

**FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ECONOMÍA Y DE LA EMPRESA
MÁSTER UNIVERSITARIO EN AUDITORÍA Y CONTABILIDAD SUPERIOR**



TRABAJO FIN DE MÁSTER

VALORACIÓN DE LA EMPRESA ITRA, S.L. POR UN EXPERTO INDEPENDIENTE

Autor: Arturo González Aparicio
Tutor: D. Javier Rojo Suárez

Curso académico 2023/2024

PROGRESO ACADÉMICO

UNIVERSIDAD REY JUAN CARLOS FICHA INFORMATIVA DEL ALUMNO

DATOS DEL ESTUDIANTE:

Nombre y Apellidos: ARTURO GONZALEZ APARICIO
D.N.I. : 51504995
Fecha de nacimiento: 16-01-1996

DATOS DE ACCESO

Acceso a la Universidad: ACCESO A MÁSTERES UNIVERSITARIOS-ACCESO CONDICIONADO
Realizada en: 2019-20-S
Nombre titulación Acceso al Master: 2012
Centro: Escuela de Másteres Oficiales
Plan de estudios: 6238 MÁSTER UNIVERSITARIO EN AUDITORÍA Y CONTABILIDAD SUPERIOR (PRESENCIAL)
Expediente : 370

RELACIÓN DE ASIGNATURAS DEL EXPEDIENTE

Código	Asignatura	Créd	Dur	Tip	Año	Conv	Calificación
Asignaturas Matriculadas:							
623801	FUNDAMENTOS DE AUDITORIA I	6	1	B	20-	E	6,65
			S		21		
623802	FUNDAMENTOS DE AUDITORIA II	3	1	B	20-	E	6,95
			S		21		
623803	AUDITORÍA DE CUENTAS I	6	1	B	20-	E	NO PRESENTADO
			S		21		
623803	AUDITORÍA DE CUENTAS I	6	1	B	20-	J	5,01
			S		21		
623804	AUDITORÍA DE CUENTAS II	6	2	B	20-	J	4,40
			S		21		
623804	AUDITORÍA DE CUENTAS II	6	2	B	20-	M	NO PRESENTADO
			S		21		
623805	NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA I	6	1	B	20-	J	5,70
			S		21		
623805	NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA I	6	1	B	20-	E	3,70
			S		21		
623806	NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA II	3	1	B	20-	E	7,50
			S		21		
623807	NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA III	3	2	B	20-	M	9,45
			S		21		
623808	COMBINACIONES DE NEGOCIOS Y CONSOLIDACIÓN DE CUENTAS ANUALES	3	2	B	20-	M	8,00
			S		21		
623809	NORMAS INTERNACIONALES DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA	6	2	B	20-	J	6,20
			S		21		
623809	NORMAS INTERNACIONALES DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA	6	2	B	20-	M	3,00
			S		21		
623810	CONTABILIDAD PRESUPUESTARIA, DE COSTES Y DE GESTIÓN Y TÉCNICAS DE ANÁLISIS	3	1	B	20-	E	6,20
			S		21		
623811	TÉCNICAS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y CONFECCIÓN DE PLANES DE VIABILIDAD	3	1	B	20-	E	8,25
			S		21		
623813	TRABAJO FIN DE MÁSTER	6	I	B	20-		

Tipo de asignatura	Cred. Requeridos	Cred. Conseguídos	Cred. pendientes	Cred. matriculados
COMPLEMENTO DE FORMAC (C)	6,00	6,00	0,00	0,00
OBLIGATORIA (B)	60,00	54,00	6,00	6,00
			00	

Nota Media ponderada según el Real Decreto 1125/2003: 7,09

RESUMEN

Los métodos de valoración de empresas en la actualidad son mucho más utilizados de lo que la gente se cree, ya que se utilizan en diversas operaciones de origen mercantil a diario en el mundo empresarial (fusiones, compraventa, adquisiciones, salidas a bolsa, etc.). Para desarrollarlos, se deberá contar con la labor de un experto independiente, el cual, mediante el análisis económico-financiero de la sociedad, el conocimiento del entorno de la misma y su juicio profesional, conseguirá estimar el valor de dicha compañía en un informe.

El presente trabajo se centra en el objetivo de estimar el valor de la compañía ITRA, S.L., sociedad perteneciente al sector automovilístico de comercio minorista en España y ubicada principalmente en la Comunidad de Madrid, mediante uno de los métodos principales de valoración de empresas, posiblemente el más utilizado, como es el descuento de flujos de caja.

Esta labor ha sido solicitada por la compañía para conocer el valor de la misma ante una operación de fusión por absorción, mediante la cual, se crea un grupo empresarial aún más grande en el sector del automóvil dividiendo las participaciones del mismo en función del valor individual de cada sociedad participante.

Para determinar dicho valor, el experto independiente ha analizado las cuentas anuales históricas de la compañía así como su evolución, ha conocido y analizado el sector *retail* automovilístico en España, y ha proyectado una serie de hipótesis sobre la situación de ITRA en el futuro, para poder así estimar un valor aproximado de la sociedad necesario para esta operación empresarial.

Palabras clave: operaciones mercantiles, valoración, experto independiente, sector *retail*, descuento de flujos de caja, hipótesis.

ABSTRACT

Company valuation methods are nowadays much more widely used than people think, since they are used in various operations of mercantile origin on a daily basis in the business world (mergers, sales and purchases, acquisitions, stock market flotations, etc.). In order to develop them, the work of an independent expert is required, who, by means of the economic-financial analysis of the company, the knowledge of its environment and his professional judgment, will be able to estimate the value of the company in a report.

This work focuses on the objective of estimating the value of the company ITRA, S.L., a company belonging to the automotive retail sector in Spain and located mainly in the Community of Madrid, by means of one of the main methods of company valuation, possibly the most widely used, which is the discounted cash flow method.

This work has been requested by the company to determine the value of the company in the event of a merger by absorption, by means of which an even larger business group is created in the automobile sector, dividing its shares according to the individual value of each participating company.

In order to determine this value, the independent expert has analyzed the company's historical annual accounts and its evolution, has known and analyzed the automotive retail sector in Spain, and has projected a series of hypotheses about ITRA's situation in the future, in order to estimate an approximate value of the company necessary for this business transaction.

Key words: business operations, valuation, independent expert, retail sector, discounted cash flows, hypotheses.

AGRADECIMIENTOS

Primero, quisiera reflejar mi agradecimiento tanto a los profesores del Máster de Auditoría y Contabilidad Superior de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, como a todos los profesionales que hacen posible que este máster funcione tan bien.

También, me gustaría dar mi más sincero agradecimiento a mi tutor de este trabajo de fin de máster, D. Javier Rojo Suárez, por haberme descubierto desde el inicio de sus clases una disciplina tan interesante y bonita como es la valoración de empresas, por ayudarme y apoyarme desde el inicio con esta idea de trabajo, y por asesorarme siempre como el gran profesional de la materia y docente que es.

Para seguir, a mi madre, por ser mi referente tanto en lo profesional como a nivel humano. Gracias por enseñarme e ilusionarme por la auditoría que tanto te gusta. Gracias por enseñarme, apoyarme y ayudarme tanto en cada paso que doy, por darme todo y seguir haciéndolo día a día. Estoy convencido que sin ti no habría sido posible nada de lo que he conseguido hasta ahora. Todo el mundo debería conocer la persona tan magnífica que eres. Es un orgullo tener una madre como tú.

Obviamente, a mi familia, en especial a mis abuelas, por confiar en mí siempre, apoyarme y acompañarme a conseguir mis metas.

Gracias a mi pareja, Sandra, por ser mi compañera de vida y mi apoyo diario. Gracias por calmarme cuando lo he necesitado, por entenderme ante todo y por estar conmigo en cada momento. Por seguir siendo el mejor equipo del mundo como somos.

Por último, a mis amigos, por darme la mano siempre que la he necesitado y hacerme disfrutar de la vida como solo ellos saben.

En definitiva, gracias a todos los que me han apoyado de una forma u otra.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	10
JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO DE FIN DE MÁSTER	11
OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	12
METODOLOGÍA A SEGUIR.....	12
1. MARCO TEÓRICO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	13
1.1 Fundamentos y conceptualización	13
1.2 Diferenciación entre valor y precio.....	17
2. MÉTODOS DE VALORACIÓN	19
2.1 Métodos de valoración estáticos	20
2.1.1 Valor en libros.....	21
2.1.2 Valor contable ajustado.....	21
2.1.3 Valor sustancial.....	22
2.1.4 Valor de liquidación.....	23
2.2 Métodos de valoración dinámicos.....	23
2.2.1 Descuento de flujos de caja.....	24
2.2.2 Dividendos descontados.....	39
2.2.3 APV.....	40
2.3 Métodos de valoración basados en múltiplos	41
2.4 Métodos compuestos o mixtos.....	48
2.4.1 Método clásico o alemán.....	49
2.4.2 Método Unión de Expertos Contables	50
2.4.3 Método indirecto o “de Los Prácticos	50
2.4.4 Método directo o anglosajón.....	50
2.5 Método de opciones reales	51
3. CONTEXTUALIZACIÓN DEL CASO PRÁCTICO DE VALORACIÓN.....	52
4. PRESENTACIÓN DEL EXPERTO INDEPENDIENTE.....	53
5. PRESENTACIÓN EMPRESA OBJETIVO	54
5.1 Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG y organigrama de ITRA	55
5.2 Modelo de negocio.....	56
5.3 Políticas y diligencia debida	57
6. ANÁLISIS SECTORIAL.....	58
6.1 Sector <i>retail</i> de automóviles en España	58

6.2 Evolución histórica del sector.....	60
6.2.1 Ventas de vehículos turismos en el sector.....	60
6.2.2 Evolución del VAB.....	62
6.2.3 Datos en distribución y venta de vehículos en España.....	63
6.3 DATOS MÁS RECIENTES DEL SECTOR.....	65
6.3.1 Número de coches vendidos en España.....	65
6.3.2 Distribución de vehículos en 2021.....	66
6.3.3 Datos económicos del sector.....	67
6.3.4 Perfil del comprador de coches en España.....	68
6.3.5 Novedades sectoriales y escenarios futuros.....	70
6.3.6 Competidores de ITRA.....	71
7. ANÁLISIS DAFO DE ITRA.....	73
8. MOTIVO DE LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA.....	73
9. ANÁLISIS FINANCIERO.....	74
9.1 Cuentas anuales históricas.....	75
9.2 Análisis de las cuentas anuales.....	76
9.3 Hipótesis de la valoración.....	82
9.3.1 Hipótesis de activo fijo.....	83
9.3.2 Hipótesis de cuenta de pérdidas y ganancias.....	84
9.3.3 Hipótesis del capital circulante.....	88
9.3.4 Hipótesis financieras.....	91
9.4 Cuentas anuales proyectadas.....	92
10. VALORACIÓN BASADA EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	94
10.2 Determinación de los flujos de caja proyectados.....	94
10.2 Determinación de las tasas de descuento utilizadas.....	95
10. Determinación del horizonte temporal a valorar.....	99
10.4 Determinación del valor explícito y valor residual.....	99
10.5 Determinación del <i>Enterprise Value (EV)</i> y <i>Equity Value (EQV)</i>	100
11. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....	101
12. BIBLIOGRAFÍA Y WEBS.....	103
INFORME DE VALORACIÓN DE ITRA,S.L.....	112
ANEXO.....	114

TABLAS

Tabla 1. Objetivos según la transacción en valoración de empresas.....	15
Tabla 2. Indicadores de Beta.	35
Tabla 3. Ventajas e inconvenientes del método de descuento de flujos de caja.	38
Tabla 4. Ventajas e inconvenientes de la valoración por múltiplos.	43
Tabla 5. Evolución de los concesionarios en España, rentabilidad y empleos directos.....	64
Tabla 6. Matriculaciones 2021 por tipo de carburante.....	65
Tabla 7. Datos de concesionarios de 2021.	67
Tabla 8. Porcentaje de facturación por área de negocio en concesionarios.	67
Tabla 9. Comparativa económica competidores directos de ITRA.....	72
Tabla 10. Balances de la sociedad ITRA, S.L. (2018-2021).....	75
Tabla 11. Cuenta de pérdidas y ganancias de ITRA, S.L. (2018-2021).....	76
Tabla 12. Análisis vertical y horizontal del Balance de situación de ITRA,S.L.....	77
Tabla 13. Ajuste por reserva de dominio (2018-2021).	78
Tabla 14. Ratios financieros Balance de situación (2020-2021).....	80
Tabla 15. Análisis vertical y horizontal de la Cuenta de pérdidas y ganancias de ITRA,S.L. 81	
Tabla 16. Ratios financieros Cuenta de pérdidas y ganancias (2020-2021).	82
Tabla 17. Estimación de la inversión en activo fijo y la dotación a la amortización.	84
Tabla 18. Estimación del crecimiento de ventas.	85
Tabla 19. Estimación del coste de ventas sobre ventas.....	85
Tabla 20. Estimación del crecimiento de los gastos de personal.	86
Tabla 21. Estimación de otros gastos sobre ventas.	87
Tabla 22. Estimación del tipo impositivo.....	88
Tabla 23. Estimación de los periodos medios.	90
Tabla 24. Estimación del fondo de maniobra necesario y NOF.....	91
Tabla 25. Estimación de la deuda financiera y el coste de la misma.	91
Tabla 26. Balance proyectado de la sociedad ITRA, S.L. (2022-2028).....	92
Tabla 27. Cuenta de pérdidas y ganancias proyectada (2022-2028).....	93
Tabla 28. Cálculo de los flujos de caja o FCF proyectados de ITRA, S.L. (2022-2028).	94
Tabla 29. Cálculo de los flujos de caja libre para accionistas o FCFE proyectados de ITRA, S.L. (2022-2028).	95

Tabla 30. Promedio de la rentabilidad del bono español a 10 años (2012-2021).	96
Tabla 31. Prima de riesgo de mercado	97
Tabla 32. Beta comparable del sector <i>retail</i> automovilístico.....	98
Tabla 33. Estimación del <i>Enterprise Value</i> de ITRA, S.L.	100
Tabla 34. Estimación de la Deuda financiera neta y del <i>Equity Value de</i> ITRA, S.L.....	101

FIGURAS

Figura 1. Propósitos de la valoración de empresas.	16
Figura 2. Taxonomía de los métodos de valoración.	20
Figura 3. Métodos de valoración dinámicos.	24
Figura 4. Descuento de flujos de caja.	25
Figura 5. Tasas de descuento según el flujo de caja.	32
Figura 6. Escenarios básicos posibles.	39
Figura 7. Fases de la valoración por múltiplos.	43
Figura 8. Clasificación de los métodos compuestos o mixtos.	49
Figura 9. Composición del Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG, S.L.	55
Figura 10. Organigrama de ITRA, S.L.	56
Figura 11. Análisis DAFO de ITRA.	73
Figura 12. Relación de cuentas anuales con hipótesis para determinar el valor	83

ECUACIONES

Ecuación 1. Fondo de comercio	18
Ecuación 2. Valor en libros.	21
Ecuación 3. Valor contable ajustado.	22
Ecuación 4. Patrimonio Neto Ajustado	22
Ecuación 5. Valor sustancial.	23
Ecuación 6. Valor de liquidación.	23
Ecuación 7. Método descuento de flujos de caja.....	25
Ecuación 8. Flujo de caja bruto o flujo de caja de explotación.....	27
Ecuación 9. Flujo de caja libre o FCF.	27
Ecuación 10. Flujo de caja libre para la empresa o FCF	28
Ecuación 11. Valor explícito del EV	29
Ecuación 12. Valor residual del EV.	29
Ecuación 13. Flujo de caja libre para accionistas o FCFE.	30
Ecuación 14. Valor de los Fondos Propios o EQV.	31
Ecuación 15. WACC o Coste Capital Medio Ponderado.....	32
Ecuación 16. Coste de los recursos propios por CAPM.....	33
Ecuación 17. Relación de la beta apalancada con la beta desapalancada.	35
Ecuación 18. Valor residual con tasa constante (g).....	37
Ecuación 19. Dividendos constantes en el tiempo.	40
Ecuación 20. Dividendos con crecimientos constantes.....	40
Ecuación 21. APV.....	41
Ecuación 22. Múltiplo PER.....	44
Ecuación 23. Múltiplo PBV.	45
Ecuación 24. Múltiplo “q” de Tobin.	45
Ecuación 25. Múltiplo EV/EBITDA.....	46

Ecuación 26. EV/Ventas.....	47
Ecuación 27. EV/EBIT	47
Ecuación 28. Método clásico o alemán.	49
Ecuación 29. Método Unión de Expertos Contables.....	50
Ecuación 30. Método indirecto o de “Los Prácticos”.	50
Ecuación 31. Método directo o anglosajón.	51
Ecuación 32. Periodo medio de cobro o PMC.	89
Ecuación 33. Periodo medio de inventario o PMI.....	89
Ecuación 34. Periodo medio de pago o PMP.	90
Ecuación 35. Desapalancamiento de Beta para la empresa ITRA, S.L.....	97
Ecuación 36. Estimación del coste de los recursos propios o “Ke” de ITRA, S.L	98
Ecuación 37. Estimación del Coste de Capital Medio Ponderado o WACC de ITRA, S.L. ..	98
Ecuación 38. Estimación del valor explícito de ITRA, S.L.	99
Ecuación 39. Estimación del valor residual de ITRA, S.L.....	100

ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Logotipo de MT&A AUDITS, S.L.	53
Ilustración 2. Localización de la empresa ITRA, S.L.....	54
Ilustración 3. Perfil comprador de vehículos en España.....	69
Ilustración 4. Competidores de ITRA.....	72

GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolución de las matriculaciones de vehículos turismo en España (2011-2021)..	61
Gráfico 2. Evolución VAB “Venta y reparación de vehículos a motor y bicicletas”	62
Gráfico 3. Total VAB sector automóvil en España.....	63
Gráfico 4. Matriculación de turismos en España 2021 por CCAA.....	66
Gráfico 5. Cifra de negocios en el sector <i>retail</i> de automóviles.	68

INTRODUCCIÓN

El presente Trabajo de Fin de Máster o TFM es el análisis y valoración de la sociedad ITRA, S.L. mediante uno de los métodos principales de valoración de empresas, que es el descuento de flujos de caja. Para ellos, se estructura este trabajo en dos partes claramente diferenciadas.

La primera, es una parte meramente teórica, en la cual se detallan de forma extensa los principales conocimientos sobre la valoración de empresas, la importante diferenciación entre valor y precio, que aunque mucha gente cree que son sinónimos, para nada es así. Para concluir con los distintos métodos o modelos existentes para desarrollar una valoración de empresas.

En cuanto a la parte práctica del documento, se propone un caso real de valoración de empresas en el cual se trata de estimar el valor razonable de una empresa del sector *retail* o de comercio minorista de automóviles en España. Esta valoración ha sido solicitada por la empresa objetivo ITRA, S.L., para conocer el valor de la sociedad a fin de poder ser vendida en una operación mercantil de fusión por absorción.

Para realizar esta valoración, se presenta al experto independiente encargado del arduo trabajo, contextualiza el motivo de dicha valoración, se analiza de forma detallada el sector en el cual se encuentra asentado la empresa objetivo y se termina este primer bloque práctico con un análisis DAFO de la sociedad y del entorno.

Posteriormente, se analizan las cuentas anuales históricas de la sociedad con el fin de conocer de forma breve la evolución de dicha empresa a lo largo de los años, después se realizan las hipótesis con vistas a siete años que el experto independiente mediante su juicio profesional ha creído conveniente, y se plasman como quedarían las cuentas anuales futuras de la compañía basadas en estas proyecciones.

Para finalizar, se cuantifican estas hipótesis mediante la aplicación del método de descuento de flujos de caja, para poder así estimar de forma razonable una valoración de la empresa objetivo, y emitir un informe junto con las conclusiones y futuras investigaciones.

JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Desde hace años el sector del automóvil, y en particular el comercio minorista de vehículos en España, está evolucionando a pasos agigantados, derivados por dos aspectos principales que han hecho tambalear ligeramente el mercado:

- 1) El cambio de tendencia en los compradores a la hora de adquirir vehículos, prefiriendo la comodidad de sus casas en la búsqueda de automóviles en vez de la tradicional visita a los concesionarios, y el enfoque en la digitalización del sector, que como en muchos otros sectores, ha generado un ligero cambio en el modelo de negocio de las empresas.
- 2) La concienciación del ser humano relacionada con el medio ambiente, provocando la creación de vehículos propulsados por energías renovables que disminuyen la cantidad de vehículos tradicionales en circulación, y el incremento en las medidas restrictivas.

Estos dos aspectos principalmente, junto a la crisis originada por la pandemia del COVID-19, han provocado un cambio en el sector *retail* del automóvil en España, modificando la situación de cara al futuro de las empresas del sector, posiblemente más enfocada a la digitalización de las mismas, y generando el cierre de muchas de ellas.

Por todo ello, este trabajo de fin de máster, mediante la valoración por el método de flujos de caja de una empresa asentada desde hace años en el sector como es ITRA, S.L., puede servir como investigación sobre el valor de una sociedad en uno de los sectores más cambiantes derivado de la variación en la necesidad de los compradores de vehículos y la evolución existente, a nivel cuantitativo, del sector mediante un análisis del mismo.

OBJETIVOS DEL TRABAJO

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Máster (TFM), y que destaca claramente por encima de los demás, es el de estimar el valor razonable y aproximado de la empresa ITRA, S.L., sociedad asentada en el sector *retail* del automóvil en España, mediante el método de descuento de flujos de caja. Con independencia de este objetivo, también se tratará de informar al lector acerca de:

- La finalidad de la valoración de empresas y quién desarrolla este trabajo.
- Las diferentes metodologías existentes generalmente aceptadas para valorar una sociedad.
- El conocimiento de un sector asentado pero en constante evolución como es el sector del comercio minorista automovilístico en España.
- La situación anómala que vivió este sector derivada de la pandemia del COVID-19.
- Cómo resolver de forma práctica un caso de valoración de empresas mediante uno de los métodos principales de valoración.

METODOLOGÍA A SEGUIR

En este TFM se realiza de forma simulada un encargo de valoración de una empresa de comercio minorista del sector del automóvil mediante el método de descuento flujos de caja realizado por un experto independiente.

Para ello, en este documento se ha procedido a la investigación del tema elegido mediante el estudio y lectura de diversos libros, artículos, revistas, noticias, tesis, manuales, etc., fechados en diferentes momentos de tiempo. Así mismo, se ha procedido a consultar diversas páginas webs, informes corporativos, gubernamentales y bases de datos de empresas o del sector, para tener acceso a toda la información posible y así poder estimar el valor de la sociedad de la forma más acertada posible mediante las hipótesis más acordes.

1. MARCO TEÓRICO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

1.1 Fundamentos y conceptualización

La valoración de empresas no había tenido un gran atractivo hasta la actualidad, donde existe un creciente interés por esta disciplina derivado por dos principales motivos, siendo el primero, el importante aumento de operaciones de origen mercantil en las sociedades como las fusiones, adquisiciones, escisiones etc. en los países pertenecientes a la OCDE, como por el conocimiento del valor de la sociedad en un momento dado. Este acontecimiento, junto a la incorporación en las Pymes como creación de valor en los negocios, ha reforzado y afianzado el desarrollo y la implantación de la valoración de empresas (Rojo Ramírez & García Pérez de Lema, 2006). Por otro lado, el otro motivo de dicho incremento es la globalización a nivel mundial de los mercados, el capital, las estrategias, competencias reguladoras y demás, la cual ha generado un importante desarrollo en la estrategia de la valoración de una empresa (Romero, 2015).

Múltiples expertos financieros han definido el concepto de valoración de empresas de diversas formas, algunos considerándolo como “proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos, con unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente” (Barrios, 2013). Algunos de los expertos, simplifican la definición como “el trabajo que requiere conocimientos técnicos y experiencia para aproximarnos a su rango de valores, dentro de los cuales existe una mayor probabilidad de que se encuentre el valor de una empresa” (Osorio, 2008). Para otros, la valoración de una empresa es “un proceso que busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de esta susceptible de ser valorada” (De la Torre y Jiménez, 2012).

La valoración de empresas es una actividad realizada por expertos independientes, sin ser esta una profesión única ni regularizada por un órgano competente como, por ejemplo, la auditoría de cuentas con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Estos agentes que efectúan la valoración, pueden ser auditores, ingenieros, asesores etc., o cualquier persona con los conocimientos financieros necesarios que puedan ser aplicados a la valoración.

Podría definirse la valoración de empresas, como aquel proceso el cual, mediante métodos y técnicas, que, basados en el conocimiento tanto financiero como de la empresa en cuestión, trata de obtener el valor, o una estimación aproximada de este, de la sociedad que se está analizando. Este valor a obtener, se denomina valor objetivo, siendo este el que se determina en circunstancias normales de la actividad de la empresa, donde se presupone que la valoración es a perpetuidad, y que es independiente a los agentes que posteriormente pueden estar involucrados en la negociación (Charro y Asociado, 2011).

Esta valoración por lo cual, no será una cifra exacta ni única, si no que dependerá del experto que realiza la valoración, del momento en el que se realice, los cambios tecnológicos, las circunstancias de la empresa a valorar en ese momento, e incluso, del método utilizado por el experto independiente. Por tanto, la emisión de opinión acerca de la valoración de una empresa, al no ser precisa del todo, se convierte en un proceso subjetivo.

Existen autores que indican que “el valor no es un hecho, si no una opinión” (Brillman y Maire, 1990).

Dicha valoración dependerá por tanto de los siguientes aspectos: a) la información que se tenga acerca de la empresa y del sector en el que se sitúa; b) de quien realiza la valoración, puesto que no será el mismo valor para un agente externo que quiere negociar para la compra de una sociedad, que para el dueño de la misma que quiere saber el valor de esta; c) el objetivo de dicha valoración, que dependerá de la operación mercantil que se vaya a desarrollar, o de la motivación para llevar a cabo esta (Osorio, 2008) y (De la Torre y Jiménez, 2012).

Por todo esto dicho anteriormente, será muy distinto el concepto de valor, que dependerá de la respuesta que se dé a tres básicas preguntas:

- ¿Para qué?
- ¿Para quién?
- ¿En qué circunstancia?

Por tanto, y además de la búsqueda de la maximización del valor de las empresas y de la riqueza de los accionistas, los objetivos y propósitos perseguidos en una valoración de empresas son los siguientes:

En cuanto a los objetivos, será diferente en base a la transacción mercantil que se va a realizar, diferenciándose estas de la siguiente manera:

Tabla 1. Objetivos según la transacción en valoración de empresas.

TRANSACCIÓN	OBJETIVO
Fusiones	Establecer relación de intercambio. Opinión independiente
Adquisiciones	Establecer relación de intercambio. Opinión independiente
Desinversiones	Valoración de la división. Valoración de los fondos propios residuales
Políticas retributivas	Valoración independiente. Publicidad a comités de trabajadores
Asignación de precios	Asignación de precios activos intangibles
Análisis del deterioro	Analizar la necesidad de la dotación de provisiones en base a la NIC 36
LBO y MBO	Prestamistas requieren una valoración. Análisis de solvencia
Refinanciaciones	Análisis de solvencia
Operaciones Corporativas	Protección de los accionistas minoritarios
Conflictos	Análisis del impacto en el valor. Procesos de índole legal
Exclusión minoritarios	Valoración independiente en la realización de OPAs de exclusión
Transmisiones	Valoración independiente para asegurar protección a los minoritarios
Salidas a bolsa	Conocimiento de value drivers. Negociación con los suscriptores
Acuerdos compraventa	Establecer y actualizar las condiciones del acuerdo
Divorcios	Establecimiento del valor razonable
Valoraciones periódicas	Planificación. Guía al Consejo de Administración. Prevención ofertas

Planificación de negocios y realización de operaciones

Relación con los accionistas

Planes de liquidez a los accionistas

Valoraciones independientes periódicas

Fuente: Rojo Suárez. (2020)

Por tanto, se presentan una gran diversidad de situaciones en el mundo donde el problema para el experto independiente que realiza la valoración, es la elección del método valorativo correcto dependiendo de cada caso. Igual que no es lo mismo la valoración en una compraventa, que, para una liquidación empresarial, una empresa consolidada en el sector, o una de nueva creación (Martínez, 2001).

Figura 1. Propósitos de la valoración de empresas.

- 1. Operaciones de compraventa:** La valoración indicará para el comprador el precio máximo a pagar; mientras que, para el vendedor, la valoración le indicará un precio mínimo por el que debe vender, así como una estimación de hasta cuanto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
- 2. Valoraciones de empresas cotizadas en Bolsa:**
 - Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado.
 - Para decidir en qué valores concentrar su cartera.
 - Valoración de varias empresas y su evolución: Establecer comparaciones y adoptar estrategias.
- 3. Salidas a Bolsa y OPAs:** Como justificante del precio que se ofrece a los inversores.
- 4. Herencias y testamentos:** Como comparación del valor de las acciones con el de los otros bienes.
- 5. Sistema de remuneración basado en la creación de valor:** La valoración de una empresa o de una unidad de negocio sirve para cuantificar la creación de valor atribuible a directos y empleados.
- 6. Obtención de financiación:** Necesidad del conocimiento del valor de la empresa para obtener financiación mediante la concesión de préstamos.
- 7. Identificación y jerarquización de los mecanismos de valor o value drivers:** Identificar la causa de la creación o destrucción de valor.
- 8. Enajenación de una parte de la empresa:** Por enajenación de acciones o participaciones por parte de un socio, donde se calcula el valor de participación de este en función del porcentaje poseído.
- 9. Decisiones sobre la continuidad de la empresa:** Valoración para saber si seguir con el negocio, vender, fusionarse, crecer...
- 10. Planificación estratégica:** Se puede medir el impacto que pueden tener las políticas y estrategias a realizar por parte de la empresa como los países donde actuar, los productos o líneas de negocio...
- 11. Procesos de arbitraje y pleitos:** Por disputas sobre precios, donde la mejor valoración suele ser la más cercana a la decisión judicial (aunque no siempre).

Fuente: Elaboración propia basada en Fernández (2008, p.3) y Charro y Asociados (2011).

1.2 Diferenciación entre valor y precio

En la vida cotidiana muchas personas tratan como si fueran homólogas las palabras “valer” y “costar”, como si significaran lo mismo, pero para nada es así. La primera palabra se refiere al concepto de valor, mientras que la segunda se relaciona con el precio. De hecho, lo explica el refranero con “sólo el necio confunde valor con precio”. Por tanto, casi nunca van a coincidir, salvo que se den una serie de características muy específicas.

Idealizando la similitud entre valor y precio, los condicionantes para que estos coincidan tienen que ser (Rojo Suárez, 2020):

- 1) Compradores y vendedores genéricos: Los cuales no incorporan planes estratégicos o alternativas de mejora, es decir, no realiza cambios sustanciales sobre el activo. No existe ningún interés ajeno a la propia operación. Se busca únicamente la rentabilidad de la operación.
- 2) Están debidamente informados: Los agentes que realizan la operación están plenamente informados de la valoración, así que, no existen entre ellos asimetrías informativas.
- 3) Son plenamente independientes: No existe contacto previo entre ellos.

Como se ha explicado anteriormente, el valor dependerá de múltiples factores, y no será el mismo para el comprador y el vendedor en una negociación.

Un ejemplo sencillo de esto es la compra de una empresa nacional por parte de una empresa multinacional, la cual quiere adquirir para entrar al mercado donde se encuentra esta primera. Mientras que el vendedor de la empresa nacional valorará los activos de su sociedad, además de la marca, así como su cartera de clientes, presencia en el mercado y demás, el empresario de la multinacional solamente tendrá en consideración la marca de la empresa que quiere adquirir, para hacerse un hueco en el mercado nacional donde se encuentra esta primera. Por tanto, el importe en el que valore uno la empresa, no tendrá nada que ver con el valor que le dé el otro (Fernández, 2008, p. 2). Esto conlleva, a que el precio en la negociación no sea el mismo, ya que el comprador percibirá la empresa con menor valor en comparación al vendedor, siendo así menor la cantidad a desembolsar en la operación.

Es así donde entra el concepto de fondo de comercio juega un papel importante, siendo este un activo difícil de valorar. El fondo de comercio representa el valor de los beneficios futuros que

se presupone que pueden esperar los nuevos propietarios con la adquisición de la sociedad. En cuanto a su comprensión general, trataríamos al fondo de comercio como (López, 2013):

Ecuación 1. Fondo de comercio

$$\text{FONDO DE COMERCIO} = \text{Valor Real} - \text{Valor Contable}$$

Fuente: López. (p.5 2013)

El BOE en el PGC recoge la definición de fondo de comercio como “exceso, en la fecha de adquisición, del coste en combinación de negocios, sobre el correspondiente valor de los activos identificables adquiridos menos el de los pasivos asumidos” (Ministerio de Economía y Hacienda, 2007).

Debido a esto, se comprende que no llegarán a coincidir los conceptos de valor y precio, indicando así, el carácter subjetivo del valor, frente al carácter objetivo del precio. Por tanto, es necesario explicar la distinción entre ellos mismos.

Se entiende por valor, como el grado de utilidad que proporciona a un bien y/o a un servicio en el mercado, mientras que se entiende así por precio, la cantidad monetaria, contraprestación o entrega de otro bien, a la que el comprador y el vendedor acuerdan llegar para la adquisición de ese bien o servicio. “Esto desprende también la característica distintiva entre estos, que es la certeza, donde mientras el valor es una posibilidad, el precio es una realidad” (Valls Martínez, 2001, p.49). Según expertos, “el precio lo fijará finalmente una transacción, (...) donde se dice que es el equivalente monetario del valor de equilibrio” (Rojo Ramírez, 2007, p.80).

Con relación a lo anteriormente indicado, se refleja que no existe un valor como tal, sirviendo los métodos de valoración como herramientas para acercarse a la objetividad de ese cálculo. Se puede señalar por tanto que el concepto de valor, está definido en base a múltiples circunstancias y tendrá carácter subjetivo.

Se pretende por tanto establecer con la valoración que se de en ese momento, la fijación de un precio mínimo o “suelo”, y un precio máximo o “techo”, para la posterior negociación, donde los agentes participantes en esta tienen una orientación (Jaime Eslava, 2011).

Esta valoración al ser distinta dependerá de las expectativas de rentabilidad en el futuro que se esperan obtener de la empresa, siendo esta afectada por las estrategias empresariales internas que realice la empresa por parte de los directivos, como también por los factores externos como la tecnología, evolución y condiciones del mercado donde se encuentra ubicada. “La empresa puede tener distinto valor para distintos compradores” (AfiEscuela, 2020). Por lo consiguiente, mientras que “el valor es la consecuencia de una apreciación unilateral, el precio es el resultado de la interacción entre las partes interesadas, dependiendo este del valor calculado por ambas partes y de la relación de poder existente entre ambas” (Lucas, 2000, p.14).

En definitiva, el carácter subjetivo del valor dependerá de los diferentes métodos de valoración que utilicen los agentes pertenecientes a la negociación.

2. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Una vez explicada de forma concisa las diferencias de valor y precio, lo siguiente a exponer son los modelos de valoración existentes para alcanzar el valor de esa empresa. Como bien se ha explicado previamente en este trabajo, el modelo de valoración a realizar tiene el mismo componente subjetivo que el valor previamente definido, por tanto, dependerá de la situación en la que se encuentre la empresa en ese momento, quien pida la valoración de la misma, o el motivo de la valoración.

Por tanto, esto nos lleva a entender que no hay un modelo único o perfecto de valoración de empresas. No hay uno mejor a los demás, si no que dependerá de la finalidad o propósito que queramos alcanzar con dicho método. En todo proceso de valoración, independientemente del método utilizado para la valoración de la sociedad “se han de buscar las fuentes de información más objetivas posibles acerca del negocio, a fin de comparar el valor que la empresa pueda tener para cada sujeto decisor con un eventual precio de mercado, ya sea organizado o negociado” (Lucas, 2000, p.16).

Antes de realizar cualquier método de valoración, habrá que analizar una serie de circunstancias de la sociedad, siendo unas cuantitativas, y otras en forma de previsiones, siendo estas y la disponibilidad de datos las que facilitan la elección del método a utilizar.

La siguiente figura ilustra de forma sencilla los métodos en los que están agrupados los modelos.

Figura 2. Taxonomía de los métodos de valoración.



Fuente: Elaboración propia basada en Fabregat. (2009) y Fernández. (2008)

A continuación, se explica de forma detallada la figura anterior.

2.1 Métodos de valoración estáticos

Los métodos de valoración estáticos o basados en información contable son, como su propio nombre indica, reflejos de la información contable de la empresa en un momento dado. Este método está basado en el valor de los activos, mostrando los acontecimientos económicos, administrativos, estratégicos y comerciales de la empresa como si de una radiografía se tratase. Entonces, estos métodos se asientan en la afirmación “la empresa vale por lo que tiene” (Kablar, 2011). Tratan de fijar los precios mínimos o “suelo” de una valoración. No serán aptos estos métodos para sociedades donde sus activos sean intangibles (marcas, patentes...).

Por lo tanto, la valoración vendrá reflejada de los hechos del pasado ocurridos en la empresa, mientras lo que normalmente se intenta reflejar, es la búsqueda del valor de la compañía en el futuro (Barrios, 2013). “Este valor dado tiene una perspectiva estática, sin tener en cuenta el valor temporal del dinero, la evolución de la empresa, el sector, etc.” (Delgado, 2015, p.20).

Tradicionalmente han sido modelos muy utilizados en la práctica, hasta el desarrollo de los métodos de valoración que veremos más adelante, quedando estos anticuados y utilizados en ocasiones puntuales o para la búsqueda de valores en situaciones concretas.

2.1.1 Valor en libros

Este método de valoración estático, también llamado valor patrimonial o valor contable es un método de valoración simplista que ofrece una información bastante básica de la compañía basado este en el balance de situación de esta. Suele estar enfocado, a la valoración que un socio hace para salirse de la compañía (Jaime Eslava, 2011).

Método que se estima como la diferencia de valor entre los activos de la compañía, y los elementos de pasivo de esta, traduciéndose el valor de la empresa, en los fondos propios de la misma o patrimonio contable. Por este motivo, “prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor de mercado” (Fernández, 2008).

Ecuación 2. Valor en libros.

$$\text{Valor en libros} = \text{Activo} - \text{Pasivo} = \text{Patrimonio Neto}$$

Fuente: Elaboración propia.

Ha sido un método muy utilizado por el empresario por su simplicidad de cálculo y de tiempo, pero este conlleva una serie de inconvenientes, como la no revelación de aspectos claves de la empresa, y la no actualización de los valores de los activos. Por todo esto, en base a este método, se considera el valor de referencia de la compañía como el valor patrimonial contable, siendo este un método poco utilizado actualmente en valoración (Barrios, 2013).

2.1.2 Valor contable ajustado

También llamado valor del activo neto real o valor en libros ajustado es el método de valoración que permite adaptarse en normativa contable al valor actual de mercado de los activos fijos y pasivos (deuda de clientes) de la empresa con el propósito así, de obtener el patrimonio neto ajustado (Delgado, 2015, p.21). Esta corrección patrimonial se le llama “valor actual o real”,

eliminándose al mismo tiempo los activos ficticios, ya que, lo que queda es el patrimonio neto de la empresa. Las únicas partidas del balance que no se ajustaran ya que su valor nominal es casi siempre igual al de mercado, son las deudas a proveedores, bancos y pasivos a largo plazo (Delgado, 2015, p.22). Para saber la valoración del mercado de estos activos, habrá que acudir a tasadores independientes (Jaime Eslava, 2011).

Al igual que el modelo anterior, tampoco contempla know-how de la compañía o habilidad para producir resultados económicos futuros de sus activos (Osorio, 2008).

Ecuación 3. Valor contable ajustado.

$$\text{Valor contable ajustado} = \text{Patrimonio Neto}_{\text{Valor de mercado}}$$

Fuente: Elaboración propia.

Ecuación 4. Patrimonio Neto Ajustado

$$\text{Patrimonio neto}_{\text{Valor de mercado}} = \text{Activo}_{\text{Valor de mercado}} - \text{Pasivo}_{\text{Valor de mercado}}$$

Fuente: Elaboración propia.

2.1.3 Valor sustancial

Como tercer método, se encuentra el valor sustancial o de reposición, que al igual que el método anterior, también valora todos los activos a valor de mercado, pero “suprimiendo del balance de la compañía aquellos activos que no son necesarios para la explotación de la empresa y dejando para la valoración, solo los activos estrictamente necesarios” (Jaime Eslava, 2011).

Este método se encuentra en contraposición con el valor de liquidación, ya que el primero se basa en la continuidad de la compañía (Pereyra Terra, 2008). Existen tres clases de valor sustancial, los cuales solo citaremos siendo estos (Fernández, 2008): 1) Valor sustancial bruto; 2) Valor sustancial neto o activo neto corregido; y 3) Valor sustancial bruto reducido.

La limitación de este método es la valoración únicamente de las partidas de activo, sin tener en cuenta el valor del pasivo, por lo cual, no se valora el endeudamiento de la sociedad.

Ecuación 5. Valor sustancial.

$$\text{Valor Sustancial} = \text{Activo Explotación}_{VM} - \text{Pasivo Explotación}_{VM}$$

Fuente: Elaboración propia.

2.1.4 Valor de liquidación

Siendo el último de los métodos de valoración estáticos, se define como la estimación del importe neto que se podría recibir si la empresa fuese desmantelada y no siguiese con su actividad. Se liquida por tanto el principio de empresa en funcionamiento. El valor resultante es el mínimo de la empresa a obtener por la sociedad, puesto que se puede suponer que valdría más en su continuidad, aunque en puntuales ocasiones es, al contrario, vale más la venta individual de activos que en su totalidad (Barrios, 2013). “Este método es muy utilizado en la práctica por empresas en situación concursal” (Jaime Eslava, 2011).

Se obtiene este valor liquidando la empresa, vendiendo sus activos, cancelando simultáneamente las deudas existentes junto con los gastos de liquidación pertinentes al cierre de la sociedad. Esto se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado, del cual hemos hablado anteriormente, los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones de despido, gastos fiscales y otros gastos) (Delgado, 2015, p.21).

Ecuación 6. Valor de liquidación.

$$\text{Valor de liquidación} = \text{Activo} - \text{Pasivo} - \text{Gastos}_{\text{Liquidación}}$$

Fuente: Elaboración propia.

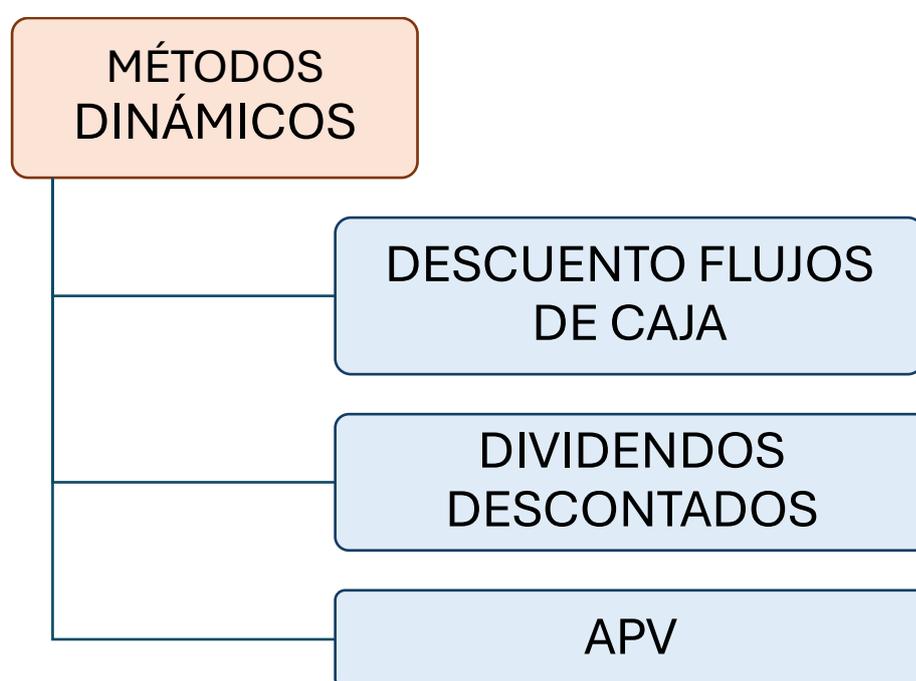
2.2 Métodos de valoración dinámicos

En contraposición con los métodos estáticos previamente analizados, aparecen unos métodos de valoración los cuales si tienen en cuenta la evolución y el futuro de la empresa en el tiempo. No se basan por tanto en el balance, si no que “estimarán la riqueza (beneficios, flujos de caja o dividendos futuros) que generará una empresa” (Fabregat, 2009 p.13).

Esto permite proyectar una serie de valores de futuro sobre la compañía. Igual que los métodos estáticos se basan en lo que es o ha sido la empresa en el pasado, este tipo de métodos se basan en la afirmación “vale por lo que crea o es capaz de generar” (Jaime Eslava, 2011).

Los métodos dinámicos estarán divididos tres principales grupos en:

Figura 3. Métodos de valoración dinámicos.



Fuente: Elaboración propia basada en Fernández. (2008).

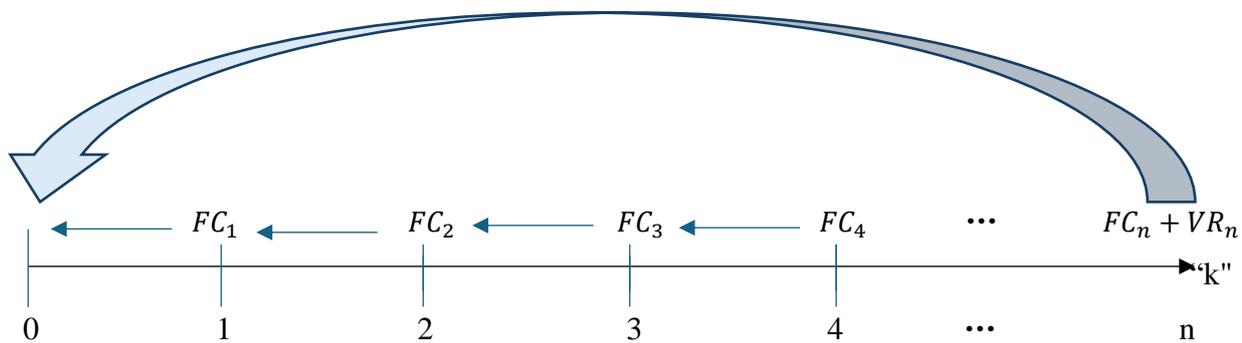
Estos métodos de valoración representados en la figura son los más utilizados por los analistas para la valoración de empresas, destacando principalmente descuento de flujos de caja (Santiago Moreno, 2015, p.40). Por lo tanto, aunque el más utilizado sea el método de valoración de flujos de caja, se expondrán también de forma breve los dos últimos métodos.

2.2.1 Descuento de flujos de caja

Es el método de valoración que versa es la estimación, a una fecha de valoración, del valor de la empresa basada en la proyección de flujos de caja descontando a una tasa de descuento

derivada del riesgo de esos flujos (Siscar Bolumar, 2018, p.50). Según Fernández. (2008) “constituye el único método de valoración correcto”, ya que supone a la empresa como una entidad en funcionamiento y como una unidad generadora de dinero o flujos. Es el método generalmente más admitido a nivel técnico y pericial (Jiménez García, 2013, p.18).

Figura 4. Descuento de flujos de caja.



Fuente: Elaboración propia.

Esta valoración de la empresa está definida por la proyección de los futuros flujos de caja a perpetuidad (ya que se presupone que la empresa seguirá funcionando en un futuro) disponibles para el los aportantes de capital o para los accionistas.

Aunque el método de descuento de flujos de caja se puede formular simplídicamente mediante una ecuación concreta, hay que destacar que “la correcta estimación de los datos (o proyecciones financieras) que se utilizan para el método es a menudo más importante que la estricta aplicación de la fórmula” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, p.10).

En base a la figura 4 representada anteriormente, podemos definir la ecuación como:

Ecuación 7. Método descuento de flujos de caja.

$$V = \frac{FC_1}{(1+k)} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \dots + \frac{(FC_n + VR_n)}{(1+k)^n}$$

Fuente: Elaboración propia basada en Siscar Bolumar (2018).

Donde:

- “V” = Valor de la empresa.
- “FC_n” = Flujo de caja del año n.
- “k” = Tasa de descuento correspondiente a dicho riesgo.
- “n” = Horizonte temporal (se presupone a perpetuidad).
- “VR” = Valor residual.

El procedimiento de uso del descuento de flujos de caja implica un análisis financiero de la contabilidad de la empresa, así como, de las previsiones que de cara a un futuro tanto de la empresa como del sector donde se encuentre la misma. El posible inconveniente que puede destacar en este método, es la elección y estimación de la tasa de descuento (k), así como la proyección de los flujos de caja a descontar (Pascual, 2009)

Para explicar este modelo, es preferible analizar de forma independiente las variables que conforman la ecuación, puesto que esto hará que se entienda de forma más completa la formulación del método de descuento de flujos de caja para la elaboración de la valoración correspondiente. Estas variables darán lugar a una serie de cuestiones las cuales se resolverán a continuación, y estas son:

- 1) ¿Qué es un flujo de caja y cuáles son los correctos a utilizar?
- 2) ¿Qué tasa de descuento se debe utilizar?
- 3) ¿A que horizonte temporal nos tenemos que referir?
- 4) ¿Qué es el valor residual y como se calcula?

1) Flujos de caja e hipótesis

Definiremos flujo de caja como la representación de la corriente monetaria a descontar en forma de entradas y salidas de dinero o tesorería, teniendo en cuenta que estas partidas tendrán movimientos en el futuro. Difiere del beneficio neto ya que este recoge únicamente partidas contables (Pinzón Piriache, 2012).

Los flujos de caja están estrechamente ligados con la variable de horizonte temporal, puesto que se obliga en este método a realizar hipótesis a futuro sobre los flujos de caja y resto de

variables, “lo que, a pesar de aumentar tiempo y esfuerzo, redundará en valoraciones más exactas” (Rojo Suárez, 2020). Para realizar estas hipótesis, habrá que tener un conocimiento exhaustivo tanto de la empresa como del sector en el que se encuentra, puesto que este análisis definirá los datos a utilizar en las variables de la ecuación (Montero Tamayo, 2011, p.32).

Las proyecciones de los flujos de caja a utilizar son las generaciones de resultados de la empresa en el futuro (Jaime Eslava, 2011).

En algunas circunstancias, se puede confundir, o creer similares, los conceptos de flujos de caja o beneficio contable, cuando esto para nada es así. Por una parte, mientras que el segundo es un término puramente contable y es una medida perfecta para la renta económica de la empresa basado en los ingresos y gastos, se diferencia del flujo de caja en que este tiene en cuenta ciertas partidas como pueden ser los desembolsos de capital necesarios para el desarrollo de la sociedad o la periodificación de cobros y pagos de caja. Por lo cual, la importancia de los flujos de caja radica en que “una empresa no vale por el beneficio que genera, si no por la caja que produce” (Rojo Suárez, 2020).

Por lo tanto, a pesar de la distinción, se puede hablar de una relación entre el beneficio contable y el flujo de caja, donde, en forma de ecuación podemos ver que, partiendo de un beneficio contable, podemos llegar fácilmente al flujo de caja deseado.

Ecuación 8. Flujo de caja bruto o flujo de caja de explotación.

$$\text{Flujo de caja bruto} = \text{Beneficio contable} + \text{Amortizaciones}$$

Fuente: Elaboración propia.

Ecuación 9. Flujo de caja libre o FCF.

$$\text{Flujo de caja libre}^1 = \text{Flujo de caja bruto} - \text{Inversiones necesarias}$$

Fuente: Elaboración propia.

¹ Flujo de caja libre: Se denomina libre ya que hay que deducirle las inversiones necesarias

Para realizar la valoración mediante el método de descuento de flujos de caja, tenemos que basarnos en el flujo de caja libre. Los más relevantes a la hora de la valoración de empresas son dos, distinguiéndose entre ellos en el usuario final que interesa dicho flujo de caja. Estos son:

- **Flujo de caja libre para la empresa (FCF, en inglés *Free Cash Flow*)**

El flujo de caja libre para la empresa, también llamado flujo de caja para acreedores y accionistas, es la corriente de entradas y salidas de efectivo de la sociedad asociadas a la actividad de explotación de la misma, con independencia de si esta está apalancada o endeudada. Es decir, es el montante que representa la liquidez máxima que podría remunerar, a los acreedores de la empresa en primer lugar si esta es financiada de algún modo, y, en segundo lugar, a los accionistas o propietarios de la misma, después de haber cubierto las necesidades de reinversión “sin poner en peligro el funcionamiento económico-financiero y las políticas previstas” (Jiménez Naharro y García Villanueva, 2010. p.302).

Este flujo parte del beneficio contable o NOPLAT, deduciendo de este las inversiones necesarias dentro de la empresa, y añadiendo las amortizaciones oportunas.

Ecuación 10. Flujo de caja libre para la empresa o FCF.

$$\text{Flujo de caja libre para la empresa} = \text{NOPLAT}^2 + \text{Amortizaciones} - \text{CAPEX}^3 - \text{NOF}^4$$

Fuente: Elaboración propia basasa en Rojo Suárez (2020).

Donde:

- “NOPLAT”: Es el beneficio contable antes de ajustar los impuestos y sin tener en cuenta los gastos financieros, independientemente de existir o no.
- “CAPEX”: Es la inversión en activo fijo de la empresa, más la dotación a la amortización de este mismo.
- “NOF”: Es la variación del WC, o fondo de maniobra.

² NOPLAT: Del inglés “Net Operating Profit Less Adjusted Taxes”.

³ CAPEX: Del inglés “Capital Expedienture”.

⁴ NOF: Necesidades Operativas de Fondos, también llamado WC, del inglés “Working Capital”.

De esta ecuación, también podemos indicar que, a mayor amortización, menos beneficio y por tanto menor valor de los Fondos Propios. Por lo cual, menor cifra de impuestos y mayor importe en tesorería.

El FCF expondrá dos resultados que indicará, en primer lugar, si es positivo, la capacidad de pago a proveedores de financiación, mientras que, si es negativo, manifestará la necesidad de financiación por parte de la empresa.

“Los acreedores tienen limitada su capacidad de cobro (tienen menor riesgo que los accionistas), pero son los primeros en cobrar, inversamente proporcional a los accionistas” (Rojo Suárez, 2020).

Este flujo de caja libre para la empresa, está relacionada a una tasa de descuento específica, la cual se explicará en profundidad más adelante, llamada Coste del Capital Medio Ponderado o CCMP (en inglés *WACC*), obteniendo junto a ella, el valor razonable de los Fondos Propios y de la deuda financiera (en inglés *Enterprise Value o EV*).

El *Enterprise Value o EV* está formado por el Valor explícito y el Valor residual. Siendo estos:

Ecuación 11. Valor explícito del EV.

$$VE = \frac{FCF_n}{(1+K^5)^n}$$

Fuente: Elaboración propia.

Ecuación 12. Valor residual del EV.

$$VR = \frac{FCF_n (1+g)}{(K-g^6) (1+K)^n}$$

Fuente: Elaboración propia.

⁵ “K”: Tasa de descuento “WACC” previamente comentada.

⁶ “g”: Tasa de crecimiento en el valor terminal, se presupone a perpetuidad.

El siguiente flujo de caja más importante vinculado en gran parte con el flujo de caja desarrollado anteriormente, es el flujo de caja libre para accionistas.

- **Flujo de caja libre para accionistas (en inglés *Free Cash Flow for Equity*).**

Nos encontramos con el otro flujo de caja libre más importante, y que, al igual que el flujo libre para la empresa, es la corriente de liquidez que queda disponible en la empresa, en forma de entradas y salidas una vez se haya remunerado a los acreedores, pero en este caso para retribuir únicamente a accionistas y propietarios.

Por lo tanto, es el flujo que se reparte a los accionistas o propietarios de la empresa después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos fijos y NOF, y de haber abonado los intereses financieros, así como devuelto el principal de la deuda que corresponda, en el caso de existir esta. Este flujo de caja indica la existencia de una estructura de financiación (Fernández, 2008).

Este tipo de flujo de caja “se puede repartir en su totalidad como dividendos. Si no es así, la parte retenida quedará como excedente de tesorería no afecto a las necesidades de efectivo o NOF” (Milla Gutiérrez y Martínez Pedrós, 2007. p.26). Si estamos hablando de una empresa cotizada, permite obtener el valor de las acciones, que junto al valor de la deuda que posee la sociedad, establece el valor total de la empresa (Delgado, 2015).

El flujo de caja para accionistas (FCFE) se calcula deduciendo al flujo de caja libre para la empresa, los desembolsos de principal e intereses (después de impuestos) que intervienen en cada periodo, el escudo fiscal (del inglés *Tax Shield*), y se suman las aportaciones de nueva deuda o la variación de esta respecto del año anterior.

Ecuación 13. Flujo de caja libre para accionistas o FCFE.

$$\text{Flujo de caja libre para accionistas} = \text{FCF} - \text{Gastos financieros} + \text{Escudo fiscal}^7 + \text{Deuda Financiera}$$

Fuente: Elaboración propia.

⁷ Escudo fiscal: Es el ahorro fiscal existente de los impuestos por la deducibilidad de los intereses de la deuda.

Al igual que el flujo de caja anterior, este también se encuentra relacionado con una tasa de descuento específica, llamada coste de los recursos o fondos propios o CAPM (en inglés *Equity*). Gracias a ella, podemos obtener el valor de la empresa para los accionistas o propietarios (en inglés *Equity Value*). Se puede calcular el valor de las siguientes formas:

Ecuación 14. Valor de los Fondos Propios o EQV.

$$\text{EQV} = \frac{FCFE_{n+1}}{(Ke-g)(1+Ke)^n} + \frac{FCFE_n}{(1+Ke)^n} \quad \text{ó} \quad \text{EQV} = \text{EV} - \text{DF}$$

Fuente: Elaboración propia.

Lo normal es que el flujo de caja libre para los accionistas sea mayor o igual que el flujo de caja libre para la empresa, puesto que entrará más liquidez en la empresa ya que se tiene en cuenta la deuda financiera, que se presupone que es mayor que los gastos financieros o intereses que va a acarrear la sociedad por sus operaciones. Aunque este método se utilice a perpetuidad, solamente en el último año, si este es un año concreto, será lo opuesto (Rojo Suárez, 2020).

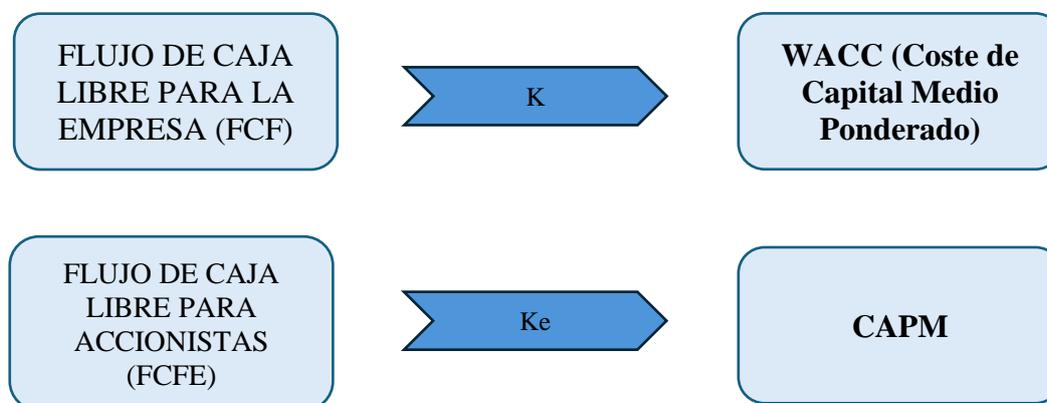
2) Tasa de descuento.

Como se ha indicado anteriormente, dependiendo del flujo de caja que queramos utilizar para valorar una sociedad, deberemos aplicar una tasa de descuento concreta, la cual está estrechamente ligada con el riesgo asociado a cada flujo a descontar. “Es sumamente importante que exista una correspondencia entre la tasa y el flujo de caja a actualizar, para evitar la sobrevaloración o infravaloración de la empresa o del sector” (Jiménez Naharro y García Villanueva, 2010. p.313).

Por lo tanto, la tasa de descuento a aplicar “vendrá determinada por el coste asociado a las distintas fuentes de financiación de la empresa, o lo que es igual, a las rentabilidades exigidas por proveedores de financiación (acreedores financieros y accionistas)” (Registro de Expertos Contables, 2017. p.21).

Las tasas de descuento relacionadas con los flujos de caja libres son dos:

Figura 5. Tasas de descuento según el flujo de caja.



Fuente: Elaboración propia.

- **WACC o Coste de Capital Medio Ponderado.**

Es la tasa a la que se descuentan los flujos de caja a proyectar de la empresa, teniendo por un lado, como hemos dicho, la rentabilidad futura esperada por los acreedores de financiación de la empresa exigida a la deuda (Kd'), y por otra, la rentabilidad mínima exigida por los accionistas o propietarios (Ke). Se tiene en cuenta la estructura financiera de la misma como el porcentaje de recursos, tanto propios como ajenos, de los recursos totales de la sociedad (Registro de Expertos Contables, 2017. p.23).

“Al utilizarse como tasa de actualización el coste de capital, se indica la rentabilidad mínima esperada por acreedores e inversores, dando lugar a un máximo valor de la empresa” (Valls Martínez, 2001, p.53). Según Fernández (2011. p.1): “El WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, si no un promedio ponderado entre estos”.

Ecuación 15. WACC o Coste Capital Medio Ponderado.

$$WACC (K) = \frac{(Ke * E) + (Kd' * DF)}{E + DF}$$

Fuente: Elaboración propia basada en Delgado (2015).

Donde:

- “Ke”: Coste de los fondos propios o CAPM.
- “E”: Valor de los fondos propios.
- “Kd’”: Coste de la deuda de mercado después de impuestos.
- “DF”: Valor de la deuda financiera.

La definición de “Ke” como coste de los fondos propios o CAPM se desarrolla en el siguiente apartado, pero hay que explicar brevemente el concepto “Kd’” como variable en esta ecuación. El **coste de la deuda después de impuestos (Kd’⁸)** o rentabilidad exigida de la deuda, es una variable observable a nivel interno en la sociedad o por parte del mercado.

Se representa a largo plazo, representando la tasa de interés que se pagaría si se reemplazara por una equivalencia. Por mucho que la deuda sea la fuente de financiación más económica, un exceso de esta provocaría que el WACC aumente, y altas posibilidades de una posible quiebra inesperada (Farhat, 2016. p. 35).

- **Coste de los fondos propios o CAPM⁹**

El coste de los recursos o fondos propios, “donde la tasa de rendimiento requerida de un accionista es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima de riesgo, donde la importancia viene del riesgo sistemático” (García, 2014. p.103).

Este coste está asociado a dos tipos de riesgos, el sistemático y el no sistemático, donde el primero hace referencia al riesgo asociado a los ciclos económicos, y el segundo, a los riesgos específicos de la inversión o del sector económico. (Siscar Bolumar, 2018. p. 54).

La ecuación matemática para explicar la tasa de descuento a accionistas (Ke) mediante el método de CAPM es la siguiente:

Ecuación 16. Coste de los recursos propios por CAPM.

$$K_e = R_f + (E_{(rm)} - R_f) * \beta$$

Fuente: Elaboración propia.

⁸ Kd’: Es ajustada después de impuestos y se calcula partiendo de la deuda antes de impuestos, siendo: Kd’= Kd * (1- t). Donde “t” es el tipo impositivo.

⁹ CAPM: Del inglés *Capital Asset Pricing Model*.

Donde:

- R_f : Tasa libre de riesgo.
- $E(r_m)$: Rentabilidad exigida del mercado.
- $E(r_m) - R_f$: Prima por riesgo de mercado.
- β : Beta.

Este modelo está claramente identificado en dos elementos, donde por un lado se encuentra la tasa libre sin riesgo, y por otro la prima de riesgo que a su vez depende de la beta y de la prima de riesgo del mercado.

La **tasa libre de riesgo (R_f)** puede definirse como la rentabilidad a largo plazo, normalmente son las emisiones que ofrece el Estado, siendo estas las de mejor *rating*. Son aquellas que carecen de riesgo como las letras del tesoro, obligaciones o bonos públicos a diez años, como los que publica el Banco de España. La **rentabilidad exigida del mercado ($E(r_m)$)** es el indicativo de las representaciones históricas de la cartera de mercado del Ibex-35, mientras que la **prima por riesgo de mercado ($E(r_m) - R_f$)** es la rentabilidad extra por invertir en una empresa que tiene riesgo en el mercado, o a una cartera formada por las acciones de las principales empresas del mercado. Parámetro estrechamente vinculado con la variable Beta (Fernández, 2016).

La **beta (β)** por su parte es una pura medida de volatilidad formada por un riesgo sistemático de un negocio y el riesgo financiero del apalancamiento. *Beta*, por tanto, es un coeficiente de volatilidad del mercado que mide el riesgo sistemático y no diversificable, y al estar positivamente relacionado con K_e , ninguna otra variable puede capturar las variaciones en las rentabilidades (Milla Gutiérrez, 2010. p.37). Sirve para determinar el riesgo específico de una sociedad.

Es un error utilizar betas de datos históricos ya que es un coeficiente variable debido a múltiples razones como la frecuencia temporal, la dependencia del índice en el mercado, horizonte temporal, etc. (Milla Gutiérrez, 2010. p.40).

En el modelo CAPM, la beta existente es una beta estimable para empresas cotizadas, por tanto, es apalancada. En el caso en el que la empresa no sea cotizada, la beta se puede comparar con la media de las betas en las empresas comparables del sector en cuanto a su estructura financiera. Para hacerlo, primero hay que eliminar ese efecto apalancamiento y así estimar las betas comparables, donde finalmente, se debe añadir el impacto de la estructura financiera de cada empresa, reapalancando otra vez (eValora, 2018. p.13).

Siendo la relación de la beta apalancada con la desapalancada de la siguiente forma:

Ecuación 17. Relación de la beta apalancada con la beta desapalancada.

$$\beta_L^{10} = \beta_u^{11} * \left[1 + \frac{DF}{EQV} * (1 - t) \right]$$

Fuente: Rojo Suárez. (2020).

Es un indicador de riesgo, donde a mayor beta, mayor riesgo y mayor deuda, podemos encontrar los siguientes indicadores:

Tabla 2. Indicadores de Beta.

$\beta < 1$	Beta con menos riesgo que el mercado. Empresa más segura, acíclica.
$\beta = 1$	Beta con el mismo riesgo que el mercado. Afecta igual que la volatilidad del mercado.
$\beta > 1$	Beta con más riesgo que el mercado. Beta agresiva, empresa más volátil, cíclica.

Fuente: Elaboración propia basada en Rojo Suárez. (2020).

Algunos autores consideran que la rentabilidad exigida tiene que ser superior al coste de capital, por lo que la tasa de descuento será más alta, teniendo que “obtener la tasa de actualización o descuento como la suma de un tipo base más una prima de riesgo” (Valls Martínez, 2001 p.53).

A mayor riesgo, mayor rentabilidad exigida por los accionistas.

¹⁰ β_L : Beta apalancada de la empresa.

¹¹ β_u : Beta desapalancada de la empresa

3) Horizonte temporal

El horizonte temporal, también llamado horizonte de la inversión, es altamente importante definirlo bien para la estimación de los flujos de caja futuros. Es el número de periodos los cuales se presupone que existirá tanto la continuidad de la empresa, como una generación de rentas.

Antiguamente, las proyecciones se hacían a ocho o diez años vista, pero al existir cierta dificultad de proyección derivada de factores como el entorno económico, la actividad desarrollada por la empresa, el mercado al cual pertenece, la posición de la sociedad en este mercado, la dimensión de esta, etc., se definió un horizonte creíble de proyección en cinco años. (Valls Martínez, 2001, p.55).

El horizonte por proyectar depende mucho del sector en el que se encuentre la empresa, mientras que en sectores maduros y estabilizados lo normal es una proyección entre cinco y diez años, en el sector tecnológico es inviable dada su volatilidad constante. También depende mucho la información obtenida sobre la empresa en la proyección que utilice el experto independiente para valorar la sociedad.

Con todo esto, existen dos periodos temporales, donde la primera fase es entre cinco y diez años individualizando los flujos de caja proyectados desde el momento actual, y la segunda y última fase, donde se incorporan los infinitos flujos de caja restantes, denominado valor residual que se explica en el siguiente punto (Fabregat, 2009 p.15 y eValora, 2018. p.13).

Aun así, se presupone la perpetuidad de la empresa en la proyección con infinitos flujos de caja derivados del principio de empresa en funcionamiento.

4) Valor residual.

El concepto de valor residual a nivel contable se explica como “el importe estimado que tiene un activo al final de su vida útil o cuando ya no es necesario para la empresa. (...), corresponde al valor que la entidad puede obtener por la enajenación o disposición” (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 2023).

Pero en la valoración de empresas es totalmente diferente la definición de este término, y no está vinculado con el valor de un activo en concreto. El valor residual, también llamado valor liquidativo o valor terminal, es el valor actual de los infinitos flujos con posterioridad. “Es similar a un VAN a perpetuidad sin ser neto” (Rojo Suárez, 2020). Es decir, es el valor terminal de un negocio más allá del explícito periodo proyectado.

“El valor de cualquier compañía viene dado por su capacidad para generar flujos de caja en el tiempo, y está determinada por su tasa de crecimiento a largo plazo” (Rojo Suárez, 2020), puesto que sigue estrechamente ligado al principio de empresa en funcionamiento.

En toda valoración se presupone que después del periodo proyectado, los flujos de caja van a seguir creciendo, pero esta vez a una **tasa constante (g^{12})** en términos reales, “donde obviamente no pueden crecer más que la propia economía, puesto que llevaría a una sobrestimación del valor de la empresa” (Serrano, 2000. p.62). El enfoque optimista de crecimiento constante:

Ecuación 18. Valor residual con tasa constante (g).

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

Fuente: Elaboración propia basada en Ortiz Hoyos. (2015).

Existen autores los cuales señalan que, aunque los flujos pueden tener una duración indefinida, es normal que el valor de una empresa disminuya a partir de un periodo determinado, dado que su valor actual es menor cuanto más lejos sea su horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva tiende a desaparecer con los años (Delgado, 2015).

El método de descuento de flujos de caja presenta una serie de ventajas y desventajas que hay que conocer al ser uno de los métodos más utilizados en la actualidad y en el que se basará principalmente la valoración práctica de la empresa en este trabajo. En cuanto a las ventajas e inconvenientes encontramos:

¹² g : Tasa de crecimiento constante aplicada por primera vez por el modelo Gordon-Shapiro.

Tabla 3. Ventajas e inconvenientes del método de descuento de flujos de caja.

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Recoge información del balance y de cuenta de pérdidas y ganancias.	Requiere amplia información de la empresa y del sector.
Refleja con mayor precisión el presente y el futuro.	Dificultad en la estimación de los futuros flujos de caja.
Incorpora análisis de riesgos.	No existe la posibilidad del no cumplimiento de las proyecciones.
Valoración más exacta de la empresa.	Complejidad en el horizonte temporal.
Teoría más consistente por la cantidad de información necesaria que se utiliza.	Dificultad en la tasa de descuento apropiada.
Considera el valor temporal del dinero.	
Análisis de diversos escenarios.	
Contempla el potencial crecimiento de la compañía.	

Fuente: Elaboración propia basada en Alanís Aguilar. (2014) y, Jiménez Naharro & García Villanueva. (2010).

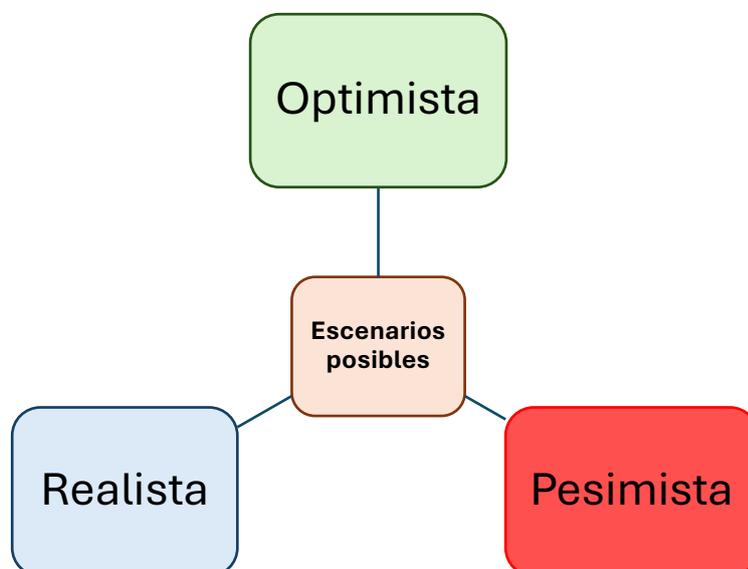
“La unión del método de descuento de flujo de caja junto al método de múltiplos, permite obtener una valoración mucho más precisa de la empresa” (Blanco Pascual, 2009).

- **Análisis de escenarios posibles**

Una vez explicadas de forma desarrollada los elementos que forman parte del método de descuento de flujos de caja, otro aspecto a considerar es la explicación de las posibles situaciones o escenarios futuros en los que se puede encontrar la empresa, ya que no existe un único contexto en el que se sitúe la sociedad.

Por tanto, dependiendo de unas circunstancias u otras, donde se barajarán diversos escenarios posibles y se analizarán las consecuencias que pueden acarrear estos en la empresa. Los escenarios básicos a contemplar, son:

Figura 6. Escenarios básicos posibles.



Fuente: Elaboración propia.

Los escenarios posibles que se vaticinan son escenarios alternos, presentando futuros probables que se eliminan mutuamente si sucede uno de ellos. No son complementarios de ninguna de las maneras. Lo normal es que estos escenarios futuros estén vinculados respecto a los ingresos esperados que puede generar la empresa, puesto que en base a los gastos no sería correcto realizarlos ya que se presupone que se asignan en proporción a los ingresos (Hernández Lorente, 2011).

2.2.2 Dividendos descontados

El segundo de los métodos dinámicos, es el de dividendos descontados. El método es idéntico al de descuento de flujos de caja, puesto que también se basa en el descuento de flujos, pero en vez de ser de caja, son dividendos los que se descuentan. Los dividendos, son los pagos periódicos que se dan a los accionistas, y representan un único flujo periódico en función de las acciones (Delgado, 2015.p.22).

El modelo se basa en la idea de la afectación de la política de dividendos al valor de las acciones de la empresa y por tanto, que el valor de la empresa puede ser el valor actual de los dividendos futuros que se paguen (Cedeño & Vinueza, 2016. p.25).

Nos encontramos dos situaciones existentes en cuanto a los dividendos futuros:

Ecuación 19. Dividendos constantes en el tiempo.

$$V = \sum \frac{D_n}{(1 + Ke)^n}$$

Fuente: Castañeda Fernández. (2015).

En esta situación se presupone que el dividendo que reparte la empresa, y el coste de los recursos propios (Ke) es constante en el tiempo.

Ecuación 20. Dividendos con crecimientos constantes.

$$V = \frac{D_{n+1}}{Ke - g}$$

Fuente: Fabregat. (2009).

Al igual que en el método anterior, se presupone que se encuentra en un proceso de crecimiento constante, por lo que el valor de las acciones tiene que aumentarse por una tasa de crecimiento constante (g), por eso la fórmula cambia.

2.2.3 APV

El último de los métodos de valoración dinámicos es el método APV (del inglés *Adjusted Present Value*) o Valor Presente Ajustado, el cual considera el ahorro fiscal al que se puede acoger la sociedad proveniente del pago de intereses pertenecientes al pago del principal de la deuda a la que se sometió la empresa para financiar sus recursos (Pereyra Terra, 2008. p. 29).

“En un mercado con impuestos, la deuda es fundamental, ya que esta permite generar un beneficio tributario al incurrir en intereses, llevando a una disminución en el pago de impuestos” (Fuentes Saldarriaga, & Yépez Alzate, 2017. p.18).

El cálculo de este método, se realiza sumando dos partes, siendo la primera de ellas el valor de la empresa suponiendo que no tiene deuda, es decir, financiada con capital propio, y la segunda, el valor del escudo fiscal que obtiene la empresa por la financiación de la deuda en cada periodo (Fernández, 2008).

Suponemos que la empresa no tiene deuda y se descuentan los flujos mediante una tasa no apalancada (K_u) para financiar los recursos de la empresa. La fórmula matemática de APV es:

Ecuación 21. APV.

$$\mathbf{APV = D + E = VA (FCF; K_u) + Valor del escudo fiscal}$$

Fuente: Alexandra Galvis. (2014).

Donde:

- Escudo fiscal: Tasa impuestos x Deuda.

2.3 Métodos de valoración basados en múltiplos

El siguiente método existente que destacar en la valoración de empresas es el método basado en múltiplos, también llamado método dinámico comparativo, puesto que, es aquel método que trata de estimar el valor de una empresa “objetivo” aplicando en diversas partidas de esta, una serie de ratios o múltiplos que están relacionados con empresas afines en cuanto a sus características. Según Fernández (2009), dentro de las principales categorías donde se agrupan los diferentes métodos de valoración de empresas, este está incluido en el apartado de cuenta de resultados, ya que se determina su valor a través de magnitudes relacionadas con la cuenta de pérdidas y ganancias.

“Se trata de un método con una hipótesis viciada al asumir que la empresa analizada va a tener un comportamiento similar a las otras comparables” (Barrios, 2013). Surgen varias cuestiones acerca de la comparabilidad de las empresas, ya que, aunque tengan las mismas características cuantificables, pueden encontrarse en diferentes fases de su desarrollo, en diferente mercado, tipo de negocio, etc.

Por tanto, deben ser empresas similares en casi todas sus características.

El elemento principal que siempre causa dudas, y es principalmente el problema de este método, es el origen del múltiplo aplicable que se va a utilizar, por lo que existen dos fuentes para seleccionar las empresas realmente comparables para realizar los ratios (García Codina,(2016) y Labatut Serer, (2009)):

- 1) Múltiplos de cotización: Empresas del mismo sector que coticen en Bolsa y sean similares a la empresa objetivo al menos en producto, mercado geográfico, etc. También llamado método de empresas cotizadas similares (en inglés *Similar Public Company Method*)
- 2) Múltiplos de transacción: Basados en el precio pagado en el pasado por compañías parecidas a la empresa objetivo. Deben utilizarse empresas 100% transmitidas. Suele ser información más reservada. También llamado método de adquisiciones recientes (en inglés *Recent Acquisition Method*).

Actualmente es de los métodos más aplicados para calcular el valor de empresas que no cotizan en el mercado, a partir de la valoración de mercado de empresas comparativas cotizadas (ACCID, 2009).

Es necesario la utilización conjunta de otro método de valoración alternativo como puede ser el descuento de flujos de caja, ya que el método basado en dividendos será un método complementario y no sustitutivo. Por tanto, los resultados obtenidos en ambos métodos tendrían que ser similares, reforzando así las conclusiones del método de descuento de flujos de caja (Labatut Serer, 2009). No solo interesa como complemento del método de descuento de flujos de caja, sino también para:

- Cuando no se dispone de suficiente información para aplicar el método principal.
- Valoración rápida de la compañía.

En cuanto a las ventajas e inconvenientes de este método se encuentran:

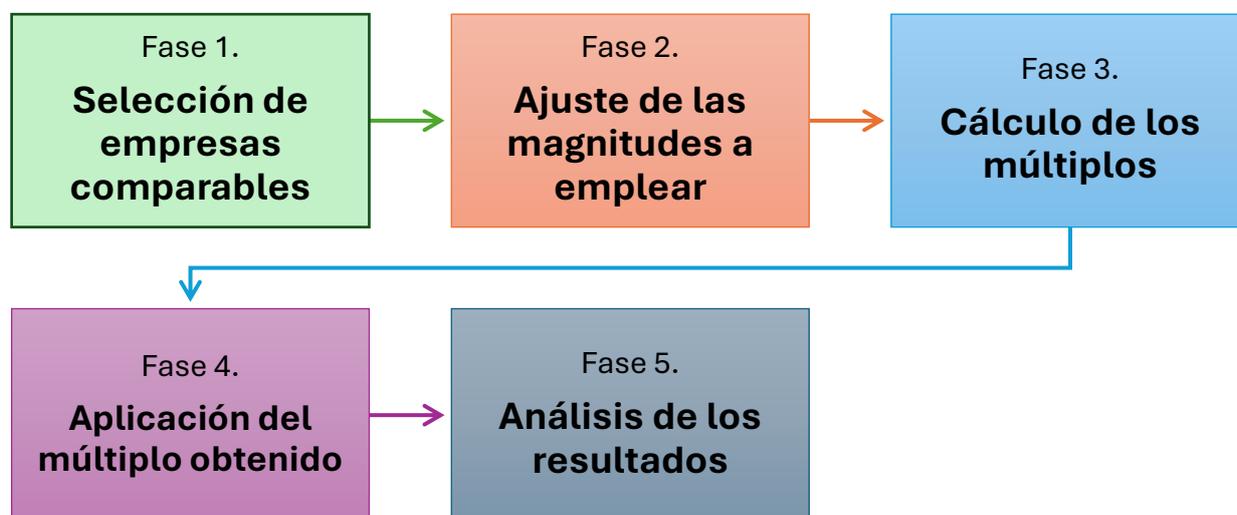
Tabla 4. Ventajas e inconvenientes de la valoración por múltiplos.

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Sencillez técnica.	Suposición de mercados financieros eficientes.
La información a utilizar suele ser accesible.	No trata la evolución futura.
No necesita demasiada información.	Se basa en datos históricos.
Resultados similares al mercado.	Dificultad en la selección de empresas comparables.
Fácil comprensión.	Gran dispersión.

Fuente: Elaboración propia.

Para realizar el funcionamiento de este método se tendrán que seguir una serie de fases para la correcta aplicación del método, y estas fases son:

Figura 7. Fases de la valoración por múltiplos.



Fuente: Elaboración propia basada en Rojo Suárez. (2020).

La explicación de las fases para el funcionamiento del múltiplo es la siguiente:

Fase 1. La selección de empresas comparables: Como bien se ha comentado antes, y basándonos en el criterio de comparabilidad, es necesario la selección de un conjunto de empresas cotizadas que sean comparables en características similares a la empresa objetivo. Deberán ser realmente comparables a nivel sectorial, negocio, ámbito geográfico, perfil de

riesgo, tamaño, madurez, etc., puesto que sin estos requisitos no sería aceptable la comparación (CEUPE European Business School). Al ser uno de puntos más importantes y difíciles del método de valoración, es recomendable la selección de empresas mediante las bases de datos de las que se disponen actualmente como Bloomberg, Sabi, Damodaran o Macabacus entre otras.

Fase 2. Ajuste de las magnitudes a emplear y Fase 3. Cálculo de los múltiplos: La explicación de estas dos fases tiene que ser conjunta, puesto que las magnitudes a seleccionar y ajustar para realizar el cálculo de los múltiplos en la empresa objetivo a valorar, como el EBITDA, ventas, beneficio neto, etc., deberán ser ajustadas conforme los criterios de consistencia y uniformidad en la misma base. Esto lleva a indicar los múltiplos principales:

- **Múltiplos basados en la capitalización (*Equity Value*).**

➤ **PER¹³** (del inglés *Price Earning Ratio*): Es el ratio financiero más popular, el cual se basa en la relación entre precio y beneficio por acción. Los dividendos o el beneficio por acción es el pago que se le hace al accionista en función de la rentabilidad exigida por este (Cedeño & Vinueza, 2016. p.24).

Según este ratio, el precio de una empresa (cotizada o no cotizada) depende de sus beneficios anuales netos, e indica el valor capital de la empresa (García Codina, 2016). No se debe utilizar este múltiplo con un Beneficio neto negativo.

Ecuación 22. Múltiplo PER.

$$\text{PER}_{x \text{ veces}} = \frac{\text{Valor bursátil de los fondos propios}}{\text{Beneficio neto}} \text{ o } \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Fuente: Elaboración propia basada en Santiago Moreno. 2015.

¹³ Simultáneo al PER, está el PEG, siendo igual pero basado en una tasa de crecimiento anual o “g”.

- **PBV¹⁴** (del inglés *Price to Book Value*): Es el múltiplo que relaciona la capitalización bursátil con el valor contable de los fondos propios de la compañía, por tanto, indica el número de veces que la cotización de un título está por encima o por debajo del valor contable de la empresa (Santiago Moreno, 2015. p.190).

Un ratio mayor que uno significaría que el valor de la empresa es superior a su valor contable (Labatut Serer, 2009)

Ecuación 23. Múltiplo PBV.

$$PBV_{x \text{ veces}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor contable de los fondos propios}}$$

Fuente: Elaboración propia.

“Los sectores que suelen utilizar este múltiplo son el bancarios, papel y pasta, y el inmobiliario y seguros” (Fernández & Carabias, 2015).

- **“Q” de Tobin¹⁵**: Se define como la relación entre el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de los activos reales¹⁶. Expresa el número de veces que el valor de reposición o contable de los activos representa el valor de mercado de la empresa.

Ecuación 24. Múltiplo “q” de Tobin.

$$q \text{ de Tobin}_{x \text{ veces}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor de reposición (o contable) de los activos}}$$

Fuente: Elaboración propia.

¹⁴ PBV: No debe utilizarse cuando el valor de la empresa este basado en activos intangibles, y se puede aplicar a empresa con pérdidas.

¹⁵ “Q” de Tobin: Popularizada por el Premio Nobel de Economía James Tobin, en 1970.

¹⁶ Activos reales definidos como capital invertido, siendo el activo total deduciendo las inversiones a corto plazo y las deudas comerciales

El problema se encuentra en la dificultad de estimar el valor de reposición¹⁷ de los activos, por tanto, muchos expertos utilizan el valor contable de los mismos para realizar dichos cálculos (Santiago Moreno, 2015. p.191).

Si la “*q*” es mayor que uno, indica que el mercado valora el activo a un mayor coste que su reposición, por tanto, se aumenta el valor de la empresa aumentando las inversiones en los activos (Gerardo Milei, 2011.p.8).

- **Múltiplos basados en el valor de la empresa (*Enterprise Value*)**

- **EV/EBITDA:** Este indicador está relacionado con el valor total del mercado de la empresa y el beneficio operativo de la misma antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Vargas Sánchez. 2013). Indica el número de veces que tarda el beneficio operativo en representar el valor total de la empresa

Ecuación 25. Múltiplo EV/EBITDA.

$$EV/EBITDA_{x \text{ veces}} = \frac{\text{Enterprise Value (Valor total de la empresa)}}{EBITDA}$$

Fuente: Serena Gómez. (2014).

La importancia de utilizar el EBITDA en este ratio viene derivada de la eliminación del impacto en pérdidas y ganancias de las diferentes políticas de amortización contable existentes. También es útil para valorar empresas de nacionalidades distintas, pues elimina las amortizaciones, endeudamientos y tipos impositivos diferentes (Labatut Serer, 2009).

- **EV/Ventas:** En este ratio se tiene en cuenta el volumen de ventas por la actividad de explotación de la empresa como indicador principal, por tanto, habría que eliminar todos los ingresos procedentes de otra fuente que no sea la de explotación de la sociedad. Es un índice controversial en la búsqueda del

¹⁷ Valor de reposición: Es la cantidad de dinero necesaria para que la empresa tenga la misma capacidad de producción al mínimo coste (Montoro & Navarro. 2010).

valor de la empresa, puesto que los ingresos de ventas no dan un beneficio determinado. “Es un ratio idóneo para empresas cuya correlación entre ingresos y beneficios es casi perfecta, donde sus costes variables serán bastante estables” (Jaime Eslava, 2011). Indica el número de veces que se tienen que dar las ventas para que supongan el valor total de la empresa.

Ecuación 26. EV/Ventas.

$$EV/Ventas_{x \text{ veces}} = \frac{Enterprise \ Value}{Ventas}$$

Fuente: Elaboración propia.

Suele ser un ratio para sectores bastante exclusivos, como por ejemplo, empresas farmacéuticas, infraestructuras de telecomunicaciones y autobuses. Este ratio varía mucho entre sectores. (López Samoza, 2011).

- **EV/EBIT:** Pone en relación el valor es esta, con el beneficio antes de intereses e impuestos, o lo que es lo mismo, el resultado de explotación, por lo tanto no tiene en cuenta la forma de financiación de la empresa y la tasa impositiva de esta, eliminando así, las diferencias entre compañías por este motivo (Labatut Serer, 2009). Al igual que el EBITDA, es el número de veces que tiene que darse el EBIT para representar el valor total de la empresa.

Ecuación 27. EV/EBIT¹⁸

$$EV/EBIT_{x \text{ veces}} = \frac{Enterprise \ Value}{EBIT}$$

Fuente: Elaboración propia.

Es muy útil para la comparación de resultados en empresas del mismo sector (Santiago Moreno, 2015. p.191).

¹⁸ EBIT del inglés *Earnings Before Interest and Taxes*.

Una vez expuestos los múltiplos basados en el valor de mercado de la empresa (*Equity Value*) y aquellos que se basan en el valor de la empresa en total (*Enterprise Value*), la siguiente fase del funcionamiento es la **Fase 4. Aplicación del múltiplo estimado**, en la cual se aplican en la empresa objeto, los múltiplos calculados en las dos fases anteriores. La última, es la **Fase 5. Análisis de los resultados**, donde se observa el resultado obtenido de la aplicación de los múltiplos, y se analiza en búsqueda de posibles anomalías (Rojo Suárez, 2020). Esta fase nos dará un pequeño rango de valores entre los que se encuentra el de la empresa objetivo.

2.4 Métodos compuestos o mixtos

Por último, se encuentran los métodos de valoración de empresas compuestos o mixtos. Se denominan de este modo ya que la peculiaridad que tienen, es la combinación en la formulación de una única ecuación matemática formada por una valoración estática y una valoración dinámica. Por un lado se realiza una valoración estática de la empresa, y se incorporará una variable que cuantifique el valor que esta generará en el futuro (García Codina, 2016).

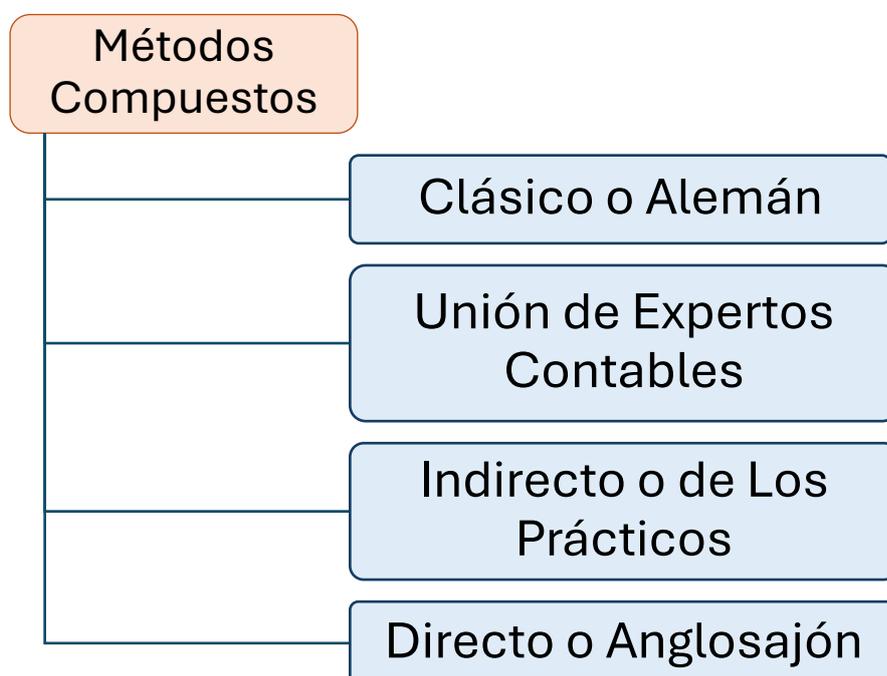
La variable o plusvalía relacionada con los beneficios futuros que la empresa pretende generar, y que es la principal diferencia entre estos métodos y los métodos estáticos, es el **fondo de comercio de la empresa (en inglés *Goodwill*)**. Este es la diferencia existente entre el precio que se paga por una empresa en el mercado y el valor contable de la misma. (Fernández, 2007). Según muchos autores, “el fondo de comercio representa el valor de los elementos intangibles que no aparecen en el balance, como la cartera de clientes, el liderazgo sectorial, las marcas, etc. Aporta una ventaja competitiva y es un valor a añadir al activo neto” (Borràs Balsells, y Sabi Marcano, 2019).

“Estos métodos han sido altamente empleados por su relativa sencillez y el bajo requerimiento en comparación con otros métodos existentes” (García & Álvarez, 2006), la principal limitación existente en estos métodos, es la medición compleja de este fondo de comercio y que no se puede ver reflejado en los estados financieros tradicionales. (Vazzano, 2015.p.141).

Al igual que los métodos basados en múltiplos, este tipo de métodos de valoración se consideran más complementarios que principales, reforzando la valoración existente mediante otros métodos por el experto independiente.

Los métodos compuestos o mixtos más representativos son:

Figura 8. Clasificación de los métodos compuestos o mixtos.



Fuente: Elaboración propia.

2.4.1 Método clásico o alemán.

El primero de los métodos compuestos o mixtos es el método clásico o alemán. Se representa el valor de la empresa, como la suma entre el valor del activo neto¹⁹, más un múltiplo “n” por los beneficios netos anuales de la empresa. Dicho múltiplo dependerá del tipo de sector en el que se encuentre la sociedad, y oscilará entre un 1,5 y un 3 (Valls Martínez, 2001 p.60).

Ecuación 28. Método clásico o alemán.

$$Valor_{empresa} = Valor Activo_{neto} + (n * Beneficio_{neto\ anual})$$

Fuente: Elaboración propia basada en Valls Martínez. (2001)

¹⁹ Activo neto contable ajustado por plusvalías y minusvalías.

2.4.2 Método Unión de Expertos Contables.

La diferencia con el método anterior radica en que el fondo de comercio es el valor actualizado de “n” periodos, denominándose este “superbeneficio”. Por tanto, la ecuación resultante es (Fernández, 2009):

Ecuación 29. Método Unión de Expertos Contables.

$$Valor_{empresa} = Valor Activo_{neto} + a_n * (Beneficio_{neto} - R_f * Valor Activo_{neto})^{20}$$

Fuente: Elaboración propia basada en García & Álvarez. (2006).

2.4.3 Método indirecto o “de Los Prácticos”.

Este método expresa que el valor de la empresa es la media del valor del activo neto ajustado, más un fondo de comercio que es el beneficio neto promedio de los últimos años actualizado a una tasa libre de riesgo (Labatut Serer, 2005).

Ecuación 30. Método indirecto o de “Los Prácticos”.

$$Valor_{empresa} = (Valor Activo_{neto} + \frac{Beneficio_{neto\ promedio}}{R_f})/2$$

Fuente: Elaboración propia basada en Borràs Balsells y Sabi Marcano (2019).

2.4.4 Método directo o anglosajón.

El valor de la empresa es el valor del activo neto ajustado más un fondo de comercio que esta vez será capitalizado a perpetuidad el “superbeneficio” descontándolo con una tasa libre de riesgo multiplicado por el parámetro “m” para tener en cuenta el riesgo.

²⁰ (Beneficio neto-Tipo interés libre de riesgo * Valor Activo neto) = Superbeneficio.

Ecuación 31. Método directo o anglosajón.

$$\text{Valor}_{\text{empresa}} = \text{ValorActivo}_{\text{neto}} + \frac{(\text{Beneficio}_{\text{neto}} - R_f * \text{Valor Activo}_{\text{neto}})}{t_m^{21}}$$

Fuente: Elaboración propia basada en Fernández. (2009).

2.5 Método de opciones reales.

El último método existente en valoración de empresas es el de opciones reales, siendo el más difícil de los cinco métodos presentados, puesto que es el que más información necesita para realizar la valoración y por tanto, se suele aplicar por parte de la propia empresa. Estos métodos son modelos de decisión basados en la incertidumbre, donde el valor de la empresa se obtiene de las opciones financieras, basadas en productos de derivados, siendo el más conocido el de Black Scholes y los métodos de simulación numérica de árboles de Boyle (Santiago Moreno, 2015, p.203).

Las más conocidas son las opciones financieras, donde “la opción se define como el derecho, pero no la obligación, de desarrollar una actividad en el futuro” (Santiago Moreno, 2015, p.203). Existen así, la opción de derecho a comprar, llamada en inglés *call*, y la del derecho a vender, en inglés *put*. Por lo cual, el propietario tiene el derecho a comprar o a vender un número de activos, en una fecha determinada y a un precio previamente establecido. (Santiago Moreno, 2015, p.203).

Este modelo permite la flexibilidad de la empresa en su gestión en la toma de decisiones, pudiendo ser estas abandonar, expandirse, reducir, etc. “Una opción real está presente en un proyecto cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre real” (Fernández, 2015). Las clasificación de opciones reales es:

- Opciones contractuales.
- Opciones de crecimiento o aprendizaje.
- Opciones de flexibilidad.

²¹ “ t_m ” es la tasa de interés multiplicada por un múltiplo entre 1,25 y 1,5 para incluir el riesgo.

3. CONTEXTUALIZACIÓN DEL CASO PRÁCTICO DE VALORACIÓN

Tras haber terminado de explicar la teoría acerca de la valoración de empresas, el siguiente tema a abordar, es la simulación de un caso práctico de valoración realizado por una empresa y un experto independiente que pertenece a ella, sobre una sociedad del sector del *retail*²² automovilístico. Se tratará por tanto de aproximarse al valor objetivo de la empresa mediante el método de descuento de flujos de caja. El motivo de dicha valoración de la empresa, viene como respuesta a la fusión por absorción en un grupo empresarial más grande y valorar la empresa objetivo para saber su participación en el, por tanto, se ha decidido contratar a una empresa independiente para que realice los cálculos oportunos para esta valoración. Antes de entrar en materia en dichos cálculos, habrá que poner en situación una serie de elementos previos, y estos son:

- 1) **Presentación introductoria del experto independiente:** Presentación de la empresa encargada de la petición de valoración, así como del experto independiente encargado del servicio prestado.
- 2) **Conocimiento de la empresa objetivo, así como su historia, organigrama, servicios que ofrece, etc.:** Es necesario la presentación de la empresa objetivo del caso práctico de valoración, conociendo de este modo brevemente la historia de la misma, la ubicación, el organigrama empresarial y demás elementos para conocer la empresa que se va a valorar.
- 3) **Conocimiento del sector en el que opera:** Existe también la necesidad de conocer el sector en el que opera la empresa objetivo, así como la evolución del mismo a lo largo de los años, y los competidores de esta en el mercado para así poder plantearse unas posibles situaciones a futuro.
- 4) **Motivo de la valoración de la empresa.**
- 5) **Analizar la información publicada más reciente:** Se desarrollará el trabajo de valoración en base a las últimas cuentas anuales de la empresa.
- 6) **Realizar conjeturas mediante previsiones a futuro:** Realizar los métodos de valoración oportunos mediante las hipótesis adecuadas para calcular el valor óptimo de la empresa objetivo.

²² *Retail*, también conocido como venta o comercio minorista.

- 7) **Conclusiones:** Sintetizar los resultados alcanzados para realizar el trabajo por el que ha sido contratado el experto independiente.

4. PRESENTACIÓN DEL EXPERTO INDEPENDIENTE.

El trabajo de valoración del cual vamos a tratar, ha sido solicitado por la empresa objetivo, a la sociedad **MT&A AUDITS, S.L**, empresa ubicada en la Comunidad de Madrid, que realizar principalmente el asesoramiento y la realización de forma profesional de servicios auditoría financiera, asesoría financiera, peritajes mercantiles y valoración de empresas durante más de veinte años de experiencia en el sector. Empresa más que asentada en el sector, en constante incremento de la cartera de clientes manteniendo la máxima calidad y ofreciendo precios competitivos en el mercado.

Ilustración 1. Logotipo de MT&A AUDITS, S.L.



Fuente: Elaboración propia.

Dicha empresa cuenta con un increíble grupo de profesionales en los servicios previamente mencionados, donde, entre sus filas se encuentra la persona que va a realizar el trabajo de valoración encomendado, socio de la empresa MT&A, **D. Arturo González Aparicio**. Este socio el cual posee un amplio bagaje en los informes de valoración de empresas, está especialmente familiarizado con el sector automovilístico y retail en España, dados sus servicios de auditoría y de valoración previos a este trabajo.

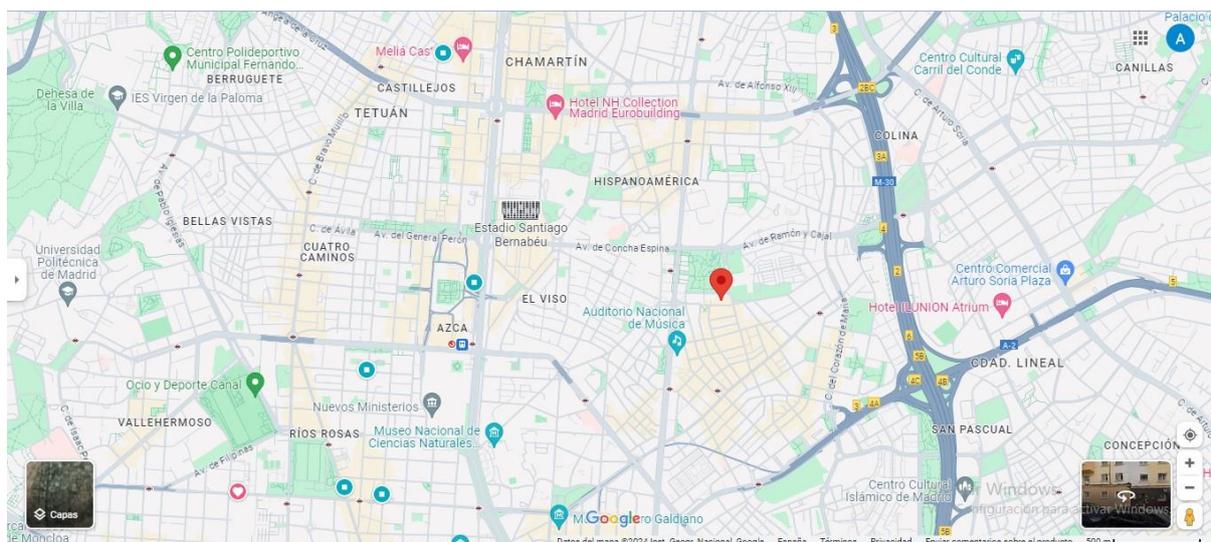
Por lo tanto, MT&A AUDITS y en concreto el socio D. Arturo González Aparicio, son la sociedad y el experto independiente perfectos para la realización de este trabajo de valoración estimado de la sociedad, para la compra y posterior absorción de la empresa objetivo por un grupo empresarial más grande.

5. PRESENTACIÓN EMPRESA OBJETIVO

La empresa la cual se va a estimar su valor empresarial para la compra y posterior fusión por absorción, se trata de **ITRA, S.L.** (Industria Técnica de Reparación de Automóviles, S.L.). Empresa con domicilio social en Madrid, en la Calle Pradillo número 19, cerca del área financiera de la capital española.

Empresa fundada en 1969 por D. Moisés González, empresario leonés que empezó en el sector automovilístico con un pequeño taller años antes. Fue el primer distribuidor a nivel nacional en la distribución de la marca de coches Mercedes-Benz, y al cabo de unos pocos años, se convirtió también en concesionario y taller oficial de la marca. Lo que empezó siendo un pequeño taller de reparación, avanzó de tal forma, que en 1979 se hizo posible la compra de un gran terreno en el pueblo de Fuencarral (Madrid), asentándose más aun en el sector de distribución y venta de automóviles de la marca Mercedes-Benz. En el presente, cuenta con nueve sedes de concesionarios y talleres, en Madrid la mayoría, Segovia y Ávila, convirtiéndose en uno de los concesionarios de Mercedes-Benz más grandes de España (Grupo ITRA, 2019).

Ilustración 2. Localización de la empresa ITRA, S.L.

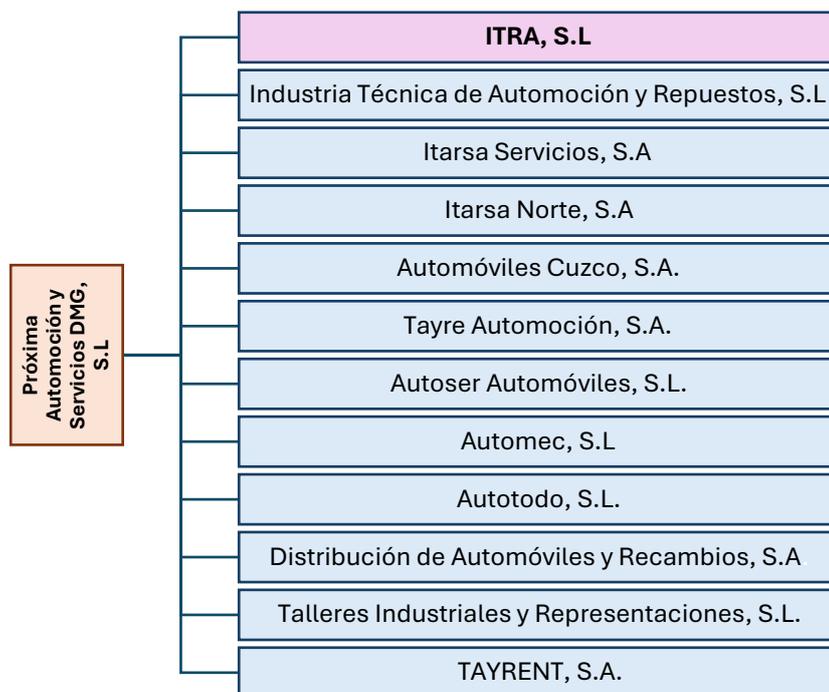


Fuente: Google Maps (2024).

5.1 Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG y organigrama de ITRA

La empresa ITRA, S.L. forma parte de un grupo empresarial dedicado a la reparación y venta de automóviles, cuyo nombre comercial es el Grupo ITRA, mientras que el nombre real de este es el **Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG, S.L.** Dicho grupo consolidado, cuya empresa matriz es la misma empresa que da nombre al grupo, se dedica a la venta de automóviles, vehículos ligeros, mantenimiento y reparación de vehículos. Está formado por más de 370 empleados y 13 empresas, las cuales son (Registro Mercantil de Madrid, 2022):

Figura 9. Composición del Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG, S.L.



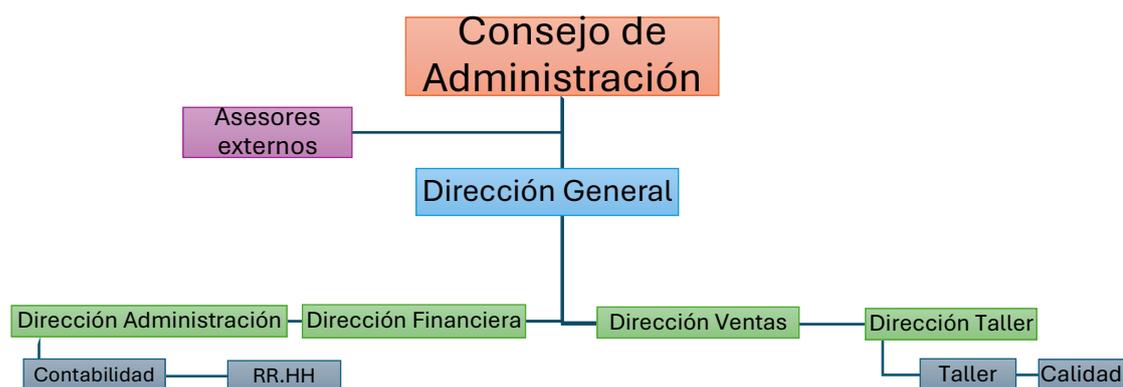
Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la empresa ITRA tiene por objeto, la compra, distribución, venta y reparación de automóviles Mercedes-Benz, así como de repuestos y accesorios de los mismos.

Cuenta con cinco sedes empresariales, todos ellos en Madrid, ubicados en la Calle Pradillo, Príncipe de Vergara, Isla de Java, Pio XII, y Sinesio Delgado.

Actualmente, el organigrama empresarial está compuesto por un consejo de administración²³, formado por los hijos del fundador; un consejo de asesores externos que realizan las funciones de *controller* tanto económico como organizativo asesorando a la Alta Dirección; una dirección general, que dirige la sociedad y tiene a su cargo los siguientes departamentos: Administración, encargada de la contabilidad de la empresa y de los recursos humanos; Financiero, relacionada con la tesorería de la sociedad; Ventas, donde se encuentran los comerciales encargados de la venta y distribución de los automóviles; y, Taller o servicio posventa, relacionado con la calidad y reparación de vehículos. Cuenta con un total de cuarenta y uno trabajadores, donde más de la mitad desarrollan las tareas de postventa, relacionadas con ventas y taller (Registro Mercantil de Madrid. 2022).

Figura 10. Organigrama de ITRA, S.L.



Fuente: Elaboración propia basada en Registro Mercantil Madrid (2022).

5.2 Modelo de negocio

En cuanto al modelo de negocio que desarrolla ITRA, como bien se ha comentado anteriormente, se dedica a tres principales servicios conexos, como la comercialización de vehículos y repuestos de los mismos, así como la reparación de estos vehículos. Estos servicios basados en las premisas de la marca, que son tres (Registro Mercantil Madrid. *EINF*, 2022):

- 1) “Implicación, confianza y profesionalidad.

²³ Formado por los tres hijos del fundador, fallecido en 2007, D. Moisés González. A pesar de ser públicos, no se mencionan en este trabajo para preservar su identidad.

- 2) Calidad y excelencia en el servicio de venta como en el de posventa, bajo los valores de integridad y transparencia.
- 3) El compromiso con el crecimiento, innovación y diversificación del negocio”.

En cuanto a los servicios que ofrece, a pesar de la variedad de marcas de vehículos que distribuye su grupo empresarial, siendo estas marcas Maserati, Morgan, Aston Martin, Jeep, Opel, etc.

ITRA por su parte, se especializa únicamente en la marca que le hizo conocida, Mercedes-Benz. Además de la venta de vehículos nuevos y usados, realiza servicios complementarios que tratan de aportar un servicio extra al cliente, como es la reparación de los automóviles, el seguro para el mismo, y servicios financieros entre otros. En cuanto a las cifras económicas, y gracias a la combinación de estos servicios, lleva facturando una cifra cercana a los 90.000.000 de euros anuales de manera consecutiva durante un largo periodo de tiempo. Todo eso gracias a la solidez de la empresa en el sector de venta de automóviles en España, y al respaldo y apoyo tan importante que da una marca como Mercedes-Benz.

5.3 Políticas y diligencia debida

En cuanto a la materia de políticas y diligencia debida, podemos decir, que la empresa ITRA, cumple con el siguiente asunto legislativo de la siguiente manera (Registro Mercantil Madrid. *EINF*, 2022):

- **Libre competencia y comportamiento en el mercado.**

En ITRA, tanto la empresa como todos los empleados, cumplen con la Ley 15/2007, del 3 de julio, de Defensa de la Competencia desarrollada por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). La cual, se basa en promover y proteger la competencia en los mercados garantizando su buen funcionamiento, yendo en contra de prácticas colusorias como acuerdos de fijación de precios entre fabricantes y distribuidores o abusos de posición dominante. Se compromete a la libre competencia en el mercado en beneficio de los consumidores y usuarios.

- **Política en materia medioambiental.**

Trata de identificar a todos los factores que sean susceptibles de afectar de alguna forma su actividad en el medio ambiente, y realiza políticas para la mitigación de estos. Para esto, realiza objetivos medioambientales de forma anual y evalúa su cumplimiento. Para ello, en 2018 se definió como meta empresarial, la reducción o mejora de eficiencia de aspectos como: la separación de residuos, la reducción del consumo de papel, la separación y reciclado de residuos peligrosos, y el consumo eléctrico, siguiendo así con cierta parte de las medidas nacionales en política medioambiental.

6. ANÁLISIS SECTORIAL²⁴

Una vez explicada de forma breve cual es la empresa objeto de valoración, así como su historia, servicios que ofrece y su organigrama, el siguiente paso es un desarrollo del análisis sectorial del sector del automóvil. Antes de comenzar con el desarrollo del sector de venta de comercio minorista en España, hay que definir qué es el **sector *retail* o de comercio minorista**.

6.1 Sector *retail* de automóviles en España.

El sector de comercio minorista, también llamado en inglés *retail*, es el sector destinado a la venta al por menor, siendo “toda actividad de compraventa de bienes o servicios, realizada entre un vendedor o empresa comercial y, el último eslabón de la cadena, el consumidor final.” (Botin, 2022). No se define este sector por el número de productos que se vende, si no por el destinatario final de la venta. En España, se estima que el 12,5% de los comercios, se dedican a este sector, existiendo únicamente en Madrid, que es donde se ubica principalmente la empresa ITRA, 93.205 empresas destinadas a este servicio (Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, 2023).

La recuperación del sector de comercio minorista en España continúa recuperándose del impacto económico sufrido por la crisis sanitaria del COVID-19 en el año 2020, creciendo a principios del año 2022 un 0,4% respecto al año anterior.

²⁴ A pesar de ubicarnos en el año 2024, tanto las noticias como los datos facilitados serán a fecha máxima del primer trimestre del año 2022, ya que es el año en el que se realiza la valoración.

Específicamente, en el **sector *retail* de automóviles en España**, podremos incluir en este sector tres canales distintos de venta o distribución, y estas son:

- 1) **Concesionarios:** Este canal de venta, no se trata de un punto de venta directa del fabricante como mucha gente puede pensar, si no que se trata de una empresa intermediaria. Como su propio nombre indica, se le dado la concesión de la venta de vehículos en una determinada región. Su particularidad, es que el concesionario tendrá que adquirir al fabricante los vehículos a precio de mayorista, teniendo que asumir la inversión inicial. Estos, además de tener su exposición de vehículos, pueden tener precios más competitivos ajustando los márgenes de beneficios o realizando ofertas en el momento en el que quieran liquidar el stock que tengan (DiarioMotor).
- 2) **Plataformas de venta online:** A consecuencia especialmente de la pandemia, se ha generalizado al venta online como uno de los canales de venta importantes. Queda por tanto en duda si el modelo de venta en base a concesionarios es un modelo sostenible económicamente. La posibilidad de visualizar en cuestión de minutos los precios de los vehículos, así como los concesionarios donde se venden sin salir de tu domicilio, ha convertido la geolocalización en algo no tan importante, disminuyendo así la diferencia existente que puede tener un concesionario grande con uno de menor tamaño. Además de coches nuevos, también existe la posibilidad de comprar coches usados o de km0 en estas plataformas. Ejemplos de estas los encontramos en: Coches.net, Autoscout24²⁵, Heycar, Autocasion.com., Motor.es, etc. (LaVanguardia.2021).
- 3) **Venta directa de fabricantes:** La disminución en el movimiento en los concesionarios, junto al aumento de las plataformas online, ha provocado el aumento de la venta directa de coches por parte de los fabricantes, lo que se denomina venta por agencia, cambiando totalmente su modelo de negocio. Según Faconauto (2022) (patronal de concesionarios) y Ganvam (patronal de vendedores), “el tráfico de los concesionarios se ha reducido de 4 a 1 en los últimos 10 años”. Por tanto, se reducirán el número de concesionarios existentes o cambiarán sus funciones haciendo más de taller y de servicio posventa.

²⁵ Autoscout24 es la web de compraventa de coches más grande de Europa, con más de 2.5 millones de referencias.

Ejemplo de esto lo encontramos en el grupo Stellantis (consorcio formado por PSA y Fiat), el cual a mediados de 2023 prescindirá de 129 concesionarios en España, cifra equivalente al 39% de concesionarios de este grupo en nuestro país (Expansión. 2021).

Otra de las actividades de ITRA, con mucho menos impacto en la compañía que la venta de vehículos, es la **venta de repuestos**, donde la situación condicionada por la pandemia y sus consecuencias sociales y económicas, hacen cerrar el año 2021 en España como un año convulso. El impacto del COVID-19 también en las cadenas de suministros, provocó la escasez de materias primas como los semiconductores y el incremento de los costes de otros materiales, que se prevé que se mantenga hasta el año 2023. Aunque la facturación en España aumentó un 6,3% respecto al 2020 con un total de 32.085 millones de euros, está aún lejos de las cifras que existían prepandemia siendo estas de 37.000 millones de euros. Esto ha provocado, que las compañías españolas aumenten su inversión en I+D+I en un 8,5% respecto al año anterior (SERNAUTO. 2022).

6.2 Evolución histórica del sector.

Hoy en día el sector del automóvil es una pieza fundamental en la industria española, y ha sido así desde hace muchos años. El sector de la distribución o venta de vehículos, está ligado con el sector de la fabricación, siendo especialmente importante a lo largo de los años a nivel nacional. Los datos arrojados por ANFAC²⁶, muestran a España como el 2º mayor fabricante de vehículos a nivel europeo, y el 9º a nivel mundial del año 2021, ensamblando más de 2,1 millones de vehículos en 2021. La facturación de la industria de automoción en su conjunto en España (fabricantes y componentes) representa el 10% del PIB nacional, y es responsable del 18% de la totalidad de las exportaciones españolas (InvestingSpain. 2022).

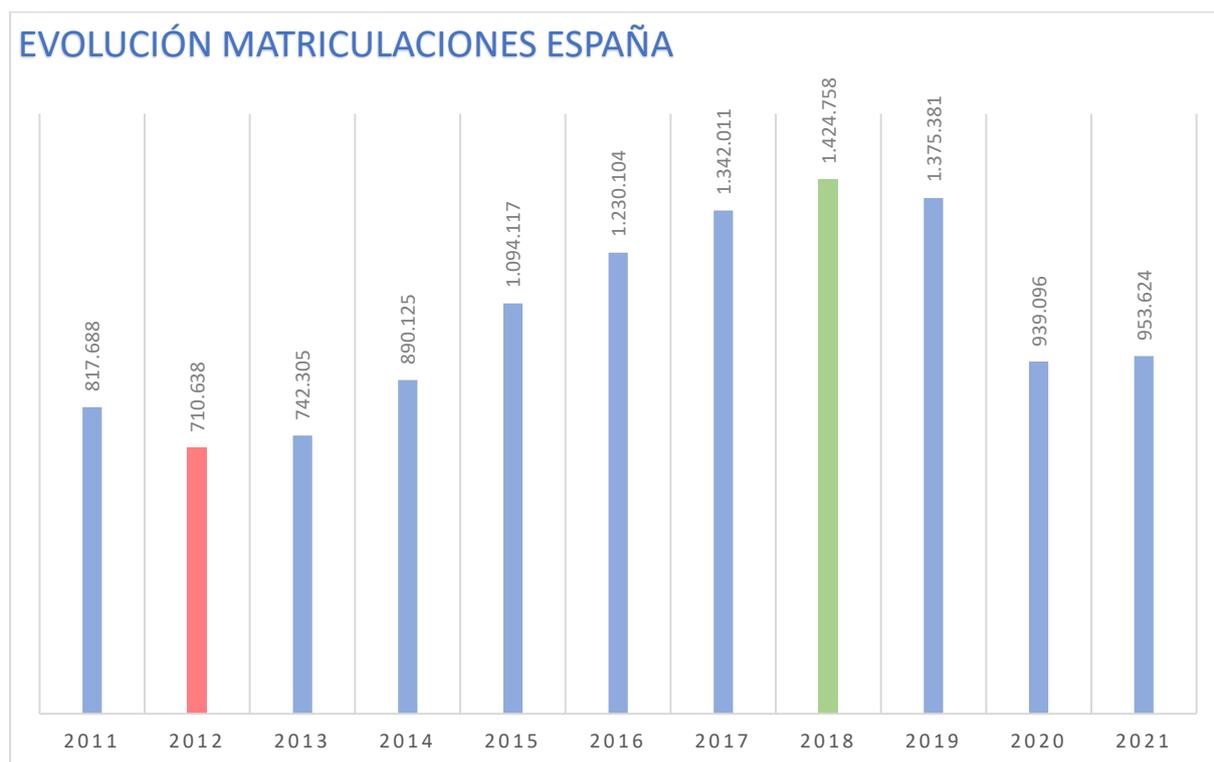
6.2.1 Ventas de vehículos turismos en el sector

En cuanto a la evolución en las cifras de ventas de los vehículos en España, más específicamente en los vehículos comerciales turismo, se ha realizado un gráfico basado en las matriculaciones expedidas desde el año 2011 al año 2021, año el cual se expondrá de forma detallada en el

²⁶ ANFAC: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones.

epígrafe siguiente de este trabajo. Dicha información ha sido buscada en un organismo público como la Dirección General de Tráfico.

Gráfico 1. Evolución de las matriculaciones de vehículos turismo en España (2011-2021).



Fuente: Elaboración propia basada en Dirección General de Tráfico²⁷(2022).

Como se puede observar en el gráfico existe una tendencia alcista desde el año 2013 con un total de matriculaciones de 742.305 turismos, hasta el año 2018, coincidente con el máximo número de turismos matriculados en diez años con un total de 1.424.758 turismos. El año más bajo en cuanto a las matriculaciones es en 2012 reflejando un total de 710.638 turismos, pero la variación más baja la encontramos entre el año 2019 y el 2020 con un dato de -32%. Esta gran diferencia anual en la matriculación de coches, coincide con la pandemia COVID-19, y con la falta de material para la fabricación de estos, la crisis existente en los microchips, que potenció el retraso de entrega de vehículos, así como la subida de su precio.

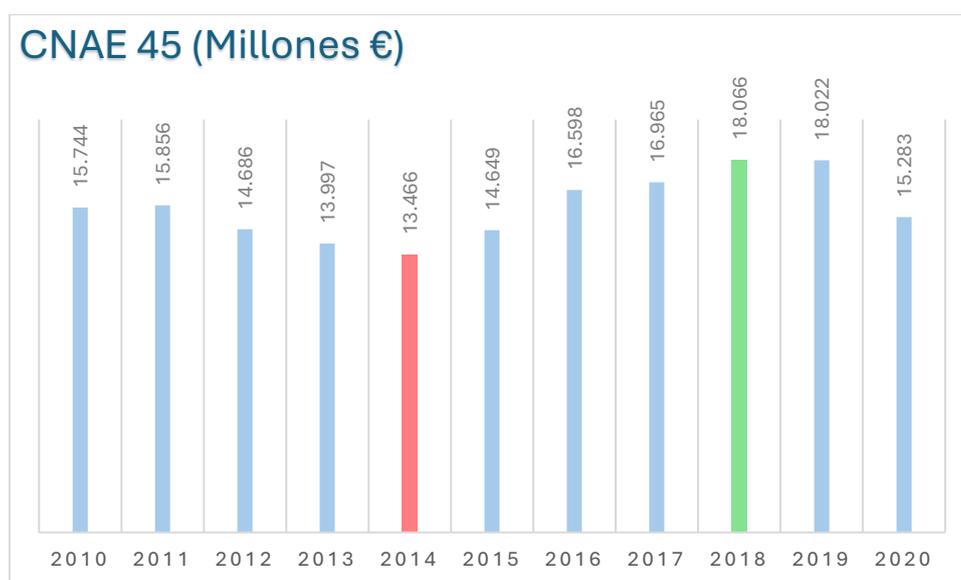
²⁷ A partir de aquí, se mencionará por sus siglas “DGT”.

6.2.2 Evolución del VAB

En cuanto a los datos existentes del sector del automóvil en España, existen datos que relacionan este sector con el PIB nacional, el cual, indica un peso entre el 10-11% en la totalidad del PIB español.

Pero no existen datos concretos del PIB para el sector *retail* en España, por tanto, mediante los siguientes gráficos, se muestra la evolución del Valor Añadido Bruto (a partir de ahora VAB). El VAB, es el valor de los bienes y servicios que se producen en un país, descontando de este los impuestos y los consumos intermedios. En este caso, la evolución trata del CNAE 45 “Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas”, que es la parte del sector automovilístico que más se asemeja a la actividad principal de ITRA.

Gráfico 2. Evolución VAB “Venta y reparación de vehículos de motor y bicicletas”.

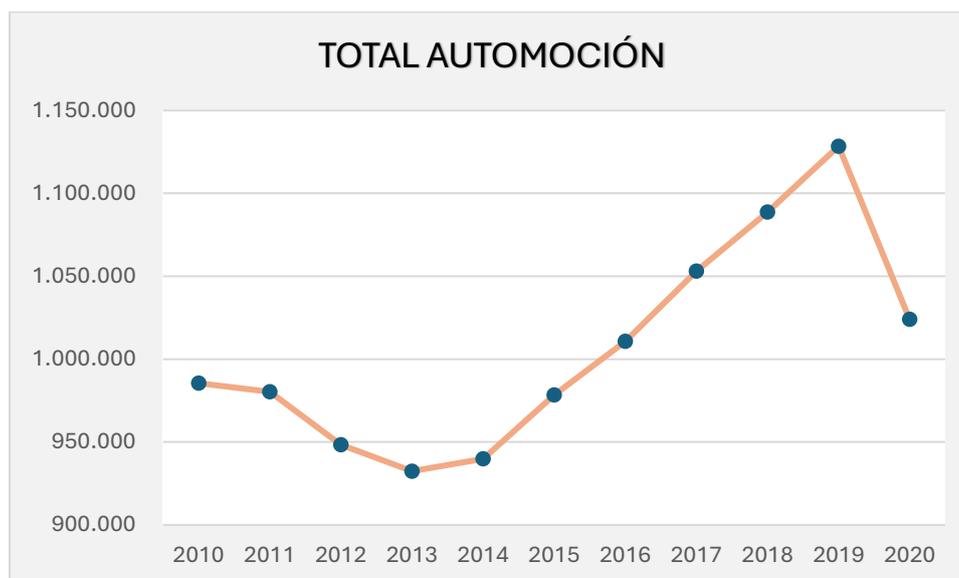


Fuente: Elaboración propia basada en Instituto Nacional Estadística y Cámara de comercio (2022).

En el gráfico anterior se puede observar una evolución bastante estable a lo largo de los 10 años, indicando un mínimo en 2014 mostrando un dato de 13.466 millones de euros, y un máximo en 2018, que está ligado al máximo de matriculaciones expuestas en el gráfico del epígrafe anterior, con 18.066 millones de euros. Si no fuese por la repercusión económica del año 2020 que trajo la pandemia, el VAB de esta parte del sector tenía una tendencia alcista.

En general, el VAB del sector del automóvil en España es bastante estable, en torno al 3-4% del total, como se puede ver en el siguiente gráfico.

Gráfico 3. Total VAB sector automóvil en España.



Fuente: Elaboración propia basada en Instituto Nacional Estadística y Cámara de comercio (2022).

6.2.3 Datos en distribución y venta de vehículos en España.

En cuanto a la actividad principal de ITRA, la distribución y venta de vehículos, se ha procedido a analizar la evolución de los concesionarios de coches en España entre los años 2011-2020, así como el ratio de rentabilidad existente sobre la facturación de los mismos, y los empleos directos que generan estos concesionarios.

Para eso, se han extraído los datos de Faconauto, patronal que integra las asociaciones de concesionarios oficiales. La siguiente tabla indica esta evolución:

Tabla 5. Evolución de los concesionarios en España, rentabilidad y empleos directos.

CONCESIONARIOS OFICIALES EN ESPAÑA					
Fecha	Número Concesionarios	Variación anual (unidades)	Tasa variación anual	Ratio rentabilidad sobre facturación	Empleos directo en concesionarios
2011	3.052	-	-	-0,30%	135.784
2012	2.710	342,00	-11%	-0,74%	130.409
2013	2.290	420,00	-15%	-0,37%	131.313
2014	2.232	58,00	-3%	0,92%	137.025
2015	2.214	18,00	-1%	1,36%	146.586
2016	2.198	16,00	-1%	1,58%	153.928
2017	2.087	111,00	-5%	1,80%	162.434
2018	2.219	132,00	6%	1,83%	162.400
2019	2.152	67,00	-3%	1,00%	161.500
2020	2.042	110,00	-5%	1,20%	153.425

Fuente: Elaboración propia basada en Faconauto (2021).

Como se puede observar claramente en la tabla evolutiva, existe un gran descenso en el número de concesionarios en España, pasando de una cifra en 2011 de 3.052 concesionarios a 2.042 en diez años, promediando una desaparición de 112 concesionarios anuales. Cifra que podría haber sido mayor, si no fuese por el auge del sector del automóvil en España en el año 2018, dadas las políticas agresivas que hicieron los concesionarios para la liquidación de su stock ante las medidas medioambientales ligadas a la emisión de CO₂ y a las limitaciones al diésel a las cuales se tenían que enfrentar a partir de septiembre de ese mismo año y a la inversión de las compañías de automóviles en España por valor de 3.000 millones de euros, siendo un 42% más que el año anterior (ANFAC. 2019).

Destaca también en esta tabla el aumento de 132 concesionarios en 2018 respecto al 2017, arrojando la única cifra positiva en la última década; la rentabilidad sobre la facturación en un 1,83% siendo el máximo en diez años, así como la creación de empleos directos cifrados en 162.400. La tasa más baja de variación anual la encontramos con un -15% y la desaparición de 420 concesionarios entre 2012 y 2013.

6.3 DATOS MÁS RECIENTES DEL SECTOR.

Una vez explicada la evolución histórica tanto del sector del automóvil en España, como del sector *retail*, es importante destacar los datos arrojados del último año, siendo este el 2021, y los posibles escenarios futuros a los que se enfrenta este sector.

6.3.1 Número de coches vendidos en España

Al igual que en el epígrafe de la evolución histórica en España, se va a tratar el número de coches vendidos en función de las matriculaciones expedidas en el año 2021, y los vehículos son turismos, estando ligado así con el tipo de automóvil vendido por ITRA.

En el año 2021 en España se han matriculado **953.624 turismos** existiendo así una variación positiva del 1,55% respecto al año anterior, pero lejos de las previsiones de recuperación que se esperaban para este año, derivado de la crisis de los microchips y de la incertidumbre económica derivada aún de la pandemia. De este total podemos exponer dos indicadores, como es, la clasificación según el tipo de carburante, y las matriculaciones divididas por Comunidades Autónomas. Del total de vehículos matriculados en España en el año 2021, la cifra de automóviles de la marca Mercedes-Benz, que es la única que comercializa la empresa ITRA, representa un 3,53%, una cantidad de 33.676 automóviles, siendo un -20,5% respecto al año pasado, que fueron 42.375 unidades. Representa el puesto 11º en cuanto a las matriculaciones por marca de coches en España (Faconauto. 2022).

Tabla 6. Matriculaciones 2021 por tipo de carburante

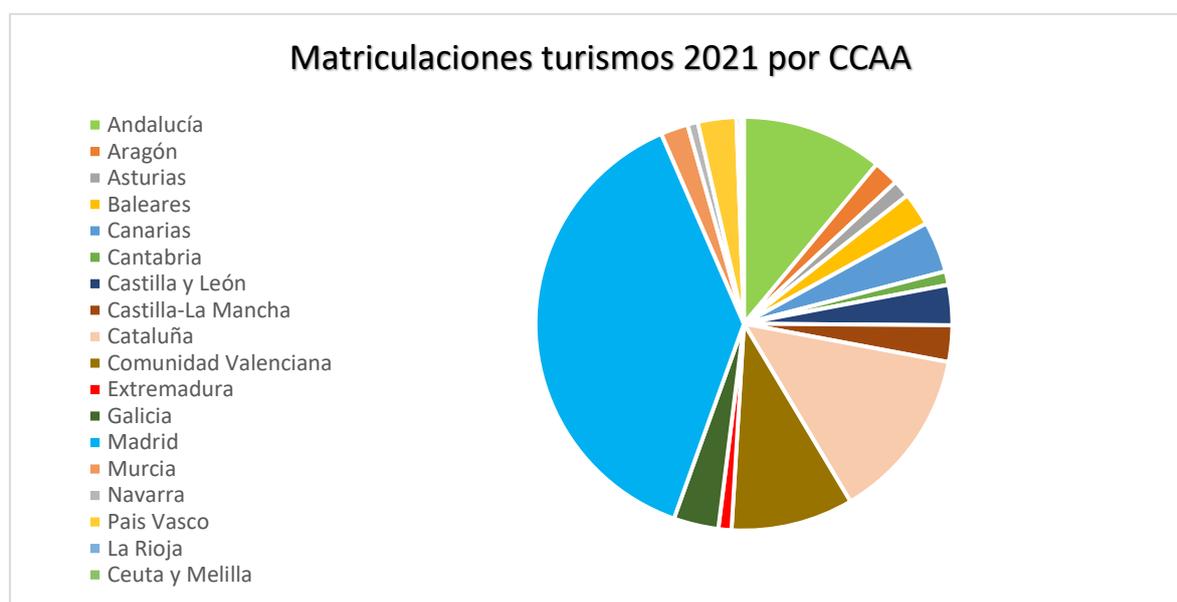
Tipo de carburante	Número vehículos	Peso sobre el total
Gasolina	430.084	45,10%
Diésel	189.771	19,90%
Resto ²⁸	333.768	35,00%
Total	953.624	

Fuente: Elaboración propia basada en Faconauto (2022).

²⁸ Resto: Incluye vehículos eléctrico puro, autonomía extendida, híbrido, hidrógeno, GNC, GLP y GNL.

Debido a las políticas restrictivas sobre el diésel, se puede observar en la tabla que es el porcentaje más bajo del total de vehículos matriculados en el año 2021, no llegando ni al 20%. Por otro lado, cabe destacar la cifra tan elevada de vehículos con carburantes no tradicionales, con un porcentaje de un 35%, derivado de las políticas potenciadoras de este tipo de vehículos.

Gráfico 4. Matriculación de turismos en España 2021 por CCAA.



Fuente: Elaboración propia basada en DGT (2022).

En cuanto a las matriculaciones por Comunidades Autónomas, destaca **Madrid** en primer lugar, con un total de 363.030 unidades, equivalente al **38% del total**. En segundo lugar, Cataluña con 128.611 unidades y un peso del 13%, aunque le siguen de cerca Andalucía y la Comunidad Valenciana con 104.798 y 90.538 respectivamente, aportando un 11% y un 9%.

6.3.2 Distribución de vehículos en 2021

Los datos existentes en cuanto a la distribución y venta de vehículos en el año 2021, se van a vincular, al igual que en la evolución, con el número de concesionarios en este año. La siguiente tabla refleja los datos obtenidos de los concesionarios en este año.

Tabla 7. Datos de concesionarios de 2021.

CONCESIONARIOS OFICIALES EN ESPAÑA					
Fecha	Nº Concesionarios	Variación anual (unidades)	Tasa variación anual	Ratio rentab. sobre facturación	Empleos directo en concesionarios
2020	2.042	110,00	-5%	1,20%	153.425
2021	2.022	20,00	-1%	1,40%	152.225

Fuente: Elaboración propia basada en Faconauto (2022).

Como se puede observar en la tabla, España sigue con una tendencia a la baja en cuanto al número de concesionarios existentes, disminuyendo 20 unidades, representando un -1%, y con una reducción en cuanto de empleos directos. Aun así, el ratio rentabilidad sobre facturación aumenta.

La facturación por área de negocio en los concesionarios españoles es la siguiente:

Tabla 8. Porcentaje de facturación por área de negocio en concesionarios.

Vehículo nuevo	67%
Vehículo usado	20%
Taller	13%
Total	100%

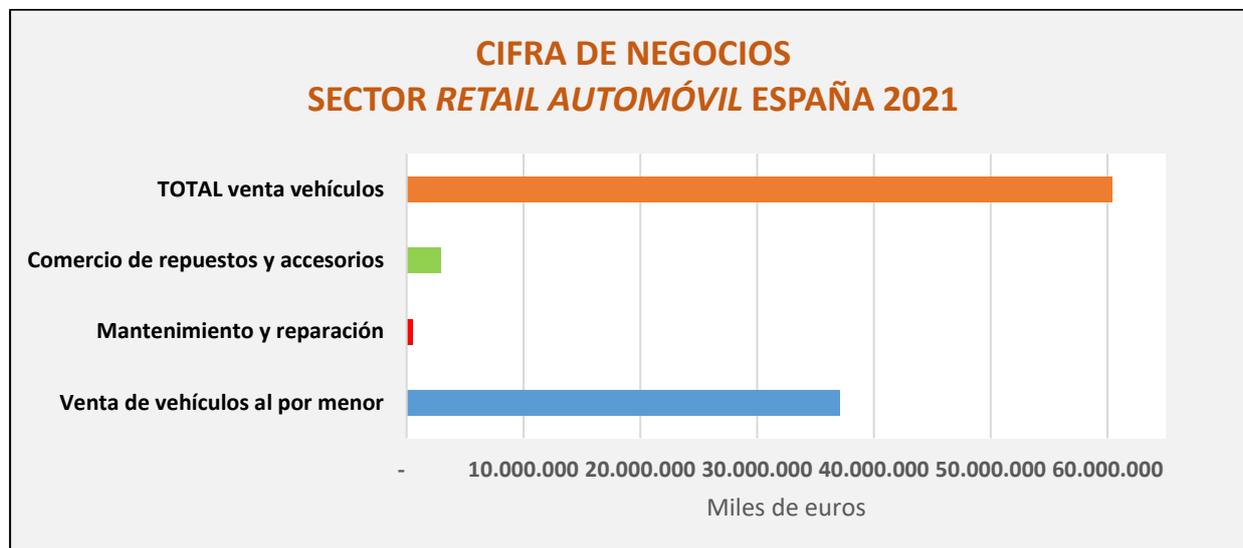
Fuente: Elaboración propia basada en Faconauto (2022).

En cuanto a las cifras correspondientes a la distribución mediante concesionarios de la marca **Mercedes-Benz en España**, existen un total de 148 concesionarios oficiales de la marca, de los cuales, 32 se encuentran en Cataluña siendo la Comunidad Autónoma donde más concesionarios existen. En la **Madrid**, comunidad donde opera principalmente la empresa ITRA, existen un total de **16 concesionarios** oficiales (Carwow. 2021).

6.3.3 Datos económicos del sector

En cuanto a **cifra de negocios** que nos presenta el Instituto Nacional de Estadística en el año 2021 según los servicios prestados y la actividad principal en la venta y reparación de vehículos de motor del sector *retail* de automóviles en España, podemos observar que:

Gráfico 5. Cifra de negocios en el sector *retail* de automóviles.



Fuente: Elaboración propia basada en Instituto Nacional de Industria (2022).

El total que se generan en España en este sector es de 60.382.827 miles de euros, de los cuales más de la mitad, con un peso del 61%, corresponde a la venta de vehículos al por menor con un importe de 37.082.977 miles de euros, destacando muy por encima del comercio de repuestos y accesorios, y del mantenimiento y reparación de vehículos. El primero de ellos, representa no llega al 5% del total con un importe de 2.899.987 miles de euros, mientras que el segundo es inferior algo inferior al 1% con un importe de 533.849 miles de euros.

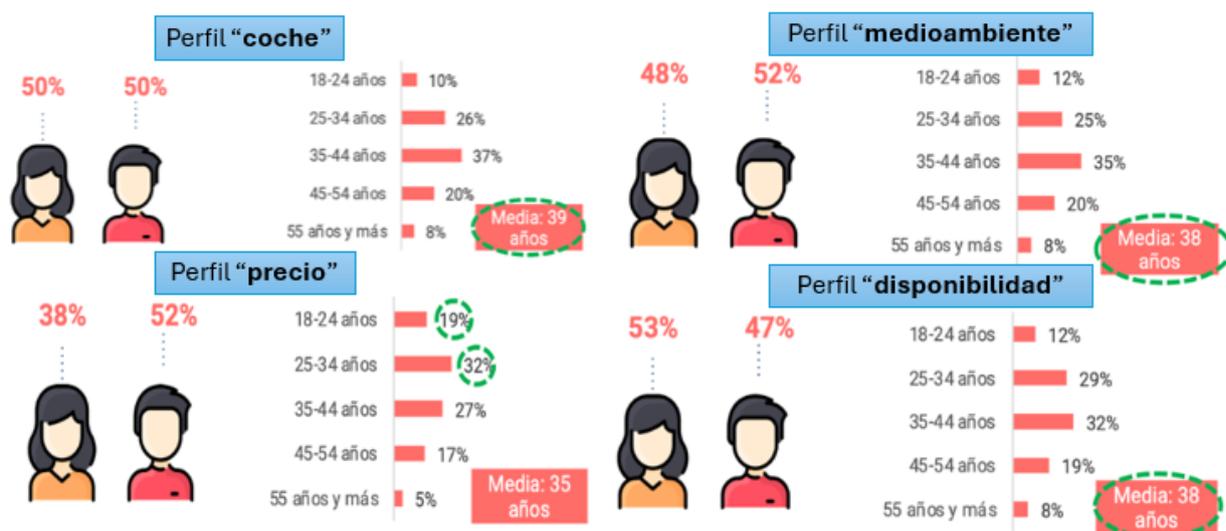
6.3.4 Perfil del comprador de coches en España

El perfil del comprador de coches en España ha variado con los años. Según indica el estudio realizado por Adevinta Spain, las prioridades a la hora de elegir un coche entre los usuarios han variado, esto es debido a lo previamente comentado, al impacto socioeconómico que ha provocado la crisis del COVID-19 y las experiencias de compras de vehículos de forma digital (Adevinta Spain. 2021).

Dependiendo de ciertas características, nos encontraremos con varios perfiles en el año 2021:

- **Perfil “coche”**: Los que priorizan las características del coche así como los acabados de este. Perfil está formado generalmente por familias que suelen tener un hijo o más en el hogar. Vinculado a la compra de coches de Km0.
- **Perfil “precio”**: Perfil de compradores con menor poder adquisitivo, preocupados por el combustible del coche, seguros, financiación, método de pago, o ayudas públicas para la compra. Relacionados con coches de segunda mano.
- **Perfil “medioambiente”**: Tipo de comprador más joven que el resto con una cifra de ingresos superior a la del resto de los perfiles.
- **Perfil “disponibilidad”**: En este caso destaca el perfil de la mujer con al menos un hijo de media a su cargo.

Ilustración 3. Perfil comprador de vehículos en España.



Fuente: Elaboración propia basada en Adevinta Spain (2021).

En cuanto a coches nuevos se refiere, según el estudio realizado por Carwow²⁹(2022), el perfil de comprador en España es un hombre de entre 40 y 59 años, ubicado más bien en la provincia de Madrid (con un 26.9% en la encuesta realizada), en una relación con pareja y con hijos a su cargo, con unos ingresos medios de entre 1.500 y 3.000 euros, y con un coche ya en propiedad.

²⁹ Entrevista realizada a más de 2.000 adultos.

6.3.5 Novedades sectoriales y escenarios futuros

En cuanto a las novedades jurídicas en el sector automoción en España, y debida a la resolución del 30 de diciembre de 2020 acerca del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima para 2030, España realiza, para cumplir con los objetivos y metas de la Unión Europea, un mayor impulso para el coche eléctrico, así como un rejuvenecimiento tanto de los parques automovilísticos nacionales como de las infraestructuras de transporte y movilidad urbana. También hay que destacar el aumento de la producción, adecuación y consumo de combustibles alternativos, la renovación de los parques automovilísticos con la adquisición de coches más eficientes y la reducción de la edad de estos a través de instrumentos fiscales, las gestiones desarrolladas por el Real Decreto 27/2021 sobre la gestión ambiental de los recursos y residuos del final de vida útil de los vehículos siendo estos almacenados y dispuestos según la clasificación de residuos (Gómez-Acebo & Pombo. 2021).

Estos planes de modernización y sostenibilidad medioambiental, impulsan en España mediante una serie de planes, como son:

- Plan **RENOVE**: Plan de Renovación de Vehículos, impulsado en el año 2020, dotado con 250 millones de euros, que consiste en incentivar mediante la concesión de ayudas a la adquisición de vehículos más limpios y seguros (Ministerio de Industria y Turismo. 2021).
- Plan **PIVE-8**: Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente, sustituto del plan Prever, consiste en potenciar una disminución del consumo energético nacional mediante la modernización del parque de vehículos en España con modelos de alta eficiencia energética con menor consumo de combustibles y emisiones de CO₂. Subvenciones en la compra de vehículos sostenibles que vengán acompañados de la baja de vehículos antiguos, con más de 10 años de antigüedad, en la DGT. Es un plan financiado con 225 millones de euros para subvenciones en la compra únicamente de vehículos eléctricos, híbridos o de gas (Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico. 2021).
- Plan **MOVES III**: Presupuestado en 400 millones de euros, se trata de una ayuda para la compra de vehículos eléctricos y su instalación de puntos de carga para particulares y PYMES con continuidad hasta finales del 2023 (La Moncloa. 2021).

El Plan Estratégico de Apoyo Integral al Sector de la Automoción, contempla el impulso de la creación de puestos de trabajo, la innovación industrial y la creación de un nuevo tejido industrial. Se estima un presupuesto de 2.634 millones de euros para el conjunto de 2019-2025. Estos grandes planes de choque a nivel medioambiental, sirven para hacer frente al gran envejecimiento del parque automovilístico en España, que con un media de 13,5 años, creciendo este en comparación al 2020. Continúa por tanto siendo uno de los más envejecidos de Europa superando la media que es de 11,5 años. A pesar de esto, las matriculaciones de vehículos alternativos aumentaron un 30.7% respecto al 2020, con un total de 201.412 unidades (ANFAC. 2021). Se prevé que en 2040 dejaran de matricularse vehículos de combustible tradicional.

En cuanto a los escenarios futuros sobre los **concesionarios** en España, la pandemia del COVID-19, junto a la crisis de los microchips que retrasó la venta de coches, ha afectado de forma considerable a los concesionarios del sector, continuando con una tendencia bajista y reduciéndose, más si cabe, el número de concesionarios en territorio nacional. Debido a todo esto y a la digitalización del mercado automovilístico en España, los concesionarios han decidido invertir en la digitalización de los mismos a razón de 290 millones de euros, haciendo frente así también a los canales de venta online que les estaban haciendo perder cuota de mercado. A causa de esto, también los concesionarios prevén más fusiones entre ellos, defendiéndose así tanto de los canales de venta online como la venta directa de los fabricantes, pasando así de concesionarios monomarca a multimarca, siendo la evolución lógica del mercado. Ejemplo de esto es el grupo Marcos con la compra de la compañía Monlalt (CincoDias. 2022).

De cara a un futuro cercano, según la consultora MSI, “en 2023 las ventas podrían llegar a 1,1 millones de unidades, si los fabricantes dejan de tener problemas y la economía se sigue recuperando, y a partir de 2024 llegaría normalidad de niveles prepandémicos” (Motor.es 2021).

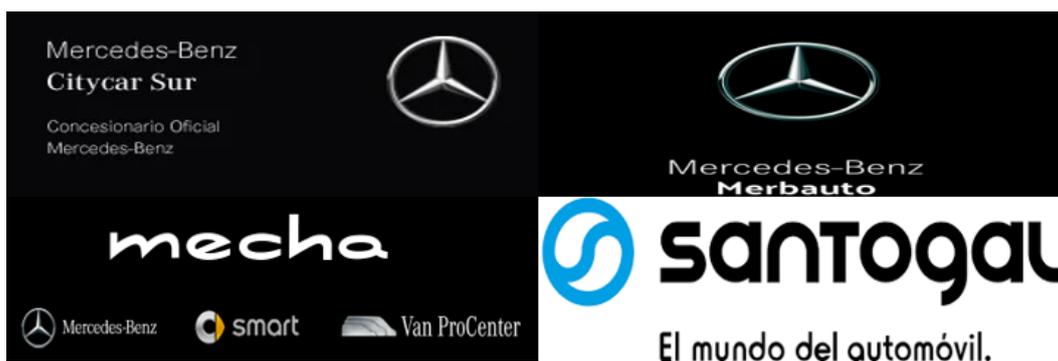
6.3.6 Competidores de ITRA

En cuanto a los competidores de la empresa ITRA en el mercado, especializados en la distribución, venta y reparación de la marca de vehículos Mercedes-Benz, ubicados

principalmente en la Comunidad de Madrid, así como en provincias como Ávila, Guadalajara o Segovia, existen cuatro competidores principales. Estas empresas son:

- **City Car Sur S.L.**: Empresa fundada en 1992 para dotar al sur de Madrid un concesionario de la marca Mercedes-Benz.
- **Motor Mecha S.A.**: Fundada en 1970 como concesionario oficial emplazada a la zona noreste de Madrid.
- **Merbauto S.A.**: Fundada en 1987 con su primer concesionario en la zona Noroeste de Madrid.
- **Santogal Motor**: Fundada en 1946 con el nombre de Mocar en Portugal, hasta que en 2007 amplían el territorio a Madrid y Guadalajara.

Ilustración 4. Competidores de ITRA.



Fuente: Elaboración propia.

Para comprender un poco el porqué de la competencia con ITRA, en la siguiente tabla se detalla una pequeña comparativa en función de su Importe Neto de la Cifra de Negocios y su activo total.

Tabla 9. Comparativa económica competidores directos de ITRA.

<i>Unidades: €</i>	INCEN	Total Activo	Fondos propios	Empleados
City Car Sur S.L.	54.739.727	12.653.529	306.370 ³⁰	107
Motor Mecha S.A.	79.675.305	21.584.633	5.084.227	137
Merbauto S.A.	41.698.820	9.795.852	4.796.939	71
Santogal Motor S.L.	79.359.679	20.904.148	4.600.776	166
ITRA S.L.	85.958.602	13.551.701	5.386.001	79

Fuente: Elaboración propia basada en SABI y Registro Mercantil de Madrid (2022).

³⁰ Cifra dada por el reparto de dividendos. Los fondos propios los años previos tenía un promedio de 7.5M€.

7. ANÁLISIS DAFO DE ITRA

Una vez analizada de forma detallada la sociedad ITRA S.L. como empresa que se va a valorar, y un análisis tanto del sector como del entorno competitivo de la misma, mediante el análisis DAFO³¹ se analizarán los factores internos y externos que forman la empresa de modo simultáneo. “Es una herramienta que permite al empresario analizar la realidad de su empresa, marca o producto para poder tomar decisiones de futuro”. (Ministerio de Industria y Turismo. 2022). Se define mediante este, cuáles son los puntos frágiles de la empresa que necesitan reforzar, y muestra tanto los puntos fuertes de la empresa a potenciar como las oportunidades de las que puede gozar.

Figura 11. Análisis DAFO de ITRA.

DEBILIDADES	FORTALEZAS
Dependencia de venta de una sola marca.	Respaldo de una marca de prestigio.
Costes fijos y operativos elevados.	Ubicación estratégica por densidad de población.
Poca flexibilidad en el margen de ventas.	Experiencia y conocimiento del mercado.
AMENAZAS	OPORTUNIDADES
Cambios regulatorios en la legislación.	Crecimiento de vehículo eléctrico en el mercado.
Rápida evolución tecnológica.	Invertir en digitalización.
Condiciones económicas de la clientela.	Ofrecer servicios de alquiler de vehículos.

Fuente: Elaboración propia.

8. MOTIVO DE LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA

El motivo de la valoración de la sociedad ITRA, S.L., es por razón de la creación de un grupo empresarial más grande, llamado **MB AUTOCENTRO, S.L.**³², donde el capital social de dicha empresa será dividido en participaciones, que será distribuido en base a la valoración que se realice de cada una de las empresas participantes. Por todo ello, se necesita la valoración de ITRA para la fusión por absorción en el holding antes mencionado y determinar de tal forma, que porcentaje de participación corresponde a la empresa objetivo de valoración, en este nuevo

³¹ DAFO: Iniciales de Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades.

³² MB AUTOCENTRO cambiará poco después su denominación a Mobility Autocentro,S.L.

grupo empresarial. La empresa se dedicará al igual que sus participantes, a la compra, distribución, venta y reparación de automóviles, repuestos y accesorios de los mismos.

Estará formada por las sociedades: ES BARTOLOMÉ, S.L., CARTERA NERVIÓN, S.L., LORENZO SALCEDO, S.L, SANTOGAL, LDA., y PRÓXIMA, AUTOMOCIÓN Y SERVICIOS DMG, S.L., incorporando sus funciones a la matriz y extinguiéndose estas en su actividad principal de forma independiente.

Debido a la situación económica y evolutiva que están viviendo las empresas del sector con los concesionarios, y ante la fuerte presencia de la digitalización y la venta directa de los fabricantes, varias empresas del sector deciden unirse en un grupo empresarial más grande, unificando así sus conocimientos y su posición en el sector de distribución de vehículos.

9. ANÁLISIS FINANCIERO

Como antesala a la valoración de la empresa objetivo, se va a exponer tanto el análisis financiero de la misma, como una breve explicación de la planificación financiera de la sociedad.

Por lo cual, por un lado tenemos el análisis o diagnóstico financiero, que es clave para evaluar la situación en la que se encuentra la empresa en el presente, y el desempeño económico y financiero que esta realiza. Gracias a este análisis se detectan las dificultades que tiene la sociedad y se intentan aplicar correctivos para solventarlos, lo que, al igual que el análisis DAFO previamente explicado, es útil para las decisiones de financiación, inversión o planes de acción existentes para las sociedad. Sirve también como herramienta de comparación con otras empresas del mismo sector y que presenten características similares (Nava Rosillón, 2009). En cuanto a la planificación financiera, diremos que es un elemento clave en las sociedades y es prioritario su desarrollo, ya que permite anticipar y mostrar problemas futuros, y recoge aquellas decisiones empresariales para solventar o minimizar estos. Esta planificación afecta a cualquier área de la empresa, por tanto analiza, evalúa y controla la creación de valor, analizando la situación presente y proponiendo planes de acción alternativos para el futuro (Cibrán Ferraz et al. 2013). Por lo tanto, será clave una buena planificación financiera para la empresa ITRA a la hora de realizar la valoración de la empresa.

9.1 Cuentas anuales históricas³³

A modo de sintetizar en este documento, en el presente epígrafe se muestran de forma agrupada las cuentas anuales de la sociedad. Para ver las cuentas en su totalidad, ver ANEXO

Tabla 10. Balances de la sociedad ITRA, S.L. (2018-2021).

ACTIVO	2018	2019	2020	2021
Activo fijo	1.719.659,19	1.687.659,70	1.434.349,36	2.022.782,67
Activo circulante	32.252.530,27	31.026.392,35	22.854.046,76	11.157.200,95
Clientes	21.078.674,80	20.925.961,61	18.901.035,49	3.791.741,03
Existencias	10.911.568,31	9.950.780,95	1.340.679,69	4.826.615,18
Tesorería	262.287,16	149.649,79	2.612.331,58	2.538.844,74
TOTAL	33.972.189,46	32.714.052,05	24.288.396,12	13.179.983,62

PASIVO Y PN	2018	2019	2020	2021
Fondos propios	11.546.889,57	11.946.718,02	13.081.166,49	5.386.001,49
Capital	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
Beneficio y reservas	10.546.889,57	10.946.718,02	12.081.166,49	4.386.001,49
Deuda financiera	12.908.794,83	14.552.717,92	4.623.151,29	4.241.545,03
Pasivo circulante	9.516.505,06	6.214.616,11	6.584.078,34	3.552.437,10
TOTAL	33.972.189,46	32.714.052,05	24.288.396,12	13.179.983,62

Fuente: Elaboración propia con datos de Registro Mercantil de Madrid (2022).

³³ Las cuentas anuales se fechan a 31/12/XX y están auditadas, por tanto, reflejan la imagen fiel de la sociedad.

Tabla 11. Cuenta de pérdidas y ganancias de ITRA, S.L. (2018-2021).

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021
Ventas	107.508.565,59	94.690.921,39	81.154.361,02	85.958.602,49
Coste de ventas	-95.006.288,27	-83.275.234,96	-71.479.047,40	-74.701.860,34
Margen bruto	12.502.277,32	11.415.686,43	9.675.313,62	11.256.742,15
Gastos de personal	-2.400.823,50	-2.133.060,01	-1.472.433,81	-1.838.171,90
Otros gastos	-8.616.437,43	-8.210.526,80	-6.017.169,52	-7.207.031,17
EBITDA	1.485.016,39	1.072.099,62	2.185.710,29	2.211.539,08
Dotación amortización	-159.835,46	-182.950,31	-199.364,05	-203.018,71
EBIT	1.325.180,93	889.149,31	1.986.346,24	2.008.520,37
Intereses	-449.812,62	-349.246,68	-444.696,66	-202.835,85
EBT	875.368,31	539.902,63	1.541.649,58	1.805.684,52
Impuestos	-218.995,92	-140.074,18	-401.241,76	-455.492,54
Beneficio neto	656.372,39	399.828,45	1.140.407,82	1.350.191,98

Fuente: Elaboración propia con datos de Registro Mercantil de Madrid (2022).

9.2 Análisis de las cuentas anuales

Partiendo de los dos últimos años previos a la fecha de valoración, es atrayente realizar con las cuentas anuales cerradas de ITRA S.L., un estudio económico-financiero, basado tanto en la revisión analítica de las cuentas, como en la aplicación de una serie de ratios. La revisión analítica estará formada por un análisis vertical (el peso de cada partida con relación al total) y horizontal (la variación anual existente) de las partidas principales y de las masas patrimoniales. Al igual que en las cuentas históricas, si se desea ver en profundidad el análisis con la totalidad de las cuentas, ver ANEXO.

Y este análisis previo es el siguiente:

Tabla 12. Análisis vertical y horizontal del Balance de situación de ITRA,S.L.

ACTIVO	2020	Peso Total	2021	Peso Total	Tasa Variación
Activo fijo	1.434.349,36	5,91%	2.022.782,67	15,35%	41,02%
Activo circulante	22.854.046,76	94,09%	11.157.200,95	84,65%	-51,18%
Clientes	18.901.035,49	77,82%	3.791.741,03	28,77%	-79,94%
Existencias	1.340.679,69	5,52%	4.826.615,18	36,62%	260,01%
Tesorería	2.612.331,58	10,76%	2.538.844,74	19,26%	-2,81%
TOTAL	24.288.396,12	100,00%	13.179.983,62	54,26%	-45,74%

PASIVO Y PATRIMONIO	2020	Peso Total	2021	Peso Total	Tasa Variación
Fondos propios	13.081.166,49	53,86%	5.386.001,49	40,87%	-58,83%
Capital	1.000.000,00	4,12%	1.000.000,00	7,59%	0,00%
Beneficio y reservas	12.081.166,49	49,74%	4.386.001,49	33,28%	-63,70%
Deuda financiera	4.623.151,29	19,03%	4.241.545,03	32,18%	-8,25%
Pasivo circulante	6.584.078,34	27,11%	3.552.437,10	26,95%	-46,05%
TOTAL	24.288.396,12	100,00%	13.179.983,62	100,00%	-45,74%

Fuente: Elaboración propia.

Antes de pasar a comentar el análisis previamente explicado, hace falta aclarar el motivo de porqué están resaltadas las partidas de “Existencias” y “Deuda financiera”. Esto se debe a que ambas partidas han sido ajustadas en todas las cuentas históricas de la sociedad mediante el concepto de “reserva de dominio”. Término interesante de explicar de forma detallada.

La **reserva de dominio** está vinculada con el crédito al consumo, ya que muchas veces, el consumidor de bienes o servicios no podía adquirir directamente aquello que deseaba comprar, de ahí, que se creara por las entidades financieras o el vendedor la reserva de dominio.

En su forma clásica, el vendedor conserva la propiedad de los bienes hasta que el comprador completa el pago de estos, por tanto, “se concibe la reserva como una compraventa en la que la adquisición de la propiedad queda supeditada hasta el completo pago, donde la propiedad es, por tanto, una garantía que tiene el vendedor para que se pague la deuda” (Legerén-Molina, 2020). Constituye por lo cual una de las garantías más efectivas, pues concede al comprador poder disponer del bien, y al vendedor, retener la propiedad del mismo hasta el completo pago del precio. Esto reduce que el comprador una vez haya recibido el bien en su posesión, pueda quedarse con el sin satisfacer el interés del vendedor. Es como si fuese algo parecido a un instrumento de financiación entre las partes contratantes. (Caro-Gándara, 2018). Según Carrasco Perera (2012) “será conveniente que en dicho contrato se apodere irrevocablemente al financiador para practicar las altas y las bajas de las reserva de dominio correspondientes a los contratos individuales por vehículos respectivamente comprados y revendidos”.

En el **caso particular de ITRA**, es como si fuese un simple intermediario. La sociedad tiene contratado la reserva de dominio sobre el vehículo que adquiere directamente del fabricante oficial Mercedes-Benz, para vendérselo al cliente final. De este modo, ITRA al no ser propietario, no tiene la capacidad legal para vender dicho vehículo a un tercero hasta que no se haya terminado de abonar el importe total. Al recibir la sociedad la totalidad del pago por parte del cliente, más un porcentaje que obtiene como interés por intermediación, abona la totalidad del mismo a Mercedes, adquiriendo la propiedad de este y se la transfiere al agente final. Por lo cual, parte del importe que tiene en la partida de “existencias”, así como, en la de “deuda financiera”, corresponde a la reserva de dominio. Es por eso, por lo que se ha decidido proceder a su ajuste, ya que no es real la existencia en su balance de dichas existencias, y la deuda no corresponde a una deuda financiera como tal.

Tabla 13. Ajuste por reserva de dominio (2018-2021).

Unidad: euros	2018	2019	2020	2021
Reserva de dominio	16.356.223,65	20.934.935,20	15.394.630,79	7.724.164,86

Fuente: Elaboración propia basada en Registro Mercantil de Madrid (2022).

Para empezar con el análisis financiero previamente comentado, nos basaremos en una comparativa de las cuentas de los dos últimos años de la sociedad, y en una serie de ratios contables o indicadores financieros que muestran la situación de la empresa en el momento actual en el que nos encontremos para así facilitar la toma de decisiones futuras. Al igual que en epígrafes previos, si se desean ver las cuentas completas, ver ANEXO

Por lo tanto, como primera diferencia de un año respecto a otro, se puede observar una disminución de casi la mitad (-45,74%) respecto al año pasado derivada principalmente de la caída de activo circulante, fondos propio y pasivo circulante.

En cuanto a la masa patrimonial de **activo**, se observa principalmente un aumento del 41,02% en el activo fijo respecto al año 2020 procedente de un aumento en las inversiones financieras a largo plazo, donde la empresa ha decidido realizar un desembolso importante en valores representativos de deuda, pasando de 377.122,29 euros en 2020, a 933.71,98 euros en 2021, mostrando un aumento del 148%. Esto refleja un enfoque de estabilidad financiera a largo plazo por parte de la empresa al apostar fuerte por la inversión.

En cuanto al activo circulante, es importante destacar la disminución de la cifra de clientes en un -79.94%, pasando de 18.901.035,49 euros a 3.791.741.03 euros, correspondiendo esto especialmente al ajuste realizado por la empresa pensando en la fusión futura ya comentada, eliminando por este motivo la partida de “clientes, empresas del grupo y asociadas” que reflejaba un importe de más de 12,5 millones de euros. El aumento significativo de existencias es un 260,01%, dejando atrás una cifra en el 2020 de 1.340.679,69 euros, para pasar a 4.826.615,18 euros. La situación anómala derivada de la pandemia, así como la crisis de los microchips, provocó en el año 2020 una reducción importante en la producción de vehículos, provocando una rotura de stock en el sector *retail* en España.

Hay que destacar que casi el 85% del peso total del activo corresponde al activo corriente, indicando así, que la empresa goza de una alta liquidez, enfocada como es normal en este sector, en operaciones a corto plazo con una alta rotación de sus activos. Tampoco tiene problemas para pagar sus obligaciones o deudas a corto plazo, pero si pueden tener problemas en fluctuaciones importantes en su ciclo operativo.

Con respecto al **pasivo y patrimonio neto**, hay que resaltar este último año la disminución en un -58,83% respecto al año pasado en los fondos propios de la sociedad, pasando la autofinanciación de 13.081.166,49 euros a 5.386.001,49 euros, implicando que los capitales propios de la empresa dejan de ser el 53,86% de la financiación de la sociedad y se convierten en un 40,87%. Según indica la memoria de la sociedad del ejercicio 2021, “La Sociedad, a pesar de haberse acogido a un Expediente de Regulación Temporal de Empleo como consecuencia de la crisis sanitaria ocasionada por la COVID-19,(...), ha procedido al reparto de dividendos correspondientes al ejercicio fiscal en que se han aplicado, el ejercicio 2021” (Registro Mercantil de Madrid. 2022). El reparto de dividendos aprobado por el Socio único con cargo a reservas voluntarias por importe de 9.503.316,33 euros.

En referencia al pasivo, hay que destacar también una reducción del -46,05% respecto año anterior, que al igual que en el activo corriente de la sociedad, principalmente viene derivada de la partida “acreedores comerciales y otras cuentas a pagar”, del ajuste por eliminación de “proveedores, empresas del grupo y asociadas” reduciéndose esta de 1.865.098,83 euros a 120.083,88 euros, provocando una disminución del -94% respecto al año pasado. La diferencia en esta partida se debe también a la reducción del -63,26% de la partida de “acreedores varios”.

Los ratios³⁴ principales a destacar en este sector son (ACCID. 2020):

Tabla 14. Ratios financieros Balance de situación (2020-2021).

RATIO	2020	2021
Fondo de maniobra = $Activo_{Corriente} - Pasivo_{Corriente}$	13.712.524,50	4.756.929,34
Ratio de liquidez = $Activo_{Corriente} / Pasivo_{Corriente}$	2,50	1,74
Test Ácido = $(Activo_{Corriente} - Existencias) / Pasivo_{Corriente}$	2,35	0,99
Ratio de Tesorería = $(Tesorería + Inver. finac_{c/p}) / Pasivo_{Corriente}$	0,29	0,40
Ratio de Solvencia = $Activo_{Total} / Pasivo_{Total}$	2,17	1,69
Endeudamiento = $Pasivo_{Total} / Patrimonio_{Neto}$	0,86	1,45

Fuente: Elaboración propia.

³⁴ Todos los ratios están basados en las cuentas contables en su totalidad ubicadas en el ANEXO, puesto que en la deuda financiera exigida para el modelo de valoración toma como referencia la deuda a c/p, extrayéndola así del pasivo a c/p. Por tanto, si nos basáramos en el modelo de valoración, no serían correctos los ratios.

Para finalizar el análisis del Balance de situación, resaltar sin duda la buena salud financiera de la que goza la sociedad en el ejercicio 2021, puesto que, aunque exista una variación anual del -65% en comparación con el año 2020, el fondo de maniobra real en este año es de 4.756.929,34 euros.

Tabla 15. Análisis vertical y horizontal de la Cuenta de pérdidas y ganancias de ITRA,S.L.

	2020	Peso Total	2021	Peso Total	Tasa Variación
Ventas	81.154.361,02	100,00%	85.958.602,49	100,00%	5,92%
Coste de ventas	-71.479.047,40	-88,08%	-74.701.860,34	-86,90%	4,51%
Margen bruto	9.675.313,62	11,92%	11.256.742,15	13,10%	16,34%
Gastos de personal	-1.472.433,81	-1,81%	-1.838.171,90	-2,14%	24,84%
Otros gastos	-6.017.169,52	-7,41%	-7.207.031,17	-8,38%	19,77%
EBITDA	2.185.710,29	2,69%	2.211.539,08	2,57%	1,18%
Dotación amortización	-199.364,05	-0,25%	-203.018,71	-0,24%	1,83%
EBIT	1.986.346,24	2,45%	2.008.520,37	2,34%	1,12%
Intereses	-444.696,66	-0,55%	-202.835,85	-0,24%	-54,39%
EBT	1.541.649,58	1,90%	1.805.684,52	2,10%	17,13%
Impuestos	-401.241,76	-0,49%	-455.492,54	-0,53%	13,52%
Beneficio neto	1.140.407,82	1,41%	1.350.191,98	1,57%	18,40%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al análisis relacionado con la Cuenta de pérdidas y ganancias, lo primero de todo es destacar el beneficio de ITRA con un importe de 1.350.191,98 euros, siendo este un 18,40% superior al del año anterior. A pesar del aumento tanto en el coste de ventas (4,51%) como en los gastos de personal u otros gastos en torno al 20%, este resultado viene derivado del aumento en las ventas un 5,92%, facturando en 2021 un total de 85.958.602,49 euros y en la reducción (-54,9%) de los intereses financieros.

La única partida importante en cuanto al peso sobre las ventas es los costes de las mismas, reflejando un 86,90%, siendo el resto porcentajes bastante insignificantes.

Tabla 16. Ratios financieros Cuenta de pérdidas y ganancias (2020-2021).

RATIO	2020	2021
Rotación de activos = $Ventas/Activo_{Total}$	3,34	6,52
Rentabilidad económica (ROA) = $EBIT/Activo_{Total}$	8,18%	15,24%
Rentabilidad financiera (ROE) = $EBT/Fondos\ propios$	11,79%	33,53%
Margen Beneficios Operativo = $EBIT/Ventas$	2,45%	2,34%
Beneficio sobre ventas = $Beneficio_{Neto}/Ventas$	1,41%	1,57%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los ratios sobre la cuenta de resultados, mencionar lo rentable que es la sociedad ITRA, pues refleja una rentabilidad económica (en inglés *Return On Assets*) positiva del 15,24% de sus activos, siendo un 86% más que el año anterior y estando la media del sector entre un 10-20% (ACCID. 2020).

En cuanto a la rentabilidad relacionada con los accionistas, el ratio de rentabilidad financiera (en inglés *Return On Equity*) muestra un incremento respecto al año pasado, indicando una cifra del 33,53% de rentabilidad de los fondos propios y su relación con el capital invertido por los accionistas. Por tanto, se está recuperando un 33,53% más sobre lo invertido, convirtiendo ITRA en un negocio atractivo para el potencial comprador (Dobaño, 2024). Destacar también una rentabilidad sobre las ventas del 1,57% aumentando el beneficio respecto al 2020.

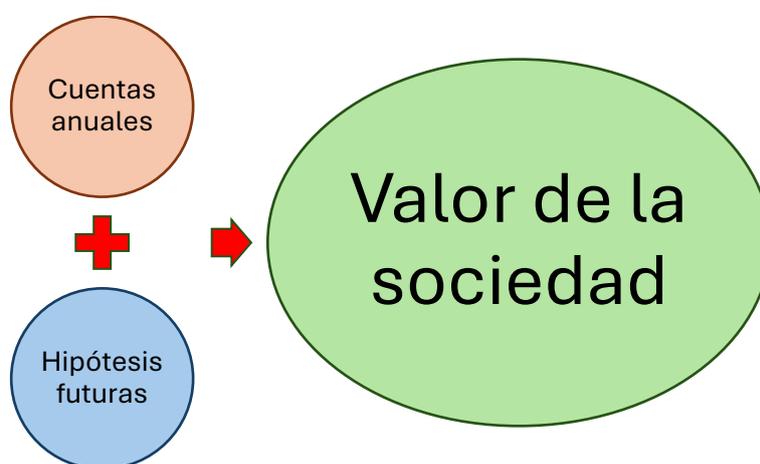
9.3 Hipótesis de la valoración

Una vez obtenidas las cuentas históricas de la sociedad y tras haber finalizado el análisis económico-financiero de las cuentas anuales más recientes de esta, el siguiente paso a seguir para el funcionamiento de un buen trabajo de valoración de empresas, es el desarrollo de la planificación financiera o de las hipótesis y escenarios futuros sobre la evolución de la empresa.

Estas hipótesis y escenarios ejercen un papel esencial para realizar la valoración por el método previamente comentado, siendo este el de descuento de flujos de caja. Se apoyará este método de valoración en las hipótesis a futuro plasmadas por el experto independiente para así poder estimar un valor aproximado de la empresa objetivo.

De forma resumida, diremos que tanto el análisis previamente explicado de las cuentas para conocer el funcionamiento de la empresa, así como las hipótesis o escenarios futuros a plasmar, son los que darán el valor aproximado de la sociedad.

Figura 12. Relación de cuentas anuales con hipótesis para determinar el valor.



Fuente: Elaboración propia.

Las hipótesis que se detallan a continuación, corresponden a una proyección temporal de siete años (2022-2028), al ser la media en lo que es normal en las valoraciones, que es entre cinco y diez años.

9.3.1 Hipótesis de activo fijo

Las primeras hipótesis a comentar son las basadas en el activo fijo. Si analizamos el balance de ITRA (ver ANEXO), podemos observar varios elementos, el primero es que esta sociedad no ha realizado ninguna inversión importante en activo fijo en los últimos años, si no que corresponde a un importe prácticamente constante de “aplicaciones informáticas” y de “instalaciones técnicas y otro inmovilizado material”, y la segunda, es que casi el 50% del importe de activo fijo corresponde a “inversiones financieras a largo plazo”.

Ambas circunstancias generan que las hipótesis utilizadas vienen derivadas de un ratio de activo fijo/ventas, puesto que creemos que las ventas serán el condicionante de la inversión en activo fijo. Por ello, se ha realizado el cálculo del ratio comentado en las partidas comentadas en los años 2018-2021, y se ha promediado los cuatro años, arrojando un resultado que mantendremos constante hasta el final de la proyección por valor de 1,14% anual en inversión en activo fijo.

Tabla 17. Estimación de la inversión en activo fijo y la dotación a la amortización.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activo fijo/Ventas	1,60%	1,78%	1,77%	2,35%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%
Dot. amort./Act. fijo	-	10,74%	12,77%	11,74%	5,87%	5,87%	5,87%	5,87%	5,87%	5,87%	5,87%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la dotación a la amortización, al igual que en la inversión en activo fijo, consideramos la mitad de la amortización existente (5,87%) en los años previos considerándola constante para los siete años futuros en correlación con la inversión.

9.3.2 Hipótesis de cuenta de pérdidas y ganancias

- **Crecimiento de ventas**

Esta magnitud corresponde a la venta de la sociedad ITRA de turismos realizada en los concesionarios pudiendo ser estos nuevos o de ocasión.

En base al análisis sectorial previamente desarrollado, en el que existe un crecimiento del 1,51% en 2021 de la matriculación de coches en España, y más concretamente de Mercedes-Benz, que es la marca que nos concierne, se ha decidido que las estimaciones en cuanto al crecimiento de ventas, están proyectadas en base a la variación anual positiva del ejercicio 2021 basada en las cuentas históricas y diseñadas hasta llegar a una tasa de crecimiento constante y permanente del 2,50%, siendo esta ligeramente superior a la tasa de inflación marcada por el Banco Central Europeo.

Tabla 18. Estimación del crecimiento de ventas.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento ventas	-	-11,92%	-14,30%	5,92%	5,35%	4,78%	4,21%	3,64%	3,07%	2,50%	2,50%
Coste ventas/Ventas	88,37%	87,94%	88,08%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%
Crec. gastos personal	7,51%	-11,15%	-30,97%	24,84%	7,08%	6,17%	5,25%	4,33%	3,42%	2,50%	2,50%
Otros gastos/ventas	8,01%	8,67%	7,41%	8,38%	7,85%	7,32%	6,79%	6,26%	5,73%	5,20%	5,20%
Impuestos/EBT	25,02%	25,94%	26,03%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%

Fuente: Elaboración propia.

- **Coste de ventas/Ventas**

Tabla 19. Estimación del coste de ventas sobre ventas.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento ventas	-	-11,92%	-14,30%	5,92%	5,35%	4,78%	4,21%	3,64%	3,07%	2,50%	2,50%
Coste ventas/Ventas	88,37%	87,94%	88,08%	86,90%							
Crec. gastos personal	7,51%	-11,15%	-30,97%	24,84%	7,08%	6,17%	5,25%	4,33%	3,42%	2,50%	2,50%
Otros gastos/ventas	8,01%	8,67%	7,41%	8,38%	7,85%	7,32%	6,79%	6,26%	5,73%	5,20%	5,20%
Impuestos/EBT	25,02%	25,94%	26,03%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%

Fuente: Elaboración propia.

En relación con las hipótesis del coste de ventas sobre ventas, y al ser analizados los años previos y observar la estabilidad de los mismos, se van a estimar los años proyectados a una tasa constante tomando como referencia el último año de información reciente, el 2021, siendo el coste de ventas un 86,90% de estas.

- **Crecimiento de gastos de personal**

Tabla 20. Estimación del crecimiento de los gastos de personal.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento ventas	-	-11,92%	-14,30%	5,92%	5,35%	4,78%	4,21%	3,64%	3,07%	2,50%	2,50%
Coste ventas/Ventas	88,37%	87,94%	88,08%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%
Crec. gastos personal	7,51%	-11,15%	-30,97%	24,84%	7,08%	6,17%	5,25%	4,33%	3,42%	2,50%	2,50%
Otros gastos/ventas	8,01%	8,67%	7,41%	8,38%	7,85%	7,32%	6,79%	6,26%	5,73%	5,20%	5,20%
Impuestos/EBT	25,02%	25,94%	26,03%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la magnitud de crecimiento de gastos de personal, la diferencia existente entre el año 2020 y el 2021 se debe a las medidas adoptadas en 2020 por el gobierno ante la crisis sanitaria del COVID-19. Según el Real Decreto-Ley 24/2020, las medidas aplicadas para la reactivación del empleo en España fueron, tanto la prórroga de los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTEs) hasta el 30 de junio, como las exoneraciones en las cuotas de la Seguridad Social (Ministerio de Hacienda. 2020). Esto genera una variación en 2021 respecto al 2020, ocasionando que dicha situación anómala provocada por la pandemia no sirva para realizar las proyecciones a futuro de la empresa.

Por todo ello, se ha realizado un promedio del crecimiento de gastos de personal con las cuentas históricas de la sociedad en circunstancias normales previas a la pandemia, el cual muestra un crecimiento algo inferior al 8%, y se ha realizado desde el año 2022 una proyección mediante este promedio hasta llegar a una tasa constante del 2,50%.

- **Otros gastos sobre ventas**

Tabla 21. Estimación de otros gastos sobre ventas.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento ventas	-	-11,92%	-14,30%	5,92%	5,35%	4,78%	4,21%	3,64%	3,07%	2,50%	2,50%
Coste ventas/Ventas	88,37%	87,94%	88,08%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%
Crec. gastos personal	7,51%	-11,15%	-30,97%	24,84%	7,08%	6,17%	5,25%	4,33%	3,42%	2,50%	2,50%
Otros gastos/ventas	8,01%	8,67%	7,41%	8,38%	7,85%	7,32%	6,79%	6,26%	5,73%	5,20%	5,20%
Impuestos/EBT	25,02%	25,94%	26,03%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%	25,23%

Fuente: Elaboración propia.

Acerca de la hipótesis relacionada con los “otros gastos”, en vez de realizar la proyección de esta partida en función de la variación de un año respecto a otro, se ha creído conveniente realizar esta hipótesis en base a la proporción que tiene sobre la cifra de ventas.

La proyección a futuro se ha desarrollado en base al año 2021, siendo una cifra ligeramente superior al promedio de los años anteriores (8,12%), y reduciéndose esta a una tasa de crecimiento constante del 5,20% a perpetuidad.

Se ha elegido esta tasa constante a perpetuidad, aunque es más elevada que la de las otras magnitudes, debido a varios factores. La suma del promedio de la inflación en España, que se encuentra entre un 2-3%, junto a una prima de riesgo extra derivada del crecimiento económico del sector *retail* en nuestro país, implicará una inversión sostenida por parte de la sociedad en la mejora tecnológica y en la digitalización de la misma, así como una inversión en marketing, derivado del aumento de la venta online de automóviles y en vistas del crecimiento de vehículos sostenibles o eléctricos.

- **Tipo impositivo**

Tabla 22. Estimación del tipo impositivo.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento ventas	-	-11,92%	-14,30%	5,92%	5,35%	4,78%	4,21%	3,64%	3,07%	2,50%	2,50%
Coste ventas/Ventas	88,37%	87,94%	88,08%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%	86,90%
Crec. gastos personal	7,51%	-11,15%	-30,97%	24,84%	7,08%	6,17%	5,25%	4,33%	3,42%	2,50%	2,50%
Otros gastos/ventas	8,01%	8,67%	7,41%	8,38%	7,85%	7,32%	6,79%	6,26%	5,73%	5,20%	5,20%
Impuestos/EBT	25,02%	25,94%	26,03%	25,23%							

Fuente: Elaboración propia.

Esta magnitud es la que menor variación experimenta en los últimos años, puesto que ha sido una cifra casi constante. Por lo tanto, se ha considerado utilizar el mismo tipo impositivo que en el ejercicio 2021 (25%) y siendo el estipulado por la ley para las estimaciones futuras.

9.3.3 Hipótesis del capital circulante

Para las hipótesis sobre el capital circulante, nos basaremos en los periodos medios. El periodo medio es el número de días que, por término medio, tarda en suceder un hecho en la sociedad. Estos periodos medios son tres:

- 1) Periodo medio de cobro o PMC: Es del periodo medio de días que tarda la empresa en cobrar la venta de vehículos por parte de los clientes, siendo este un indicador clave, que toda empresa querrá reducir. En este sector es un factor muy variable derivado principalmente de las ventas financiadas. Un PMC más corto indica que la empresa está aumentando su flujo de caja.

Se calcula de la siguiente manera, donde 360 son los días de un año comercial:

Ecuación 32. Periodo medio de cobro o PMC.

$$PMC = \frac{Clientes}{Ventas} * 360$$

Fuente: Elaboración propia.

En el caso de ITRA, es un periodo medio notablemente corto (15,88 días), seguramente impulsado por las políticas de pagos atractivos, lo que significa una gestión de cobros eficiente.

- 2) Periodo medio de inventario o PMI: También llamado periodo medio de aprovisionamiento, es el tiempo medio que pasa en una sociedad desde que se adquieren las existencias hasta que se han sustituido. El cálculo es el siguiente:

Ecuación 33. Periodo medio de inventario o PMI.

$$PMI = \frac{Existencias}{Coste de ventas} * 360$$

Fuente: Elaboración propia.

En la sociedad ITRA, las únicas existencias que se encuentran en el balance después del ajuste por la reserva de dominio, son aquellos vehículos utilizados para demostraciones o que están en el concesionario para exposición, vehículos de segunda mano y los de sustitución que da la compañía como cortesía.

- 3) Periodo medio de pago o PMP: Es la expresión del tiempo medio en días que tarda en pagarse la deuda comercial con los proveedores.

Ecuación 34. Periodo medio de pago o PMP.

$$PMP = \frac{\text{Pasivo circulante}}{\text{Coste de venta} + (\text{Existencias}_n - \text{Existencias}_{n-1})} * 360$$

Fuente: Elaboración propia.

Este periodo metro en ITRA va muy en línea con el periodo medio de compra, indicando una solidez financiera por su rapidez a la hora de pagar. Está por debajo de la media del sector (16,36), que se encuentra entre 30 y 60 días.

Tabla 23. Estimación de los periodos medios.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
PMC	70,58	79,56	83,84	15,88	15,88	15,88	15,88	15,88	15,88	15,88	15,88
PMI	41,35	43,02	6,75	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26
PMP		27,18	37,70	16,36	16,36	16,36	16,36	16,36	16,36	16,36	16,36

Fuente: Elaboración propia.

Por todo ello, consideramos que la proyección en los años siguientes de estas tres magnitudes será invariable a la del año 2021, manteniendo el mismo periodo medio al no considerar una variación en ninguna de las políticas que afecta a estos.

Este análisis de las hipótesis del circulante, servirá para conocer el fondo de maniobra necesario en la sociedad ITRA para realizar el modelo de valoración, y determinar la variación del mismo para calcular los flujos de caja futuros.

Los cálculos previamente descritos, darán como resultado:

Tabla 24. Estimación del fondo de maniobra necesario y NOF.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021
Activo circulante necesario	31.990.243,11	30.876.742,56	20.241.715,18	8.618.356,21
Pasivo circulante necesario	-9.516.505,06	-6.214.616,11	-6.584.078,34	-3.552.437,10
Fondo maniobra necesario.	22.473.738,05	24.662.126,45	13.657.636,84	5.065.919,11
NOF		2.188.388,40	-11.004.489,61	-8.591.717,73

CONCEPTO	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activo circ. necesario	9.079.429,71	9.513.419,24	9.913.928,52	10.274.791,58	10.590.225,64	10.854.981,28	11.126.355,81
Pasivo circ. necesario	-3.587.365,41	-3.757.588,69	-3.914.464,12	-4.055.569,31	-4.178.636,64	-4.281.612,37	-4.388.652,68
Fondo maniobra necesario	5.492.064,29	5.755.830,55	5.999.464,40	6.219.222,27	6.411.589,00	6.573.368,91	6.737.703,13
NOF	426.145,18	263.766,25	243.633,85	219.757,88	192.366,73	161.779,90	164.334,22

Fuente: Elaboración propia.

9.3.4 Hipótesis financieras.

Tabla 25. Estimación de la deuda financiera y el coste de la misma.

CONCEPTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Deuda fin./Activos op.	53,36%	55,23%	30,63%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%
Coste de la deuda		2,54%	4,64%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%

Fuente: Elaboración propia.

Para finalizar, en cuanto a las hipótesis financieras, destacar el peso de la deuda financiera sobre activos operativos que indica casi un 60% de endeudamiento y una relación con el coste de la deuda financiera del 4,58%.

Pese a que es más de la mitad el endeudamiento de los activos operativos, y al ser ligeramente superior a los años anteriores, se consideran invariables las proyecciones de las mismas a lo largo de los años venideros basándonos en la cifra del año 2021, puesto que no espera que existan cambios significativos en las políticas de la empresa en este ámbito.

9.4 Cuentas anuales proyectadas

A continuación se muestran las cuentas anuales proyectadas por las hipótesis previamente descritas.

Tabla 26. Balance proyectado de la sociedad ITRA, S.L. (2022-2028).

ACTIVO	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activo fijo	1.035.125,51	1.084.603,69	1.130.264,86	1.171.406,05	1.207.367,98	1.237.552,18	1.268.490,99
Activo circulante	13.220.661,49	14.836.305,72	16.305.268,58	17.602.513,86	18.704.495,62	19.589.676,25	20.284.984,65
Clientes	3.994.595,41	4.185.533,90	4.361.742,38	4.520.508,07	4.659.286,77	4.775.768,94	4.895.163,16
Existencias	5.084.834,30	5.327.885,34	5.552.186,14	5.754.283,51	5.930.938,87	6.079.212,34	6.231.192,65
Tesorería	4.141.231,78	5.322.886,48	6.391.340,06	7.327.722,28	8.114.269,98	8.734.694,96	9.158.628,84
TOTAL	14.255.787,00	15.920.909,41	17.435.533,44	18.773.919,91	19.911.863,60	20.827.228,43	21.553.475,64

PASIVO Y PN	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fondos propios	6.762.858,85	8.070.327,29	9.254.975,38	10.296.146,96	11.174.402,21	11.871.929,03	12.374.293,76
Capital	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
Beneficio y reservas	5.762.858,85	7.070.327,29	8.254.975,38	9.296.146,96	10.174.402,21	10.871.929,03	11.374.293,76
Deuda financiera	3.905.562,73	4.092.993,43	4.266.093,94	4.422.203,64	4.558.824,75	4.673.687,02	4.790.529,20
Pasivo circulante	3.587.365,41	3.757.588,69	3.914.464,12	4.055.569,31	4.178.636,64	4.281.612,37	4.388.652,68
TOTAL	14.255.787,00	15.920.909,41	17.435.533,44	18.773.919,91	19.911.863,60	20.827.228,43	21.553.475,64

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 27. Cuenta de pérdidas y ganancias proyectada (2022-2028).

CONCEPTO	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas	90.557.302,37	94.885.869,48	98.880.508,06	102.479.719,27	105.625.826,30	108.266.471,96	110.973.133,76
Coste de ventas	-78.698.335,69	-82.460.053,62	-85.931.572,75	-89.059.447,86	-91.793.555,23	-94.088.394,11	-96.440.603,96
Margen bruto	11.858.966,68	12.425.815,86	12.948.935,31	13.420.271,41	13.832.271,08	14.178.077,85	14.532.529,80
Gastos de personal	-1.968.375,74	-2.089.758,91	-2.199.471,26	-2.294.781,68	-2.373.186,72	-2.432.516,39	-2.493.329,30
Otros gastos	-7.773.041,65	-8.342.251,37	-8.908.869,80	-9.466.692,88	-10.009.202,30	-10.529.680,82	-11.077.224,22
EBITDA	2.117.549,28	1.993.805,58	1.840.594,25	1.658.796,85	1.449.882,06	1.215.880,65	961.976,28
Dotación amortización	-89.787,22	-62.240,13	-65.033,64	-67.582,36	-69.846,28	-71.788,48	-73.583,20
EBIT	2.027.762,06	1.931.565,45	1.775.560,62	1.591.214,50	1.380.035,78	1.144.092,16	888.393,08
Intereses	-186.416,48	-183.017,43	-191.266,86	-198.799,62	-205.497,68	-211.251,95	-216.553,65
EBT	1.841.345,57	1.748.548,02	1.584.293,76	1.392.414,88	1.174.538,10	932.840,21	671.839,43
Impuestos	-464.488,21	-441.079,58	-399.645,66	-351.243,30	-296.282,84	-235.313,40	-169.474,70
Beneficio neto	1.376.857,36	1.307.468,43	1.184.648,10	1.041.171,58	878.255,25	697.526,82	502.364,73

Fuente: Elaboración propia.

10. VALORACIÓN BASADA EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Una vez detalladas las hipótesis que se han planteado a futuro para la empresa ITRA, S.L., y la demostración de cómo se han plasmado las cuentas anuales proyectadas de la sociedad hasta el año 2028, vamos a estimar el valor de la sociedad mediante el método de descuento de flujos de caja. Para ello, vamos a contestar de forma numérica a las cuestiones desarrolladas en el epígrafe 2.2.1 cuando explicamos este método de valoración de empresas.

10.1 Determinación de los flujos de caja proyectados

Como ya se explicó a nivel teórico, los flujos de caja a futuros que va a generar ITRA, S.L. vienen derivados de la cifra proyectada por el EBIT, deduciendo de este resultado, los impuestos ajustados por el tipo impositivo correspondiente que hemos programado a futuro para la empresa. De este ajuste nace el beneficio contable o NOPLAT, al cual hay que sumarle la dotación a la amortización previamente calculada, y restarle tanto las inversiones correspondientes al activo fijo (CAPEX), como las variaciones en el fondo de maniobra o NOF proyectadas que se han detallado en el documento. Estos cálculos dan lugar a los siguientes flujos de caja libre o FCF (en inglés *Free Cash Flow*):

Tabla 28. Cálculo de los flujos de caja o FCF proyectados de ITRA, S.L. (2022-2028).

CONCEPTO	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2.027.762,06	1.931.565,45	1.775.560,62	1.591.214,50	1.380.035,78	1.144.092,16	888.393,08
Impuestos ajustados	-511.512,66	-487.246,60	-447.893,64	-401.391,45	-348.120,61	-288.602,71	-224.101,40
NOPLAT	1.516.249,40	1.444.318,84	1.327.666,97	1.189.823,04	1.031.915,16	855.489,45	664.291,69
Dotación amortización	89.787,22	62.240,13	65.033,64	67.582,36	69.846,28	71.788,48	73.583,20
CAPEX	897.869,93	-111.718,31	-110.694,81	-108.723,55	-105.808,21	-101.972,68	-104.522,00
NOF	-426.145,18	-263.766,25	-243.633,85	-219.757,88	-192.366,73	-161.779,90	-164.334,22
FCF	2.077.761,37	1.131.074,41	1.038.371,96	928.923,97	803.586,50	663.525,35	469.018,66

Fuente: Elaboración propia.

Una vez proyectados estos flujos de caja libre, el siguiente paso es determinar los flujos de caja libre para accionistas o FCFE (en inglés *Free Cash Flow for Equity*).

Para ello, nos basaremos en los FCF que han sido anteriormente calculados, sobre los cuales se van a realizar una serie de ajustes. Estos son la eliminación de los gastos financieros, y la adición tanto del ahorro fiscal o *tax shield*, al ser estos gastos fiscalmente deducibles, como de la variación de la deuda que tiene la empresa por la financiación obtenida.

Estos ajustes sobre el flujo de caja libre, dará como resultado la proyección de FCFE:

Tabla 29. Cálculo de los flujos de caja libre para accionistas o FCFE proyectados de ITRA, S.L. (2022-2028).

CONCEPTO	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	2.077.761,37	1.131.074,41	1.038.371,96	928.923,97	803.586,50	663.525,35	469.018,66
Gastos financieros	-186.416,48	-183.017,43	-191.266,86	-198.799,62	-205.497,68	-211.251,95	-216.553,65
Escudo fiscal	47.024,45	46.167,02	48.247,98	50.148,15	51.837,77	53.289,31	54.626,69
Variación DF	-335.982,30	187.430,70	173.100,50	156.109,71	136.621,11	114.862,27	116.842,18
FCFE	1.602.387,04	1.181.654,71	1.068.453,58	936.382,22	786.547,70	620.424,98	423.933,88

Fuente: Elaboración propia.

10.2 Determinación de las tasas de descuento utilizadas

Para contestar a la segunda pregunta sobre que tasa de descuento utilizar para la valoración de la empresa mediante el método de flujos de caja, hay que determinar primero la tasa que corresponde a cada flujo de caja.

Por tanto, para descontar los flujos de caja libre o FCF, habrá que determinar el Coste del Capital Medio Ponderado o WACC, con una tasa de descuento que es “K”.

Esta tasa de descuento, está definida como la rentabilidad exigida tanto por accionistas como por acreedores, teniendo, en cuenta la deuda derivada de la financiación obtenida en la empresa.

Para calcular esta tasa de descuento, hay que calcular previamente la tasa de descuento “Ke” o coste de los fondos propios, que es la rentabilidad mínima que exigiría un potencial accionista para entrar a formar parte del negocio. Para ello, se va a utilizar el modelo de CAPM, que si recordamos la fórmula está compuesta por tres variables principales:

$$Ke = R_f + (E_{(rm)} - R_f) * \beta$$

En primer lugar, para calcular la tasa libre de riesgo (R_f), al ser en el año 2021 el tipo efectivo de interés de la deuda pública española tan bajo, y no siendo apropiados para aplicar a este modelo, se ha procedido a realizar un promedio de la rentabilidad del bono español a 10 años, entre 2012 y 2021.

Tabla 30. Promedio de la rentabilidad del bono español a 10 años (2012-2021).

FECHA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Rentabilidad Bono a 10 años (%)	5,45	4,77	2,88	1,82	1,51	1,53	1,42	0,86	0,72	0,34	2,13

Fuente: Elaboración propia basada en Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (2024).

Para continuar, la segunda variables es la prima de riesgo de mercado ($E_{(rm)} - R_f$), que como ya se ha comentado previamente, es la diferencia entre la rentabilidad extra que se obtiene por invertir en una empresa con riesgo en el mercado o en una cartera con las acciones de todas las empresas del mercado ($E_{(rm)}$), y la tasa libre de riesgo.

Se ha optado por tener como referencia de esta variable los datos publicados por el experto Aswath Damodaran en a fecha 1 de enero del 2022, el cual estima una prima de riesgo de mercado del 5,82%.

Tabla 31. Prima de riesgo de mercado

<i>Country</i>	<i>Area</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>	<i>Sovereign CDS, net of US</i>
Spain	Western Europe	Baa1	1,36%	5,82%	1,58%	0,41%

Fuente: Damodaran. (2024).

Y la última variable de la fórmula es el parámetro beta (β), cuyo fin es medir el coeficiente de volatilidad del mercado. En el modelo del CAPM, la beta aplicada es una beta apalancada (β_L) con todo el endeudamiento que tienen las empresas del sector. Como esta beta no se puede aplicar a la empresa ITRA al ser sectorial, habrá que desapalancarla (β_u), para volver a apalancarla después pero con la deuda existente en la sociedad objetivo a valorar. El desapalancamiento conlleva los siguientes cálculos, donde las variables son datos comparables del sector:

Ecuación 35. Desapalancamiento de Beta para la empresa ITRA, S.L.

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{DF}{E} * (1 - t)\right]}$$

Fuente: Elaboración propia basada en Damodaran (2024).

Para ello, también se han extraído los datos de la página del señor Damodaran, el cual estima el 5 de enero de 2022 en el sector *retail* automovilístico en España, una beta apalancada agresiva respecto al mercado de 1,20, un ratio de “Deuda financiera sobre fondos propios” del 35,96%, y que, junto al tipo impositivo comparable del 25%, nos da como resultado una beta desapalancada de 0,94.

Tabla 32. Beta comparable del sector *retail* automovilístico.

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Beta</i>	<i>D/E Ratio</i>	<i>Effective Tax rate</i>	<i>Unlevered beta</i>	<i>Cash/Firm value</i>
Retail (Automotive)	24	1,20	35,96%	18,47%	0,94	11,11%

Fuente: Damodaran, A. (2024)

Al apalancar esta beta obtenida con los datos propios de la empresa ITRA, donde el ratio deuda financiera/fondos propios es de 38,71% y el tipo impositivo es del 25,23%, obtenemos una beta apalancada de 1,22.

Con todos estos datos, podemos concluir con que la tasa de descuento (K_e) aplicable en este modelo es la siguiente:

Ecuación 36. Estimación del coste de los recursos propios o “ K_e ” de ITRA, S.L.

$$K_e = 2,13\% + 5,82\% * 1,22 = 9,22\%$$

Fuente: Elaboración propia.

Una vez calculada “ K_e ”, el último paso previo para calcular el WACC de ITRA, es conocer el valor del coste de la deuda después de impuestos (K_d'). Para calcularla, utilizaremos la estimación del coste de la deuda financiera hecha en la tabla 25 (4,58%), y la multiplicaremos por uno menos el tipo impositivo, dando como resultado, un coste de la deuda después de impuestos de 3,42%.

Gracias a esto, y siendo la fórmula $WACC = (K_e * E) + (K_d' * DF) / E + DF$, ya se puede calcular el valor del WACC.

Ecuación 37. Estimación del Coste de Capital Medio Ponderado o WACC de ITRA, S.L.

$$WACC (K) = \frac{(9,22\% * 12.374.294) + (3,42\% * 4.790.529)}{17.164.823} = 7,60\%$$

Fuente: Elaboración propia.

10.3 Determinación del horizonte temporal a valorar

Como se ha visto previamente, el horizonte temporal al cual nos vamos a referir en este trabajo de valoración, es una proyección de todas las partidas de la empresa y de los valores de la misma a siete años vista. La proyección normalmente en este tipo de valoraciones suele ser de entre cinco y diez años, proponiendo una valoración basada a principios del año 2022, pero con miras al año 2028. Este último año es el que tomaremos de referencia para calcular el valor residual.

10.4 Determinación del valor explícito y valor residual

En cuanto al valor explícito y al valor residual como elementos principales en los que se divide el valor razonable de los fondos propios y de la deuda financiera de la empresa (en inglés *Enterprise Value*), hay que destacar que:

Para el valor explícito se ha realizado un VAN de los flujos de caja proyectados desde el 2022 al 2028, actualizados a la tasa de descuento “K” del 7,60%, siendo el resultado:

Ecuación 38. Estimación del valor explícito de ITRA, S.L.

$$\text{Valor Explícito} = \sum \frac{FCF_n}{(1 + 0,0760)} = 5.700.058,11 \text{ euros}$$

Fuente: Elaboración propia.

Para obtener por otro lado el valor residual de la empresa, se utiliza como referencia el último flujo de caja proyectado, asumiendo una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2,50%. Esta tasa de crecimiento es la tasa *g*, la cual ya ha sido previamente comentada y que suele estar en torno entre el 2-3%.

Por este mismo motivo, y en base a las indicaciones de la inflación marcada por el Banco Central Europeo, se ha decidido utilizar la mitad de estos porcentajes.

Ecuación 39. Estimación del valor residual de ITRA, S.L.

$$VR = \frac{469.019 * (1 + 0,0250)}{(0,0760 - 0,0250) * (1 + 0,0760)^7} = 5.645.248,60 \text{ euros}$$

Fuente: Elaboración propia.

10.5 Determinación del *Enterprise Value (EV)* y *Equity Value (EQV)*

Para finalizar, y habiendo desarrollado todos los cálculos previamente explicados, el último paso es estimar de forma aproximada el valor de la empresa ITRA, S.L. determinando el valor del *Enterprise Value* y del *Equity Value*.

El *Enterprise Value (EV)*³⁵ es la suma de los dos valores anteriormente descritos, el valor explícito y el valor residual.

Tabla 33. Estimación del *Enterprise Value* de ITRA, S.L.

Valor explícito	5.700.058,11
Valor residual	5.645.248,60
Enterprise Value (EV)	11.345.306,71

Fuente: Elaboración propia.

Para determinar el valor estimado del *Equity Value (EQV)* o valor de los fondos propios o accionistas, lo único que hay que hacer, es descontar del *Enterprise Value* la deuda financiera neta, siendo esta el resultado de restar de la deuda financiera existente en la empresa, tanto a corto como a largo plazo, el importe de tesorería.

Por todo eso, el valor estimado del *Equity Value* es:

³⁵ Todos los importes que se detallan a continuación están expresados en euros.

Tabla 34. Estimación de la Deuda financiera neta y del *Equity Value de ITRA, S.L.*

Deuda financiera	4.241.545,03
Tesorería	-2.538.844,74
Deuda fin. neta	1.702.700,29

Fuente: Elaboración propia.

En base a esto, se puede determinar que el valor estimado de la sociedad ITRA, S.L. mediante el método de descuento de flujos de caja a fecha de valoración, es de **11.345.306,71 euros**.

11. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En el transcurso de este TFM se ha comprendido de forma detallada los aspectos principales de la valoración de empresas, su finalidad, quien es capaz de desarrollarlo y los diferentes métodos de valoración dependiendo de la información de la empresa utilizada, diferenciando así entre información estática y dinámica. Además, se ha comprobado que una disciplina estrechamente vinculada a la contabilidad y las finanzas, basándose en ellas para su posterior desarrollo.

El amplio conocimiento teórico sobre la valoración de empresas ha permitido que se pueda aplicar este mismo a un caso práctico de una empresa del sector *retail* del automóvil en España, aplicando para el método de valoración por excelencia utilizado hoy en día, siendo este el descuento por flujos de caja, obteniendo los objetivos previamente descritos en este documento.

Previamente a la aplicación del método utilizado, se ha podido analizar de forma detallada tanto la evolución de la empresa a través de histórico de las cuentas anuales, como el sector en el que se encuentra, reflejando la casuística existente en este sector al encontrarse en constante evolución por la digitalización de la sociedad pese a ser un sector maduro en el mercado.

Gracias a este método se ha podido desgranar cada una de las partes de la empresa para poder desarrollar una serie de hipótesis y proyectar a futuro como puede ser la sociedad, y finalmente, estimar, a la fecha en la que es necesaria la valoración, un valor para la empresa objetivo, y así poder concluir con el encargo para la operación mercantil que envuelve el caso práctico mediante la emisión de un informe de valoración.

También se puede afirmar, que la valoración de empresas es un hecho puramente subjetivo y no una ciencia exacta, pues derivada de la opinión del experto y de su juicio profesional, ya que un simple cambio en algunas de las hipótesis realizadas, o una modificación en la forma de hacerlas, puede originar cambios muy sustanciales en la valoración de una sociedad.

En cuanto a las futuras líneas de investigación, y dando una apreciación personal, me parece interesante ver la deriva que puede tomar el sector *retail* automovilístico, y particularmente los concesionarios de coches en España, debido a la evolución acelerada de los consumidores al cambiar la adquisición tradicional a la hora de comprar un vehículo, por la compra desde la comodidad de sus casas.

Para finalizar, puede ser importante analizar el cambio de modelo de negocio al que se pueden someter las empresas de este sector por este motivo, cómo repercute tanto en la economía nacional como en los puestos de trabajo que ofrece, y cómo evoluciona la venta de vehículos en el mercado nacional al tener cada día medidas más restrictivas tanto en la fabricación como la distribución de los vehículos de combustibles tradicionales derivadas de la concienciación de la población por las energías sostenibles.

12. BIBLIOGRAFÍA Y WEBS

ACCID. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas* (Vol. 8). Profit Editorial.

ACCID. Contabilidad y Dirección. (2020). *Ratios sectoriales 2020*. Disponible en: <https://accid.org/wp-content/uploads/2022/02/RATIOS-SECTORIALES-2020-CASTweb.pdf>

Adevinta Spain. (2021). *¿Cómo es el perfil del comprador de un coche?* Disponible en: <https://adevinta.es/stories/articles/como-es-el-perfil-del-comprador-de-un-coche>

AfiEscuela, 2020. Curso Gratuito Valoración de Empresas y Operaciones Corporativas - Clase 1/3. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=dF8i1fclb0M&t=4191s>.

Alanís Aguilar. (2014). Análisis crítico de los métodos de valoración de empresas y su aplicación práctica. *Vinculatégica*, (1), 1038-1056.

Alexandra Galvis. (2014). *Valoración de la compañía ITALCOL SA por los métodos de valoración flujo de caja libre descontado, Rolling Wacc, y APV* (Tesis de grado), Universidad Piloto de Colombia, facultad de ingeniería financiera, Bogotá.

Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, ANFAC. (2019). *Informe anual 2018*. Disponible en: https://anfac.com/informe_anual_2018/

Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, ANFAC. (2021). *Informe anual 2020*. Disponible en: <https://anfac.com/publicaciones/informe-anual-2020/>

Barrios. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 84-100.

Borràs Balsells y Sabi Marcano. (2019). *Valoración de empresas*. Editorial FUOC.

Botin, R. (2022). Shopify. *¿Qué es el Comercio Minorista y cómo funciona?* Disponible en: <https://www.shopify.com/es/blog/trabajar-en-comercio-minorista>

Brilman & Maire. (1990). *Manual de valoración de empresas*. Ediciones Diaz de Santos.

Cámara de Comercio de España. (2022). *Evolución de los principales sectores de la economía*. Disponible en: <https://www.camara.es/>

Caro-Gándara. (2018). *La reserva de dominio como garantía funcional del comercio internacional: su eficacia en España*. Revista Electrónica de Estudios Internacionales. <https://dx.doi.org/10.17103/reei.36.08/>

Carrasco Perera. (2012). *Reservas de dominio sobre universalidades de bienes (stocks de vehículos) destinados a la reventa al público*. Diario La Ley, Gómez-Acebo & Pombo. (7964), 1-6. Disponible en: <https://www.ga-p.com/>

Carwow. (2021). *Concesionarios oficiales de mercedes en España*. Disponible en: <https://www.carwow.es/concesionarios-oficiales-espana/mercedes>

Carwow. (25 de enero de 2022). *¿Cuál es el perfil medio del comprador de coches nuevos en España?*
Disponible en: <https://www.carwow.es/blog/np-perfil-usuario-compra-coche-nuevo#graf>

Castañeda Fernández. (2015). *Valoración de Deutsche Bank. Aplicación de métodos de valoración por múltiplos y descuento de dividendos* (Trabajo de maestría). Universidad pontificia ICADE Business School. Madrid.

Cedeño & Vinuesa. (2016). *El Flujo De Caja Libre, Operativo y del Accionista, Los Elementos Creadores De Valor, Los Value Drivers o Inductores de Valor Corporativos*. iNNOVA Research Journal Vol.1, Nº 3, 21-75.

CEUPE European Business School. *Valoración por múltiplos*. [Blog de la universidad CEUPE]. Disponible en: <https://www.ceupe.com/blog/valoracion-por-multiplos.html>.

Charro y Asociados. 2011. *Información sobre valoración de empresas*. [En línea]. Disponible en: http://www.charroyasociados.com/images/stories/imagenes_ordenador/INFORMACI%C3%93N%20SOBRE%20VALORACI%C3%93N%20DE%20EMPRESAS.pdf.

Cibrán Ferraz et al. (2013). *Planificación financiera*. ESIC. Disponible en: <https://books.google.com.pe/>

CincoDías. El País. (2022). *Los concesionarios prevén más fusiones para defenderse de la venta directa de algunos fabricantes*. Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/>

Damodaran. (2024). *Beta, Unlevered beta and other risk measures*. Disponible en: https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Damodaran. (2024). *Country and Equity Risk Premiums*. Disponible en: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

De la Torre Gallegos & Naharro (2012). Manual de valoración de empresas y análisis bursátil. Edición Digital@ tres.

Delgado. (2015). *Análisis empírico del valor intangible de las empresas: desarrollo y aplicación de un modelo de valoración de las empresas* (Doctoral dissertation, Universidad de Burgos).

Diario Motor. *Qué es un concesionario y por qué ha sido la forma perfecta de vender coches durante muchos años*. Disponible en: <https://www.diariomotor.com/que-es/concesionario/>

Dirección General de Tráfico. (2022). *Anuario Estadístico General 2021*. Disponible en: <https://www.dgt.es/>

Dobaño. (2024). *ROA y ROE: qué son y cómo calcularlos*. QuipuBlog. Disponible en: <https://getquipu.com/blog/que-es-el-roa-y-el-roe/#que-es-el-roe>

eValora. (2018). *Manual de valoración de empresas*. Madrid. eValora Financial Advisory. Disponible en: <https://evalora.com/wp-content/uploads/2018/06/eValora-Manual-de-Valoracion.pdf>.

Fabregat Feldsztajn. (2009). Introducción a los métodos valoración de empresas: Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas. In *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas* (pàg. 11-29).

Faconauto. (2021). *Memoria de actividades 2020*. Disponible en: <https://www.faconauto.com/sector-automocion-en-cifras/>

Faconauto. (2022). *Informe turismos Diciembre 2021*. Disponible en: <https://www.faconauto.com/estadisticas/matriculaciones-de-turismos/>

Faconauto. (2022). *Memoria de actividades 2021*. Disponible en: <https://www.faconauto.com/sector-automocion-en-cifras/>

Farhat. (2016). Metodología de cálculo del costo promedio ponderado de capital en el modelo del WACC. *Revista empresarial*, 10(39), 33-45.

Fernández. (2007). *Valoración de marcas e intangibles*. Profit Editorial.

Fernández. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School-Universidad de Navarra, 771, 1-49.

Fernández. (2011). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. IESE, [En línea]. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>.

Fernández. (2015). *Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores (Valuing Real Options: Difficulties and Errors)*.

Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1159045.

Fernández. (2016). *Valoración de Empresas por Descuento de Flujos: lo fundamental y las Complicaciones Innecesarias (Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Fundamental Ideas and Unnecessary Complications)*. Available at SSRN 2089397.

Fernández & Carabias. (2015). Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos. *Valoración de empresas y sensatez (C26)*. Madrid, España: IESE Business School.

Fernández. 2009. *Métodos de valoración de empresas*, s.l.: IESE Business School, Universidad de Navarra.

Fuentes Saldarriaga & Yépez Alzate. (2017). *Valoración de empresa productora y comercializadora de productos naturales bajo el método APV* (Doctoral dissertation, Universidad EAFIT).

García Codina. (7 de junio de 2016). *VALORACIÓN DE EMPRESAS*. UEMC Business School, Escuela de Negocios y Dirección. Madrid. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=x1Wu6vmxr-M&t=2765s>.

García. (2014). Acerca de la tasa de descuento en proyectos. *Quipukamayoc*, 15(29), 101-108. Disponible en: <https://doi.org/10.15381/quipu.v15i29.5284>.

García. Expansión (14 de Agosto de 2021). *Las marcas venderán los coches de forma directa*. Disponible: <https://www.expansion.com/empresas/motor/2021/08/07/610db2e0468aeb74488b4630.html>

García & Álvarez. (2006). *Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados*. Semestre económico, 9(18), 59-83.

Gerardo Milei. (2011). *Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: La “q” de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas*. Actualidad económica, 21(74), 7-17.

Gómez-Acebo & Pombo. (2021). *Novedades Jurídicas del Sector de la Automoción* (Número 13). Disponible en:

https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2021/03/Boletin-de-Automocion_n.o-13.pdf

Google Maps. (2024). Disponible en: <https://www.google.es/maps/>.

Grupo ITRA. (2019). Disponible en: <https://grupoitra.com/50-aniversario/>.

Hernández Lorente. (2011). Análisis de escenarios en entornos de negocio. Legal Today. Disponible en:

<https://www.legaltoday.com/legaltech/nuevas-tecnologias/analisis-de-escenarios-en-entornos-de-negocio-una-poderosa-herramienta-para-las-empresas-de-servicios-profesionales-1-2011-08-01/>.

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. (2023). Norma Internacional de Contabilidad nº 16, Inmovilizado material. Disponible en: <https://www.icac.gob.es/node/746>.

Instituto Nacional de Estadística. (2022). *Estadística Estructural de Empresas: Sector Comercio. Año 2020. Resultados definitivos*. Disponible en: <https://www.ine.es/>

Instituto Nacional de Estadística. (2022). *Resultados nacionales Año 2021* . Disponible en: https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?tpx=59414#_tabs-grafico

Jaime Eslava. (Junio de 2011). Valoración de empresas. Conferencia llevada a cabo en IEN-Industriales Escuela de Negocios de la Universidad Politécnica de Madrid en colaboración con la Asociación de Antiguos Alumnos.

Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=RUqm3-yH05k>.

Jiménez Naharro & García Villanueva. (2010). Incorporación de los intangibles a la valoración del sector hotelero. *Nuevas perspectivas del turismo para la próxima década: III Jornadas de investigación en turismo (2010)*, p 301-321.

Jiménez. (2013). La valoración de empresas: el método de descuentos de Flujo de Caja Libre (DCF) y su aplicación práctica. *Cont4bl3*, (48), 18-24.

Kablar. (Junio de 2011). Valoración de empresas. Parte 1. Disponible en: https://www.youtube.com/watch?v=RUqm3-yH05k&ab_channel=BadarKablar

Kablar. (Junio de 2011). Valoración de empresas. Parte 2. En IEN Politécnica. Madrid. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=mFBakGIM00o>.

Kablar. (Junio de 2011). *Valoración de empresas*. Parte 4. En IEN Politécnica. Madrid. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=bI0SOXF5xS8&t=191s>

La Moncloa. (2021). *Plan MOVES III de Incentivos a la Movilidad Eficiente y Sostenible*. Disponible en: <https://www.lamoncloa.gob.es/>

Labatut Serer. (2005). *El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)*. Técnica contable, 57(676), 18-31.

Labatut Serer. (2009). *La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos*. Técnica contable. Revista de Contabilidad y Dirección, Vol. (8), pp.59-76.

La Vanguardia. (2021). *Las mejores 8 webs para comprar un coche de segunda mano con seguridad*. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/andro4all/internet/mejores-webs-para-comprar-un-coche-de-segunda-mano>

Legerén-Molina. (2020). *La reserva de dominio: enseñanzas desde el Derecho inglés*. Anuario de Derecho Civil (Tomo LXXIII, fascículo III, julio-septiembre 2020), 1097.

López Samoza. (2011). *Valoración por múltiplos. Empresa Global. N.º 113. 45-48*. Disponible en: <https://www.empresaglobal.es/EGAFI/secciones/1601148/Revista-Empresa-Global.html>.

López. (2013). *Valoración de empresas: una introducción práctica*. Libros de Cabecera.

Lucas. (2000). *Fundamentos de valoración de empresas*. Juan Carlos Martínez Coll.

Martínez. (2001). *Métodos clásicos de valoración de empresas*. Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa, 7(3), 49-66.

Milla Gutiérrez. (2010). *Creación de valor para el accionista*. Ediciones Díaz de Santos.

Milla Gutiérrez y Martínez Pedrós. (2007) *Valoración de empresas por Flujos de Caja Descontados*. Editorial Altair. Disponible en: https://issuu.com/victore.cardozodelgado/docs/valoracion_de_empresas_por_flujos

Ministerio de Economía y Hacienda. (2007). Real Decreto 1514/2007. Plan General de Contabilidad. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/11/16/1514/con>.

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. (2024). *Tesoro Público. Deuda del estado en moneda nacional: tipos efectivos de interés de las nuevas emisiones*. Disponible en: <https://www.tesoro.es/deuda-publica/estad%C3%ADsticas-mensuales>.

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. ICEX, Investin Spain. (2022). *Automoción y movilidad*. Disponible en: <https://www.investinspain.org/es/sectores/automocion-movilidad>

Ministerio de Hacienda. (2020). *El Gobierno prorroga los ERTE por fuerza mayor hasta el 30 de junio*.

Disponible:

<https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/resumenes/paginas/2020/120520-consejo.aspx>

Ministerio de Industria y Turismo. (2021). *Plan RENOVE*. Disponible en: <https://industria.gob.es/renove/paginas/index.aspx>

Ministerio de Industria y Turismo. (2022). *Herramienta DAFO*. Disponible en: <https://dafo.ipyme.org/>

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (2023). *Estructura y Dinámica Empresarial en España*.

Disponible en: https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/Estadisticas_Territoriales/Estructura-Dinamica-Empresarial-2022.pdf

Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico. (2021). *Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE-8)*.

Disponible en: <https://www.miteco.gob.es/es/energia/servicios/vehiculo-eficiente.html>

Montero Tamayo. (2011). Valoración de empresas. Retos, revista de ciencias de administración y economía, volumen 1 (número 1), 31-34. Disponible en: <https://revistas.ups.edu.ec/index.php/retos/article/view/1.2011.04> .

Montoro & Navarro. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos*, Banco Central de Reserva del Perú. 19(1), 33-45. Disponible en: www.bcrp.gob.pe/publicaciones/revista-estudios-economicos/estudios-economicos-no-19.html.

Motor.es (20 de diciembre de 2021). *En 2022 los concesionarios españoles venderán más coches que en 2021 y ganarán más dinero*. Disponible en: <https://www.motor.es/noticias/>

Nava Rosillón. (2009). *Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente*. Revista venezolana de Gerencia, 14(48), 606-628. Disponible en: <https://ve.scielo.org/>

Ortiz Hoyos. (2015). La valoración de empresas. *Semestre Económico*, 4(8),1-13
Disponible en: <https://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394/>

Osorio. (2008). La valoración de empresas en escenarios de incertidumbre. *ECONÓMICAS CUC*, 29(1), 211-218.

Pascual. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 125-141.

Pinzón Piriache. (2012) *Los métodos más comunes de valoración de empresas, ejemplo real y resultados comparativos utilizando el método por f.c.l. en el departamento de Boyacá durante los periodos 2005 – 2010 a 56 empresas* (Tesis de maestría). Universidad de san buenaventura facultad de ciencias empresariales administración de empresas, Bogotá.

Ramírez & de Lema. (2006). *La valoración de empresas en España: un estudio empírico*. Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad, 35(132), 913-934.

Registro de Expertos Contables. (2017). Valoración de empresas. El método del descuento de flujos de caja (1º edición, Documento nº1). Disponible en: https://ec.economistas.es/wpcontent/uploads/sites/5/2019/11/REC_Gu%C3%ADa_1_Valoraci%C3%B3n_de_empresas_2017.pdf/

Registro Mercantil de Madrid. (2022). *Cuentas anuales consolidadas Grupo Próxima Automoción y Servicios DMG, y sociedades dependientes. Estado de Información No Financiera 2021 (EINF)*. Disponible en: <https://sede.registradores.org>.

Registro Mercantil de Madrid. (2022). *Cuentas anuales ejercicio 2021*. Disponible en: <https://sede.registradores.org>.

Rojo Ramírez. (2007). Valoración de empresas y gestión basada en valor. Ediciones Paraninfo, SA.

Rojo Suárez. 2020. Apuntes de la asignatura "Técnicas de valoración de empresas y confección de planes de viabilidad" - Material inédito, Madrid.

Romero.2015. *Valoración de empresas y globalización*. [En línea] Disponible en: <https://fernando-romero.com/2015/01/20/valoracion-de-empresas-y-globalizacion/>.

Sanjurjo & Reinoso. (2003). Guía de valoración de empresas. *Prentice Hall*.

Santiago Moreno. (2015). Propuesta metodológica de valoración del sector biotecnológico y sus intangibles (Tesis doctoral). Universidad de Sevilla.

Serena Gómez. (2014). Análisis del grupo Ezentis SA y recomendación de inversión.

SERNAUTO. (2022). *Informe Integrado de 2021*.

Disponible en: <https://www.sernauto.es/storage/publicaciones/informe-integrado-sernauto-2021-5061.pdf>

Serrano. (2000). Consideraciones críticas en valoración de empresas. Academia. Revista Latinoamericana de Administración, (24), 51-66.

Disponible en: <https://www.redalyc.org/pdf/716/71602404.pdf>.

Siscar Bolumar. (2018). Valoración de la empresa Asta Logistik, SL (Trabajo de fin de máster). Universidad politécnica de Valencia.

Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, SABI. (2022). *Perfil financiero. Cuentas Anuales no consolidadas*. Disponible en: <https://sabi.informa.es/>

Terra. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales. Disponible en: <http://www.ort.edu.uy/facs/pdf/documentodetrabajo41.pdf>.

Vargas Sánchez. (2013). *VALORACIÓN ECONÓMICA DE EMPRESAS MEDIANTE LA APLICACIÓN DE FLUJOS DESCONTADOS, MODELOS DE CREACIÓN DE VALOR Y MÚLTIPLOS DE MERCADO*. Revista Investigación & Desarrollo, 1(13). Disponible: <https://www.upb.edu/revista-investigacion-desarrollo/index.php/id/article/view/44/>

Vazzano. (2015). *Métodos de valoración de empresas* [en línea]. Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario, 11. Universidad Católica Argentina. Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/metodos-valoracion-empresas-vazzano.pdf>

INFORME DE VALORACIÓN DE ITRA, S.L.

INTRODUCCIÓN

El presente informe de valoración ha sido encargado a petición de la sociedad ITRA, S.L. con CIF B82850736. La finalidad de dicho informe, manifestada por el interesado, es la valoración de la empresa de distribución y reparación de automóviles denominada “Industria Técnica de Reparación de Automóviles, S.L (en adelante, ITRA, S.L.), con sede social en la Calle Pradillo nº 19, en Madrid. Dicha sociedad se dedica a los negocios de distribución y reparación de vehículos de la marca Mercedes-Benz. La empresa se localiza tanto en Madrid, como en las provincias de Ávila y Segovia, desde donde opera los negocios tal y como se indican antes.

METODOLOGÍA

Para acometer el presente trabajo, se ha estimado el valor de la sociedad mediante el método más aceptado para la valoración de empresas, siendo este el descuento de flujos de caja. La aplicación de este método, ha supuesto el diseño de una serie de hipótesis y una proyección de las cuentas anuales de la empresa hasta el año 2028 recogidas en las páginas siguientes.

CONCLUSIONES

En mi opinión, el valor del negocio denominado ITRA, S.L. dedicada a la distribución y reparación minorista de vehículos, es de **11.345.306,71€ (ONCE MILLONES TRESCIENTOS CUARENTA Y CINCO MIL TRESCIENTOS SEIS CON SETENTA Y UN CÉNTIMOS DE EURO)**. En las páginas siguientes se muestran los cálculos realizados y el método utilizado para dicha conclusión.

Madrid, a 1 de Enero de 2022

FIRMADO: ARTURO GONZÁLEZ APARICIO
Inscrito en el Registro Oficial de
Auditores de Cuentas con el nº 16.421

MT & A
AUDITS
ARTURO GONZÁLEZ APARICIO
I.L.O.A.C. 52581-RE.A. 57341



ANEXO. CUENTAS ANUALES COMPLETAS DE ITRA, S.L.

ANEXO

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
A- ACTIVO NO CORRIENTE	1.719.659,19	1.687.659,70	1.434.349,36	2.022.782,67
I. Inmovilizado intangible.	200.448,00	239.701,48	258.404,95	279.442,77
5. Aplicaciones informáticas.	200.448,00	239.701,48	258.404,95	279.442,77
II. Inmovilizado material.	944.076,84	840.363,48	713.854,12	725.411,32
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material.	944.076,84	840.363,48	713.854,12	725.411,32
V. Inversiones financieras a largo plazo.	568.727,44	602.009,23	457.326,18	1.013.985,87
3. Valores representativos de deuda	520.797,36	521.805,34	377.122,29	933.781,98
5. Otros activos financieros.	47.930,08	80.203,89	80.203,89	80.203,89
VI. Activos por impuesto diferido.	6.406,91	5.585,51	4.764,11	3.942,71
B - ACTIVO CORRIENTE	32.252.530,27	31.026.392,35	22.854.046,76	11.157.200,95
II. Existencias.	10.911.568,31	9.950.780,95	1.340.679,69	4.826.615,18
1. Comerciales.	10.917.461,63	9.931.962,19	1.261.666,50	4.820.272,94
3. Productos en curso.	37.463,66	4.809,48	3.129,18	5.926,70
b) De ciclo corto de producción	37.463,66	4.809,48	3.129,18	5.926,70
6. Anticipos a proveedores	- 43.356,98	14.009,28	75.884,01	415,54
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar.	21.028.987,28	20.907.459,75	18.893.140,46	3.882.677,81
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios.	6.371.514,30	7.053.996,83	6.206.586,29	2.563.703,05
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicio a corto plazo	6.371.514,30	7.053.996,83	6.206.586,29	2.563.703,05
2. Clientes, empresas del grupo y asociadas.	12.628.976,66	11.355.648,17	12.630.615,82	-
3. Deudores varios.	38.999,29	146.429,04	39.961,04	1.086.507,57
4. Personal.	4.283,97	1.624,13	5.033,88	4.973,76
5. Activos por impuesto corriente.	12.669,89	13.651,98	8.115,93	-
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas.	1.972.543,17	2.336.109,60	2.827,50	227.493,43
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	-	-	87,90	-
2. Créditos a empresas.	-	-	87,90	-
V. Inversiones financieras a corto plazo.	247.431,41	100.011,92	1.144.895,24	641.720,09
2. Créditos a empresas.	247.431,41	11,92	-	-
5. Otros activos financieros.	-	100.000,00	1.144.895,24	641.720,09
VI. Periodificaciones a corto plazo.	49.687,52	18.501,86	7.895,03	- 90.936,78
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes.	14.855,75	49.637,87	1.467.348,44	1.897.124,65
1. Tesorería.	14.855,75	49.637,87	1.467.348,44	1.897.124,65
TOTAL ACTIVO	33.972.189,46	32.714.052,05	24.288.396,12	13.179.983,62

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
A- PATRIMONIO NETO	11.546.889,57	11.946.718,02	13.081.166,49	5.386.001,49
A-1) Fondos propios	11.546.889,57	11.946.718,02	13.087.125,84	5.386.001,49
I. Capital	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
1. Capital escriturado.	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
II. Prima de emisión.	2.038.955,53	2.038.955,53	2.038.955,53	2.038.955,53
III. Reservas.	7.851.561,65	8.507.934,04	8.907.762,49	996.853,98
1. Legal y estatutarias.	186.345,67	186.345,67	186.345,67	186.345,67
2. Otras reservas.	7.665.215,98	8.321.588,37	8.721.416,82	810.508,31
VII. Resultado del ejercicio.	656.372,39	399.828,45	1.140.407,82	1.350.191,98
A-2) Ajustes por cambios de valor.	-	-	- 5.959,35	-
I. Activos financieros disponibles para la venta	-	-	- 5.959,35	-
B) PASIVO NO CORRIENTE	108.425,76	304.558,86	2.065.707,37	1.393.710,52
II Deudas a largo plazo.	108.425,76	304.558,86	2.065.707,37	1.393.710,52
2. Deudas con entidades de crédito.	108.425,76	304.558,86	2.065.707,37	1.393.710,52
C) PASIVO CORRIENTE	22.316.874,13	20.462.775,17	9.141.522,26	6.400.271,61
III. Deudas a corto plazo.	12.800.369,07	14.248.159,06	2.557.443,92	2.847.834,51
2. Deudas con entidades de crédito.	12.804.394,66	14.236.479,52	2.557.635,17	2.847.334,91
5. Otros pasivos financieros.	- 4.025,59	11.679,54	- 191,25	499,60
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	218.162,60	357.415,38	757.847,66	543.912,89
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	9.108.832,36	4.849.107,19	5.118.631,11	2.588.885,69
1. Proveedores	1.057.314,92	1.246.613,91	1.082.273,33	1.206.104,98
b) Proveedores a corto plazo	1.057.314,92	1.246.613,91	1.082.273,33	1.206.104,98
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas.	4.005.711,62	2.079.411,63	1.865.098,83	120.083,88
3. Acreedores varios.	1.143.150,95	731.925,22	842.848,01	309.629,95
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago).	64.964,46	46.635,37	50.703,07	83.609,37
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas.	100.452,35	83.204,40	199.191,26	80.126,81
7. Anticipos de clientes.	2.737.238,06	661.316,66	1.078.516,61	789.330,70
VI. Periodificaciones a corto plazo.	189.510,10	1.008.093,54	707.599,57	419.638,52
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	33.972.189,46	32.714.052,05	24.288.396,12	13.179.983,62

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
A) OPERACIONES CONTINUADAS				
1. Importe neto de la cifra de negocios.	107.508.565,59	94.690.921,39	81.154.361,02	85.958.602,49
a) Ventas.	105.222.527,53	92.319.379,43	79.067.375,29	83.734.080,02
b) Prestaciones de servicios.	2.286.038,06	2.371.541,96	2.086.985,73	2.224.522,47
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	12.087,61	- 15.841,60	- 565.613,78	- 428.708,94
4. Aprovisionamientos.	- 99.743.491,89	- 88.582.596,63	- 74.833.820,60	- 78.112.236,85
a) Consumo de mercaderías.	- 99.586.738,24	- 88.559.045,63	- 75.160.967,63	- 78.582.498,05
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles.	- 40.835,85	- 55.293,92	- 57.795,60	- 34.562,32
c) Trabajos realizados por otras empresas.	- 57.724,42	- 42.537,25	- 16.321,50	- 22.316,72
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles.	- 58.193,38	74.280,17	401.264,13	527.140,24
5. Otros ingresos de explotación.	4.725.116,01	5.323.203,27	3.920.386,98	3.839.085,45
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente.	4.725.116,01	5.317.431,77	3.917.559,48	3.837.045,85
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio.	-	5.771,50	2.827,50	2.039,60
6. Gastos de personal.	- 2.400.823,50	- 2.133.060,01	- 1.472.433,81	- 1.838.171,90
a) Sueldos, salarios y asimilados.	- 1.765.680,40	- 1.505.822,77	- 1.087.969,21	- 1.315.683,00
b) Cargas sociales.	- 635.143,10	- 627.237,24	- 384.464,60	- 522.488,90
7. Otros gastos de explotación.	- 8.689.452,12	- 8.211.658,69	- 6.039.510,93	- 7.264.655,08
a) Servicios exteriores.	- 6.556.308,04	- 6.168.019,34	- 4.599.589,88	- 5.593.476,86
b) Tributos.	- 57.431,06	- 75.549,94	- 75.334,88	- 49.554,15
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales.	-	-	- 40.101,74	- 250.718,57
d) Otros gastos de gestión corriente.	- 2.075.713,02	- 1.968.089,41	- 1.324.484,43	- 1.370.905,50
8. Amortización del inmovilizado.	- 159.835,46	- 182.950,31	- 199.364,05	- 203.018,71
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	6.099,32	-	-	26.171,74
b) Resultados por enajenaciones y otras.	6.099,32	-	-	26.171,74
13. Otros resultados.	66.915,37	1.131,89	22.341,41	31.452,17
A.1) RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12+13)	1.325.180,93	889.149,31	1.986.346,24	2.008.520,37
14. Ingresos financieros.	137,44	30,14	54.050,81	12.791,54
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros.	137,44	30,14	54.050,81	12.791,54
b2) De terceros.	137,44	30,14	54.050,81	12.791,54
15. Gastos financieros.	- 272.357,05	- 354.398,84	- 360.600,56	- 277.664,79
b) Por deudas con terceros.	- 272.357,05	- 354.398,84	- 360.600,56	- 277.664,79
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	- 177.593,01	5.122,02	- 138.146,91	62.037,40
a) Cartera de negociación y otros.	- 177.593,01	5.122,02	- 138.146,91	62.037,40
A.2) RESULTADO FINANCIERO (14+15+16+17+18+19)	- 449.812,62	- 349.246,68	- 444.696,66	- 202.835,85
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	875.368,31	539.902,63	1.541.649,58	1.805.684,52
20. Impuesto sobre beneficios.	- 218.995,92	- 140.074,18	- 401.241,76	- 455.492,54
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+20)	656.372,39	399.828,45	1.140.407,82	1.350.191,98
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+21)	656.372,39	399.828,45	1.140.407,82	1.350.191,98

	31/12/2020	Peso total	31/12/2021	Peso total	Tasa Variación
A- ACTIVO NO CORRIENTE	1.434.349,36	5,91%	2.022.782,67	15,35%	41,02%
I. Inmovilizado intangible.	258.404,95	1,06%	279.442,77	1,15%	8,14%
5. Aplicaciones informáticas.	258.404,95	1,06%	279.442,77	1,15%	8,14%
II. Inmovilizado material.	713.854,12	2,94%	725.411,32	2,99%	1,62%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material.	713.854,12	2,94%	725.411,32	2,99%	1,62%
V. Inversiones financieras a largo plazo.	457.326,18	1,88%	1.013.985,87	4,17%	121,72%
3. Valores representativos de deuda	377.122,29	1,55%	933.781,98	3,84%	147,61%
5. Otros activos financieros.	80.203,89	0,33%	80.203,89	0,33%	0,00%
VI. Activos por impuesto diferido.	4.764,11	0,02%	3.942,71	0,02%	-17,24%
B - ACTIVO CORRIENTE	22.854.046,76	94,09%	11.157.200,95	45,94%	-51,18%
II. Existencias.	1.340.679,69	5,52%	4.826.615,18	19,87%	260,01%
1. Comerciales.	1.261.666,50	5,19%	4.820.272,94	19,85%	282,06%
3. Productos en curso.	3.129,18	0,01%	5.926,70	0,02%	89,40%
b) De ciclo corto de producción	3.129,18	0,01%	5.926,70	0,02%	89,40%
6. Anticipos a proveedores	75.884,01	0,31%	415,54	0,00%	-99,45%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar.	18.893.140,46	77,79%	3.882.677,81	15,99%	-79,45%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios.	6.206.586,29	25,55%	2.563.703,05	10,56%	-58,69%
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicio a corto plazo	6.206.586,29	25,55%	2.563.703,05	10,56%	-58,69%
2. Clientes, empresas del grupo y asociadas.	12.630.615,82	52,00%	-	0,00%	-100,00%
3. Deudores varios.	39.961,04	0,16%	1.086.507,57	4,47%	2618,92%
4. Personal.	5.033,88	0,02%	4.973,76	0,02%	-1,19%
5. Activos por impuesto corriente.	8.115,93	0,03%	-	0,00%	-100,00%
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas.	2.827,50	0,01%	227.493,43	0,94%	7945,74%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	87,90	0,00%	-	0,00%	-100,00%
2. Créditos a empresas.	87,90	0,00%	-	0,00%	-100,00%
V. Inversiones financieras a corto plazo.	1.144.895,24	4,71%	641.720,09	2,64%	-43,95%
5. Otros activos financieros.	1.144.895,24	4,71%	641.720,09	2,64%	-43,95%
VI. Periodificaciones a corto plazo.	7.895,03	0,03%	90.936,78	-0,37%	-1251,82%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes.	1.467.348,44	6,04%	1.897.124,65	7,81%	29,29%
1. Tesorería.	1.467.348,44	6,04%	1.897.124,65	7,81%	29,29%
TOTAL ACTIVO	24.288.396,12	100,00%	13.179.983,62	100,00%	-45,74%

	31/12/2020	Peso total	31/12/2021	Peso total	Tasa Variación
A- PATRIMONIO NETO	13.081.166,49	53,86%	5.386.001,49	40,87%	-58,83%
A-1) Fondos propios	13.087.125,84	53,88%	5.386.001,49	40,87%	-58,85%
I. Capital	1.000.000,00	4,12%	1.000.000,00	7,59%	0,00%
1. Capital escriturado.	1.000.000,00	4,12%	1.000.000,00	7,59%	0,00%
II. Prima de emisión.	2.038.955,53	8,39%	2.038.955,53	15,47%	0,00%
III. Reservas.	8.907.762,49	36,67%	996.853,98	7,56%	-88,81%
1. Legal y estatutarias.	186.345,67	0,77%	186.345,67	1,41%	0,00%
2. Otras reservas.	8.721.416,82	35,91%	810.508,31	6,15%	-90,71%
VII. Resultado del ejercicio.	1.140.407,82	4,70%	1.350.191,98	10,24%	18,40%
A-2) Ajustes por cambios de valor.	- 5.959,35	0,02%	-	0,00%	-100,00%
I. Activos financieros disponibles para la venta	- 5.959,35	0,02%	-	0,00%	-100,00%
B) PASIVO NO CORRIENTE	2.065.707,37	8,50%	1.393.710,52	10,57%	-32,53%
II Deudas a largo plazo.	2.065.707,37	8,50%	1.393.710,52	10,57%	-32,53%
2. Deudas con entidades de crédito.	2.065.707,37	8,50%	1.393.710,52	10,57%	-32,53%
C) PASIVO CORRIENTE	9.141.522,26	37,64%	6.400.271,61	48,56%	-29,99%
III. Deudas a corto plazo.	2.557.443,92	10,53%	2.847.834,51	21,61%	11,35%
2. Deudas con entidades de crédito.	2.557.635,17	10,53%	2.847.334,91	21,60%	11,33%
5. Otros pasivos financieros.	- 191,25	0,00%	499,60	0,00%	-361,23%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	757.847,66	3,12%	543.912,89	4,13%	-28,23%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	5.118.631,11	21,07%	2.588.885,69	19,64%	-49,42%
1. Proveedores	1.082.273,33	4,46%	1.206.104,98	9,15%	11,44%
b) Proveedores a corto plazo	1.082.273,33	4,46%	1.206.104,98	9,15%	11,44%
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas.	1.865.098,83	7,68%	120.083,88	0,91%	-93,56%
3. Acreedores varios.	842.848,01	3,47%	309.629,95	2,35%	-63,26%
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago).	50.703,07	0,21%	83.609,37	0,63%	64,90%
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas.	199.191,26	0,82%	80.126,81	0,61%	-59,77%
7. Anticipos de clientes.	1.078.516,61	4,44%	789.330,70	5,99%	-26,81%
VI. Periodificaciones a corto plazo.	707.599,57	2,91%	419.638,52	3,18%	-40,70%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	24.288.396,12	100,00%	13.179.983,62	100,00%	-45,74%

	31/12/2020	Peso total	31/12/2021	Peso total	Tasa Variación
1. Importe neto de la cifra de negocios.	81.154.361,02	100,00%	85.958.602,49	100,00%	5,92%
a) Ventas.	79.067.375,29	97,43%	83.734.080,02	97,41%	5,90%
b) Prestaciones de servicios.	2.086.985,73	2,57%	2.224.522,47	2,59%	6,59%
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	- 565.613,78	-0,70%	- 428.708,94	-0,50%	-24,20%
4. Aprovisionamientos.	- 74.833.820,60	-92,21%	- 78.112.236,85	-90,87%	4,38%
a) Consumo de mercaderías.	- 75.160.967,63	-92,61%	- 78.582.498,05	-91,42%	4,55%
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles.	- 57.795,60	-0,07%	- 34.562,32	-0,04%	-40,20%
c) Trabajos realizados por otras empresas.	- 16.321,50	-0,02%	- 22.316,72	-0,03%	36,73%
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles.	401.264,13	0,49%	527.140,24	0,61%	31,37%
5. Otros ingresos de explotación.	3.920.386,98	4,83%	3.839.085,45	4,47%	-2,07%
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente.	3.917.559,48	4,83%	3.837.045,85	4,46%	-2,06%
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio.	2.827,50	0,00%	2.039,60	0,00%	-27,87%
6. Gastos de personal.	- 1.472.433,81	-1,81%	- 1.838.171,90	-2,14%	24,84%
a) Sueldos, salarios y asimilados.	- 1.087.969,21	-1,34%	- 1.315.683,00	-1,53%	20,93%
b) Cargas sociales.	- 384.464,60	-0,47%	- 522.488,90	-0,61%	35,90%
7. Otros gastos de explotación.	- 6.039.510,93	-7,44%	- 7.264.655,08	-8,45%	20,29%
a) Servicios exteriores.	- 4.599.589,88	-5,67%	- 5.593.476,86	-6,51%	21,61%
b) Tributos.	- 75.334,88	-0,09%	- 49.554,15	-0,06%	-34,22%
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales.	- 40.101,74	-0,05%	- 250.718,57	-0,29%	525,21%
d) Otros gastos de gestión corriente.	- 1.324.484,43	-1,63%	- 1.370.905,50	-1,59%	3,50%
8. Amortización del inmovilizado.	- 199.364,05	-0,25%	- 203.018,71	-0,24%	1,83%
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	-	0,00%	26.171,74	0,03%	100,00%
b) Resultados por enajenaciones y otras.	-	0,00%	26.171,74	0,03%	100,00%
13. Otros resultados.	22.341,41	0,03%	31.452,17	0,04%	40,78%
A.1) RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12+13)	1.986.346,24	2,45%	2.008.520,37	2,34%	1,12%
14. Ingresos financieros.	54.050,81	0,07%	12.791,54	0,01%	-76,33%
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros.	54.050,81	0,07%	12.791,54	0,01%	-76,33%
b2) De terceros.	54.050,81	0,07%	12.791,54	0,01%	-76,33%
15. Gastos financieros.	- 360.600,56	-0,44%	- 277.664,79	-0,32%	-23,00%
b) Por deudas con terceros.	- 360.600,56	-0,44%	- 277.664,79	-0,32%	-23,00%
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	- 138.146,91	-0,17%	62.037,40	0,07%	-144,91%
a) Cartera de negociación y otros.	- 138.146,91	-0,17%	62.037,40	0,07%	-144,91%
A.2) RESULTADO FINANCIERO (14+15+16+17+18+19)	- 444.696,66	-0,55%	- 202.835,85	-0,24%	-54,39%
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)	1.541.649,58	1,90%	1.805.684,52	2,10%	17,13%
20. Impuesto sobre beneficios.	- 401.241,76	-0,49%	- 455.492,54	-0,53%	13,52%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+20)	1.140.407,82	1,41%	1.350.191,98	1,57%	18,40%
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+21)	1.140.407,82	1,41%	1.350.191,98	1,57%	18,40%