

Los datos para 2016 son estimaciones a partir de los estados contables a 1/Nov.  
 No existen estimaciones fiables de la tesorería requerida para realizar las operaciones  
 Todas las valoraciones (salvo las perpetuidades) emplean un marco temporal de cinco años

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BALANCE</b>					
Activo	140,80	162,80	191,10	220,70	249,50
Activo no corriente	100,00	120,00	145,00	146,00	148,00
Amortización	0,00	11,00	13,25	14,55	14,70
Tesorería	15,24	4,11	1,61	28,20	52,72
Cuentas a cobrar	18,00	19,50	22,00	22,50	24,00
Inventarios	7,56	8,19	9,24	9,45	10,08
Pasivo	140,80	162,80	191,10	220,70	249,50
Patrimonio neto	110,00	133,40	157,70	184,70	211,70
Deuda a largo plazo	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Obligaciones	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00
Proveedores	21,60	23,40	26,40	27,00	28,80
Impuestos a pagar	4,20	1,00	2,00	2,00	2,00

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>					
Ventas	180,00	195,00	220,00	225,00	240,00
Compras	108,00	117,00	132,00	135,00	144,00
Personal	11,00	12,00	13,00	14,00	14,00
Amortización	10,00	12,00	14,50	14,60	14,80
Otros gastos	18,00	20,00	22,00	23,00	24,00
<b>BAIT</b>	<b>33,00</b>	<b>34,00</b>	<b>38,50</b>	<b>38,40</b>	<b>43,20</b>
Intereses	0,50	0,50	0,40	0,50	0,40
BAT	32,50	33,50	38,10	37,90	42,80
Impuestos	7,00	7,00	8,00	8,00	9,00
<b>BN</b>	<b>26,00</b>	<b>27,00</b>	<b>30,00</b>	<b>30,00</b>	<b>34,00</b>
Dividendos	2,60	2,70	3,00	3,00	3,40
Reservas	23,40	24,30	27,00	27,00	30,60
t	0,00	0,21	0,21	0,21	0,21

	2012	2013	2014	2015	2016
Tesorería generada					
BAIT		34,00	38,50	38,40	43,20
(+) Amortizaciones		12,00	14,50	14,60	14,80
(-) Aumento NOF		3,53	-0,45	0,11	0,33
(-) Aumento activo fijo		20,00	25,00	1,00	2,00
(-) Impuestos		7,00	8,00	8,00	9,00
<b>(=) FCF</b>		<b>15,47</b>	<b>20,45</b>	<b>43,89</b>	<b>46,67</b>
(+) Aumento deuda		1,80	3,00	2,60	1,80
(-) Intereses · (1-t)		0,40	0,32	0,39	0,32
<b>(=) FCA</b>		<b>16,87</b>	<b>23,13</b>	<b>46,10</b>	<b>48,15</b>

	2013	2014	2015	2016	Promedio
Coste de capital					
$k_L$ (antes de impuestos)	10,00%	8,00%	7,14%	5,71%	7,71%
$k_e$	15%	15%	15%	15%	15,00%
$k_0$ (neto de impuestos)	13,72%	13,48%	13,47%	13,41%	11,07%

$k_e$ : estimación subjetiva, o cálculo derivado del modelo CAPM (SML)

$$k_0 = k_e \cdot \frac{C}{L+C} + k_L \cdot (1-\tau) \cdot \frac{L}{L+C}$$

## ALGUNAS POSIBLES VALORACIONES

### Valor de rendimiento (basada en perpetuidades)

Hipótesis: estacionariedad estricta

	Con B° de 2016	Con B° medio
Valor económico	390,32	348,08
Valor de los RRPP	226,67	201,67
Valor de la deuda	163,66	146,42

$$VE = \frac{BAIT^*}{k_0}$$

$$VF = \frac{BN}{ke}$$

### Valor de rendimiento (marco temporal + perpetuidad, con pronóstico univariante simple)

Hipótesis: permanencia estructural, ausencia de operaciones relevantes que modifiquen el patrimonio y/o resultados

Se añade una perpetuidad basada en el resultado medio del período de trabajo

Año	2013	2014	2015	2016
BAIT	34,00	38,50	38,40	43,20
BN	27,00	30,00	30,00	34,00

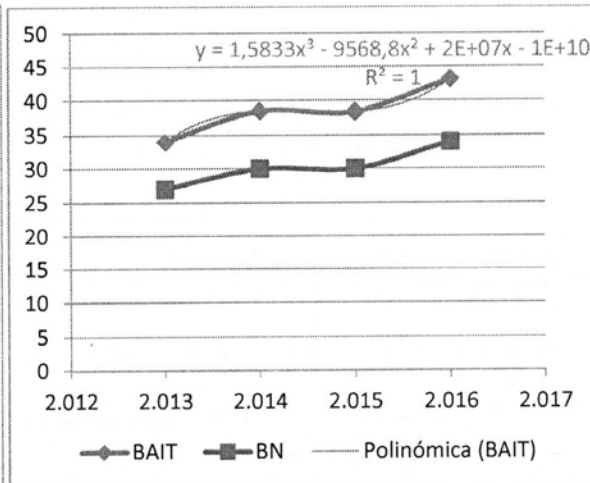
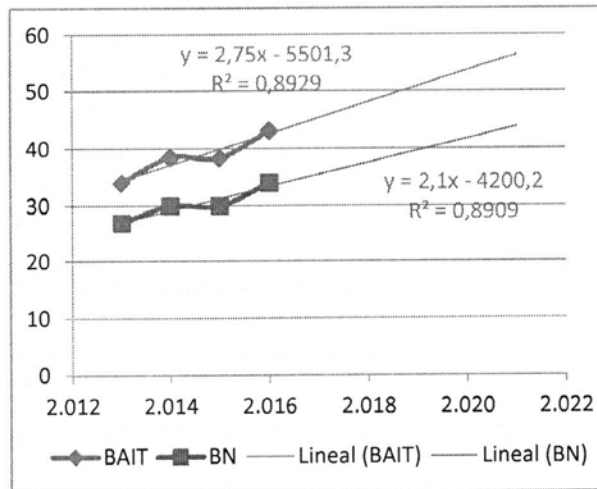
  

Pronósticos (lineal univ.)	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad*
BAIT	45,40	48,15	50,90	53,65	56,40	45,40
BN	35,50	37,60	39,70	41,80	43,90	35,50

	Temporal	Perpetuo	Total
Valor rend. económico	185,68	242,69	428,37
Valor rend. financiero	131,13	117,67	248,79
Valor de la deuda			179,58

$$VRE = \sum_{t=1}^5 \frac{BAIT_t}{(1+k_0)^t} + \frac{BAIT^*}{k_0} (1+k_0)^{-5}$$

$$VRF = \sum_{t=1}^5 \frac{BN_t}{(1+ke)^t} + \frac{BN^*}{ke} (1+ke)^{-5}$$



### Valoración basada en dividendos (modelo de Gordon - Shapiro)

Hipótesis: las propias del modelo de Gordon - Shapiro

Tasa media de crecimiento	0,07
Dividendo estimado t+1	3,64
Valor estimado =	45,09

$$VF = \frac{D_1}{ke - g} = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{ke - g}$$

## Valoración basada en flujos de caja (método indirecto)

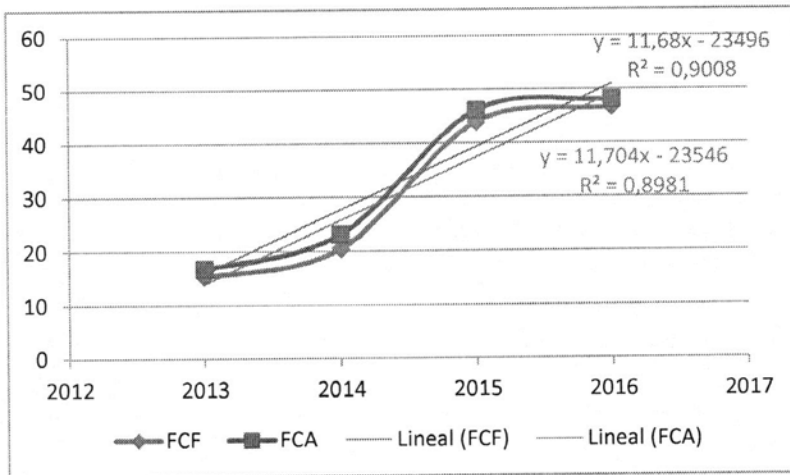
Hipótesis: permanencia de la política actual de inversión y financiación y ausencia de cambios en las variables que determinan los flujos de tesorería (uso del crédito comercial, períodos de cobro y pago, morosidad media, etc.)

Se añade una perpetuidad basada en la tesorería media del período de trabajo

Año	2013	2014	2015	2016
FCF	15,47	20,45	43,89	46,67
FCA	16,87	23,13	46,10	48,15

Pronósticos (lineal univ.)	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad*
FCF	60,88	72,58	84,29	95,99	107,70	60,88
FCA	62,76	74,44	86,12	97,80	109,48	62,76



	Temporal	Perpetuo	Total
Valor económico	301,97	325,44	627,41
Valor financiero	277,85	208,03	485,88
Valor de la deuda			141,52

$$VE = \sum_{t=1}^5 \frac{FCF_t}{(1+k_0)^t} + \frac{FCF^*}{k_0} (1+k_0)^{-5}$$

$$VF = \sum_{t=1}^5 \frac{FCA}{(1+ke)^t} + \frac{FCA^*}{ke} (1+ke)^{-5}$$

### Otras alternativas para la estimación de la tesorería generada

- Proyectar individualmente cada variable relevante y formular un estado previsional de tesorería empleando el método directo (cobros menos pagos)
- Si hallamos una variable que explique satisfactoriamente el comportamiento de la tesorería (por ejemplo, la facturación) hacer bascular toda la proyección sobre ella

## SÍNTESIS DE LOS RESULTADOS

	Económico	Financiero	Deuda
Patrimonial	249,50	211,70	37,80
Beneficio	428,37	248,79	179,58
Dividendos	-	45,09	-
Tesorería	627,41	485,88	141,52