



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO  
GRADO EN

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS  
GÉNEROS DE PUNTO VICTRIX S.L.

Katherine Eliana Cillo Velasco

DIRECTOR

Elena Ferrer Zubiate

Pamplona-Iruña  
2 de Junio de 2014

## **RESUMEN**

En el mundo de los negocios todas las compañías en algún momento de su vida se ven en la necesidad de responder a sus directivos, propietarios o potenciales inversionistas, cuál es el valor que tiene su negocio. Cuando se habla de valor de la empresa, no se hace referencia al precio que un posible comprador estaría dispuesto a pagar ante una situación de compra venta, sino a la cuantía monetaria que la empresa representa intrínsecamente, más allá del monto que pueda encontrarse en libros.

El valor intrínseco representa un análisis de la empresa, de sus puntos fuertes y débiles y de su posicionamiento en el sector conseguido mediante la estrategia empresarial. En la actualidad existen muchos métodos para realizar la valoración de una compañía, en este trabajo se busca determinar el valor de la empresa Géneros de Punto VICTRIX SL, a través del método de los Flujos de Caja Libres, sabiendo que esta empresa no cotiza en bolsa, se presenta un caso de valoración especial donde se tomara como referencia una empresa comparable que esté presente en el mercado bursátil.

## **PALABRAS CLAVE**

Valor Empresa No Cotizada, Comercio al por mayor de textiles, Flujo de Caja, WACC, Valor Residual,

## ÍNDICE

Introducción	1
Descripción del trabajo a realizar	1
Marco Conceptual de Valoración de Empresas	2
Elección del método de valoración:	
Método de Flujos de Caja Libres (DFC)	6
Contenidos	9
Modelos de negocio: estrategia competitiva de la empresa	9
Plan de negocio	12
Hipótesis y supuestos	15
Cálculo de los flujos de caja libres	24
Cálculo del valor residual	25
Cálculo de la tasa de actualización	29
Valoración de la empresa	36
Análisis de sensibilidad	38
Conclusiones	46
Bibliografía	48
Anexos	

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. Descripción del trabajo a realizar

La valoración de empresas es un campo muy abierto dentro de las finanzas, considerado muy susceptible de variación ya que los profesionales tienen gran influencia sobre el resultado de la misma. Analizar de forma adecuada una empresa y el sector al que pertenece es clave para establecer hipótesis que sean asumibles como lógicas y coherentes y sobretodo, es importante para realizar la correcta valoración de la empresa.

Valorar una empresa es un proceso que busca la cuantificación en una unidad monetaria homogénea de los elementos actuales del patrimonio, junto con la posición que refleja dentro del sector y las expectativas que ofrece sobre el futuro. Este proceso obliga a la investigación de las cualidades económicas más importantes de la compañía, con el último objetivo de dar un valor a la empresa que difiera del precio que la misma pueda tener, ya que este último valor proviene de la negociación y el anterior del potencial de la empresa, todo eso independientemente del método que sea utilizado en ello.

La estimación del valor de una empresa puede realizarse por diferentes circunstancias o motivos, todos ellos encaminados a la búsqueda de la información que permita la toma de decisiones racionales ante una posible compraventa u otros eventos similares y en el caso de que los dueños de la empresa o accionistas soliciten conocer el valor de su negocio. (Alonso, R.2007).

Las aplicaciones prácticas que tienen como base la valoración son distintas, la más importante es la compraventa como se ha mencionado antes, pero también puede encontrarse la necesidad de valorar una compañía en el caso de fusiones y adquisiciones y ampliaciones de capital, situaciones en las que es preciso conocer el valor intrínseco de la empresa, es decir la estimación objetiva del valor actual y potencial de la misma y no el precio o el valor de mercado que el negocio pueda tener, que será determinado en el proceso posterior a la valoración de acuerdo a los criterios de negociación.

Existen diversidad de métodos que pueden utilizarse para valorar un negocio, los cuáles han ido desarrollándose con el paso de los años, lo que les ha llevado a pasar de métodos básicos a métodos más complejos y que tienen en cuenta la mayoría de parámetros que pueden considerarse relevantes de acuerdo a la situación empresarial de cada compañía que se desee valorar.

La empresa Géneros de Punto VICTRIX SL (en adelante VICTRIX SL) será el objetivo de valoración de este trabajo, realizando un análisis del valor de sus cuentas anuales para determinar el valor que se le puede atribuir a esta compañía, que se desenvuelve en el

sector textil, en concreto, en el negocio del comercio al por mayor de prendas de vestir y calzado. Además, dado que esta empresa no cotiza en bolsa, este trabajo supone una valoración que tiene que tomar como referencia alguna empresa que pueda ser comparable, que se asemeje en términos de riesgo económico, perteneciente al mismo sector de la que se desea valorar y que sea una empresa cotizada.

Para valorar VICTRIX SL se incidirá en supuestos sobre la evolución de la empresa basándonos en la información disponible de años anteriores, y se trabajará bajo la hipótesis de continuidad operativa de la compañía en virtud del principio empresarial de funcionamiento.

La información histórica (ANEXOS 1 y 2) que se utilizará para el análisis de las magnitudes de las que se realizará la previsión, será extraída de la Base de Datos SABI que es un Directorio de empresas españolas, ofrece amplia información económica y financiera de unas 15 000 empresas navarras y 1,3 millones de empresas españolas, brinda la posibilidad de realizar análisis e informes sectoriales y de grupos de empresas. Esta base de datos forma parte de las fuentes de información en la web de la Biblioteca de la Universidad Pública de Navarra.

A partir de la información que las cuentas anuales de la empresa ofrezcan se plantearán supuestos sobre la situación actual de la empresa mediante la evaluación de las principales magnitudes que forman dichos estados financieros, todo ello con el objetivo de lograr un conocimiento amplio de la estrategia de la empresa para poder asignarle un valor lo más eficientemente y realista que sea posible.

## **1.2. Marco conceptual de valoración de empresas**

La valoración de empresas considerada por muchos más un arte que una ciencia, debido al grado de subjetividad que fluye de quien realiza la valoración ya que, aunque existen procedimientos teóricos, la subjetividad siempre contrasta con la parte más objetiva de cada una de las personas que realiza la valoración, buscando dar una valoración de la compañía que sea lo más apegada posible a la realidad.

Las empresas se someten a valoración debida generalmente a que están en un proceso de adquisición aunque también puede ser que se encuentren frente a una fusión o escisión, o porque alguno de sus accionistas o acreedores lo haya solicitado, ya que es evidente que en algún momento los propietarios de la empresa deban cuestionarse el valor de su negocio.

Responder a cuánto vale un negocio puede resultar difícil y en ocasiones la contabilidad que trata con información histórica no siempre puede ser de ayuda, además de que el valor de los fondos propios no siempre ni necesariamente tiene que reflejar el valor de la

empresa. Dentro este último se encuentra incluido el potencial de la empresa para genera beneficios futuros mientras que en el valor contable de los fondos propios no está disponible; cabe decir, por tanto, que como herramienta la contabilidad puede ser muy útil pero no ofrece una respuesta por sí misma al valor de una empresa.

Es fundamental tener en cuenta que valor y precio no tienen estrictamente porque coincidir. En los procesos de venta el precio solo se llega a conocer el día en que se firma la compraventa, y todo lo anterior a esto es solo negociación, reflejando el precio el valor concreto de una compañía en una fecha determinada que depende de la oferta y demanda. Por su parte el valor de una empresa es el que se atribuye a la misma dependiendo del perfil y de los intereses que la compañía ofrezca, es una medida monetaria de los rendimientos que la empresa podría reportar al comprador. Por todo esto, la valoración es utilizada para determinar un rango de valor intrínseco que se puede atribuir a la empresa y que permite una mejora a la estrategia de negociación.

La complejidad vital que caracteriza a cualquier empresa desemboca en la dificultad de establecer una fórmula financiera para valorarla, ya que muchos parámetros como la estrategia, sector, mercado, clientes, riesgo del negocio y el futuro representado como la capacidad de desarrollo, influyen directa y sustancialmente en la determinación de dicho valor.

Existen diversas fórmulas o métodos de valoración y los resultados no son iguales en todos ellos, siendo aconsejable determinar cuál es el método que mejor se adapta a cada caso de valoración. De entre los métodos más usados, se encuentran los patrimoniales o basados en información de balance empresarial y los basados en rentabilidad, que se fundamentan en la capacidad del negocio para crear riqueza o generar rendimientos y que obligan a meditar sobre la rentabilidad futura que sea capaz de generar la empresa, lo que implica tener en cuenta un componente de incertidumbre o desconocimiento, aumentando una dificultad adicional al emplear este tipo de métodos de valoración.

Esta ciencia ha pasado de aplicar metodologías elementales como las patrimoniales a las más sofisticadas como las del rendimiento. Desde mediados del siglo XX, la valoración por descuentos de flujos de caja empezó a ser utilizada y con el pasar de los años se ha ido perfeccionando y generalizando hasta llegar a la actualidad, siendo considerada como el método más correcto y de referencia para cualquier tipo de valoración. La Unión de Expertos contables de la Unión Europea lo define como el método teóricamente correcto, debido a que está basado en la metodología financiera del análisis de inversiones que define

el valor de la empresa como la cifra monetaria actual de los flujos netos que se produjeran cada año. (Revello, J. 2012)

Como se ha comentado antes, existen distintos métodos para valorar un negocio, los mismos pueden dividirse en tres grandes bloques: los que se basan en la información patrimonial o de estados financieros, los métodos híbridos y los métodos basados en la rentabilidad.

Los métodos patrimoniales son los más sencillos ya que se calculan a partir de información histórica que proviene de las cuentas anuales de las empresas. Al estar basado en este tipo de información, no recogen el valor intrínseco de continuidad de la empresa ni la capacidad de generación de flujos futuros. Por tanto podemos decir que se consideran métodos estáticos ya que no tienen en cuenta la información a lo largo del tiempo.

Dentro de los métodos patrimoniales se encuentran tres tipos. El primero y más sencillo es el método de Valor Contable o Patrimonial. Su cálculo se basa en el balance del último año del que se disponga información financiera, y consiste en restar al valor del activo total el pasivo total, obteniendo el valor del patrimonio neto que representa el valor que tiene la empresa en el momento de la valoración. El siguiente método patrimonial se denomina Valor Patrimonial Ajustado y se basa en la revalorización del Balance de la empresa. A raíz del conocimiento de que la contabilidad refleja en su mayoría hechos históricos, el hecho de valorar las partidas a valor del mercado, es decir a valor de hoy, puede conseguir una valoración más realista del negocio. Más concretamente, este método tiene en cuenta las plusvalías que los activos que posea la empresa puedan tener, además de los deterioros que los derechos que ostente la misma puedan sufrir. A partir del valor patrimonial ajustado se puede obtener el valor liquidativo, que expresa el valor que tendría la compañía en el caso de que la empresa cierre y se vendan todos sus activos y cancele todas sus deudas. Cabe decir que la consideración de este valor de la empresa se daría solamente en casos extremos ya que conlleva minusvalías de los activos debido a la venta rápida que representa.

El tercer método patrimonial es el de Valor Sustancial, este método permite conocer el valor de la inversión que sería necesaria realizar para poner en marcha una empresa igual a la que se está valorando, además de que funcione en las mismas condiciones. Por todo esto, suele considerarse como el valor de reposición de los activos que se requiere para la explotación del negocio. Este método deja de lado las partidas que no están estrictamente ligadas a la actividad principal de la empresa y por tanto a la explotación.

En el siguiente bloque de métodos de valoración se enmarcan los métodos híbridos. Estos métodos consideran la existencia de un fondo de comercio junto con el valor patrimonial

para la valoración de la compañía. Esta hipótesis representa el concepto teórico de que la empresa vale más de lo que se encuentra reflejado en libros. Como inconveniente de estos métodos, resaltar que dicho valor extra es muy difícil de determinar ya que en la mayoría de casos proviene de intangibles que ostenta la empresa como la marca o la clientela, entre otros buscando cuantificar en ese valor extra la capacidad de la empresa de generar fondos. Estos métodos se pueden agrupar en varios tipos, los más destacables son el método clásico y el de la Unión de Expertos Contables Europeos.

Finalmente, en el tercer bloque de métodos se encuentran los que están basados en la rentabilidad. Estos reflejan la marcha económica potencial de la empresa, además de que tiene en cuenta la capacidad de la empresa para reportar ganancias a sus accionistas en el futuro. Estos métodos sobresalen de los de los bloques anteriores porque no están basados en información histórica únicamente, sino que usan la misma para intentar mostrar los resultados futuros de la compañía. Dentro de estos métodos se encuentran el Valor de la Rentabilidad por Dividendos, que representa la continuidad de la empresa como la existencia de un dividendo perpetuo y constante, calculando bajo este supuesto el valor de la acción a través de la fórmula financiera de Gordon-Shapiro (1956). (Revello, J. 2012)

El otro método que está dentro de los que están basados en la rentabilidad es la valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres, que mejora las particularidades del anterior considerado como un método de correcta aplicación en el caso de una empresa con un periodo de madurez muy prolongado. Por tanto, como la realidad de las empresas es muy diferente, ya que no siempre disponen de liquidez para repartir dividendos y en ocasiones hasta tienen que solicitar ampliaciones de capital, es necesario un método que recoja la capacidad futura de generación de fondos para hacer frente a las obligaciones no solo con los accionistas sino con los acreedores externos, especialmente con la deuda financiera que suele ser en la mayoría de casos la mayor fuente de financiación de las empresas. Este método ha sido definido como el método apropiado para la valoración de empresas y a través del cual se ha introducido el concepto de valor de empresa especificando que el valor teórico más realista de una empresa en un momento concreto es el valor que resulta de actualizar todos los flujos de caja netos futuros que espera producirse en la empresa y que recibirá el inversor. Este tipo de método es el más utilizado en la práctica dentro del ámbito empresarial.

Por último, resaltar que en el entorno de la valoración de los negocios se encuentran una serie de temas relacionados con el área de las Finanzas, que dan lugar a la investigación y desarrollo y a la mejora de cada uno de los métodos que pueden ser aplicados en la misma,



todos ellos surgidos debido al concepto de empresa cambiante y que cada día ve modificada su esencia debido a factores externos como la globalización, la competencia y la mayor eficacia de compra de los clientes.

### **1.3. Elección del método de valoración: Método Flujos de Caja Libres (DFC)**

El método de valoración escogido en este trabajo es un modelo con carácter dinámico y basado en la rentabilidad. La empresa no cotizada VICTRIX SL será valorada por el método Descuento de Flujos de Caja Libres (Discounted Cash-Flow, DFC) se establece como fin primordial mantener el principio de continuidad de la compañía. Por tanto, se asume una vida ilimitada de la empresa y este método en concreto se fundamenta en la rentabilidad futura, tal así que es adecuado el cálculo de Flujos de Caja Libres para proyectos o empresas de duración ilimitada, ya que se evalúa la capacidad de generar flujos monetarios en el futuro para luego ser descontados en función de una tasa de riesgo y conocer su valor actual. El flujo de caja libre de una empresa es el saldo del que se dispone para hacer frente a las obligaciones con las fuentes de financiación, sean estos accionistas o entidades de financiación externa. Se utilizan los Flujos de Caja Libres como base de este método porque al proyectarlos se está reflejando la capacidad de la compañía para continuar con su actividad ya que genera los fondos suficientes para continuar con su explotación y hacer frente a las deudas y recompensar a sus accionistas.

Se ha elegido este método ya que incorpora hipótesis respecto del futuro del entorno económico en el que se desenvuelve la empresa y respecto de los efectos que las estrategias o planes de negocio que la empresa a valorar tenga a largo plazo, y que inciden directamente en el valor actual de la misma. Una de las grandes fortalezas de este método es la consideración de la situación futura de la empresa, es decir, que la valoración no se centra solamente en información histórica, pero esta misma fortaleza puede desembocar en una de las desventajas que puede presentarse en este método como es la subjetividad sobre el futuro que puede llevar a la valoración a incurrir en una sobre o infra valoración.

No se ha considerado el uso de métodos estáticos para la valoración porque se busca reflejar la capacidad de la empresa de continuidad en el mercado, por lo que si se valora respecto de la información histórica que está disponible en sus cuentas anuales, no se estaría considerando la influencia de la estrategia o plan de negocio de la empresa a largo plazo.

Como se ha mencionado en apartados anteriores, el método de Descuento de Flujos de Caja Libres ha sido definido como el método teóricamente correcto según la Unión de Expertos contables, además de ser el más utilizado actualmente. El principio básico de este

método se centra en la proyección de estados contables, para un horizonte temporal determinado, a partir de los cuales se calculan los flujos de caja libres y el valor residual que luego serán actualizados para dar un valor de la empresa en el primer año de proyección.

La metodología a aplicar para la valoración de una compañía por este método puede describirse en varios pasos que permiten aplicar este método de forma ordenada (Revello, J. 2012).

- Definición de un modelo de negocio: este paso se concreta en el análisis de la estrategia competitiva de la empresa. Suele utilizarse el modelo de Análisis de las cinco fuerzas de Porter (1979) en el que se busca determinar las fuerzas más oportunas y las que representen amenazas para la rentabilidad futura de la empresa, así como el grado de competencia y las posibilidades de beneficios en el sector.
- Confección de un modelo financiero de valoración: a partir de la información obtenida mediante la aplicación del análisis descrito en el apartado anterior, es posible elaborar las principales hipótesis que enmarcaran la valoración. Dichas hipótesis deben ser coherentes con el modelo de negocio, con la estructura del sector y con las ventajas competitivas que la empresa ostente, y que a su vez sean fuentes de creación de valor.
- Fijación del horizonte temporal: el número de periodos para los cuales se vaya a realizar la previsión dependerán del tipo de empresa que se valore, es decir, de si el negocio ya ha entrado en una fase de madurez. Se requerirá un horizonte temporal cercano o si por el contrario se trata de negocios que tendrán mayor crecimiento, sea porque hayan despegado hace poco o estén en una fase de poca estabilidad, se necesitará mayor amplitud en el horizonte temporal.
- Proyección de estados contables: de acuerdo al horizonte temporal que se haya seleccionado como el más adecuado para la compañía a valorar, se realizará la previsión de las cuentas financieras (Balance y Cuenta de Resultados).
- Determinación de las partidas más relevantes: a partir de las previsiones realizadas se van a determinar las inversiones a realizar tanto en circulante como en activo fijo, las mismas se determinarán como la diferencia interanual del valor neto de cada una de las partidas.
- Cálculo de los Flujos de Caja Libres: respecto al esquema de flujos de caja que haya sido elegido para la valoración, se obtendrán cada una de las partidas a partir de las previsiones de las cuentas financieras.

- Valor residual: esta partida será el importe que represente la capacidad de la empresa de generar flujos desde el último año de previsión fijado en el horizonte temporal a un punto ilimitado que recoge el principio de continuidad económica de la compañía. Se considera que a partir del último flujo de caja las magnitudes de la empresa crecerán a razón de una tasa  $g$  que será considerada también para la actualización del valor residual.
- Tasa de actualización: esta tasa se denomina coste medio ponderado de capital o sus siglas en inglés WACC (Weighted Averaged Cost of Capital) que se utilizará para descontar los Flujos de Caja Libres en la valoración de la compañía. Esta tasa combina el coste de los fondos propios de acuerdo a la proporción que tengan los mismo en el total de financiación de la empresa y el coste de los recursos ajenos o deuda después de impuestos, también ponderado de acuerdo a su proporción en los recursos totales de financiación.
- Flujo de caja libres descontados al WACC: una vez descontados los FCL y el valor residual para llevar todos los valores al primer año de previsión, se suman todos los valores obteniendo así el valor de la empresa.

Adicionalmente, y debido a que VICTRIX SL es una empresa no cotizada, este trabajo realizará la valoración de la compañía tomando como referencia a otra empresa que sí cotice en bolsa para calcular el coste de los fondos propios. Para ello, se utilizará el modelo de valoración de activos financieros CAPM. Dicha empresa comparable se elegirá de acuerdo al código de clasificación de actividad CNAE que está disponible en la base de datos de la que se extrajo las cuentas anuales de la empresa que se pretende valorar. En este caso la compañía elegida es INDITEX SA, líder en el mercado español de la moda, que realiza actividades económicas similares a la empresa VICTRIX SL que se quiere valorar. La semejanza de riesgo económico entre las dos permitirá obtener la beta de la empresa no cotizada y objeto de estudio de este trabajo, mediante la aplicación del procedimiento Hamada (1972) (Allen, F. 2010) y por consiguiente el coste de los fondos propios de VICTRIX SL.

Además de los métodos descritos hasta ahora, se puede determinar el valor de una empresa mediante la comparación de ratios, este método se denomina Valoración por Múltiplos Comparables, el mismo se basa en utilizar información de empresas del sector similares a la que se desea valorar. Los términos de la valoración pueden incluir magnitudes físicas de la explotación y magnitudes de contabilidad, es una herramienta muy útil para las sociedades que cotizan en bolsa, en este trabajo se aplicará en el apartado de análisis de

sensibilidad la valoración de VITRIX SL respecto de INDITEX SA a través de los ratios más importantes del valor de la empresa sobre las magnitudes de la cuenta de resultados y sobre los Flujos de Caja Libres.

## 2. CONTENIDOS

### 2.1. Modelo de negocio: estrategia competitiva de la empresa

Géneros de punto VICTRIX SL se constituyó en mayo de 1976, su sede social está ubicada en Mataró, España. Esta compañía tiene como actividad principal la confección, distribución y comercialización al por mayor de prendas de vestir para mujer y de calzado, se centra especialmente en el género de punto (4642 código primario NACE). Cuenta con varias filiales (Tabla 1) entre las que cabe destacar Punt Roma Portugal y España, de las que posee el total de la participación y VICTRIX Islas. Ambas son empresas del sector textil, y en calidad de matriz proporciona las prendas de vestir que sus filiales comercializan, además de servicios centrales como informática, finanzas, desarrollo, gestión de tesorería, relaciones públicas, marketing, y los recursos humanos.

Tabla 1: Filiales de VICTRIX SL.

NOMBRE DE LA PARTICIPADA	PAÍS	% DIRECTO
PUNT ROMA PORTUGAL UNIPessoAL, LDA	PT	100,00
VICTRIX ISLAS SL	ES	100,00
VICTRIX LOGISTIC SL	ES	100,00
INVERSIONES Y PROMOCIONES SIMON Y QUIJORNA SL	ES	99,58
PUNT ROMA SL	ES	99,58
CARIBEAN TEXTIL SL	ES	98,00
ACORDFIL SL	ES	95,00
DOSPUNT SL	ES	90,00

Fuente: Base de Datos SABI

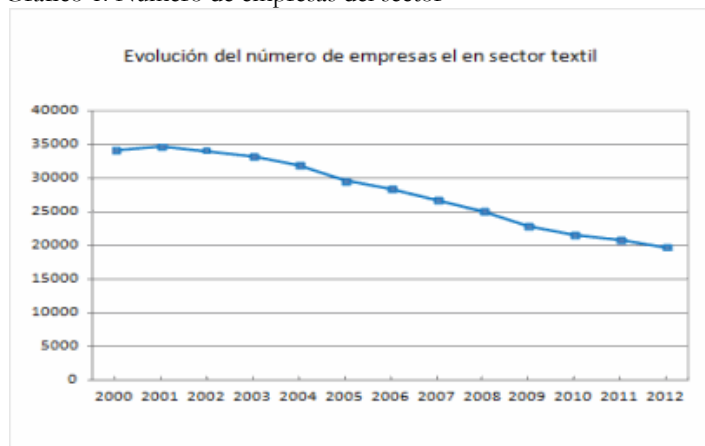
El sector textil en el que esta empresa se desenvuelve comprende una industria muy potente, que se ha caracterizado por ejercer un papel bastante dinamizador para la economía del país y que, gracias a sus cuidados diseños y el mostrar al exterior el buen hacer de lo fabricado en España, ha logrado vender a más de 90 países repartidos en los distintos continentes. Este sector cuenta con una estructura industrial de 2910 empresas, además de ser un importante generador de empleo. En concreto representa el 7% del empleo industrial, y cuenta con una facturación que en 2011 alcanzó casi los de 4000 millones de euros. Las consecuencias de la crisis fueron transformaciones profundas en el sector y con el auge de las tecnologías informáticas se integraron las mismas al proceso de

producción y gestión y se logró un mejor posicionamiento de las empresas y la consolidación de la imagen de sus marcas.

La globalización ha conseguido en España, al igual que en el resto del mundo, que el sector se enfrente a una reestructuración sobre todo a consecuencia del aumento de la competencia de países de Asia donde las empresas disfrutaban de menores costes, lo que las hace más competitivas en precio respecto de las empresas españolas.

Actualmente, el sector se está concentrando ya que van disminuyendo el número de empresas (Gráfico 1), se está generalizando la integración vertical, es decir, de producción-distribución, lo que hace fundamental que se busque fomentar el valor de marca máxime de cara a la internacionalización de las empresas. Dentro de la Unión Europea, el sector español de la confección textil representa la décima parte del conjunto y ocupa el quinto lugar después de Alemania, Italia, Reino Unido y Francia.

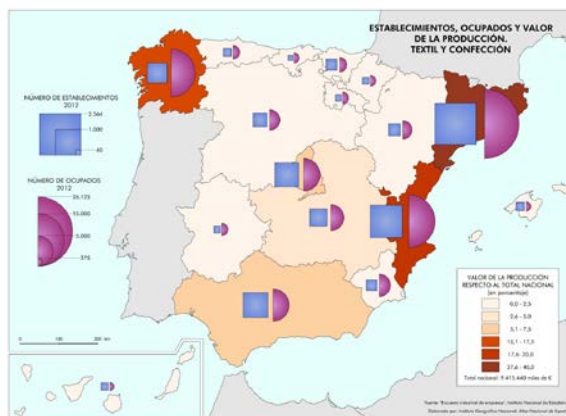
Gráfico 1: Número de empresas del sector



Fuente: Idepa.es

Si nos referimos a nivel nacional (Gráfico 2) la actividad textil de hilado y tejido está concentrada en Cataluña y la Comunidad Valenciana. Sin embargo, la confección y el género de punto están distribuidos por todo el país.

Gráfico 2: Distribución Nacional del Sector Textil



Fuente: Minetur.gob.es

VICTRIX SL ha intentado obtener una estrategia competitiva con la segmentación. Su principal filial, Punt Roma, ha centrado su punto de mira en un segmento que sus grandes competidores desprecian, como es el caso de INDITEX SA. Este segmento está dirigido a las mujeres maduras en concreto de las tallas grandes. En un país como lo es España, en el que el estándar de belleza está limitado por el paradigma de situar la belleza dos tallas por debajo de la estándar, hizo que Rodrigo García en 1976 creara Géneros de punto VICTRIX SL que es hoy la matriz mayoritaria de la cadena de ropa y complementos para mujer, Punt Roma, que abrió su primera tienda en 1997 como un gesto emprendedor, con ropa ajustada a la talla real de la española común, supuso para esta empresa una base fundamental para su posicionamiento dentro del mercado nacional y extranjero de la industria de las prendas de vestir.

Esta empresa con sede en Cataluña cuenta ya con 200 establecimientos en España y más de 140 en el extranjero. Está presente en: Alemania, Andorra, Argelia, Arabia Saudí, Bahrein, Chile, Egipto, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, Eslovenia, Filipinas, Guatemala, Irlanda, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Malta, Méjico, Portugal, Qatar, Rusia y Túnez.

Punt Roma ha logrado un posicionamiento en España y en el extranjero apoyándose en la imagen de Norma Duval. Esta empresa de capital familiar y máxima discreción, está liderada hoy en día por Montserrat García, hija del fundador de la empresa, se posiciona como una firma que ofrece moda para todo tipo de mujer, con gran variedad de estilos, siempre con la máxima calidad y al mejor precio. Su central se encuentra en Mataró (Barcelona), ciudad de gran tradición textil. El enfoque empresarial de la misma es las tallas grandes, el segmento de la mujer madura que busca confort en las prendas del día a día, pero con elegancia y disponibilidad para ser usadas en cualquier ocasión. En concreto, las prendas abarcan desde la talla 38 hasta la 54 para que vestir a la moda no sea considere nunca un problema de medidas.

La estrategia empresarial radica en que la firma se encarga del control de todo el proceso de producción de cada prenda, partiendo desde el diseño hasta la disposición o presentación en la tienda. Tiene como objetivo máximo satisfacer a sus clientas hasta en el más mínimo detalle; esto le permite satisfacer la demanda inmediatamente de acuerdo a las exigencias de la moda y el estilo de sus clientas, dispone de su propio equipo de diseño que se desplaza por las ferias y certámenes de moda internacionales para captar tendencias. El hecho de estar a cargo de todo el proceso de producción le permite el ahorro de costes de intermediación que le supondrían las contrataciones a proveedores y a terceros, no hace publicidad en prensa ni televisión, se da a conocer mediante catálogos de sus colecciones

para cada estación, distribuidos entre sus clientes habituales y repartidos en sus propios puntos de venta.

España ha llegado a ser una referencia internacional del negocio de la comercialización de prendas de vestir, y de la mano de INDITEX SA el mundo ha conocido el modelo de negocio de las firmas españolas. Sin embargo, a nivel nacional otras compañías se están abriendo paso en los mercados internacionales y están mejorando su posicionamiento en el ámbito nacional, este es el caso de Punt Roma que se encuentra dentro de las dieciséis empresas del sector por su tamaño y por su actividad en distintos negocios como ropa calzado y complementos.

Los principales competidores de esta empresa son los grandes de la moda que han decidido atender al mismo segmento ya sea el Corte Inglés con su línea Síntesis de tallas grandes, o AD+ de Adolfo Domínguez, o las internacionales Liz Clairbone, Marina Rinaldi y Elena Miró. Ante el desarrollo del posicionamiento de estas empresas en este segmento en concreto, Punt Roma ha seguido con sus precios competitivos, además de que el cubrir todo el proceso de producción le provee de cierta ventaja en relación a sus competidoras.

## **2.2. Plan de negocio**

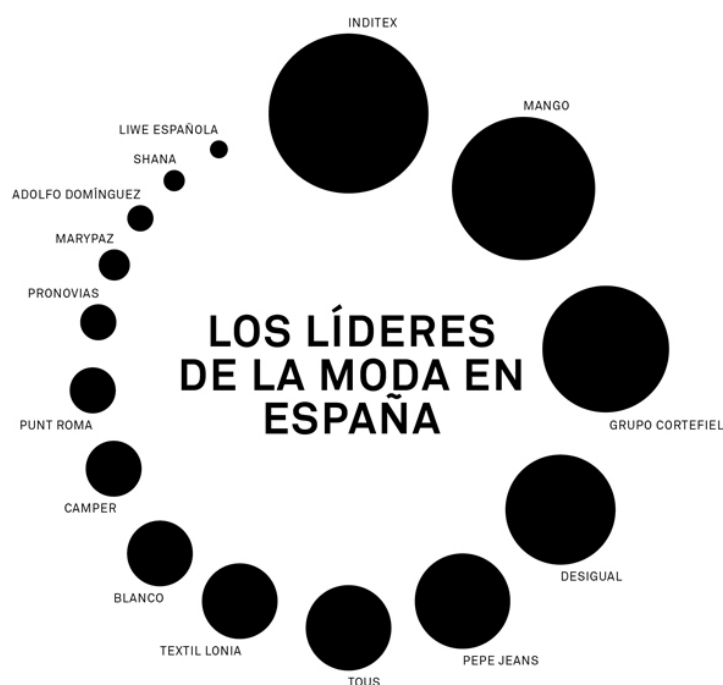
Géneros de Punto VICTRIX SL, empresa que se desea valorar en este trabajo, presenta una clara estrategia de segmentación, logrando una buena posición dentro del sector ya que atiende a los clientes que la mayoría de empresas líderes han dejado de lado, confeccionando y comercializando género de punto de tallas grandes, dirigido al segmento de mujeres maduras. A través de su filial principal, Punt Roma, ha hecho que esta empresa crezca y se expanda desde sus inicios en 1997 y que se haga con un lugar muy respetable dentro del mercado. En los últimos años debido a la crisis económica que ha sacudido la estabilidad del país, el negocio se ha visto afectado como la mayoría de empresas y esto se ve representado en sus estados financieros como por ejemplo las ventas que han experimentado una evolución sin una tendencia clara pero con una bajada muy representativa en el año 2009. Aunque en el año 2010 y 2011 se tiene una recuperación muy considerable, no se llega al mismo nivel del primer año, para finalmente en 2012 volver a descender llegando a ser este el valor mínimo dentro de los cinco años de análisis para esta partida.

Además la empresa no ha realizado inversiones en inmovilizado y su periodo medio de maduración ha variado mucho pero con tendencias muy marcadas ya que ha disminuido sus días de cobro a deudores, ha aumentado los días de pago a acreedores y su rotación de existencias es más rápida. Por esto se asume que la empresa busca mejorar sus condiciones

de financiación espontánea y evitar el estancamiento de stocks pero, sobre todo, mejorar su estado en cuanto a financiación externa.

Como la elaboración de la valoración se considera sujeta al principio de funcionamiento de la compañía, entenderemos razonable asumir hipótesis de crecimiento de los principales parámetros operativos, tanto del Balance como de la Cuenta de Resultados (ANEXOS 1 Y 2) (que se usarán para la proyección y elaboración de los flujos de caja), a pesar de que la variación media de estas magnitudes, como más adelante se explica en más detalle, en los años que se han considerado de referencia (2008 a 2012) muestre porcentajes de variación negativos. Unido a ello, se tiene en cuenta que esta empresa se encuentra en el grupo de principales actores del negocio de la moda en España, según el portal web Moda.es (Gráfico 3). “En el mapa de la moda 2014” patrocinado por el Grupo Sevica, que realiza un análisis de las principales empresas del sector por volumen de negocio, encontramos a Punt Roma, la principal filial de VICTRIX SL, en el décimo lugar de los líderes de la moda que es considerada como parte del grupo de compañías discretas de la moda española y que por estar dirigida a un público de edad superior que el de los principales líderes del sector, como Zara y Mango, se encuentra muy bien posicionada en el mercado y disfruta de una segmento muy poco atendido.

Gráfico 3: Mapa de la moda, 2014



Fuente: Web Moda.es



Además, la firma acaba poner en marcha un nuevo concepto de retail consistente en la venta al por menor o al detalle que busca promocionar organizar, innovar y mejorar sus puntos de venta y que se implantará progresivamente en el resto de sus tiendas con la remodelación de las mismas, lo que hará que la empresa sea la que entrega sus productos al consumidor final mejorando así la masividad y diversidad tanto de productos como de sus clientes. Se ampliarán también sus puntos de venta, que es la esencia del concepto de retail. Esto le permitirá aprovechar los costos comunes como son generalmente los de marketing, administración o diseño de los locales comerciales.

Junto con la expectativa de crecimiento, se une la de internacionalización ya que esta empresa, con el afán de expandirse y hacer llegar sus colecciones a otros países, ha decidido desarrollar su negocio en franquicias a nivel internacional y así lograr estar presente en otros mercados. Esta empresa busca en sus franquiciados una amplia experiencia en retail de moda, concepto que como se ha comentado antes, ha puesto en marcha para posicionarse mejor en el mercado y crecer. Así mismo, ante la internacionalización, la compañía busca mantener su personalidad e imagen y situarse en las zonas más comerciales del área geográfica donde se prevé abrir una nueva franquicia.

Para la elaboración de los Flujos de Caja Libres se tendrá que proyectar las magnitudes que los conforman a partir de los estados financieros (Anexos 1 Y 2) que se han extraído de la base de datos SABI para el periodo de 2008 a 2012. Como ya se ha señalado, se recreará un escenario optimista o de crecimiento debido al principio de continuidad y buen posicionamiento de la compañía en el sector, además de la estrategia de crecimiento de acuerdo al plan de negocio antes mencionado y la expansión del negocio a futuro que esta empresa tiene en sus planes.

En base a la información historia de la compañía que se dispone, se analizarán cada una de las partidas que se requiere para elaborar los Flujos de Caja Libres y determinar así sobre que hipótesis se trabajará en las proyecciones. Se usará el esquema de flujos de caja que se describe a continuación (Gráfico 4):

Gráfico 4: Esquema FCL

FLUJOS DE CAJA LIBRES	
+	Ingresos de Explotación
-	Gastos de Explotación
-	DEA
BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (BAIT)	
-	Impuestos
BENEFICIOS DESPUÉS DE IMPUESTOS (BDT)	
+	DEA
-	Incremento Necesidades Operativas de Fondos (NOF)
-	Incremento Nuevas Inversiones (Reposición = DEA)
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	

Fuente: Elaboración propia

#### 2.2.1. *Hipótesis y supuestos: partidas previsión FCL*

- *Ingresos de explotación:* La primera partida que encontramos en el esquema de flujo de caja libre a utilizar son los ingresos de explotación que están formados por cifra de negocios y otros ingresos de explotación. Estos serán los que surjan de la actividad principal de la empresa, ya que para la valoración se considerarán las magnitudes afectas a la actividad principal como hipótesis principal. En nuestro caso la cifra de negocios en los 5 años de los que disponemos de información está formado sólo por la cifra de ventas, debido a que de la partida prestación de servicios y trabajos realizados por la empresa para su activo no se dispone de información. Además se ha determinado que la partida otros ingresos de explotación no sea considerada para esta valoración ya que además de ser una partida muy inestable que ha pasado de un valor máximo de 1.2 millones de euros a 828 euros como valor mínimo, no se dispone de información para uno de los años; en concreto en el año 2011 esta partida no está disponible, por lo que su proyección y análisis resulta muy poco certero sobre todo porque no disponemos de información para poder determinar las causas de la variación tan inestable de la misma, lo que lleva a esta partida a ser muy difícil de proyectar, por lo que para simplificar la valoración no será tomada en cuenta.

Por todo eso, la partida ingresos de explotación se centrará solo en la cifra de negocios. Para analizar la misma nos enfocamos en la evolución de las ventas de esta empresa que no han presentado una tendencia clara pero para las proyecciones y dentro del escenario optimista se considerará que las mismas crecerán en el porcentaje de variación promedio entre el año inicial (2008) y los dos años donde las ventas han sido mayores (2010 y 2011). Se tendrán en cuenta solo estos tres años y de forma prioritaria el resultado de 2010 y 2011 porque el entorno económico del país en esos años era adverso, pero la empresa se recuperó en ventas respecto de 2009, año en el cual la crisis económica empezó a influir en los resultados empresariales. Se ha considerado este supuesto ya que si nos fijamos solo en el último año o tenemos en cuenta la variación media de los 5 años el resultado estaría muy influenciado por la gran reducción de los años 2009 y 2012 donde las ventas se redujeron entre 15 y 17 millones de euros. Como sabemos la estrategia que a día de hoy la empresa presenta, es lógico pensar que las ventas van a incrementarse, no solo debido a la mejoría del entorno económico sino también a la mejora de su estrategia comercial en los puntos de venta (retail) y a la incursión en nuevos mercados geográficos debido a la internacionalización y a la puesta en marcha del proyecto de franquicias.

La variación en ventas de los años 2010 y 2011 respecto del año 2008 ha sido de un 7.22% y este porcentaje será el que apliquemos al valor de esta partida en el último año (2012) para realizar la proyección de los cinco años siguientes. Además puede justificarse dicha evolución favorable como se ha comentado porque la empresa tiene una clientela muy segmentada y el estar en el grupo de los líderes de la moda en España, aunque no entre los primeros, le provee de una ventaja respecto a sus demás competidores directos en cuanto a prendas de vestir de tallas grandes, contando además con que los más grandes del sector no son competidores directos porque están dirigidos a otros segmentos, lo que deja a esta empresa como líder en ventas para este grupo de clientes. De esta forma es aceptable pensar que las ventas mejorarán en los años siguientes por la estrategia de crecimiento que se ha comentado antes y que pretende adoptar la empresa en su esfuerzo por ser más competitiva y porque la economía española está intentado entrar en un margen de estabilidad y se está centrando en mejorar la

productividad. Todos los datos comentados en este supuesto están disponibles en los Anexos 1 y 2 de este trabajo.

- *Gastos de explotación:* continuando con el esquema de flujos de caja libre que usaremos para la valoración, tenemos las partidas relacionadas con los gastos de explotación de la empresa. De acuerdo a la hipótesis principal, estos gastos serán los que estén relacionados con la actividad principal de la misma. Los gastos de explotación están formados por aprovisionamientos, personal y otros gastos. Analizando la información que disponemos para cada una de estas partidas y comparando cada una de las mismas con la cifra de negocios vemos que mantienen una relación estable a lo largo de todos los años, como se especifica en la Tabla 2 que se muestra a continuación.

Tabla 2: Porcentaje de gastos de explotación sobre el total de ventas

<b>Cuenta de pérdidas y ganancias (%)</b>						
<b>AÑOS</b>	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	<b>Promedio</b>
Ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Aprovisionamientos	81,90%	85,50%	86,10%	86,90%	92,60%	86,60%
Gastos de personal	3,50%	4,60%	3,80%	3,90%	4,40%	4,10%
Otros gastos de explotación	6,90%	8,10%	6,30%	7,70%	9,30%	7,60%
Amortización	0,90%	1,20%	1,10%	1,20%	1,40%	1,20%

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

La relación antes mencionada entre las partidas de gastos de explotación y la cifra de negocios será la base que usaremos la proyección de dichas partidas, exceptuando la de aprovisionamiento como se explica a continuación. Se ha considerado esta hipótesis debido a que la valoración debe basarse en proyecciones que guarden relación con las cuentas financieras históricas, y de esta forma mantenemos estable la representatividad de cada una de las partidas de gastos que usaremos para los flujos de caja libres en función de la cifra de ventas, así se mantendrá una igualdad respecto de las cuentas financieras usadas como referencia de los años 2008-2012.

Una vez explicada la hipótesis de proporcionalidad que usaremos para las proyecciones de las partidas de gastos, describiremos cada una de las mismas.

La partida aprovisionamientos se ha mantenido estable a lo largo de los 5 años en las cuentas financieras que hemos analizado a pesar de la variación en las ventas. Esta partida se ha modificado respecto de la cifra de negocios

de forma correlacionada ya que como sabemos, los aprovisionamientos son los principales inputs de las ventas. Esta partida ha variado de media un 2.10% de acuerdo a la variación interanual, pero dado que se ha asumido que la ventas van a crecer, se va a considerar que esta partida crecerá a un ritmo medio igual a la variación media de que ha tenido entre 2008 y 2012. A esta partida no se le aplicará el porcentaje de proporcionalidad respecto de las ventas que se especifican en la tabla anterior debido a que al ser más del 80.00% de las ventas, podría estar excediéndose en la estimación y dar lugar a flujos de caja negativos lo que influiría negativamente en la valoración. Además teniendo en cuenta que en el año 2008, en el cual se tuvieron unas ventas de casi 81 millones de euros que son las más altas dentro del periodo que consideramos para la valoración, la cifra de aprovisionamientos fue de 66 millones por lo que si partimos de unas ventas de 64 millones que son las de 2012 y a partir de esta vamos a hacer la previsión de los 5 años siguientes, considerar que esta partida de gasto va a crecer el 80% de lo que crecerá la partida de ventas es demasiado negativo aunque parece lógico pensar que si se va a vender más se necesitará más consumo de inputs de materia prima o existencias. Si aplicamos la hipótesis de proporcionalidad se estaría incurriendo en un exceso de consideración de gasto que ejercería una influencia negativa, todo esto basándose en la información de años anteriores y la relación del consumo respecto de las ventas.

Además, de los gastos de aprovisionamiento otra partida que forma los gastos de explotación son los gastos de personal. Esta partida ha estado cercana a los tres millones de euros en cada uno de los 5 años, es decir, ha mantenido una evolución estable y ha presentado una variación promedio que no alcanza el 1.00%. Destacar que la misma está formada por salarios y cargas sociales, y la variación media se ha calculado respecto de las variaciones de las dos partidas que forman estos gastos. El importe de las cargas sociales ha presentado un claro descenso y representa el 15,00% de los gastos generales de personal y por tanto, la consideramos representativa y no se excluye de los gastos de explotación.

Los gastos de personal representan un 4.00% sobre el importe de la cifra de negocios. Para su proyección usaremos la hipótesis de proporcionalidad que

se aplicará sobre el porcentaje de crecimiento de las ventas; de esta forma se tendrán aproximadamente 2,9 millones de euros de gasto en esta partida en el último año de previsión. Todo esto se considera así ya que es razonable considerar un crecimiento en la plantilla debido a la intención de la empresa de aumentar sus puntos de venta y de introducir el concepto de retail con el objetivo de incentivar sus ventas, además de mejorar la diferenciación dentro de su segmento de clientes buscando una experiencia de compra única. Por todo ello con el concepto de proporcionalidad respecto de la cifra de negocios se busca mantener la relación entre estas partidas.

Finalmente, tenemos la partida otros gastos de explotación que también se incluirá en el esquema de flujos de caja libres dentro de los gastos afectos a la actividad. Esta magnitud ha variado entre 2008 y 2012 un promedio de 2.00% respecto de la variación interanual. Se observa como ha tenido un importe entre los 5 y los 6 millones de euros durante el periodo, para los 5 años siguientes que se usarán para la valoración y siguiendo con la hipótesis de proporcionalidad para la previsión de esta partida se aplicará el porcentaje que la misma represente sobre las ventas multiplicadas por el porcentaje de crecimiento sobre las ventas, es así que sobre el importe del último año esta partida crecerá a razón medio punto porcentual en cada año, llegando así a los 6.1 millones de euros en el último año de previsión.

- *Dotación a la amortización:* La tercera partida que forma el esquema de los Flujos de Caja Libres es la de gasto por dotación a la amortización del ejercicio. Concretamente, el supuesto que se tendrá en cuenta para la proyección de esta partida es que además de ser el importe a amortizar anualmente en activos fijos, será el incremento de inversión en activo fijo ya que la hipótesis que marca este supuesto es la de reposición.

Esta partida en el cálculo del flujo de caja libre anual aparece en el esquema en tres ocasiones la primera como gasto al calcular el Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), la segunda con signo positivo añadiéndose al Beneficio después de impuestos (BDT) y finalmente como importe de las nuevas inversiones como hemos explicado antes que serán inversiones en reposición del activo fijo.

Los gastos de amortización presentan una clara tendencia de crecimiento, en concreto han crecido en media un 5,11% en los 5 años de análisis,

partiendo de 736 mil euros hasta llegar a los 898 mil euros. Para la previsión de esta partida, se seguirá con la hipótesis de proporcionalidad y aplicaremos el porcentaje de representatividad de esta partida respecto de las ventas. Así, y considerando que esta partida representa un 1.20% de las ventas, el porcentaje de crecimiento se obtendrá multiplicando el porcentaje anterior por el crecimiento de las ventas. De esta forma la amortización crecerá aproximadamente un 1.00% sobre el importe del último año durante los próximos 5 años.

En la Tabla 3 se muestra la previsión para los 5 años siguientes de cada una de las partidas que se ha detallado hasta el momento y que son la primera parte del esquema de los flujos de caja libre con el que estaremos trabajando para realizar la valoración de la empresa VICTRIX SL.

Tabla 3: Partidas de pérdidas y ganancias proyectadas para los FCL

P y G (previsión)	31/12/2012	%	31/12/2013-e	31/12/2014-e	31/12/2015-e	31/12/2016-e	31/12/2017-e
Ventas	63.878.147,51	7,22%	68.490.278,37	73.435.414,36	78.737.599,12	84.422.612,30	90.518.094,88
Aprovisionamientos	-58.952.288,30	2,06%	-60.165.609,88	-61.403.903,33	-62.667.682,62	-63.957.472,28	-65.273.807,63
Consumo de mercaderías	-58.670.191,09		-58.670.191,09	-58.670.191,09	-58.670.191,09	-58.670.191,09	-58.670.191,09
Consumo de materias primas	-282.097,21		-282.097,21	-282.097,21	-282.097,21	-282.097,21	-282.097,21
Gastos de personal	-2.839.245,44	0,29%	-2.847.570,92	-2.855.920,82	-2.864.295,20	-2.872.694,14	-2.881.117,70
Otros gastos de explotación	-5.929.422,65	0,55%	-5.962.133,63	-5.995.025,08	-6.028.097,97	-6.061.353,32	-6.094.792,13
Amortización del inmovilizado	-898.246,64	0,08%	-898.999,49	-899.752,96	-900.507,07	-901.261,81	-902.017,18

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

- *Inversión en circulante*: el incremento de las Necesidades de Fondo de Rotación (NOF) también denominadas circulante, es la inversión en *Working Capital* y es aquella que excluye la deuda financiera a corto plazo. Se calculan restando a las partidas del activo corriente (clientes, existencias y tesorería) el pasivo corriente (proveedores) y que forman parte del esquema para la elaboración de flujos de caja libres. Se elaboraran de acuerdo a dos hipótesis: la primera de ellas se usara para la valoración inicial y la segunda se verá más en detalle en otra valoración en el análisis de sensibilidad de la valoración. Así:

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

Dónde:

$$\text{Clientes} = \frac{\text{Ventas}}{365} * \text{Días clientes (periodo medio cobro)}$$

$$\text{Existencias} = \frac{\dots}{365} * \text{Días existencias (rotación almacenes)}$$

$$\text{Proveedores} = \frac{\text{Compras}}{365} * \text{Días proveedores (periodo medio pago)}$$

La primera hipótesis y que formará la valoración principal, está basada en los periodos medios de maduración que presenta la empresa VICTRIX SL que es el objeto de nuestra valoración. Dichos periodos medios han sido obtenidos de la base de datos SABI -Ratios Informa respecto de la regulación del Plan General de Contabilidad de 2007. Los días para cada una de las partidas del activo corriente y pasivo corriente que se tendrá en cuenta para la previsión se muestran en la siguiente Tabla:

Tabla 4: Periodos medios de maduración partidas NOF

<b>DIAS (DE SABI)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Días de Clientes	143,17	170,51	143,19	56,82	73,35
Días de Existencias	123,00	117,00	82,00	93,00	72,00
Días de proveedores	126,56	132,06	113,48	117,57	148,61

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

Para la previsión de las partidas del activo y el pasivo corriente se usarán como dato de los días los del último año. Esto es debido a que es aceptable considerar que la empresa no estará dispuesta a variaciones que vayan en contra de la clara tendencia que presentan las mismas. Para los clientes, se puede ver un descenso claro de los días de cobro entre 2008 y 2012, dónde la empresa ha pasado de cobrar a 143 días a cobrar a 73 días. Esto significa que la empresa tiene un periodo de cobro actualmente menor y por tanto tendrá intenciones de seguir disminuyendo este plazo o, al menos mantener estable esos días y en concreto esta será la hipótesis que se va a asumir para la previsión de las Necesidades operativas de fondos (NOF) en esta partida y en todas las demás que forman parte del activo corriente.

VICTRIX SL ha conseguido un aumento en el periodo medio de pago respecto a sus proveedores en estos 5 años. En el último año del que disponemos de información se tiene un plazo de 149 días lo que significa que se ha aumentado el periodo en más de 10 días respecto del año inicial



(2008). Para la previsión de la partida Proveedores se usará la partida de compras y el dato de días de pago del último año que será constante durante los 5 años de previsión. Las compras han sido calculadas a partir de los datos de balance y se ha usado el consumo y la variación de existencias para la elaboración de esta partida, y para la previsión de los 5 años siguientes se ha usado la hipótesis de proporcionalidad sobre la partida de ventas. La partida de compras ha representado en promedio el 80.00% de las ventas por lo que al aplicar este valor al porcentaje de crecimiento de las ventas obtenemos el crecimiento de las compras para los 5 años. Más específicamente, esta partida crecerá a razón de 6.10%. Todos los cálculos están explicados detalladamente en la hoja de cálculo Excel que se ha usado para la valoración.

La partida existencias se ha basado en los días de rotación de inventario que como ya se ha explicado será un dato constante para la previsión. Además se utiliza la partida de coste de ventas o aprovisionamiento para calcular el importe de existencias para cada uno de los 5 años siguientes. Dado que la partida aprovisionamiento crece, el importe de existencias también aumenta, como cabe esperar debido al aumento de las ventas que se está considerando en esta valoración, ya que como sabemos los aprovisionamiento son los principales inputs para la actividad principal de la empresa

Finalmente la última partida que forma parte del activo corriente para el cálculo de las necesidades de fondo de rotación es la tesorería. Esta partida resulta bastante difícil de analizar ya que si revisamos su evolución en las cuentas anuales no podemos determinar una clara tendencia ya que la misma parte de un importe de más de 1 millón de euros en el primer año y termina con 151 mil euros el último año. Cabe decir que en 2010 se tuvo un incremento bastante considerable donde casi se igualó el importe del primero año (2008). Por todo esto y como sabemos que la empresa tiene que hacer frente a los gastos de explotación, se va a considerar que será necesario tener en caja un porcentaje sobre las compras ya que esta es la partida más grande dentro de los gastos afectos a la actividad. Por todo ello, hemos considerado que la empresa podría hacer frente a sus gastos si tiene efectivo a razón de 1.00% del importe de las compras, además teniendo en

cuenta que el periodo de pago se ha ampliado y el de cobro se ha reducido por lo que es lógico pensar que se tendrá más disponibilidad de efectivo debido a la diferencia entre cada uno de los periodos medios antes mencionados.

El cálculo de las NOF resulta de sumar las partidas de activo y restar la partida de pasivo corriente de esta forma se obtiene el importe del circulante a financiar cada año y la diferencia entre este año y el año anterior permite determinar la cuantía de inversión en circulante neto que debe ser financiada con deuda financiera incluyendo coste explícito o con recursos propios. De esta forma:

$$\text{Incremento NOF}_n = \text{NOF}_n - \text{NOF}_{n-1}$$

En nuestro caso se obtienen diferencias negativas entre cada año y el año anterior por lo que decimos que VICTRIX SL no realiza inversión en NOF en ninguno de los años. En concreto esto se consideraría como desinversión, y esto afecta a los flujos de caja libres de forma positiva ya que aunque esta partida lleva signo negativo en el esquema de cálculos de flujo al no haber inversión implicaría mayor dinero para la empresa o lo que es lo mismo que decir que significa menor salida de dinero, lo que resulta en un flujo de caja libre mayor. En la Tabla 5 se detallan los importes de las NOF para los 5 años de previsión.

Tabla 5: Previsión de NOF

<b>NOF CALCULADAS CON LOS PERIODOS MEDIOS DISPONIBLES EN SABI</b>						
<b>Calculo de las NOF</b>	31/12/2012	31/12/2013-e	31/12/2014-e	31/12/2015-e	31/12/2016-e	31/12/2017-e
Cientes por ventas	4.921.672,37	13.763.731,28	14.757.500,39	15.823.021,63	16.965.475,65	18.190.417,15
Existencias	11.877.457,59	11.868.284,69	12.112.550,79	12.361.844,24	12.616.268,50	12.875.929,18
Tesorería	151.684,56	578.730,40	613.838,28	651.075,94	690.572,57	732.465,20
Proveedores a corto plazo	4.878.741,25	23.563.047,74	24.992.467,67	26.508.601,41	28.116.709,31	29.822.370,87
NOF	12.072.073,27	2.647.698,63	2.491.421,79	2.327.340,41	2.197.500,04	1.976.440,65
Inversión		-9.424.374,64	-156.276,84	-164.081,39	-129.840,36	-221.059,39

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

La segunda hipótesis que se va a considerar para la previsión de la partidas que conforman las necesidades de circulante será la aplicación de porcentajes de variación en cada una de las partidas de acuerdo a la variación que se haya dado para la mismas en los 5 años de los q disponemos de información en las cuentas financieras. De esta forma se

deja de lado los periodos medios de maduración y las partidas que se requieren para calcularlas y se hace la previsión a partir de los datos del último año sobre el cual se aplica los porcentajes de variación que se haya determinado para cada una de las partidas. Este supuesto se desarrolla en detalle en el análisis de sensibilidad, donde se busca comprobar su influencia en el valor de la empresa.

- *Inversión en activos fijos:* La última partida del esquema de los flujos de caja libres son las inversiones en el activo fijo o inmovilizado. Como se ha comentado antes, en esta valoración se tendrá como hipótesis que el importe de amortización de cada uno de los años de la previsión será el importe de la inversión ya que se tiene el supuesto de inversión en reposición por lo que el importe de inversión de cada año o *Capital Expendure* (Capex) será la diferencia entre el importe del año en curso y el anterior. Como se explicó anteriormente en el apartado de la dotación a la amortización, la previsión sobre esta partida se realizara con el porcentaje de crecimiento obtenido en base al supuesto de proporcionalidad respecto de las ventas.

Como se ha determinado con respecto a la información de balance (Anexo 1), las partidas de inmovilizado no han aumentado por lo que se contempla la no existencia de inversiones adicionales. Las mismas han ido disminuyendo en cada uno de los 5 años debido a la amortización que ha sido con tendencia creciente, como se usa para los flujos el supuesto de reposición la empresa invertirá cada año a partir del primero de previsión en el importe de la amortización.

### 2.2.2. *Cálculo de los flujos de caja libres*

Una vez especificados los parámetros a utilizar en cada una de las partidas que forman parte del esquema de los flujos de caja libres, que será tomado como referencia para esta valoración, continuamos con el cálculo de los flujos de caja libres para cada uno de los 5 años de los cuales se ha hecho previsión, es decir para el periodo de los años 2013-2017.

El primer resultado dentro del esquema de los FCL es el BAIT es decir el beneficio antes de intereses e impuestos. Este resulta de quitarle a los ingresos de explotación los gastos de explotación y la dotación de amortización del ejercicio. Este ratio

puede ser considerado como una medida aproximada del flujo de caja que genera la empresa antes de impuestos.

Sobre este resultado se aplica el tipo impositivo o impuesto sobre beneficios que para la empresa VICTRIX SL se aplicará en todos los años un 30%. Este tipo aplicado se obtiene de la información disponible en años anteriores y que se ha calculado dividiendo el importe de los intereses sobre beneficios entre el resultado antes de impuestos.

Después de deducido el impuesto sobre beneficios se obtiene el Beneficio después de impuestos (BDT) al cual se le sumarán los gastos que no representan salida de dinero en nuestro caso la dotación del ejercicio a la amortización y se le deducirán las inversiones si existiesen de las necesidades operativas de fondos o de las de reposición en activo fijo.

El resultado final serán los flujos de caja libre para cada uno de los años de previsión, que se define como el saldo que hay disponible en la empresa para pagar a las fuentes de financiación sean estos los accionistas o las entidades financieras ya que es el saldo disponible para cubrir el servicio de la deuda.

Tabla 6: Flujos de Caja Libres periodo 2012-2017

<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	año 0	2013-e	2014-e	2015-e	2016-e	2017-e
Ingresos de Explotación (ventas +otros)		68.490.278,37	73.435.414,36	78.737.599,12	84.422.612,30	90.518.094,88
Gastos de explotación (aprovis+personal+otros)		-68.975.314,44	-70.254.849,23	-71.560.075,80	-72.891.519,74	-74.249.717,47
DEA		-898.999,49	-899.752,96	-900.507,07	-901.261,81	-902.017,18
<b>BAIT</b>		<b>-1.384.035,56</b>	<b>2.280.812,16</b>	<b>6.277.016,25</b>	<b>10.629.830,75</b>	<b>15.366.360,23</b>
impuestos	0,3	-415.210,67	684.243,65	1.883.104,88	3.188.949,23	4.609.908,07
<b>BDT</b>		<b>-968.824,89</b>	<b>1.596.568,51</b>	<b>4.393.911,38</b>	<b>7.440.881,53</b>	<b>10.756.452,16</b>
DEA		898.999,49	899.752,96	900.507,07	901.261,81	902.017,18
incremento necesidades fondo de rotación		9.424.374,64	156.276,84	164.081,39	129.840,36	221.059,39
incremento nuevas inversiones (reposición)		-898.999,49	-899.752,96	-900.507,07	-901.261,81	-902.017,18
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>		<b>8.455.549,75</b>	<b>1.752.845,35</b>	<b>4.557.992,77</b>	<b>7.570.721,89</b>	<b>10.977.511,55</b>

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

### 2.2.3. Cálculo del valor residual

Podemos definir el valor residual como una renta perpetua de los flujos de caja libre. Es el importe o valor atribuido al negocio a partir del último año de previsión o del último año específicamente proyectado.

El valor residual debe cumplir dos condiciones para poder ser considerado como eficiente en la valoración. Primero que todo debe ser coherente de acuerdo a la

metodología aplicada para la valoración por descuento de flujos de caja libres. Para ello debe guardar relación con las hipótesis utilizadas para la previsión de todos los parámetros de las partidas que conforman los flujos de caja. En segundo lugar debe recoger la vida económica en este caso ilimitada de la empresa que se está valorando. (José María Revello, 2012).

Este valor se obtiene multiplicando el flujo de caja libre del último año en este caso el flujo del año 5 de previsión (2017) por uno más la tasa de crecimiento que se considere para la renta perpetua. Dicha tasa de crecimiento, que generalmente se conoce como tasa  $g$ , se determina en base a la información de las cuentas financieras de las que disponemos.

Una vez obtenido ese producto será necesario actualizarlo a una tasa que surge de restar al coste medio ponderado de capital (WACC) la tasa de crecimiento  $g$ . Este proceso se asemeja a un dividendo perpetuo con crecimiento constante, es decir se remite a la fórmula de Gordon-Shapiro (año?) (Revello, J. 2012). De esta forma, el Valor Residual se expresa de la siguiente manera:

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

Para obtener la tasa de crecimiento  $g$ , usamos la información disponible en las cuentas anuales de la empresa (Anexo 1 Y 2). Teóricamente, este crecimiento constante que se ha mencionado antes se puede calcular como el cociente entre las inversiones en inmovilizado más inversiones en circulante y el activo neto. En el caso de esta empresa, se tuvo que recurrir a la normalización de las inversiones en inmovilizado, ya que las inversiones en NOF resultaban negativas, es decir, no había inversión sino desinversión. Normalizando el denominador, en este caso en concreto, la inversión en inmovilizado se considerará como de reposición, por lo que dividiendo dicha inversión entre el activo neto se consigue obtener un porcentaje de crecimiento  $g$  de 2.35% (ver Tabla 6 y 7). Este porcentaje será el que utilizemos para la valoración inicial aunque en el análisis de sensibilidad se considerará una tasa distinta ya que con la tasa anterior se podría estar incurriendo en una sobreestimación de los flujos futuros después del último año de previsión.

$$g = \frac{\text{Inversión Neta Inmovilizado} + \text{Inversión en NOF}}{\text{Activo Neto}}$$

Tabla 7: Comparativa tasas de crecimiento g para el valor residual

TASA DE CRECIMIENTO g	
g último año sin normalizar	-1.72%
g último año normalizada	2.35%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 8: Cálculo tasa de crecimiento g normalizada

<b>TASA G</b>	31/12/2012	
1.EXISTENCIAS	11.877.457,59	
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	4.921.672,37	
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	8.073.266,28	
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	347,32	
1. Tesorería	151.684,56	
1. Proveedores	4.878.741,25	
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	311.414,58	
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	19.260.268,38	
3. Acreedores varios	703.892,67	
NOF	-129.888,76	
INVERSION	-8.267.249,75	
<b>INVERSION INMOV</b>	01/01/2012	01/01/2012
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	1.951.435,91	1.951.435,91
Amortización del inmovilizado	-898.246,64	-898.246,64
inmov neto	1.053.189,27	1.053.189,27
Inversión	-658.208,61	898.246,64
<b>ACTIVO NETO</b>	01/01/2012	
<b>Total activo (A + B)</b>	<b>76.946.612,08</b>	
<b>Total pasivo</b>	<b>38.715.317,09</b>	
AN	38.231.294,99	

Fuente: Elaboración propia

Otra forma de calcular la tasa de crecimiento está basada en el multiplicador del EBIT después de impuestos y la rentabilidad económica (ROA). Para la empresa que se desea valorar no sería eficiente aplicar este método ya que el resultado del último año que se disponen de las cuentas anuales (2012) de EBIT y de ROA son negativos. Aunque se obtiene una tasa de crecimiento positivo porque ambos parámetros tienen signos negativos, no puede asumirse lógico calcular la tasa de crecimiento perpetuo que representa la continuidad de la empresa con unos parámetros de ese signo.

$$g_{EBIT} = \frac{\text{Inversión Activo Fijo} + \text{Inversión NOF}}{EBIT (1 - t)} \times ROA(\text{Rent. Econ})$$

Tabla 9: Alternativa en el cálculo tasa de crecimiento g

OTRA FORMA DE CALCULAR LA TASA g	
AÑO	2012
EBIT (BAIT)	-4.873.276
Rentabilidad Económica (ROA) (%)	-6.33
g 2012	1.67%

Fuente: Elaboración propia

En la práctica, generalmente se suele tomar una tasa de crecimiento de un rango de valoración, es decir se considera la variable de la valoración, además de ser un porcentaje relativamente pequeño basándose en las expectativas de la empresa y del entorno macroeconómico. Las condiciones a cumplir son que esta tasa no debe ser superior a la tasa WACC o coste medio ponderado de capital en concreto de cara a la actualización del valor residual, tampoco puede ser mayor que el porcentaje de crecimiento del PIB (Revello, J. 2012), ya que de ser mayor la empresa crecería más que la economía de su entorno y no se tendría una representación realista del futuro de la empresa.

Una vez calculada la tasa de crecimiento que se va a utilizar y a partir del flujo de caja libre del último año se calcula el valor residual. Esto se consigue normalizando las partidas del flujo de año 5 de la previsión, las partidas que crecen a razón de la tasa de crecimiento g calculada son las ventas, los gastos de explotación y las inversiones o desinversiones en NOF. Se normalizará el valor residual considerando como cifra de la dotación de la amortización la del último año, por tanto también será igual el importe de las inversiones en activo fijo ya que se ha considera la hipótesis de reposición.

Una vez introducidos todos estos cambios el flujo de caja obtenido como valor residual se actualiza a la tasa resultante de la diferencia entre la tasa del coste medio ponderado de capital (WACC) y la tasa de crecimiento de renta perpetua (g) todo esto se especifica en la Tabla 10.

Tabla 10: Cálculo del Valor Residual

<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	año 0 (2012)	2017-e	valor residual
Ingresos de Explotación(ventas +otros)		90.518.094,88	92.644.823,11
Gastos de explotación(aprovis+personal+otros)		-74.249.717,47	-75.994.219,17
DEA		-902.017,18	-902.017,18
<b>BAIT</b>		<b>15.366.360,23</b>	<b>15.748.586,76</b>
Impuestos	0,3	4.609.908,07	4.724.576,03
<b>BDT</b>		<b>10.756.452,16</b>	<b>11.024.010,73</b>
DEA		902.017,18	902.017,18
Incremento necesidades fondo de rotación		221.059,39	226.253,20
Incremento nuevas inversiones (reposición)		-902.017,18	-902.017,18
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>		<b>10.977.511,55</b>	<b>11.250.263,93</b>
<b>Valor Residual (FCL/ (WACC-g)</b>			101.643.996,33

Fuente: Elaboración propia

#### 2.2.4. Cálculo de la tasa de actualización

La tasa de descuento con la cual se tiene que actualizar los flujos de caja libres para llevarlos al primer año se denomina coste medio ponderado de capital o *WACC* por sus siglas en inglés. Este tipo porcentual depende directamente de la proporción que la empresa tenga de deuda y de recursos propios (RP) respecto de los recursos totales (RT). También depende del coste de los fondos propios (Ke) que generalmente se considera implícito y del coste de los recursos ajenos o deuda (Kd) que sería un coste explícito representado por los gastos financieros dentro de las cuenta de resultados de pérdidas y ganancias de la empresa.

$$WACC = \frac{RP}{RT} * Ke + \frac{RA}{RT} * Kd * (1 - t)$$

Para el cálculo de los costes de recursos propios y de la deuda, además de las betas de ambas partidas de balance se usará el modelo de valoración de activos financieros CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), por lo que tendremos que calcular los parámetros que se incluyen en el mismo. Como se ha descrito en el marco conceptual de la valoración de empresas, no es posible obtener de manera directa la beta de la empresa VICTRIX SL. Es preciso recurrir a una empresa que cotice títulos en bolsa para usar como referencia su beta apalancada, como se ha comentado en apartados anteriores, esta empresa cotizada es INDITEX SA. El resto de parámetros como la rentabilidad de activos libres de riesgo, y la rentabilidad que ofrece el mercado, el horizonte temporal que se había elegido para calcular la beta y por ende, los demás parámetros ya que deben tener temporalidad homogénea, fueron inicialmente información mensual de 2008 a 2012, pero



finalmente se descartó esta hipótesis porque la rentabilidad del mercado obtenida era negativa, la variación de los valores del índice era negativa por lo que no podía tomarse como referencia para el cálculo de la beta. Por todo eso se decidió fijar como horizonte temporal el año 2013. Así se utilizó información semanal de Enero a Diciembre del año 2013 de cada uno de los parámetros ya que se esperaba que la rentabilidad del mercado fuese positiva, porque el mercado había presentado una clara mejoría a partir del año anterior. Cabe destacar que la información financiera así como los ratio de endeudamiento se realizarán a partir de información de 2012 ya que es el último año del que disponemos de información de las cuentas anuales de la empresa que queremos valorar y de la empresa que cotiza que se usará como referencia. Cada uno de estos parámetros se desglosa detalladamente en cada uno de los siguientes puntos:

- *R<sub>f</sub> rentabilidad de activos libres de riesgo:* para este parámetro se consideran los bonos o letras del estado español como los activos más seguro en los cuales se puede invertir ya que otorgan una rentabilidad relativamente libre de riesgo. Como se ha especificado se usará información semanal de los bonos del Estado a 10 años (Anexo 4), se ha escogido este activo debido a que su horizonte temporal le confiere mayor estabilidad y por tanto menos volatilidad en cuanto a rendimiento. Esto implica que de acuerdo al horizonte temporal que se ha utilizado para la proyección de las partidas y el cálculo de los flujos de caja que son 5 años, se puede considerar aceptable el uso de un activo de un horizonte temporal tan amplio. Después de obtener la rentabilidad media de la información semanal del año 2013, el tanto porcentual obtenido no requiere ser anualizado ya que el rendimiento es presentado por el Banco de España en términos anuales. La rentabilidad anual ofrecida por los bonos a diez años que hemos calculado es de un 4.60%.
- *R<sub>m</sub> rentabilidad de mercado:* para este rendimiento se ha hecho referencia a la variación de cotizaciones del Índice Ibex 35, tomando información semanal de la de las cotizaciones (Anexo 5) y calculando la variación con logaritmos en la cotización de este índice durante el año 2013 nos da como resultado la rentabilidad semanal que se tiene que anualizar.

$$R_m = Ln \frac{\text{precio semana } t}{\text{precio semana } t - 1}$$

El tanto porcentual resultante que se aplicará a los otros datos es un 16.20%, al tener como rendimiento mayor el de mercado respecto del de los activos libres de riesgo no da como resultado una prima positiva ya que esta resulta de aplicar  $R_m - R_f$ . Es necesario que la prima resultante sea positiva porque de lo contrario al despejar la beta apalancada la misma nos podría resultar negativa y no sería un dato eficiente para la valoración. Este es el principal motivo, como se comentó antes, por el que se utiliza información de 2013 y no como se había hecho inicialmente utilizando información mensual del periodo 2008 a 2012 ya que en el mismo se obtenía una prima negativa.

- *Beta apalancada  $B_e$  (INDITEX SA)*: Como ya se ha especificado VICTRIX SL es una empresa que no cotiza en bolsa por lo que para valorarla y aplicar el método *CAPM* debemos utilizar información de una empresa que cotice en bolsa y que pueda considerarse comparable. La base de datos SABI, de la que hemos dispuesto los estados financieros, clasifica a las empresas por sectores o de acuerdo a los códigos de actividad de cada una. Para este trabajo de valoración en concreto y conociendo la actividad que realiza la empresa, confección, distribución y comercialización al por mayor de prendas de vestir para mujer y de calzado, se ha considerado a la empresa INDITEX SA de la cual se calculará la beta apalancada para usar como referencia para la empresa que se desea valorar. Se ha considerado esta hipótesis ya que de acuerdo al código de CNAE disponible en la base de datos, la empresa que deseamos valorar VICTRIX SL es comparable con Inditex porque comparten la misma actividad comercial (4642- comercio al por mayor de prendas de vestir y calzado).

Para obtener la beta de la empresa cotizada que como ya hemos dicho en este caso será INDITEX SA se usará la relación existente entre la rentabilidad del mercado y el rendimiento en bolsa de sus títulos (Anexo 3).

$$\beta_L = \frac{Cov(R_m, i)}{Var(R_m)}$$

En este caso la Beta apalancada de la empresa INDITEX SA obtenida tiene un valor de 0,72, el mismo es la representación de la volatilidad o elasticidad de la empresa respecto del mercado, es una medida numérica de la correlación que las acciones de la empresa tiene con el mercado, como en este caso es menor que uno se puede considerar como una beta con corte defensivo por tanto se asume que el valor de la empresa sube menos o baja menos respecto del índice de referencia del mercado. Es decir, que si el mercado tiene una variación de un 1,00%, el valor de INDITEX SA variaría en un 0,72% o lo que es lo mismo que varía en un 0.18% menos que lo que varíe el mercado.

Tabla 11: Beta apalancada de INDITEX SA

<b>Rf</b>	0,05
<b>Rm</b>	0,16
<b>Cov (i,Rm)</b>	0,000519
<b>Var (Rm)</b>	0,000724
<b>Beta apal</b>	0,72

Fuente: Elaboración propia

Cabe decir que para el análisis de sensibilidad se había considerado el uso de la beta apalancada de la empresa INDITEX SA que se encuentra disponible en la web de información financiera, el valor de esta beta es muy similar al obtenido manualmente por lo que no contribuiría de manera especial realizar la valoración de la empresa VICTRIX SL con dicha beta ya que se obtiene un resultado muy similar, a pesar de esto, los resultados obtenidos con los datos tomados de la web en los modelos de valoración estará disponible en el Anexo 6 de este trabajo.

- *Beta de la deuda  $B_d$  (INDITEX SA):* Una vez determinada la beta apalancada de INDITEX SA que es la empresa que cotiza en bolsa, que se ha descrito en el punto anterior, es necesario determinar la beta de la deuda de la misma empresa para ello necesitamos el coste de los recursos ajenos que los calcularemos como el cociente entre los ingresos financieros totales y el importe en balance de las deudas con entidades bancarias y con empresas del grupo a corto y largo plazo, esta información se encuentra disponible en la base de datos SABI pero se ha decidido calcularla manualmente para hacer comparables los datos con la empresa que se desea valorar. Con el coste de los recursos ajenos o de la deuda ( $K_d$ ), junto con el tanto

porcentual de la rentabilidad del mercado ( $R_m$ ) y la rentabilidad de activos libres de riesgo ( $R_f$ ), como las dos rentabilidades anteriores se basan en información del año 2013 se usara el coste de la deuda del año 2012 que es el último del cual disponemos de información de las cuentas anuales podemos aplicar la fórmula del modelo CAPM y obtener la beta de la deuda.

Tabla 12: Beta deuda de INDITEX SA

INDITEX SA		2012
coste deuda		0,03
	beta d	1,101

Fuente: Elaboración propia

A partir de los parámetros obtenidos en los apartados anteriores para la empresa cotizada podemos calcular la Beta des apalancada de la misma, que será el parámetro que se usara para calcular la Beta apalancada de la empresa VICTRIX SL que no cotiza y que es el objeto de valoración de este trabajo.

- *Beta des apalancada Bu (INDITEX SA):* Para obtener este parámetro necesitamos información sobre la estructura financiera de la empresa INDITEX SA que es la empresa cotizada que hemos elegido como comparable. Esta información se obtiene a partir de las cuentas financieras y aunque dicha estructura ha sido calculada para todos los años desde 2008 a 2012, como se ha explicado con anterioridad para el cálculo de las rentabilidades se ha usado como horizonte temporal el año 2013, se usara la estructura financiera del año 2012 ya que es el último año del que se dispone de información.

Tabla 13: Proporción recursos ajenos y recursos propios

INDITEX	miles de €	2012
Deudas a largo plazo		6.022,00
Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo		400.000,00
Deudas a corto plazo		13.385,00
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo		534.817,00
TOTAL		954.224,00
recursos totales (PN+pasiv corr+ pasiv no corr)		4.689.972,00
RATIO RA/RT		0,20

Fuente: Elaboración propia

Con todos los datos necesarios solo nos queda aplicar la fórmula del modelo de Coste de Capital de Modigliani y Miller (1963) y despejar la Beta

des apalancada ( $\beta_u$ ), esta medida representa el movimiento de las acciones de una empresa sin deuda respecto del movimiento del mercado, al dejar fuera los efectos de la deuda este parámetro indica el nivel de riesgo de las operaciones de la compañía, como el valor obtenido es 0,84 al ser menor que uno decimos que las acciones de la compañía en que caso de que no tuviera deuda variarían menos que lo que varíe el mercado.

$$\beta_L = \beta_u \left[ 1 + (1 - t) \left( \frac{RA}{RP} \right) \right] - \beta_d \left( \frac{RA}{RP} \right) (1 - t)$$

Tabla 14: Beta des apalancada INDITEX SA

	Beta apalancada	D/E	beta deuda	Beta desapalancada
Inditex	0,72	0,20	1,10	0,82

Fuente: Elaboración propia

- *Beta apalancada Be (VICTRIX SL):*

Después de todo este procedimiento, se puede calcular de Beta apalancada de VICTRIX SL, empresa que se desea valorar a partir de la beta des apalancada de la empresa cotizada de referencia que se ha determinado en el epígrafe anterior, este cálculo se realiza a través de lo que se conoce como procedimiento de Hamada (1972), que ha sido debidamente explicado en el Marco Teórico de Valoración de empresas por Flujos de caja descontados.

En concreto, es necesario incluir en la fórmula de estructura de capital de Modigliani y Miller (1963), descrita anteriormente, el valor de la Beta des apalancada de la empresa cotizada para que junto con la estructura financiera y la beta de la deuda de la empresa no cotizada se pueda calcular el valor de la beta apalancada de la empresa que se desea valorar y que no cotiza VICTRIX SL

$$\beta_L(\text{no cotizada}) = \beta_u(\text{comparable}) * \left[ 1 + (1 - t) \left( \frac{RA}{RP} \right) (\text{no cotizada}) \right] - \beta_d \left( \frac{RA}{RP} \right)$$

Tabla 16: Beta apalancada VICTRIX SL

	Beta apalancada
INDITEX SA	0,72
VITRIX SL	0,92

Fuente: Elaboración propia

- *Beta deuda Bd (VICTRIX SL):*

La beta de la deuda de VICTRIX SL ha sido calculada de igual forma que para la empresa cotizada, se ha usado el coste de los recursos ajenos o de la deuda para el año 2012, el rendimiento del activo libre de riesgo anual y el rendimiento del

mercado anual ambos para el año 2013 los mismos que se usaron para el caso de INDITEX SA.

Tabla 17: Beta deuda de VICTRIX SL

INDITEX SA		2012
coste deuda		0,03
	beta d	0.125

Fuente: Elaboración propia

La beta apalancada que se ha obtenido mediante el procedimiento de Hamada con referencia a la información de la empresa cotizada para VICTRIX SL es cercana a uno pero positiva, por tanto decimos que se trata de valores defensivos que se correlacionan con las variaciones del mercado en menor proporción.

Tabla 18: Proporción recursos ajenos recursos totales VICTRIX SL

VICTRIX SL	EUROS	2012
Deudas a largo plazo		4.293.407
Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo		350.000
Deudas a corto plazo		7.212.924
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo		1.572.670
TOTAL		13.429.000
recursos totales (PN+pasivo corriente+ pasivo no corr)		76.946.612
RATIO RA/RT		0,16

Fuente: Elaboración propia

Si se compara con el valor de la beta apalancada para la empresa de referencia INDITEX SA, podemos asumir que la misma es una empresa más segura que VICTRIX SL ya que al ser esta cercana a uno cuando se tenga una variación de mercado negativa el valor de esta empresa variará casi en similar proporción que el mercado, por el contrario la empresa cotizada varia en un 17% menos que el mercado.

- *Ke coste de los recursos propios (VICTRIX SL):*

Una vez realizado todo el proceso anterior que ha permitido determinar el valor de la Beta apalancada para la empresa que se está valorando en este trabajo sólo nos resta calcular el valor de los recursos propios que es uno de los parámetros necesarios para determinar el coste medio ponderado de capital. Este parámetro se calcula con la rentabilidad de mercado y la rentabilidad del activo libre de riesgo, aplicando la fórmula del modelo financiero CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), descrita a continuación.

$$K_e = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f) = R_f + \beta_L \times \text{Prima de riesgo}$$

PR es la prima de riesgo o la diferencia entre la rentabilidad del mercado y la libre de riesgo ( $R_m - R_f$ ). Se ha obtenido un coste de los recursos propios de 12,70%.

- *WACC coste medio ponderado de capital (VICTRIX SL):*

Con todo esto solo nos queda determinar el valor del WACC aplicando la fórmula:

$$WACC = \frac{RP}{RT} * Ke + \frac{RA}{RT} * Kd * (1 - t)$$

Estableciendo que el tipo impositivo (t) para VICTRIX SL es del 30% y que a partir del ratio de apalancamiento (RA/RT) se obtiene el ratio de recursos propios (RP/RT) en base del supuesto que los recursos ajenos y los recursos propios tiene que sumar el 100% o ser los recursos totales.

Tabla 19: Tasa de Actualización FCL VICTRIX SL

CALCULO WACC VITRIX SL	
Ke	0,153
RA/RT	0,142
RA+RP	1,000
RA	55708785,545
RP/RT	0,858
WACC	0,134

Fuente: Elaboración propia

Este tanto porcentual es el que se usará para descontar o actualizar cada uno de los flujos de caja libres de los 5 años de previsión y el valor residual, todo esto es necesario para poder valorar la empresa VICTRIX SL llevando los flujos de caja al primer año de previsión que en este caso es el año 2013, el proceso de actualización se especificara en el epígrafe siguiente.

### 2.3. Valoración de la Empresa

Determinados los flujos de caja libres de cada año y el valor residual se debe actualizar los mismos para llevarlos al primer año de previsión (2013) y poder dar un valor a la empresa VICTRIX SL, que es el objetivo de este trabajo. La tasa de descuento WACC que se ha calculado en el epígrafe anterior se usará en todos los años como tasa de descuento, y para el valor residual se actualizará usando una tasa que resulte de quitar la tasa de crecimiento al WACC así como se explicó en el apartado donde se trató el valor residual.

Tabla 20: FCL descontados valor de la empresa VICTRIX SL

VALOR DE LA EMPRESA CON NOF DESEABLES A PARTIR DE PERIODOS MEDIOS					
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	8.455.550	1.752.845	4.557.993	7.570.722	10.977.512
<b>Valor Residual</b>					100.314.412,0
Tasa de Actualización (1+WACC)	1,1356	1,2897	1,4646	1,6633	1,8889
Flujo de Caja Libre descontado	7445591,8	1359121,7	3112044,16	4551628,263	5811533,8
Valor Residual actualizado					53106807,9
Flujos de Caja descontados (VAN FC)	<b>75.386.727,7</b>				
<b>Enterprise value en el año 2013</b>	<b>75.386.727,7</b>				

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en el cuadro anterior la empresa VICTRIX SL tiene un valor de 75,3 millones de euros determinado mediante el método de valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres. Este valor es la cantidad monetaria que representa el conjunto de la empresa como organización que está formado no sólo por el valor presente del negocio o de los diferentes bienes, derechos y obligaciones del patrimonio, sino que incluye también el valor futuro de los beneficios que esta empresa puede generar basado en expectativas y en la estrategia de la empresa que se ha descrito en el apartado modelo de negocio de este trabajo.

En una economía de mercado el valor de cualquier bien o en este caso de una empresa es el precio o importe que un comprador o inversión está dispuesto a dar por la misma. Sin embargo, debido a la heterogeneidad de los bienes, en concreto, de las empresas que son tan distintas entre ellas aunque pertenezcan a un mismo sector, no puede existir un mercado de empresas donde puedan realizarse los intercambios, el precio surge de la negociación pero la base de la que se parte será el valor de la empresa.

Con la aplicación del método de descuento de FCL se ha considerado la vida ilimitada o continuidad del negocio, ya que aunque el procedimiento que se aplica es exactamente similar a la valoración de un proyecto, la actualización del valor residual representa los flujos infinitos que se podrían tener durante la vida de la empresa, de esta forma se hace lo más realista posible el valor actual de la empresa.

El valor intrínseco que puede presentar una compañía es desconocido por lo que con el procedimiento de valoración se puede determinar el rango de dicho valor ya que se trata de una medición monetaria del grado de utilidad que la empresa puede reportar al inversor que desea adquirirla o a los dueños de la misma que están preocupados por saber cuál es el valor de su negocio.



## 2.4. Análisis de sensibilidad

En este apartado se introducirán cambios en la valoración inicial de la empresa, que se ha detallado a lo largo de esta memoria, con el objetivo de observar las variaciones que puede sufrir el valor que se obtiene de la misma. De esta forma se busca determinar cuáles son los parámetros más sensibles en cuanto a modificaciones y cómo influyen en el valor final los cambios que se consideraran a continuación

### 2.4.1. *Inversiones en NOF con crecimiento medio porcentual de Balance*

En la valoración inicial se usaron los periodos medios de maduración para calcular las partidas que conforman las necesidades operativas de fondos y a su vez las inversiones necesarias anualmente. Como primer análisis de sensibilidad, se utilizarán los porcentajes de variación media obtenidos de la información histórica de las cuentas financieras que se ha utilizado para la valoración, disponibles en la base de datos SABI como se ha comentado.

Los porcentajes de crecimiento para la previsión de cada una de las partidas se han determinado del análisis de cada una de las mismas y de la variación media que cada una ha experimentado entre 2008 y 2012.

- *Clientes:* en esta partida estarán los clientes por ventas de la empresa y los clientes por las operaciones con empresas del grupo. Los primeros han tenido cifras estables con crecimiento en los dos últimos años donde han llegado a los valores más altos, la variación media interanual ha estado por encima del 15%. Para la proyecciones se considerará como tanto porcentual el que se determine basado en la hipótesis de proporcionalidad de esta partida respecto de las ventas. Así el porcentaje a aplicar el los 5 años siguientes será el producto del tanto de crecimiento de las ventas por el tanto que esta partida representa en función de las ventas. Se puede considerar como aceptable ya que se ha hecho la valoración con la principal hipótesis de crecimiento de las ventas.

Los clientes de empresas del grupo ha experimentado un decrecimiento muy notable en los últimos dos años de los que se dispone de información histórica, esta evolución se justifica con la reducción de los periodos medios de cobro que presenta la empresa, se ha pasado de 28 millones de euros a 8 millones de euros, debido a esta evolución resulta difícil hacer una previsión de esta partida que pueda considerarse muy realista, sobre todo debido a la variación media interanual que presentas los dos últimos periodos respecto

del primero. Por todo esto se va a considerar la representatividad de los dos últimos años sobre el importe de crecimiento de las ventas (hipótesis de proporcionalidad) para poder obtener el tanto porcentual a aplicar en los 5 años siguientes o de previsión, de esta forma evitamos una sobreestimación de esta partida y entendemos lógico que la evolución futura que esta partida presentará sea de crecimiento relativamente estable aunque en un porcentaje muy reducido.

Tabla 21: Proporción clientes respecto de ventas

CLIENTES/VENTAS	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	PROMEDIO
Cientes por ventas	0,042	0,039	0,035	0,069	0,077	0,052
Cientes empresas del grupo y asociadas	0,335	0,435	0,363	0,089	0,126	0,108

Fuente: Elaboración propia

- *Existencias*: esta partida ha tenido un decrecimiento en los 5 años de los que se dispone de cuentas financieras, llegando a ser el 50% en el último año respecto del primer año (2008), esta evolución se puede considerar como aceptable ya que el periodo de rotación de las existencias comerciales ha disminuido en los 5 años. Para la previsión de esta partida se tendrá en cuenta la proporción que las existencias representan de las ventas, y como se ha supuesto que las ventas van a crecer pues el tanto porcentual a aplicar a esta partida para los 5 años siguientes será el producto entre el tanto de crecimiento de las ventas y la proporción de existencias entre ventas.

Tabla 22: Proporción existencia respecto de ventas

Existencias/ventas	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	PROMEDIO
Existencias Comerciales	27,05%	27,40%	19,69%	22,41%	18,59%	23,03%

Fuente: Elaboración propia

- *Tesorería*: debido a la imposibilidad de determinar una tendencia clara en esta partida, se va a considerar una hipótesis similar a la de la tesorería deseable dentro del cálculo de la inversión en circulante para la valoración inicial. Por tanto se considerará como tesorería un porcentaje sobre el importe de las compras, en este caso se usará la hipótesis de proporcionalidad de esta partida respecto de las compras para determinar el tanto porcentual que se utilizará en la previsión.

Tabla 23: Proporción tesorería respecto de compras

PROPORCIÓN	31/12/2013-e	31/12/2014-e	31/12/2015-e	31/12/2016-e	31/12/2017-e
Tesorería	1.023.737,4	581.389,9	1.038.241,3	688.424,5	151.684,6
compras		52.492.980,6	64.066.172,7	64.918.884,8	54.563.047,3
ratio		0,011	0,016	0,011	0,003
promedio					0,010

Fuente: Elaboración propia

- *Proveedores*: en esta partida se incluirán los proveedores comerciales externos y los proveedores por operaciones entre empresas del grupo.

Los proveedores comerciales externos se han reducido casi el 50% entre 2008 y 2012, a su vez los proveedores empresas del grupo han aumentado en un 50% en el mismo periodo. Esto puede ser justificado debido al aumento en el número de días del periodo medio de pago que ha aumentado en esos 5 años, de esta forma se podría asumir que la mayoría de plazo se ha centrado en los proveedores empresas del grupo. Para la proyección de estas dos partidas se asumirá la proporcionalidad media de las mismas respecto del importe de las compras en cada año, ese porcentaje se multiplicará por el tanto que crecerán las ventas en los próximos 5 años, de esta forma mantenemos una relación entre las dos partidas en los 5 años futuros respecto de la información histórica.

Tabla 24: Proporción proveedores respecto de compras

PROPORCIÓN	31/12/2013-e	31/12/2014-e	31/12/2015-e	31/12/2016-e	31/12/2017-e	promedio
Compras	0,0	52.492.980,6	64.066.172,7	64.918.884,8	54.563.047,3	
Proveedores	8.630.817,0	5.344.046,2	4.913.246,3	5.174.593,6	4.878.741,3	
Ratio		10,2%	7,7%	8,0%	8,9%	8,7%
Prov. empresas g	12876113,14	13388197,85	13239591,92	13735760,51	19260268,38	
Ratio		25,5%	20,7%	21,2%	35,3%	25,7%

Fuente: Elaboración propia

A continuación Tabla 24 se explica detalladamente la previsión que se ha hecho para cada una de las partidas que se ha explicado en los párrafos anteriores, además se muestra el importe de las necesidades operativas de fondos y las respectivas inversiones o desinversiones en cada año de la previsión. Como se puede observar la empresa no realiza inversiones en circulante, la diferencia interanual es negativa, en este sentido se ha obtenido un resultado similar a la valoración inicial en el que la inversión en

circulante basada en periodos medio de maduración también resultaba negativa, cabe decir que los importes de las desinversiones anuales son mucho más pequeños respecto del primer escenario.

Tabla 25: Necesidades operativas de fondos

NOF CALCULADAS CON INCREMENTO EN LAS PARTIDAS DE BALANCE							
Calculo de las NOF	31/12/2012	%	31/12/2013-e	31/12/2014-e	31/12/2015-e	31/12/2016-e	31/12/2017-e
Cientes por ventas	4921672,37	1,66	4940268,22	4958934,33	4977670,971	4996478,404	5015356,9
Cientes empresas del grupo y asociadas	8073266,28	0,38	8136035,65	8199293,06	8263042,288	8327287,164	8392031,54
Existencias	11877457,59	0,78	12074947	12275720	12479831,4	12687336,58	12898292
Tesorería	151684,56	0,06	151778,109	151871,715	151965,3794	152059,1014	152152,881
Proveedores a corto plazo	4878741,25	0,53	4904461,73	4930317,8	4956310,192	4982439,61	5008706,78
Proveedores, empresas del grupo y asociadas	19260268,38	1,56	19560043,3	19864484	20173663,12	20487654,47	20806532,9
NOF	885071,17		838523,945	791017,355	742536,7213	693067,1723	642593,637
INVERSIÓN			-46547,2245	-47506,5906	-48480,63355	-49469,54902	-50473,535

Fuente: Elaboración propia

Con las necesidades operativas de fondos y las inversiones anuales calculadas podemos calcular el valor de la empresa, ya que se introduciría este parámetro en el esquema de flujos de caja libres a utilizar y como los demás parámetros permanecen estables podemos hacer la comparación del importe final de valoración obtenido, de esta forma se puede saber cómo afecta al valor de la empresa que sus necesidades operativas de fondos no dependan directamente de los periodos medios de maduración y que hayan sido calculadas en base a la proporción que representan sobre las distintas partidas con las que guardan relación.

Tabla 26: Descuento Flujos de Caja Libres

VALOR DE LA EMPRESA CON NOF PREVISTAS CON PORCENTAJES					
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	-922.277,67	1.644.075,10	4.442.392,01	7.490.351,07	10.806.925,69
<b>Valor Residual</b>					83.767.467,07
Tasa de Actualización (1+WACC)	1,13	1,29	1,46	1,65	1,88
Flujo de Caja Libre descontado	-813.168,31	1.278.083,29	3.044.900,71	4.526.652,76	5.758.321,71
Valor Residual actualizado					44.634.342,62
Flujos de Caja descontados (VAN FC)	<b>58.429.132,78</b>				
<b>Valor de la empresa en el año 2012</b>	<b>58.429.132,78</b>				

Fuente: Elaboración propia

El valor de la empresa VICTRIX SL obtenido con esta modificación difiere de forma considerablemente del valor obtenido en la valoración inicial, existe una

diferencia de casi 18,1 millones de euros, por lo que la empresa debería considerar adaptar las partidas que forman el circulante a los periodos medios de pago que ahora tiene, ya que esto le reporta un mayor valor.

#### *2.4.2. Variación de la tasa de crecimiento $g$ para el valor residual.*

La tasa de crecimiento del valor residual es un parámetro muy difícil de determinar o asumir debido a que representa una renta perpetua o la continuidad de la empresa que está reflejada en el valor residual que crece a raíz de esta tasa de crecimiento.

En la valoración inicial se consideró como tasa  $g$  la que resulto de la aplicación de la formulación de Gordon-Shapiro, que se considera el valor de la empresa después del último año de previsión como un dividendo perpetuo, el porcentaje que resultó de dividir las inversiones en activo fijo consideradas como de reposición entre el activo neto fue del 2,35%. Ahora bien, con este porcentaje a pesar de que se está basando estrictamente en la teoría de valoración de empresas por flujos de caja, se podría estar incidiendo en una sobreestimación del crecimiento de los flujos de la empresa después de la previsión, sobre todo si se tiene en cuenta que la empresa no es de nueva creación por lo que se estaría hablando de una aproximación al periodo de madurez en el cual la empresa entra en un estado estable donde sus principales magnitudes crecen relativamente poco o se mantienen en un rango de variación no muy amplio.

Como sabemos este parámetro debe cumplir ciertas condiciones tal que su valor no supere el porcentaje de la tasa de actualización WACC, ni tampoco puede superar el valor de la tasa de crecimiento del PIB esperando en el entorno macroeconómico en el que se encuentra la empresa que se está valorando.

Debido a todo ello, con el objetivo de mostrar la influencia de este parámetro en el valor de la empresa, se harán distintos escenarios en los cuales el valor de la tasa de crecimiento será una calibración de la tasa de crecimiento que se ha considerado para las ventas, la valoración se hará sobre el escenario inicial, es decir manteniendo todos los demás parámetros constantes y solo haciendo modificaciones en el tanto porcentual.

Tabla 27: Valor de la empresa con rango tasas de crecimiento g

TASA G CALIBRACIÓN SOBRE VENTAS	%	VALOR DE LA EMPRESA €
Tasa g calibración 10% sobre crecimiento ventas	0,72%	67.877.840,20 €
Tasa g calibración 15% sobre crecimiento ventas	1,08%	69.374.458,24 €
Tasa g calibración 20% sobre crecimiento ventas	1,44%	70.960.230,28 €
Tasa g inicial último año normalizada (fórmula)	2,35%	75.386.727,66 €

Fuente: Elaboración propia

- *Tasa de crecimiento g igual a 0,72%:* como sabemos el porcentaje de crecimiento de las ventas para la valoración inicial se obtuvo de la variación de los dos años con mayores ventas respecto del primer año. Este porcentaje resultante es 7,22% sobre el mismo se aplicará una tasa del 10% que será el valor de la primera tasa g a utilizar para la valoración de la empresa dentro del análisis de sensibilidad, en este caso vemos que el valor de la empresa se ha reducido en casi un 10% respecto del valor de la empresa con la tasa g calculada a partir del valor residual normalizado, se tiene un valor de la empresa inferior en aproximadamente 9 millones respecto de la valoración inicial.
- *Tasa de crecimiento g igual a 1,08%:* en este caso el valor de la empresa ha aumentado respecto de la valoración con la tasa de crecimiento anterior, pero sigue siendo inferior al obtenido en la valoración inicial con el que tiene una diferencia de aproximadamente un 8%.
- *Tasa de crecimiento g igual a 1,44%:* con la calibración de esta tasa se puede ver que el valor de la empresa aumenta de conforme aumenta esta tasa, para este caso el valor de la empresa difiere del valor inicial en casi 5 millones de euros.

A modo de conclusión podemos decir que a medida que la tasa g crece el valor de la empresa crece. Esto se considera lógico ya que el valor residual se actualiza a una tasa que resulta de la diferencia entre el coste medio ponderado de capital WACC y la tasa de crecimiento g por lo que a mayor tasa de crecimiento menor será esta diferencia lo que hace que el denominador sea menor y el valor residual del año 5 sea mayor.

Por todo esto la empresa debe ser muy conservadora en cuanto a la decisión para determinar el valor de la empresa, todo esto dependiendo de la estrategia que maneje la empresa para la expectativas de ventas futuras, unido a que si se estima un periodo de madurez de la empresa, esta tasa de crecimiento será pequeña ya que se espera que las ventas lleguen a un nivel estable.

### 2.4.3. Valoración por múltiplos comparables

Como se ha explicado en el marco conceptual de esta trabajo para la valoración de una empresa pueden ser utilizados varios métodos, este trabajo se ha centrado en la valoración por descuento de flujos de caja ya que es considerado como el método más correcto teóricamente hablando porque tiene en cuenta la generación futura de beneficios.

En este apartado obtendremos el valor de la empresa mediante el método de los múltiplos comparables. En concreto usaremos los ratios basados en el valor de la empresa sobre ventas y sobre flujo de caja libre. Como se ha explicado anteriormente este método se fundamenta en el análisis de ratios entre las empresas del mismo sector. Se trata de un procedimiento sencillo que presenta grandes diferencias con el método de descuento de FCL. La principal radica en que determina el valor de la empresa por comparación relativa sin referencias a valores absolutos, es decir, no recoge todos los factores que pueden influir en la valoración de la empresa. Además de esto, la valoración por múltiplos comparables es estática a diferencia del descuento de los FCL donde se hace un análisis multi-periodo y la valoración se basa en varios periodos de previsión.

- *Enterprise Value/ Ventas*

Para este primer múltiplo usaremos como referencia la empresa cotizada INDITEX SA que se ha utilizado para la valoración inicial. Por tanto para obtener el valor de la empresa o *Enterprise Value* usaremos el valor de las acciones multiplicadas por el número de acciones que la empresa tenga, todo referido al año 2013, que es el primer año de previsión que se ha realizado para la empresa que queremos valorar VICTRIX SL. De esta forma una vez obtenido el ratio de la empresa de referencia lo multiplicaremos por el valor de las ventas de la empresa que se está valorando y se obtendrá el *Enterprise value* de VICTRIX SL. (Anexo 7 Panel B).

En este caso se ha obtenido un valor de 95 millones que son los que la empresa VICTRIX SL tendría al compararlo con la empresa cotizada INDITEX SA. Cabe decir que este valor supera por más de 20 millones al obtenido con la valoración por el método del descuento de flujos de caja libres, esto puede verse explicado porque a pesar de que ambas empresas sean comparables de acuerdo a la actividad que realizan. Se conoce que INDITEX SA lidera el mercado español de la moda y por su parte VICTRIX SL se encuentra en el noveno puesto, lo que implica que tomar como referencia para esta valoración a la empresa cotizada puede hacer que

se incurra en una sobreestimación del valor de la misma, ya que la empresa cotizada tiene un nivel de ventas mucho más grande que la que estamos valorando y también el valor de la empresa cotizada es mucho mayor debido a la productividad y marca que se ha hecho en el mercado.

Tabla 28: Valor de la empresa por múltiplo EV/Ventas

INDITEX SA	
EV	74.674.934
VENTAS	53.638.370
Ratio	1,39
VICTRIX SL	
EV (VENTAS*RATIO)	95.351.648,8 €
VENTAS	68.490.278
Ratio	1,39

Fuente: Elaboración propia

- *Enterprise Value/ CFL*

Este múltiplo al igual que el anterior parte del valor de la empresa que se haya seleccionado como referencia, en este caso en concreto será INDITEX SA, el valor de la empresa se calcula del precio de las acciones por el número de acciones que posee la empresa. Una vez calculado este ratio se multiplica por el valor del flujo de caja libre de la empresa VICTRIX SL con lo cual se obtiene el valor de la empresa con referencia al ratio de la empresa seleccionada como comparable. (Anexo 7 Panel C)

Este ratio ha determinado un valor de la empresa de casi 76 millones de euros que es un valor muy similar al que se ha obtenido en la valoración inicial. Resulta muy interesante la diferencia entre el valor de la empresa que resulta de la aplicación del múltiplo comparable anterior y el que se detalla en este epígrafe. En el caso anterior se obtuvo un valor mucho más alto que el determinado en la valoración inicial y en este caso se ha obtenido un valor muy parecido, una forma de explicar esta diferencia sería que el FCL que se usa como denominador para este múltiplo comparable puede ser más representativo de la capacidad de continuidad de la empresa a comparación de la partida ventas que se usa en el apartado anterior.



Tabla 29: Valor de la empresa por múltiplo EV/CFL

INDITEX	
EV	74.674.934
CFL	8.311.555
Ratio	8,98
VICTRIX SL	
EV (CFL*RATIO)	75.968.650,82 €
CFL	8.455.550
Ratio	8,98

Fuente: Elaboración propia

### 3. CONCLUSIONES

1. La empresa Géneros de Punto VICTRIX SL ha sido valorada bajo un escenario positivo, se considera que las principales magnitudes de cuentas de resultados y balance, crecen, debido a la estrategia que presenta el negocio para los próximos años.
2. Para la elaboración de las proyecciones se ha considerado el supuesto de proporcionalidad, donde se determina el porcentaje de crecimiento de las partidas que forman los Flujos de Caja Libres, respecto de las principales partidas con las que guardan relación.
3. La renta perpetua de la empresa o valor residual, ha sido normalizada, considerando que la inversión de 2012 en activo fijo será la de reposición por importe de la amortización del mismo año. De esta forma se obtiene una tasa de crecimiento positiva de 2,35%, que se usa para la valoración principal.
4. La tasa de crecimiento (g), es un parámetro muy delicado en la valoración y susceptible de manipulación, debido a su gran influencia en el valor del negocio como medida de crecimiento a partir del último año de previsión. Es susceptible de influir en una excesiva valoración, considerando un crecimiento exagerado para empresas que pueden encontrarse en un ciclo de madurez. En el análisis de sensibilidad se determina que a mayor tasa de crecimiento mayor importe del valor residual para la empresa.
5. El coste medio ponderado de capital (WACC), tasa que se utiliza para descontar los Flujos de Caja Libres, influye directamente en el valor de la empresa, a mayor tasa de descuento menor valor actual de los flujos de caja y por tanto menor valor de la empresa.

6. Las Necesidades Operativas de Fondos influyen directamente en los Flujos de Caja Libres, dependiendo de la forma en que estos parámetros sean proyectados pueden influir en un mayor o menor valor de la empresa, como se comprueba en la valoración principal basada en los periodos medios de maduración donde se obtiene un valor de la empresa 18 millones por encima , respecto del valor de la empresa con Necesidades Operativas de Fondos calculadas a partir de porcentajes de crecimiento con hipótesis de proporcionalidad.
7. El método de valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres, construido a partir de hipótesis que representa el principio de continuidad del negocio, atribuye a la empresa Géneros de Punto VICTRIX SL un valor de **75.386.727,7 €**.
8. La valoración por múltiplos comparables con el ratio de Enterprise Value entre Ventas, arroja un valor de la empresa que supera en más de 20 millones de euros el valor obtenido en la valoración principal, con esto se comprueba que con este método de valoración se puede estar incidiendo en un exceso, debido a la comparación o referencia relativa que se tiene que realizar respecto de la empresa que sea considerada de referencia, en este caso dicha empresa es INDITEX SA.
9. Se ha comprobado que el método de valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres, usado para la valoración principal de la empresa en este trabajo, es muy susceptible de arrojar valores distintos dependiendo de las hipótesis usadas, por todo ello reconocemos que para usar este método y considerarlo eficiente, es necesario un pleno conocimiento del negocio y de los planes de futuro, para evitar caer en una valoración incorrecta como resultado del uso de supuestos erróneos o poco realistas en las proyecciones de futuro del negocio.

#### 4. BIBLIOGRAFIA

Alonso, R. & Villa, A. (2007). Valoración de Empresas. Madrid: Ediciones Mundi Prensa

Allen, F; Myers, S & Brealey, R. (2010). Principios de Finanzas Corporativas. México DF: Mc Graw Hill.

Fernández López, P. (2007). “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”. IESE Business School-Universidad de Navarra.

Milla, A. (2007). Valoración de empresas por Flujos de Caja Descontados. Altair Consultores

Revello de Toro, J. (2012). La Valoración de los Negocios: Una guía teórica y práctica para valorar empresas. Madrid: Delta Publicaciones Universitarias.

Fernández López, P. (2001). Valoración de Empresas: Como Medir y Gestionar la Creación de Valor. Barcelona. Gestión 2000.

Martínez Pedrós, D. y Milla Gutiérrez, A. (2002): “Estrategias y Medición de la Creación de Valor para el Accionista”. Altair Consultores en Finanzas Corporativas, S.L. Valencia.

<http://www.modaes.es>

<http://www.idepa.es>

<http://es.investing.com>

<http://www.bde.es>

<http://www.eleconomista.es>

<http://www.elblogsalmon.com>

<http://www.datosmacro.com>

<https://www.bsmarkets.com>

<http://www.infobolsa.es>

## ANEXOS

Anexo 1: BALANCE GÉNEROS DE PUNTO VICTRIX S.L.

Activo	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
<b>A) Activo no corriente</b>	8.850.259	9.451.189	14.619.595	38.575.081	41.356.735
I Inmovilizado intangible	4.278	12.744	11.865	7.377	61.909
5. Aplicaciones informáticas	4.278	12.744	11.865	7.377	61.909
II Inmovilizado material	4.390.026	3.958.394	3.569.072	7.613.313	7.706.360
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	4.184.823	3.958.394	3.264.244	2.571.281	1.951.436
3. Inmovilizado en curso y anticipos	205.203	n.d.	304.828	5.042.032	5.754.924
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	4.351.300	4.041.722	9.105.115	28.106.817	27.735.522
1. Instrumentos de patrimonio	3.046.300	3.013.810	4.308.540	16.193.817	15.932.522
2. Créditos a empresas	1.305.000	1.027.913	4.796.576	11.913.000	11.803.000
V Inversiones financieras a largo plazo	104.655	97.505	12.516	12.516	12.516
5. Otros activos financieros	104.655	97.505	12.516	12.516	12.516
VI Activos por impuesto diferido	n.d.	1.340.824	1.921.026	2.835.057	5.840.429
<b>B) Activo corriente</b>	56.077.727	53.508.941	49.751.732	36.375.110	35.589.877
II Existencias	22.606.751	18.276.964	15.297.031	16.451.119	11.886.995
1. Comerciales	21.887.870	18.043.654	15.287.767	16.451.119	11.877.458
6. Anticipos a proveedores	718.882	233.311	9.264	n.d.	9.538
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	32.179.623	31.191.358	30.883.484	11.585.253	13.015.795
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	3.430.757	2.548.643	2.705.546	5.039.991	4.921.672
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	3.430.757	2.548.643	2.705.546	5.039.991	4.921.672
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	27.094.729	28.641.958	28.164.939	6.531.834	8.073.266
3. Deudores varios	90	90	n.d.	n.d.	90
4. Personal	n.d.	n.d.	12.332	12.698	12.583
5. Activos por impuesto corriente	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7.836
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	1.654.048	667	667	730	347
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	267.615	3.459.229	2.521.834	7.639.444	10.515.860
2. Créditos a empresas	66.240	36.361	44.022	223.967	480.319
5. Otros activos financieros	201.375	3.422.868	2.477.812	7.415.477	10.035.477
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	64
VI Periodificaciones a corto plazo	n.d.	n.d.	11.143	10.870	19.543
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.023.737	581.390	1.038.241	688.425	151.685
1. Tesorería	1.023.737	581.390	1.038.241	688.425	151.685
<b>Total activo (A + B)</b>	<b>64.927.986</b>	<b>62.960.130</b>	<b>64.371.328</b>	<b>74.950.191</b>	<b>76.946.612</b>

<b>Pasivo</b>					
<b>A) Patrimonio neto</b>	31.778.195	32.038.279	36.309.313	42.408.165	38.231.295
A-1) Fondos propios	31.778.195	32.038.279	36.309.313	42.408.165	38.231.295
I Capital	858.005	858.005	858.005	858.005	858.005
1. Capital escriturado	858.005	858.005	858.005	858.005	858.005
III Reservas	26.224.254	30.920.190	29.797.970	35.426.873	40.743.174
1. Legal y estatutarias	171.601	171.601	171.601	171.601	171.601
2. Otras reservas	26.052.653	30.748.589	29.626.369	35.255.272	40.571.573
VII Resultado del ejercicio	4.695.936	260.084	5.653.339	6.123.287	-3.369.884
<b>B) Pasivo no corriente</b>	4.307.340	2.720.162	977.448	5.122.294	4.643.407
II Deudas a largo plazo	2.807.340	1.520.162	977.448	5.122.294	4.293.407
2. Deudas con entidades de crédito	1.770.145	1.178.729	827.448	1.331.694	1.307.249
3. Acreedores por arrendamiento financiero	1.037.194	341.433	n.d.	3.790.601	2.986.158
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.500.000	1.200.000	n.d.	n.d.	350.000
<b>C) Pasivo corriente</b>	28.842.452	28.201.689	27.084.567	27.419.732	34.071.910
III Deudas a corto plazo	3.582.789	5.585.887	4.486.858	4.750.243	7.212.924
2. Deudas con entidades de crédito	2.890.163	4.920.729	4.119.497	4.174.604	6.338.519
3. Acreedores por arrendamiento financiero	692.626	664.988	342.361	446.749	799.404
5. Otros pasivos financieros	n.d.	170	25.000	128.890	75.001
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	8.452	53.965	2.345.757	2.094.751	1.572.670
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	25.251.211	22.561.837	20.251.952	20.574.737	25.286.317
1. Proveedores	8.630.817	5.344.046	4.913.246	5.174.594	4.878.741
b) Proveedores a corto plazo	8.630.817	5.344.046	4.913.246	5.174.594	4.878.741
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	12.876.113	13.388.198	13.239.592	13.735.761	19.260.268
3. Acreedores varios	935.545	484.910	600.971	751.228	703.893
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	25.316	27.862	n.d.	n.d.	132.000
5. Pasivos por impuesto corriente	1.000.006	945.889	n.d.	n.d.	n.d.
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	149.570	367.579	1.342.197	913.154	311.415
7. Anticipos de clientes	1.633.844	2.003.352	155.945	n.d.	n.d.
<b>Total pasivo</b>	<b>33.149.791</b>	<b>30.921.851</b>	<b>28.062.015</b>	<b>32.542.026</b>	<b>38.715.317</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)</b>	<b>64.927.986</b>	<b>62.960.130</b>	<b>64.371.328</b>	<b>74.950.191</b>	<b>76.946.612</b>

Fuente: Base de Datos SABI

Anexo 2: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS G. DE PUNTO VICTRIX S.L.

Cuenta de pérdidas y ganancias	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
<b>A) Operaciones continuadas</b>					
1. Importe neto de la cifra de negocios	80.915.521	65.853.691	77.645.755	73.406.564	63.878.148
a) Ventas	80.915.521	65.853.691	77.645.755	73.406.564	63.878.148
4. Aprovisionamientos	-66.286.692	-56.337.196	-66.822.060	-63.755.533	-59.136.709
a) Consumo de mercaderías	-65.940.469	-55.994.949	-66.263.074	-63.206.658	-58.670.191
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-335.529	-340.640	-359.799	-280.409	-282.097
c) Trabajos realizados por otras empresas	-10.695	-1.607	-199.186	-268.466	-184.420
5. Otros ingresos de explotación	1.183.503	107.586	828	0	32.042
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	1.183.503	107.586	828	0	32.042
6. Gastos de personal	-2.843.715	-3.013.741	-2.977.654	-2.888.977	-2.839.245
a) Sueldos, salarios y asimilados	-2.416.592	-2.617.197	-2.586.971	-2.502.954	-2.458.398
b) Cargas sociales	-427.123	-396.544	-390.683	-386.023	-380.848
7. Otros gastos de explotación	-5.564.164	-5.312.854	-4.866.231	-5.659.353	-5.929.423
a) Servicios exteriores	-5.312.149	-5.184.789	-4.813.616	-5.634.435	-5.792.789
b) Tributos	-59.069	-23.635	-52.614	-19.499	-20.983
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-81.615
d) Otros gastos de gestión corriente	-192.946	-104.429	n.d.	-5.419	-34.037
8. Amortización del inmovilizado	-736.950	-808.773	-844.447	-859.883	-898.247
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6.703
b) Resultados por enajenaciones y otras	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6.703
13. Otros resultados	28.475	31.105	57.230	28.858	26.861
<b>A1) Resultado de explotación</b>	<b>6.695.977</b>	<b>519.817</b>	<b>2.193.422</b>	<b>271.676</b>	<b>-4.873.276</b>
14. Ingresos financieros	169.914	95.831	44.577	6.177.615	482.541
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	5.950.000	n.d.
a) En empresas del grupo y asociadas	n.d.	n.d.	n.d.	5.950.000	n.d.
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	169.914	95.831	44.577	227.615	482.541
a) De empresas del grupo y asociadas	66.240	92.357	44.022	223.967	480.319
b) De terceros	103.673	3.474	555	3.648	2.222
15. Gastos financieros	-305.448	-261.609	-252.845	-321.034	-339.311
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-10.307	n.d.	n.d.	-79.795	n.d.
b) Por deudas con terceros	-295.141	-261.609	-252.845	-241.239	-339.311
17. Diferencias de cambio	148.036	-5.634	491.037	-29.931	194.368
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos	n.d.	n.d.	3.426.116	79.377	-260.230

financieros					
a) Deterioros y pérdidas	n.d.	n.d.	-573.884	-4.623	-258.895
b) Resultados por enajenaciones y otras	n.d.	n.d.	4.000.000	84.000	-1.334
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	12.502	-171.411	3.708.884	5.906.027	77.367
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	6.708.480	348.406	5.902.306	6.177.703	-4.795.908
	-0,300	-0,254	-0,042	-0,009	-0,297
19. Impuestos sobre beneficios	-2.012.544	-88.322	-248.968	-54.416	1.426.025
<b>A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)</b>	<b>4.695.936</b>	<b>260.084</b>	<b>5.653.339</b>	<b>6.123.287</b>	<b>-3.369.884</b>
<b>B) Operaciones interrumpidas</b>					
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)</b>	<b>4.695.936</b>	<b>260.084</b>	<b>5.653.339</b>	<b>6.123.287</b>	<b>-3.369.884</b>

Fuente: Base de Datos SABI

Anexo 3: Cotización INDITEX S.A.

INDITEX					
Fecha	Ajustes de Cierre*	RENTABILIDAD	Fecha	Ajustes de Cierre*	RENTABILIDAD
30 de dic de 2013	118,12	0,0067	24 de jun de 2013	93,02	0,023
23 de dic de 2013	117,33	0,0256	17 de jun de 2013	90,94	-0,052
16 de dic de 2013	114,37	0,0445	10 de jun de 2013	95,77	-0,024
9 de dic de 2013	109,39	-0,0241	3 de jun de 2013	98,13	0,043
2 de dic de 2013	112,06	-0,0320	27 de may de 2013	93,98	-0,020
25 de nov de 2013	115,7	0,0145	20 de may de 2013	95,87	-0,069
18 de nov de 2013	114,03	-0,0184	13 de may de 2013	102,69	0,016
11 de nov de 2013	116,15	0,0141	6 de may de 2013	101,02	-0,004
4 de nov de 2013	114,52	-0,0231	29 de abr de 2013	101,41	0,030
28 de oct de 2013	117,2	0,0097	22 de abr de 2013	98,46	0,043
21 de oct de 2013	116,07	0,0000	15 de abr de 2013	94,29	-0,042
14 de oct de 2013	116,07	0,0326	8 de abr de 2013	98,36	0,001
7 de oct de 2013	112,35	0,0150	1 de abr de 2013	98,26	-0,023
30 de sep de 2013	110,68	-0,0075	25 de mar de 2013	100,55	0,023
23 de sep de 2013	111,51	0,0115	18 de mar de 2013	98,26	-0,012
16 de sep de 2013	110,24	0,0216	11 de mar de 2013	99,48	-0,059
9 de sep de 2013	107,88	0,0413	4 de mar de 2013	105,56	0,040
2 de sep de 2013	103,52	0,0526	25 de feb de 2013	101,47	0,021
26 de ago de 2013	98,22	-0,0218	18 de feb de 2013	99,38	-0,013
19 de ago de 2013	100,38	-0,0039	11 de feb de 2013	100,64	-0,007
12 de ago de 2013	100,77	-0,0045	4 de feb de 2013	101,33	0,029

5 de ago de 2013	101,22	0,0030	28 de ene de 2013	98,46	-0,058
29 de jul de 2013	100,92	0,0301	21 de ene de 2013	104,39	0,016
22 de jul de 2013	97,93	0,0184	14 de ene de 2013	102,74	0,001
15 de jul de 2013	96,14	0,0054	7 de ene de 2013	102,64	-0,010
8 de jul de 2013	95,62	0,0062	1 de ene de 2013	103,66	
1 de jul de 2013	95,03	0,0214		MEDIA	0,00251125
				ANUAL	0,13

Fuente: Yahoo Finance

Anexo 4: Rendimientos Bonos a 10 años

bonos 10 años			
Fecha	Último	Fecha	Último
29.12.2013	3.907	30.06.2013	4.672
22.12.2013	4.237	23.06.2013	4.776
15.12.2013	4.155	16.06.2013	4.903
08.12.2013	4.108	09.06.2013	4.587
01.12.2013	4.173	02.06.2013	4.547
24.11.2013	4.136	26.05.2013	4.433
17.11.2013	4.108	19.05.2013	4.424
10.11.2013	4.074	12.05.2013	4.199
03.11.2013	4.127	05.05.2013	4.205
27.10.2013	4.014	28.04.2013	4.034
20.10.2013	4.158	21.04.2013	4.331
13.10.2013	4.262	14.04.2013	4.622
06.10.2013	4.300	07.04.2013	4.685
29.09.2013	4.200	31.03.2013	4.760
22.09.2013	4.372	24.03.2013	5.071
15.09.2013	4.313	17.03.2013	4.861
08.09.2013	4.540	10.03.2013	4.918
01.09.2013	4.534	03.03.2013	4.781
25.08.2013	4.548	24.02.2013	5.101
18.08.2013	4.461	17.02.2013	5.156
11.08.2013	4.369	10.02.2013	5.202
04.08.2013	4.507	03.02.2013	5.394
28.07.2013	4.612	27.01.2013	5.214
21.07.2013	4.634	20.01.2013	5.176
14.07.2013	4.689	13.01.2013	5.072
07.07.2013	4.804	06.01.2013	4.891
		MEDIA	4.770

Fuente: Investing.es



Anexo 5: Rendimiento del mercado IBEX 35

IBEX 35					
Fecha	Ajustes de Cierre*	RENTABILID	Fecha	Ajustes de Cierre*	RENTABILID
30 de dic de 2013	9.916,70	0,00	24 de jun de 2013	7.762,70	0,01
23 de dic de 2013	9.900,10	0,02	17 de jun de 2013	7.700,20	-0,05
16 de dic de 2013	9.689,90	0,04	10 de jun de 2013	8.070,90	-0,02
9 de dic de 2013	9.272,70	-0,01	3 de jun de 2013	8.266,60	-0,01
2 de dic de 2013	9.400,50	-0,05	27 de may de 2013	8.320,60	0,01
25 de nov de 2013	9.837,60	0,02	20 de may de 2013	8.264,60	-0,04
18 de nov de 2013	9.677,40	0,00	13 de may de 2013	8.582,40	0,00
11 de nov de 2013	9.695,90	-0,01	6 de may de 2013	8.544,50	0,00
4 de nov de 2013	9.747,20	-0,01	29 de abr de 2013	8.544,80	0,03
28 de oct de 2013	9.838,30	0,00	22 de abr de 2013	8.297,00	0,05
21 de oct de 2013	9.815,50	-0,02	15 de abr de 2013	7.915,50	-0,02
14 de oct de 2013	10.001,80	0,03	8 de abr de 2013	8.040,40	0,03
7 de oct de 2013	9.668,50	0,03	2 de abr de 2013	7.798,40	-0,02
30 de sep de 2013	9.420,90	0,02	25 de mar de 2013	7.920,00	-0,05
23 de sep de 2013	9.228,40	0,01	18 de mar de 2013	8.329,50	-0,03
16 de sep de 2013	9.171,80	0,03	11 de mar de 2013	8.619,10	0,00
9 de sep de 2013	8.941,60	0,03	4 de mar de 2013	8.628,10	0,05
2 de sep de 2013	8.655,00	0,04	25 de feb de 2013	8.187,10	0,00
26 de ago de 2013	8.290,50	-0,05	18 de feb de 2013	8.179,00	0,00
19 de ago de 2013	8.686,80	-0,02	11 de feb de 2013	8.150,20	0,00
12 de ago de 2013	8.821,30	0,01	4 de feb de 2013	8.174,90	-0,01
5 de ago de 2013	8.735,50	0,02	28 de ene de 2013	8.229,70	-0,06
29 de jul de 2013	8.574,00	0,03	21 de ene de 2013	8.724,60	0,01
22 de jul de 2013	8.353,60	0,05	14 de ene de 2013	8.604,00	-0,01
15 de jul de 2013	7.943,20	0,01	7 de ene de 2013	8.664,70	0,03
8 de jul de 2013	7.844,70	0,00	2 de ene de 2013	8.435,80	
1 de jul de 2013	7.868,40	0,01		MEDIA	0,0031
				ANUAL	0,1617

Fuente: Yahoo Finance

Anexo 6: WACC VICRIX SL CON BETA APALANCADA INDITEX DE LA WEB

	Beta apalancada	D/E	beta deuda	Beta desapalancada
Inditex	0,760	0,203	1,10	0,86
VITRIX	0,965	0,175	-0,125	0,84

CALCULO WACC VITRIX SL	
ke	0,158
RA/RT	0,142
RA+RP	1,000
RA	55708785,545
RP/RT	0,858
WACC	0,138

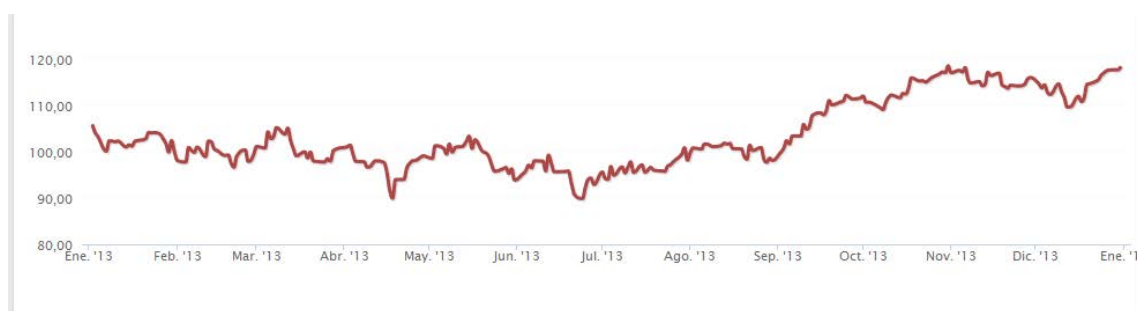
Rf	0,045
Rm	0,162
t	0,300

Inditex	2011	2012
coste deuda	0,01	0,03
	media kd	0,173
	beta d	1,101
VITRIX SL	2011	2012
coste deuda	0,027	0,025
	media kd	0,031
	beta d	-0,125

Fuente: Elaboración propia

Anexo 7: VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS COMPARABLES

Panel A: Evolución del precio por acción INDITEX S.A.



Fuente: Infobolsa.es

Panel B: Valoración VICTRIX SL múltiplo EV/Ventas

INDITEX	2013
Capitalización * (miles de euros)	74.674.982
Nº de acciones (x 1.000)	623.330
Último precio período (euros)	119,8000
Precio máximo período (euros)	121,8000
Precio mínimo período (euros)	90,1300
Volumen (miles de acciones)	472.964
Efectivo (miles de euros)	50.524.817

INDITEX	
EV	74.674.934
VENTAS	53.638.370
Ratio	1,39

Fuente: Elaboración propia

Panel C: Valoración VICTRIX SL múltiplo EV/CFL

FLUJO DE CAJA LIBRE INDITEX		2013
Ingresos de Explotación(ventas +otros)		5.522.410
Gastos de explotación(aprovis+personal+otros)		-3867320
DEA		-42215
<b>BAIT</b>		<b>1.612.875</b>
impuestos	0,3	-483862,5
<b>BDT</b>		<b>1.129.013</b>
DEA		42215
incremento necesidades fondo de rotación		297857
incremento nuevas inversiones (reposición)		42215
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>		<b>8.311.555</b>

Fuente: Elaboración propia