado para empresas con crecimiento bajo y constante a lo largo del tiempo.

Determinando para la tasa de crecimiento (g) unas calibraciones situadas entre el 0.5% y el 2%, porcentaje en el que se suele colocar dicha tasa, y para cada una de ellas se calculan los diferentes valores residuales.

3.1.11. Tasa de actualización

Para el cálculo de la tasa de actualización se toman datos del Ibex35 del periodo 30 de Abril de 2013 a 30 de Abril de 2014 y en frecuencia diaria.

3.2. Cálculos:

3.2.1. Cuenta de Resultados

En esta primera parte se trata de explicar cómo se ha calculado el importe de cada partida que forma la cuenta de resultados previsional para los años 2014 a 2018, ambos inclusive.

Se comienza por el Importe neto de la cifra de negocios formado por ventas y prestación de servicios. Las ventas van a mantener una bajada del 5,30%; lógico debido a la crisis económica mundial, se prevé que aún queda para experimentar recuperación y por tanto, el consumo de todo tipo, incluso de bienes de consumo básico va a continuar en recesión, las familias tienden al ahorro y un consumo controlado; y las compañías de distribución y comercialización al por menor, como Caprabo se van a ver afectadas. Respecto a la prestación de servicios no aparecen datos disponibles, aunque en la formación de la cuenta del importe neto de la cifra de negocios de este tipo de empresas predomina el valor que dan las ventas. A continuación se muestra como han quedado:

Cuenta de pérdidas y ganancias	2013		2014	2015	2016	2017	2018
		PROMEDIO					
1. Importe neto de la cifra de negocios	1.299.40	-5,30%	1.230.552,2	1.165.346,1	1.103.595,1	1.045.116,4	989.736,3
a) Ventas	1.299.40	-5,30%	1.230.552,2	1.165.346,1	1.103.595,1	1.045.116,4	989.736,3
b) Prestaciones de servicios	n.d.						

Los aprovisionamientos o coste de ventas también experimentan una disminución consecuencia de la reducción en las ventas, que lógicamente ocasiona un coste de ventas menor.

En otros ingresos de explotación se experimentará una variación positiva que le favorecerá en su resultado de explotación.

Respecto a la subvención dentro de esta última cuenta, en el Balance, en la cuenta de patrimonio neto y en la subcuenta de subvenciones, donaciones y legados recibidos, restará a la subvención viva de cada año la dotación a la subvención del año anterior.

Como es lógico si las ventas van a disminuir, las necesidades de personal también, y Caprabo en los próximos años deberá llevar a cabo un fuerte proceso de reestructuración de personal, por lo que este gasto en personal va a ser menor.

Al igual que otros gastos de explotación que también sufrirán una disminución, aunque menos acusada, tan sólo en un 2%.

La dotación a la amortización y el Deterioro y Resultados por enajenaciones del Inmovilizado han sido establecidas en hipótesis, y resulta una tendencia positiva, es decir, la dotación a la amortización va a ser menor cada año.

Se obtiene un resultado de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) positivo, lo que demuestra que la empresa sacará beneficio de su propia actividad principal, es decir, del comercio al por menor y distribución de productos alimenticios y productos básicos en establecimientos especializados; pero con una tendencia negativa, deberán intentar cambiar el rumbo de la misma procesando los cambios que sean necesarios para aumentar la demanda en sus establecimientos; como ya se ha visto una de las medidas que se han puesto como objetivo para reflotar es la adaptación de los supermercados a un nuevo enfoque de modernidad que pretende adaptarse mejor a la manera de satisfacer las necesidades, y conseguir así un incremento de sus ventas futuras.

En el Anexo 1 se puede observar cómo se ha formado la Cuenta de Resultados hasta el Resultado de Explotación.

La segunda parte de la cuenta de resultados está compuesta por el resultado de las operaciones financieras que lleva a cabo Caprabo. Resultará de restar a los Ingresos Financieros, los Gastos Financieros y el Deterioro y Resultado por enajenaciones de instrumentos financieros. Partidas explicadas en las hipótesis.

El resultado financiero obtenido es negativo, es decir, Caprabo tiene más gastos que pagar de sus deudas que lo que ingresa financieramente; debe tener en cuenta esta partida en los próximos años, de manera que no ocasione problemas de resultados del ejercicio finalmente negativos, al superar a los resultados de explotación.

En el Anexo 2 se especifica el cálculo y resultado del resultado financiero obtenido.

Tras este resultado financiero negativo se obtiene el resultado antes de impuestos, como diferencia entre el resultado de explotación y el financiero.

Resultados positivos, pero de nuevo con tendencia negativa que deberá solventar.

A continuación, se resta el impuesto sobre beneficios determinado en hipótesis.

Y se llega finalmente, a unos resultados del ejercicio futuros para los años 2014 a 2018 positivos que se pueden ver detalladamente en el Anexo 3.

Cuenta de pérdidas y ganancias	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado del ejercicio	2.010,21	1.349,40	1.187,37	1.272,87	1.557,24

Significa que en los años 2014 a 2018, partiendo de que se cumplan las hipótesis y cálculos explicados, Caprabo generará resultados positivos, es decir, será capaz de obtener beneficios económicos aún después de pagar los impuestos y los intereses de las deudas contratadas. Este beneficio tiene cierta tendencia negativa, pero se recalca la iniciativa que tiene en mente de remodelar sus establecimientos, por lo que cada resultado del ejercicio podrá por ejemplo, destinarse a reinvertirlos en la propia empresa, para hacer frente a estas inversiones y que cumpla con estos objetivos de modernizar sus supermercados. Ocasionará, probablemente un aumento de las ventas futuras y traerá un cambio en la tendencia de los resultados, tornándola totalmente positiva y con mayor crecimiento.

3.2.2. Flujos de caja libres (FCL)

Los flujos de caja libres se obtienen siguiendo el esquema siguiente:

+Ingresos de Explotación
-Gastos de Explotación
-DEA (Dotación Económica a la Amortización)
-Otros(Deterioro)
<hr/>
BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT)
-Impuestos
<hr/>
BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDT)
+DEA
-Incremento Necesidades Fondo de Rotación
-Incremento Nuevas Inversiones
<hr/>
FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)

Representa partidas de todos los partícipes en la financiación de Caprabo, es decir, tanto de accionistas que han aportado el capital social como los prestamistas de la deuda. Además este tipo de esquema no incluye el ahorro fiscal propio de la financiación ajena, es decir, no

se tiene en cuenta en el FCL la deducción o ahorro fiscal que suponen los gastos financieros derivados de la deuda, pero sí se tendrá en cuenta al calcular la tasa de descuento.

Ahora se detalla el cálculo de cada partida:

+Ingresos de explotación = Importe neto de la cifra de negocios + Otros ingresos de explotación

-Gastos de explotación = Aprovisionamientos + Gastos de Personal + Otros gastos de explotación

-DEA (Dotación Económica a la Amortización)

-Otros (Deterioro)

BAIT positivos = La empresa genera beneficio de su actividad principal.

La formación del BAIT en los FCL se puede observar detalladamente en el Anexo 4.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BAIT	34.510	16.368	17.407	19.449	10.579	8.460	6.766	5.411	4.327	3.461

Se destaca que el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT) tienen tendencia negativa y son más pequeños que los años anteriores por lo que Caprabo no se podrá permitir costes de ventas (Gastos de Explotación), principalmente, ya que son el grueso de su coste en el cálculo del Beneficio Antes de Intereses e Impuestos, superiores a los de los años anteriores si no quiere obtener resultados del ejercicio negativos.

Con la resta de los impuestos (33%, explicados anteriormente) al BAIT, se llega a el Beneficio Después de Impuestos (BDT) positivos pero también como es lógico con tendencia negativa, ya que se arrastra la tendencia del BAIT. Estos resultados quieren decir que tras hacer frente a las obligaciones fiscales como el pago de impuestos, Caprabo todavía dispondrá de dinero para hacer frente al pago de sus deudas y demás obligaciones.

	2014	2015	2016	2017	2018	
Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (BAIT)	8.460,61	6.766,41	5.411,47	4.327,85	3.461,22	
-Impuestos	0.33	-2.795,58	-2.235,78	-1.788,08	-1.430,02	-1.143,67
Beneficio Después de Impuestos (BDT)	5.665,02	4.530,63	3.623,39	2.897,83	2.317,55	

Continuando con el cálculo de los FCL:

+DEA, esta cantidad se vuelve a sumar porque en realidad, no supone desembolso de dinero, es decir, no es un gasto con salida de dinero.

-Incremento de Necesidades de Fondo de Rotación:

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

- Clientes = $(\text{PMC} * \text{Ventas}) / 360$
- Existencias = $(\text{PMA} * \text{Coste de Ventas (Aprovisionamientos)}) / 360$
 - Aprovisionamientos = promedio de variación de años anteriores
- Tesorería = Promedio de variación de la tesorería de los años anteriores
- Proveedores = $(\text{PMP} * \text{Compras}) / 360$
 - Compras = Coste de Ventas +- Variación de existencias
- Los periodos medios de Pago, Cobro y Almacén = Promedio de variación de años anteriores.

El mayor incremento se registrará en 2014 con un incremento de las NFR de 18.713,08€, lo que provocará una fuerte disminución en los Flujos de Caja de ese mismo año.

NFR	2013	2014	2015	2016	2017	2018
+Clientes+Existencias+Tesorería-Proveedores	-44.621,00	-25.907,92	-32.119,23	-30.592,33	-28.821,17	-27.102,55
Variación NFR	5.318,00	18.713,08	-6.211,31	1.526,91	1.771,16	1.718,61

Las Necesidades de Fondo de Rotación, son el volumen de necesidades de financiación consecuencia de las operaciones habituales de la empresa. Es una cuestión de funcionamiento a tener en cuenta en periodos temporales de menos de un año con la operativa de la empresa.

Por tanto, en los años en los que estas son negativas significará que Caprabo no necesita acudir a fuentes de financiación ajena para cumplir con la tesorería mínima y con el pago a sus proveedores, porque será capaz de con su actividad principal generar ese dinero necesario, es decir, del cobro de los clientes pendientes (que disminuyen en los años previstos), de la disminución de las existencias, que reduce los costes de almacenaje y conservación de los productos, del aumento de la tesorería con el cobro de los clientes y de la financiación que se produce con el diferimiento del pago a proveedores.

En el Anexo 5 se muestra el cuadro con las cantidades que experimentan las diferentes partidas que forman las NFR.

Para terminar el cálculo de los FCL solo quedaría restar el incremento de las nuevas inversiones, que como ya se ha explicado en las hipótesis, serán iguales al DEA.

Y finalmente se obtienen los Flujos de Caja Libres (FCL) que son los recursos económicos que se esperan obtener en Caprabo en los años previstos (2014-2018) según las hipótesis establecidas. (Anexo 6)

Con los datos obtenidos se determina que Caprabo será capaz de obtener dinero de su actividad principal para hacer frente a sus pagos a los acreedores financieros en aquellos años donde los FCL son positivos.

	2014	2015	2016	2017	2018
FLUJO DE CAJA LIBRE	-13.048,05	10.741,94	2.096,49	1.126,67	598,94

Si se valorase un proyecto de inversión sería lógico que el primer año el FCL fuese negativo, ya que es cuando se realiza el desembolso inicial y todavía no se han generado recursos suficientes para compensar. Pero en este caso, se valora a una empresa que lleva funcionando mucho antes que 2014 por lo tanto, un primer FCL negativo no tiene ningún tipo de excusa semejante.

Principalmente, se debe al gran incremento sufrido por la variación de las necesidades del fondo de rotación, que en el resto de años permanece en cantidades más pequeñas.

Si se observa el cuadro de las cantidades que tienen las partidas de las NFR (Anexo 5), se observa que la variación más pronunciada de 2013 a 2014 la sufre en las existencias, éstas disminuyen de 92.964€ en 2013 a 41.724€ en 2014, lo que reduce en esa proporción los costes de almacenaje y conservación de sus productos, además los proveedores disminuyen en 2014 lo que significa que se realiza el pago de deudas pendientes con varios de ellos.

También el incremento de las nuevas inversiones es el mayor en todos los años futuros, esto se puede explicar con la inversión necesaria que va a hacer Caprabo en la modernización de sus establecimientos como forma de adaptarse a los nuevos tiempos y nuevas necesidades, y que realiza con la intención de aumentar el consumo.

Además la tendencia es negativa también, consecuencia del arrastre del BAIT y BDT con la misma tendencia.

Concluyendo, se espera pues que Caprabo genere resultados positivos con su actividad principal de comercialización y distribución de productos básicos en los años 2014-2018, y se aconseja que debería destinar, al menos, una parte de estos recursos a cambiar esta

tendencia negativa con los años, bien con el objetivo nombrado de modernizar sus establecimientos o bien mediante campañas publicitarias, nuevos productos, nuevos segmentos a cubrir que aumenten sus ingresos o reducción de costes internos como del deterioro por ejemplo.

3.2.3. Valor residual

El valor residual (VR) incorpora el resto de flujos de caja futuros, porque no podemos estimar los FC hasta el infinito, es decir, a medida que nos alejamos del momento actual resulta más difícil prever con exactitud la evolución de las magnitudes financieras estudiadas.

Como se ha establecido en las hipótesis, se establecen unas calibraciones de la tasa de crecimiento y para cada una de ellas se calculan los diferentes valores residuales, y por tanto, los diferentes valores de la empresa. Por supuesto, esta tasa deberá ser siempre menor que la tasa de descuento calculada (WACC) si no se originará un valor de la empresa negativo, independientemente del valor de sus flujos de caja libres.

Se muestra un cuadro, a continuación, con los diferentes valores obtenidos del VR para cada calibración de la tasa de crecimiento:

Calibraciones tasa de crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,0%
Valor residual	9.355	9.386	9.417	11.306	11.768	12.267	12.808	13.397	13.711

Se aprecia como a medida que la tasa de crecimiento aumenta, el resultado del VR también aumenta; resulta razonable porque tienen una relación directamente proporcional, ya que éste es calculado en proporción a cuánto se espere que aumenten los flujos futuros, si se estima que van a crecer mucho, el valor de este VR será más grande también.

Hay diferentes maneras de obtener la tasa de crecimiento, a continuación se muestran los resultados del valor residual para cada forma de cálculo.

En primer lugar, como promedio de variación de los FCL estimados (11%):

Calibración tasa de crecimiento	11,0%
Valor residual	-14.559,54

En segundo lugar mediante la fórmula del Manual de Manuel Revellos:

$$g = \frac{\text{Inversiones Inmobiliarias-NOF}}{\text{Patrimonio Neto}}, \text{ el resultado es:}$$

Calibraciones tasa de crecimiento	25,19%
Valor residual	-4.002,88

Estos dos últimos resultados del Valor Residual carecen de sentido para el cálculo de la empresa ya que significan resultados negativos en el futuro de Caprabo que no la harían viable.

En el apartado de sensibilidad de la tasa de crecimiento se detallan más estos cálculos.

3.2.4. Tasa de actualización

Para la valoración de Caprabo en los próximos cinco años (2014-2018) se utiliza, como ya se ha dicho, el descuento de los FCL al momento actual a una tasa de descuento o actualización que refleje el coste de todas las fuentes de financiación. Esta actualización de los flujos se produce porque no es lo mismo contar con una cantidad de dinero ahora, que en el futuro.

Calculados los Flujos de Caja Libres (FCL) la tasa de actualización correspondiente para descontar estos flujos será el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC o WACC con las siglas en inglés) porque éste es el coste medio de todas las fuentes de financiación ponderado en función de su utilización en la empresa.

El cálculo del WACC se realiza con la siguiente fórmula:

$$WACC = Ke \times \frac{FP}{(D + FP)} + Kd \times (1 - t) \times \frac{D}{(D + FP)}$$

A continuación se realiza una descripción de los elementos necesarios para obtener los factores que forman la fórmula del WACC.

En primer lugar, se necesita el tipo de interés de la deuda bancaria que utiliza Caprabo (Kd), para ello (se ha explicado anteriormente en la Cuenta de Resultados en los gastos financieros) se establece cuánto ha supuesto en los cinco años disponibles (2008-2013) los gastos financieros sobre la deuda total a largo y corto plazo, y el promedio será el tipo de interés utilizado; así Caprabo mantendrá un tipo de interés promedio de 6,55%.

Además este tipo de interés es multiplicado por $1 - t$ porque el coste de la deuda genera unos gastos financieros fiscalmente deducibles.

Se necesita el nivel de deuda (D), tanto a largo como a corto plazo, sobre el capital empleado, es decir, sobre la suma de deuda y fondos propios (Equity): $\frac{D}{D+FP}$; y los fondos

propios sobre este mismo capital empleado: $\frac{FP}{D+FP}$, para establecer la ponderación de recursos propios o ajenos que utiliza Caprabo.

En este caso estos elementos se cogen como la suma de cada uno de los cinco años disponibles (2008-2013) para tener en cuenta a todos los años; y estas ponderaciones multiplicadas por el coste de las mismas, K_d y K_e , respectivamente, servirá para realizar la fórmula del WACC.

Y las proporciones que Caprabo tiene de Deuda y FP sobre Capital Empleado son:

D/Capital Empleado	27,28%
E/Capital Empleado	72,72%

Los fondos propios son pues, establecidos de la siguiente manera: el capital se mantiene constante durante los cinco años próximos, por lo que no se realizará ningún incremento o disminución del mismo. Lo mismo sucede, por lo tanto, con la prima de emisión y con las reservas estatutarias y legales; ya que si no hay variación del capital no es necesario modificar estas cuentas.

Respecto a otras reservas se determina que cuando hay resultados del ejercicio positivos, al año siguiente se lleva una parte de ese resultado a esta cuenta; si por el contrario el resultado del ejercicio es negativo estas se reducen.

Se calcula cuál es el porcentaje promedio que surge de calcular cuánto del resultado del ejercicio anterior se destinará a reservas del próximo año, y se aplica en la previsión.

Los resultados de ejercicios anteriores se mantiene el resultado del ejercicio anterior del año anterior y se suma (si el resultado es positivo) o se resta (si el resultado es negativo) el resultado de ese año.

Pero también es necesaria la proporción de Deuda sobre FP; así en Caprabo ésta ecuación es 37,52%

Y ésta proporción de deuda sobre el FP también será necesario en las empresas similares a Caprabo pero que coticen en bolsa, para poder estimar el riesgo del sector en el que se sitúa esta empresa ($\beta_{apalancaada}$), este es un riesgo sistemático o no diversificable, es decir, no podemos eliminarlo diversificando porque es externo a la empresa, se trata de las amenazas macroeconómicas que afectan a todas las empresas; en este caso sólo una de las empresas nombradas en este trabajo cotiza en bolsa, es Día S.A. y será también calculada como la suma de toda la deuda a largo y corto plazo de los años 2008 a 2013 entre la suma del

capital empleado total. En Día S.A. la proporción de Deuda sobre FP es 51,91%; por tanto, en Día la deuda representa casi la mitad de los FP, mientras que en Caprabo la deuda en comparación con los FP es mucho menor (37,52%).

Por otro lado, también se necesita el activo libre de riesgo (R_f) que es la tasa de rendimiento que generan los distintos activos financieros que no tienen riesgo procedente de la insolvencia de su emisor, se suele asociar con los títulos de deuda pública (letras, bonos, obligaciones o pagarés), ya que es casi improbable que el Tesoro Público del país emisor vaya a la quiebra, se asocian a inversiones seguras; en este caso se escoge los valores de los rendimientos del bono a diez años del Tesoro Público Español bajo el periodo temporal del diario del 30 Abril 2013 a 30 Abril 2014 . Y se calcula la rentabilidad promedio de todos ellos.

En segundo lugar, se necesita la Prima de Riesgo (PR), que es el porcentaje de rentabilidad que se espera obtener por invertir en activos con riesgo respecto a la inversión en activos sin riesgo; una prima de rentabilidad por invertir en activos con mayor riesgo.

La fórmula para su cálculo es:

$$PR = R_m - R_f$$

Siendo R_m , la rentabilidad del mercado, para la que se utiliza los valores del IBEX35, que contiene los valores de rentabilidad de las 35 mejores empresas españolas, en cuanto a capitalización, que cotizan en la bolsa y que se utiliza como índice bursátil de referencia de la bolsa española, y por tanto del mercado español.

El periodo temporal utilizado es también el diario del 30 Abril 2013 a 30 Abril 2014, es bastante actual para tener en cuenta los datos más actualizados posibles.

Para el cálculo de la rentabilidad se utiliza la siguiente fórmula:

$$Rentabilidad = \text{Ln} * \frac{\text{Precio } t}{\text{Precio } t-1}$$

Se realiza el promedio de dichas rentabilidades y como los datos son en base diaria, el resultado de dicho promedio es multiplicado por 365, para establecer la rentabilidad del Ibex35 en base anual, y poder utilizarla junto con la rentabilidad del activo libre de riesgo.

De esta manera, la rentabilidad calculada en el mercado (R_m) es 31,057%; no es una rentabilidad muy grande pero se entiende si se explica en los tiempos de crisis que se están viviendo.

Se muestra una tabla con los datos necesarios que se han nombrado:

Tipo Impositivo	21%
Activo libre de riesgo (Rf)	4,090%
Prima de Riesgo (PR)	26,967%
Tipo de Interés préstamos (Kd)	6,550%
Kd × (1 - T)	5,174%

Una vez obtenido estos elementos comienzan los cálculos a realizar:

En primer lugar se calcula el riesgo de la deuda (βd), despejando la βd de la siguiente fórmula:

$$Kd = Rf + \beta d \times PR \rightarrow \beta d = \frac{Kd - Rf}{PR}$$

A continuación, se calcula el riesgo del sector $\beta_{apalancada}$ con los datos de las cotizaciones de Día S.A. y del IBEX35 diarias del 30 de Abril de 2013 a 30 de Abril de 2014, a partir de ellas se calculan sus rentabilidades con la formula anterior: $\text{Ln} * \frac{\text{Precio } t}{\text{Precio } t-1}$ y con la siguiente fórmula se obtiene la beta del sector: $\beta_{apalancada} = \frac{\text{Cov}(\text{IBEX}; \text{Día S.A.})}{\text{Var}(\text{IBEX})}$ se trata de una beta apalancada, es decir, con deuda debido a que ha sido calculada a partir de datos de Día S.A. con su estructura financiera.

En segundo lugar, se calcula la beta desapalancada, sin deuda, del negocio βu o lo que es lo mismo calculamos el riesgo de Caprabo eliminando el riesgo financiero de la compañía comparada, es decir, de Día S.A. mediante: $\beta u = \frac{\beta_{apalancada}}{1 + 1-t \times \frac{D}{E}} \rightarrow \beta d = 0$

Este riesgo del negocio βu lo incorporamos en el cálculo del riesgo de los Fondos Propios de Caprabo (βe) incorporando la proporción de deuda que tiene Caprabo, volvemos a apalancar la beta, con la siguiente fórmula:

$$\beta e = \beta u \times 1 + 1 - t \times \frac{D}{E} - \beta d \times \frac{D}{E}$$

En esta fórmula, a diferencia de la utilizada en la beta del negocio, se tiene en cuenta el riesgo de la deuda de Caprabo (βd) porque así se tiene en cuenta toda su estructura financiera, además es un riesgo muy pequeño y su ausencia tampoco comporta cambios muy notables.

De esta manera se consigue hallar el coste de los Fondos Propios (K_e) con el Modelo CAPM: $K_e = Rf + \beta e \times PR$

Hallados el coste de la deuda por un lado (K_d) y el coste de los fondos propios por otro (K_e) se puede calcular el WACC o Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC), ponderando cada coste por su estructura de financiación ajena y propia calculada anteriormente:

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

Y finalmente, ya se tiene la tasa de actualización correspondiente para actualizar cada FCL al momento cero.

En el Anexo 7, se muestran los valores de cada uno de estos cálculos.

Se destaca el bajo valor que tiene el riesgo de la deuda de Caprabo (β_d), tan solo un 0,091 que por tanto, otorga mayor riesgo al de los fondos propios (β_e), un 0,105. Pero el coste de cada fuente de financiación es bastante parecido, así el de la deuda es (K_d) 6,550% y el de los fondos propios (K_e) 6,936% que ponderados por la utilización de cada fuente en la estructura financiera de Caprabo (mayor la utilización de FP) forman un coste medio ponderado de las fuentes de financiación (WACC) de 6,456%

4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA; INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

La valoración de la empresa se consigue con la suma de las actualizaciones de los FCL a la tasa de actualización y elevada al periodo correspondiente, más el cálculo del Valor Residual. Esto da cuál es el valor de la empresa de los próximos cinco años a día de hoy.

$$Valor\ empresa = \frac{FCL_t}{(1 + WACC)^t} + \dots + VR$$

El valor de Caprabo a día de hoy, para los próximos cinco años varía según en que nivel se sitúe la tasa de crecimiento (g) esperada del Valor Residual, sin embargo, todos los resultados son positivos, lo que significa que Caprabo va a generar unos flujos de caja actualizados positivos superiores a la suma de los valores actuales de los gastos e inversiones necesarias, Caprabo va a ser una empresa rentable en los próximos cinco años.

Conforme la tasa de crecimiento aumente, el valor residual también lo hace y así el valor de Caprabo también se verá favorecido. Que la tasa de crecimiento aumente significa que se espera que en global Caprabo en el futuro aumente su actividad económica, sin embargo ésta se debe establecer siempre con cierto sentido, ya que tasas excesivamente grandes

carecerían de sentido y provocarían valoraciones de la empresa negativas al ser mayores que la tasa de descuento.

Calibraciones tasa de crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,0%
Valor residual	9.355	9.386	9.417	11.306	11.768	12.267	12.808	13.397	13.711
Valor empresa	9.630	9.661	9.692	11.581	12.043	12.542	13.083	13.671	13.986

No son valores muy positivos para una empresa de la magnitud que tiene Caprabo con presencia nacional, varios años funcionando y siendo uno de los que mayor cuota de mercado abarca, sin embargo, se debe señalar que éstos han sido calculados en un contexto actual de profunda crisis económica, bajo el supuesto de bajada de las ventas en un 5,3%, y a pesar de ello, la valoración se espera positiva, por lo que no son tan malos datos.

De nuevo destacar, el consejo de reinvertir los beneficios en mejorar el servicio y productos, de manera que torne en el futuro las ventas positivas.

Además, se observa que Caprabo dedica mayor parte de su estructura financiera a los FP que a la deuda (Anexo 8), en concreto un 27% se dedica a la deuda sobre todo el capital empleado.

De manera que, si se observa el riesgo consecuente de la deuda (β_D), este resulta pequeño

$\beta_D = (Kd - Rf) / PR$	0,091232211
----------------------------	-------------

Por lo que, se puede beneficiar de este hecho con aumentos de los tipos de interés que le reporten beneficios.

5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

En este apartado se estudia cuál es el efecto que tienen variaciones de los diferentes elementos que se emplean en el cálculo de la valoración final de Caprabo para los próximos cinco años.

5.1. Prima de Riesgo

En primer lugar se estudia la variación de la PR, es un elemento importante a tener en cuenta ya que afecta a la hora de calcular los costes de las fuentes de financiación.

Para su cálculo se había establecido como activo libre de riesgo el rendimiento del bono español a diez años, así que para el análisis de sensibilidad se estudia como varía la valoración de Caprabo si se escogen los rendimientos del bono español a un año con el

mismo periodo temporal de diario 30 Abril 2013 a 30 Abril 2014; además en el anterior cálculo de la prima de riesgo se tuvieron dudas sobre si coger los rendimientos del bono a diez años o a un año, así que por ello se analiza como afectaría.

Se realiza la misma formula anterior para el cálculo de la prima de riesgo y se comprueba que el rendimiento del activo libre de riesgo aumenta, y por tanto, la prima de riesgo es menor:

PR = Rm - Rf		
Rm =	31,057%	31,057%
Rf =	4,090%	6,146%
PR =	26,967%	24,911%

Con bono español a 10 años Con bono español a 1 año

La disminución de la prima de riesgo afecta, en primer lugar a un riesgo de la deuda mayor (β_d) (el coste continúa siendo el mismo, K_d), lo que afecta a un riesgo de los fondos propios de Caprabo mayor (β_e), y que se traduce en un coste de los mismos también en aumento (K_e), por tanto, un mayor WACC (mayor coste de las fuentes de financiación); lo que ocasionará menores valores de los flujos de caja libre de la empresa y por tanto, menor valor de la empresa. (en el Anexo 9 se observan detalladamente los cálculos necesarios para llegar hasta el WACC, así como los valores comparativos de los FCL y de la empresa con los iniciales) :

	WACC nuevo	WACC inicial							
WACC	6,85%	6,46%							
			2014	2015	2016	2017	2018		
FCL			-	10.741,94		1.126,6			
			13.048,055	3	2.096,485	65	598,939		
FCL actualizados nuevos			-			864,50			
			12.212,071	9.409,574	1.718,789	8	598,939		
tasas crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%	2,00%
valor residual	8.818	8.846	8.874	10.539	10.941	11.37	11.838	12.34	12.60
valor empresa nuevo	9.198	9.226	9.254	10.919	11.320	11.752	12.218	12.720	12.988

Como conclusión, a mayor rentabilidad del activo libre de riesgo, la prima de riesgo será menor, y esto traerá consigo una valoración de Caprabo menor. Sin embargo, las diferencias entre escoger el bono a 10 años o a 1 año, no traen consigo magnitudes muy diferentes, por lo que no es muy significativo escoger las rentabilidades de uno u otro bono; la valoración de Caprabo para los años venideros continua siendo positiva aunque algo pequeña para sus dimensiones, como ya se ha explicado.

5.2. Importe Neto de la Cifra de Negocios

En segundo lugar se analiza como afectaría una posible variación del importe neto de la cifra de negocio del primer año, es decir, de las ventas.

Debido a que el mercado es un sistema muy complejo y lleno de incertidumbre, no se tiene la completa certeza de posibles acontecimientos que pueden dar cambios bruscos en el consumo de la población, por tanto, aunque en un principio se haya establecido que las ventas van a seguir una disminución del 5.30% visto el estado actual de la economía española y siguiendo el promedio de variación de los años anteriores disponibles, se va a estudiar un posible aumento de las mismas atendiendo a posibles cambios favorables en el entorno que provoquen aumento del consumo, y generen aumento de las ventas.

Tal y como informa una noticia de Abril de 2014 de la página web La Vanguardia, “el Fondo Monetario Internacional sube su previsión del PIB para España al 0.9% en 2014 y al 1% en 2015”

Se incorporan estos cambios del PIB como crecimiento en las ventas, manteniendo el porcentaje de 2015 como constante el resto de los años y se analiza como afectará a la valoración de Caprabo.

Lógicamente, si las ventas aumentan, los gastos de explotación también, así que estos variarán en el mismo porcentaje que el importe neto de la cifra de negocios (ventas). Los cálculos se observan en el Anexo 10.

Se continúa con el cálculo de los FCL, tras las variaciones nombradas y manteniendo el resto de partidas constantes. (Anexo 11)

FCL nuevos	-4.330	27.743	26.947	33.391	39.841
FCL iniciales	-13.048	10.742	2.096	1.127	599

La tasa de descuento continúa siendo la misma que la inicial, pero cambian los FCL actualizados:

Tasa de descuento	1,06456				
FCL actualizados nuevos	-4.068	24.480	22.336	25.999	29.140
FCL actualizados iniciales	-12.257	9.479	1.738	877	438

Y finalmente los resultados de la nueva valoración de Caprabo:

tasa de crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%	2,00%
valor residual	455.128	456.645	458.171	550.069	572.538	596.820	623.144	651.779	667.061
valor de la empresa nuevo	553.016	554.533	556.059	647.957	670.425	694.707	721.031	749.667	764.949
valor de la empresa inicial	9.630	9.661	9.692	11.581	12.043	12.542	13.083	13.671	13.986

Queda claro, que el valor de la empresa es mayor e incorpora una tendencia positiva; por tanto, a Caprabo como a todo el resto de empresas del sector les beneficiaría un aumento de las ventas, es decir, del consumo, porque aumentaría sus ingresos; y aunque también se aumentarían los gastos relacionados con las ventas, la influencia final sería positiva siempre que se mantengan en la misma proporción que ahora.

Se debe observar la tremenda diferencia que se genera cambiando el contexto de crisis en que se realiza la valoración final inicial de Caprabo por un escenario con cierta, aunque pequeña recuperación económica (tan sólo un 1% aumentan las ventas).

Se infiere pues, que es imprescindible contribuir, en la medida de lo posible, a generar una reactivación del consumo, por pequeña que sea, visto el gran impacto positivo que generaría en las empresas y que traería consigo más impactos positivos para la sociedad española.

Entre estos impactos positivos para la sociedad, cabe destacar que este aumento de ventas también generaría un aumento de las necesidades de personal, de esta forma este tipo de empresas contribuirían a generar empleo en España; así como un aumento de las necesidades de los aprovisionamientos, es decir, un aumento también de las ventas que realizan a sus proveedores.

5.3. Tipo de Interés

En tercer lugar se estudia como afecta el tipo de interés; para la valoración de Caprabo inicial se ha utilizado como coste de la deuda (Kd) el 6,55%, como resultado del promedio de cuánto ha supuesto en los cinco años disponibles (2008-2013) los gastos financieros sobre la deuda total a largo y corto plazo.

Para este caso se utiliza el tipo de interés del último año disponible, es decir, del 2013, que del mismo modo se ha obtenido sobre cuánto ha supuesto los gastos financieros de ese año sobre la deuda total a largo y corto plazo, y como resultado el coste de la deuda para el estudio será de 11,97%.

Se justifica porque se quiere estudiar de qué manera una subida del tipo de interés puede afectar a la valoración de Caprabo en los próximos años; esta subida es un hecho bastante probable ya que, dada la situación de crisis económica puede ocasionarse una reestructuración de los préstamos que las entidades bancarias otorgan a las empresas con subidas de los tipos de interés.

Lógicamente el riesgo de la deuda también será mayor (β_d), esto provocará que el riesgo de los fondos propios (β_e) disminuya puesto que ahora Caprabo tiene mayor riesgo en su empresa derivado del mayor coste de la deuda, depende más, hablando en términos de riesgo, de este riesgo creciente de la deuda que de los fondos propios; así que el coste de los fondos propios también disminuirá (K_e).

Todo esto traerá un WACC, o coste de las fuentes de financiación menor, porque Caprabo tiene formada su estructura financiera con mucho mayor peso destinado a los fondos propios (73%), y estos disminuyen (Para observar resultados nuevos Anexo 12)

Finalmente, el valor de los flujos de caja libres de Caprabo para los próximos cinco años es mayor, porque la media del coste ponderado de las fuentes de financiación han disminuido (4,978%):

	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	-13.048,05	10.741,94	2.096,49	1.126,67	598,94
tasa de descuento	1,0498	1,0498	1,0498	1,0498	1,0498
FCL actualizados nuevos	-12.429,29	9.747,29	1.812,15	927,68	469,77
FCL actualizados iniciales	-12.256,78	9.478,61	1.737,74	877,24	438,06

De esta forma, los nuevos valores de Caprabo son:

tasas de crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%	2,00%
valor residual	12.159	12.211	12.264	15.613	16.495	17.478	18.581	19.827	20.512
valor empresa nuevo	12.687	12.739	12.791	16.141	17.022	18.005	19.108	20.354	21.040
valor empresa inicial	9.630	9.661	9.692	11.581	12.043	12.542	13.083	13.671	13.986

De esta manera, se concluye que aunque el tipo de interés aumente, no genera una disminución de la valoración de Caprabo puesto que su estructura financiera otorga mayor peso a los fondos propios. Es más, el valor de la empresa final aumenta considerablemente con respecto al inicial, Caprabo resulta beneficiada de esta subida de los tipos de interés y debería aprovechar este hecho.

5.4. Tasa de Crecimiento

En cuarto lugar se estudia la influencia de la tasa de crecimiento (g). Se conocen varias formas para calcularla, por ello se analiza como afectaría el cálculo de cada una de ellas.

Por un lado, si establecemos la tasa de crecimiento como el promedio de variaciones de los flujos de caja libres calculados previsionales para los años 2014-2018, la g se determina en 11%:

	2014	2015	2016	2017	2018	
FCL	-13.048,05	10.741,94	2.096,49	1.126,67	598,94	PROMEDIO
Variaciones:		17,7%	-80,5%	-46,3%	153,2%	11,0%

Pero de esta manera, los valores de Caprabo empeoran de forma notable, ya que la tasa de crecimiento es excesivamente grande para establecer el valor residual, no se puede establecer que la empresa vaya a crecer en un 11% el resto de años, tal y como está la economía española y su sector, y con la incertidumbre que existe en el mercado:

Calibraciones tasa de crecimiento	11,0%
Valor residual	-14.559,54
Valor empresa	-14.284,67

Si escogemos la fórmula del Manual de Manuel Revellos por la que establece que la tasa de crecimiento se puede calcular de esta manera: $g = \frac{\text{Inversiones Inmobiliarias} - \text{NOF}}{\text{Patrimonio Neto}}$ Caprabo no dispone de datos de inversiones inmobiliarias pero se establece la hipótesis del esquema A1, que dice que el incremento de nuevas inversiones será igual a la dotación a la amortización por el supuesto de que son sólo inversiones de reposición.

	2009-2013
$g = (\text{inversiones inmob} - \text{NOF}) / \text{PN}$	25,19%
Inv. Inmob = Suma DEA	128.952,00

Suma NOF	-248.073,00
Suma PN	1.496.896,00

De esta forma, el valor residual se hace muy negativo, y afecta desfavorablemente a la valoración global de Caprabo:

Calibraciones tasa de crecimiento	25,19%
Valor residual	-4.002,88
Valor empresa	-3.728,02

Por todos estos resultados, es conveniente establecer una calibración de la tasa de crecimiento de valores razonablemente crecientes pero sin exageraciones, tal y como se ha hecho en la valoración inicial, estableciéndola en un rango de 0.5% a 2%, donde habitualmente se suele ubicar.

5.5. Deterioro

Para con el deterioro también se tuvieron problemas porque si se establecía la misma variación que en el resto de elementos, es decir, el promedio de variación de los cinco años disponibles, el resultado era que el deterioro debía aumentar en un 660%, resultado que carece de sentido; por ello se estableció como despeje de la previsión de BAIT (explicado más detalladamente en el subapartado 3.2.1. Cuenta de Resultados).

Así que en este apartado se estudia como afecta variaciones del deterioro en la valoración de la empresa, ya que Caprabo tiene gran cantidad de gasto dotado a este elemento, y resultará significativo en los próximos años.

Si Caprabo logra reducir este gasto en un 20%, resultará una mejor valoración de la misma para los próximos años, consecuencia de resultar unos flujos de caja libres mayores (Anexo 13).

		2014	2015	2016	2017	2018			
FCL actualizados nuevos		-11.710,33	9.931,23	2.038,43	1.017,56	441,33			
tasas de crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%	2,00%
valor residual	9.425	9.456	9.488	11.390	11.856	12.359	12.904	13.497	13.813
valor empresa nuevo	11.143	11.174	11.206	13.109	13.574	14.077	14.622	15.215	15.531
valor empresa inicial	9.630	9.661	9.692	11.581	12.043	12.542	13.083	13.671	13.986

Finalmente, se observa como la valoración global de Caprabo para el futuro mejoraría considerablemente, por lo que esta empresa debería estudiar como reducir el gasto que le supone esta partida en el cálculo de sus FCL.

6. CONCLUSIONES

Caprabo se encuentra en un sector cada vez más competitivo dada la creciente tendencia hacia la concentración local, donde dominan sólo unas pocas compañías; es por ello, que tiene que luchar por intentar mantenerse entre las principales compañías en el reparto de la cuota de mercado. Debe tratar continuamente de estar al día, por ejemplo, realizando inversiones en la propia compañía para adaptarse a los cambios, pero siempre con un control exhaustivo sobre su estructura de costes para que no se le desborde y origine mayores necesidades de financiación externa que le hagan insolvente.

Este control sobre sus costes, se aconseja que sea sobre todo, en los costes de ventas (Gastos de Explotación); se ve en la siguiente tabla que es la partida que forma el grueso de gastos que disminuye sus flujos de caja futuros, por ello convendría a Caprabo intentar la reducción de gastos de alguna de las partidas que forman este coste, es decir, de los aprovisionamientos, gastos de personal u otros gastos de explotación. Esta sería una de las formas de aumentar los flujos de dinero que se estima recibir.

	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos de explotación / Ingresos de Explotación	97,85%	98,19%	98,51%	98,82%	99,08%

Para reducir los aprovisionamientos debería estudiar la forma en que gestiona sus almacenes, si es totalmente eficiente y si existe alguna otra forma de aprovechar al máximo el espacio y por tanto, reducir los costes que ocasiona. Reducir los gastos de personal conlleva despidos y reestructuraciones del personal en sitios con demasiados empleados a sitios donde hagan más falta, pero estas decisiones se deben llevar con cautela porque con la situación económica y de parados actual, no sería muy bien vista. Y por último para reducir otros gastos de explotación se deberían observar los gastos derivados de servicios exteriores que Caprabo tiene contratados y los tributos, en los que poco o nada puede hacer.

Por otro lado, destacar que Caprabo en los próximos años no se estima que vaya a ser necesario que acuda a más financiación ajena, tal y como nos indican sus Necesidades del Fondo de Rotación negativas que se han explicado anteriormente. Esto es un punto importante si consideramos que cada vez menos parte del beneficio resultante de su propia actividad (Resultado de Explotación) va a ser necesario para pagar gastos financieros de la

deuda, obteniendo mayor cantidad para su propio beneficio, y por tanto, para lo que convenga más necesario utilizarlo, como reinversiones en la empresa.

Además, tal y como se expone en el apartado de Sensibilidad del tipo de interés, una de las ventajas de las que puede aprovecharse Caprabo, es del poco peso que tiene en su estructura financiera de la deuda, lo que ocasiona un riesgo de la misma muy pequeña, y ante posibles subidas del tipo de interés de los préstamos contratados, Caprabo verá mejorado su valor futuro.

Como se ha visto también, la tendencia de las partidas de Caprabo es negativa, tanto en su resultado de explotación como en sus flujos de caja libres, consecuencia de establecer como hipótesis una reducción de las ventas constante, es decir, en este trabajo se valora a Caprabo desde un escenario algo pesimista, pero justificado por los tiempos de crisis económicos que se están viviendo.

Además, el mercado es un sistema muy incierto y es cierto, que pueden variar las estimaciones de ventas y tornarse en variaciones positivas que probablemente aumentarán el valor actual de Caprabo, como se ha visto en el apartado de sensibilidad del importe neto de la cifra de negocios, siempre que los costes derivados de este aumento de ventas no aumenten en mayor proporción. Pero basándonos en tal y como está el consumo español, con tendencia al ahorro y consumo controlado, se mantiene la variación de ventas negativas, por tanto, Caprabo puede realizar ciertas acciones comerciales para reflotar este consumo y tornarlo positivo.

Ya afirma que uno de sus objetivos es cerrar el año con 50 establecimientos más, completamente adaptados a la nueva modernidad y renovar otros tantos de ellos. Acciones de este tipo, además de campañas publicitarias, más productos nuevos o promociones ayudarán a que la base de su crecimiento aumente (las ventas) y se coloque como líder del mercado de comercialización y distribución al por menor de productos básicos.

Sin embargo, debe tener cuidado porque todas estas medidas llevan consigo unos gastos e inversiones cuya viabilidad debe ser estudiada, ya que el margen del que dispone no es especialmente grande, refiriéndose con este margen a los flujos de dinero estimados que va a tener disponibles en los próximos años (FCL).

Otro de los elementos que tiene que tener en especial consideración son los resultados financieros, estos son negativos en la cuenta previsional para los años 2014 a 2018, debe mantenerlos de manera que no provoquen resultados del ejercicio negativos. Aunque en

este caso la tendencia negativa, derivado de la disminución de gastos financieros hablada antes, le favorece.

En resumen, se esperan unos resultados positivos de Caprabo en los próximos cinco años (FCL), y va a resultar una empresa solvente, moviéndose sus posibles resultados en un rango de 9.600€ y 14.000€, según resulte finalmente la tasa de crecimiento (entre 0,5% y 2%).

Pero deberá prestar atención a que los gastos de ventas no se exageren, y debería dedicar acciones a aumentar el consumo, por ejemplo con reducciones de precios que es la ventaja competitiva de su mayor competidor, Mercadona; pero sin olvidar su propia ventaja competitiva de ofrecer gran cantidad de surtido y variedad.

Se recalca que en este trabajo se estudia a Caprabo en un escenario de crisis económica, con una reducción de ventas constante durante los próximos años del 5,30%, y aún así se estiman resultados positivos. Queda estudiada una posible variación, muy pequeña (1%) de las ventas, que trae como consecuencia unos resultados futuros mucho más razonables dadas las dimensiones y características de una empresa como Caprabo, con presencia nacional y años de experiencia e historia, estos posibles resultados se mueven entre los 553.000€ y los 765.000€, de nuevo dependerá de en qué valor se determine la tasa de crecimiento. Pero se insiste en que se ha elegido la hipótesis de reducción de ventas debido a la incertidumbre del mercado y la profunda crisis económica sufrida, cuya recuperación no se prevé con consecuencias positivas inmediatas en los próximos años sobre el consumo de este tipo de comercios.

7. BIBLIOGRAFÍA

7.1. Páginas web

<http://www.caprabo.com/es/home/>

<http://www.granconsumo.tv/distribucion/distribucion-base-alimentaria-y-general/eroski-refuerza-las-relaciones-comerciales-con->

<https://www.mercadona.es/ns/index.php>

<http://www.carrefour.es/grupo-carrefour/carrefour-en-espanya/>

<http://es.wikipedia.org/>

<http://www.alcampo.es/>

<http://franquicias.simply.es/>

<http://www.expansion.com/2014/>

<http://edirectivos.dev.nuatt.es/articulos/1000002520-el-presupuesto-como-estrategia-empresarial-los-casos-mercadona-y-caprabo>

<http://www.alimarket.es/noticia/147769/Caprabo-recupera-sus-valores-de-manera-radical->

<http://www.marketingnews.es/distribucion/noticia/1070227028805/caprabo-renueva-programa-fidelizacion.1.html>

<http://www.diacorporate.com/es/>

<http://www.kantarworldpanel.com/es/Noticias/Noticias/wpd2014>

<http://www.lamarea.com/2013/12/05/pequeno-comercio/>

<http://www.elconfidencial.com/economia/>

<http://www.buenastareas.com/ensayos/Diferencia-De-Supermercado-e-Hipermercado/3717293.html>

<http://www.marketing4food.com/>

<http://www.marketingnews.es/distribucion/noticia/1081875028805/caprabo-reivindica-libertad-eleccion-campana.1.html>

<http://info.elcorreo.com/graficos/2013/cuota-supermercados/>

<http://www.lavanguardia.com/economia/20140408/54405592423/fmi-sube-prevision-pib-espana-0-9-2014-1-2015.html>

7.2. Documentos

Análisis del Comercio al por menor español, Marzo 2012. Confederación de Comercio de Cataluña.

Informe Promarca. The Brattle Group.

Informe sobre las relaciones entre fabricantes y distribuidores en el sector alimentario. Comisión Nacional de la Competencia

Informe Worldpanel Distribución 2014. Kantar Worldpanel

Libro Caprabo 1959-2009

Documento de Investigación. Métodos de Valoración de Empresas. Pablo Fernández. Noviembre, 2008.

7.3. Bases de Datos

Base de datos científica SABI, de la Universidad Pública de Navarra

Base de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE)

8. ANEXOS

Anexo 1: Formación de la Cuenta de Resultados hasta el Resultado de Explotación para los años 2014 a 2018 (Pág. 23)

Cuenta de pérdidas y ganancias	2014	2015	2016	2017	2018
A) Operaciones continuadas					
1. Importe neto de la cifra de negocios	1.230.552,27	1.165.346,12	1.103.595,19	1.045.116,40	989.736,37
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación					
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo					
4. Aprovisionamientos	-868.381,34	-829.215,00	-791.851,94	-756.203,08	-722.184,71
5. Otros ingresos de explotación	35.434,30	38.273,53	41.340,62	44.653,86	48.232,99
6. Gastos de personal	-168.041,84	-154.269,74	-141.636,79	-130.048,05	-119.416,51
7. Otros gastos de explotación	-202.338,28	-198.349,04	-194.438,69	-190.605,65	-186.848,40
8. Amortización del inmovilizado	-15.855,86	-12.454,68	-9.783,08	-7.684,55	-6.036,17
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras					
10. Excesos de provisiones					
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-2.908,65	-2.564,78	-1.813,85	-901,09	-22,36
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio					
13. Otros resultados					
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13) BAIT	8.460,61	6.766,41	5.411,47	4.327,85	3.461,22

Anexo 2: Resultado Financiero de la Cuenta de Resultados para los años 2014 a 2018 (Pág. 23)

Cuenta de pérdidas y ganancias		2014	2015	2016	2017	2018
14. Ingresos financieros		286,80	94,36	93,23	106,48	120,97
<i>Gastos financieros/ (Deuda a largo y corto plazo)</i>	0,0655					
15. Gastos financieros		-3.384,23	-2.790,44	-2.157,75	-1.483,62	-765,33
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros						
17. Diferencias de cambio						
<i>Deterioro / resultado financiero</i>	0,1799	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros		-557,38	-485,16	-371,51	-247,82	-115,95
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)		-3.654,82	-3.181,24	-2.436,02	-1.624,95	-760,31

Anexo 3: Formación de los Resultados del Ejercicio de la Cuenta de Resultados para los años 2014 a 2018 (Pág. 24)

Cuenta de pérdidas y ganancias		2014	2015	2016	2017	2018
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)		4.805,79	3.585,18	2.975,45	2.702,89	2.700,91
<i>Impuesto sobre beneficios / Resultado de explotación</i>	0,3304					
19. Impuestos sobre beneficios		-2.796	-2.236	-1.788	-1.430	-1.144
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)		2.010,21	1.349,40	1.187,37	1.272,87	1.557,24
B) Operaciones interrumpidas						
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos						
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)		2.010,21	1.349,40	1.187,37	1.272,87	1.557,24

Anexo 4: Formación del BAIT en los Flujos de Caja Libres (Pág. 25)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
+Ingresos de Explotación	1.651.981	1.470.422	1.428.112	1.420.735	1.332.213	1.265.986	1.203.619	1.144.935	1.089.770	1.037.969
-Gastos de Explotación	1.580.979	1.420.281	1.381.670	1.375.652	1.298.903	1.238.761	1.181.833	1.127.927	1.076.856	1.028.449
-DEA	-34.992	-29.555	-25.402	-21.159	-17.844	-15.855	-12.454	-9.783	-7.684	-6.036

- Otros(Deterioro)	-1.500	-4.218	-3.633	-4.475	-4.887	-2.908	-2.564	-1.813	-901	-22,36
BAIT	34.510	16.368	17.407	19.449	10.579	8.460	6.766	5.411	4.327	3.461

Anexo 5: Cantidades de las partidas que forman las NFR durante los años 2013 a 2018 (Pág. 26)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cientes	29.787	28.029,25	26.543,99	26.137,45	23.805,43	22.544,00
Existencias	92.964	41.724,72	37.960,96	36.175,16	34.543,49	32.989,36
Tesorería	10.450	10.566,58	10.684,47	10.803,67	10.924,2	11.046,07
Proveedores	177.822	106.228,47	107.308,66	102.708,60	98.094,28	93.681,97

Anexo 6: Formación final de los FCL (Pág. 27)

	2014	2015	2016	2017	2018
BDT	5.665,02	4.530,63	3.623,39	2.897,83	2.317,55
+DEA	15.855,86	12.454,68	9.783,08	7.684,55	6.036,17
-Incremento Necesidades Fondo de Rotación	-18.713,08	6.211,31	-1.526,91	-1.771,16	-1.718,61
-Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-15.855,86	-12.454,68	-9.783,08	-7.684,55	-6.036,17
FLUJO DE CAJA LIBRE	-13.048,05	10.741,94	2.096,49	1.126,67	598,94

Anexo 7: Valores de los cálculos realizados para obtener el WACC final: (Pág. 33)

Cálculos	
$\beta_d = (K_d - R_f) / PR$	0,091232211
$\beta_{apalancada}$	0,152051567
$\beta_{desapalancada (u)}$ de la compañía cotizada = $\beta_{apalancada} / [1 + (1-T) \times (D/E)]$	0,10783347
$\beta_e \text{ CAPRABO} = \beta_u * [1 + (1-T) \times (D/FP)] - \beta_d \times (D/FP)$	0,10557
Ke con CAPM	6,936%
WACC	6,456%
Tasa de descuento = 1 + WACC	1,064557706

Anexo 8: Distribución de Deuda y FP de Caprabo (Pág. 34)

Deuda a largo y corto plazo (D)	560.698,00
---------------------------------	------------

Fondos propios (Equity)	1.494.536,00
Capital Empleado (D + FP)	2.055.234,00
D/Capital Empleado	27,28%
E/Capital Empleado	72,72%
D/FP CAPRABO	37,52%

Anexo 9: Cálculo del WACC desde una variación de la PR y valores comparativos de los FCL y de la empresa con los iniciales (Pág. 35)

Prima de riesgo inicial	26,97%	10 años
Prima de riesgo con variación	24,91%	1 año
	β_d nueva	β_d inicial
Riesgo de la deuda (β_d) ($\beta_D = (K_d - R_f) / PR$)	0,09876	0,09123
Beta del sector (β_e)	0,15205	Mismas cantidades que las iniciales
β_u	0,10783	
D/FP DÍA S.A.	0,51906	
D/FP CAPRABO	0,37517	
	β_e nueva	β_e inicial
β_e CAPRABO	0,13580	0,10557
Ke con CAPM (Coste de los FP)	Ke nueva	Ke inicial
	7,47%	6,94%
	WACC nuevo	WACC inicial
WACC	6,85%	6,46%

	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	-13.048,055	10.741,943	2.096,485	1.126,665	598,939
FCL actualizados nuevos	-12.212,071	9.409,574	1.718,789	864,508	598,939
FCL actualizados iniciales	-12.256,785	9.478,605	1.737,738	877,239	438,063

tasas crecimiento	0,05%	0,07%	0,09%	1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%	2,00%
-------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

valor residual	8.818	8.846	8.874	10.539	10.941	11.373	11.838	12.341	12.608
valor empresa nuevo	9.198	9.226	9.254	10.919	11.320	11.752	12.218	12.720	12.988
valor empresa inicial	9.630	9.661	9.692	11.581	12.043	12.542	13.083	13.671	13.986

Anexo 10: Variación del importe neto de la cifra de negocios y de los gastos de explotación tras una variación de las ventas (Pág 36)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Importe neto cifra de negocios inicial	1.299.407	1.230.552	1.165.346	1.103.595	1.045.116	989.736
Importe neto cifra de negocios con variación		1.311.102	1.324.213	1.337.455	1.350.829	1.364.338
Gastos de Explotación iniciales	-1.298.903	-1.238.761	-1.181.834	-1.127.927	-1.076.857	-1.028.450
Gastos de Explotación con variación		-1.310.593	-1.323.699	-1.336.936	-1.350.305	-1.363.808

Anexo 11: Cálculo de los FCL tras la variación de las ventas (Pág.36)

+Ingresos de Explotación	1.346.536	1.362.486	1.378.795	1.395.483	1.412.571
-Gastos de Explotación	-1.310.593	-1.323.699	-1.336.936	-1.350.305	-1.363.808
-DEA	-15.856	-12.455	-9.783	-7.685	-6.036
-Deterioro	-2.909	-2.565	-1.814	-901	-22
BAIT	17.178	23.768	30.262	36.592	42.704
-Impuestos	-2.796	-2.236	-1.788	-1.430	-1.144
BDT	14.383	21.532	28.474	35.162	41.560
+DEA	15.856	12.455	9.783	7.685	6.036
-Incremento NOF	-18.713	6.211	-1.527	-1.771	-1.719
- Incremento Nuevas Inversiones	-15.856	-12.455	-9.783	-7.685	-6.036
FCL nuevos	-4.330	27.743	26.947	33.391	39.841
FCL iniciales	-13.048	10.742	2.096	1.127	599

Anexo 12: Formación del WACC tras una variación en el tipo de interés (Pág. 38)

Tipo de interés inicial (Kd)	6,550%
Tipo de interés con la variación	11,97%

	β_d nueva	β_d inicial
$\beta_d = (K_d - R_f) / PR$	0,2921	0,0912
B del sector (β_e)	0,15205	Mismas cantidades que las iniciales
β_u	0,10783	
D/FP DÍA S.A.	0,51906	
D/FP CAPRABO	0,37517	
	Nuevos	Datos Iniciales
β_e CAPRABO	0,0302	0,1056
K_e con CAPM	4,905%	6,936%
WACC	4,978%	6,456%

Anexo 13: FCL tras la variación del Deterioro (Pág. 40)

	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	-12.466,32	11.254,90	2.459,25	1.306,88	603,41
tasa de descuento	1,06456				
FCL actualizados nuevos	-11.710,33	9.931,23	2.038,43	1.017,56	441,33
FCL actualizados iniciales	-12.256,785	9.478,605	1.737,738	877,239	438,063