



UNIVERSIDAD DE JAÉN
Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

INFORME DE VALORACIÓN DE DIA, S.A.

Alumno: María José Serrano Pozo

Junio 2015

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| 1. Introducción..... | 3 |
| 1.2 Breve resumen..... | 4 |
| 1.3 Abstract..... | 4 |
| 2. Descripción de la compañía..... | 4 |
| 2.2 Descripción del sector..... | 5 |
| 2.3 Competencia..... | 6 |
| 2.4 Estrategias..... | 7 |
| 2.5 Análisis DAFO..... | 8 |
| 3. Análisis económico-financiero..... | 10 |
| 4. Información financiera y bursátil..... | 16 |
| 5. Metodologías para el análisis..... | 20 |
| 5.2 Introducción..... | 20 |
| 5.3 Resultado Residual..... | 21 |
| 6. Estimación de las variables del coste de los fondos propios K_e | 21 |
| 6.2 Renta sin riesgo (R_f)..... | 22 |
| 6.3 Beta (β)..... | 23 |
| 6.4 Prima por riesgo..... | 24 |
| 6.5 Coste de los fondos propios (K_e)..... | 25 |
| 7. Cálculo del Resultado Residual..... | 25 |
| 7.2 Introducción..... | 25 |
| 7.3 Estimaciones futuras..... | 27 |
| 7.3.1 Estimación de los fondos propios..... | 27 |
| 7.3.2 Estimación del resultado..... | 27 |
| 7.3.3 Estimación de los dividendos..... | 27 |
| 8. Cálculo del valor de la acción..... | 31 |
| 9. Conclusiones..... | 34 |
| 10. Bibliografía..... | 35 |

1. INTRODUCCIÓN

En el presente informe se ha realizado la valoración de Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (a continuación se denominará DIA o la compañía). Para realizar dicha valoración se utilizará en la información pública, tanto contable como económica de la compañía, además de la información publicada en prensa especializada en finanzas y distintas webs de analistas financieros.

Dicho informe va a ser presentado en la Universidad de Jaén como un Trabajo de Fin de Grado y en él se plasmarán los conocimientos adquiridos a lo largo de la formación en los estudios superiores Grado en Finanzas y Contabilidad en el centro antes mencionado.

Para realizar este proyecto, se han puesto en valor los conocimientos adquiridos en asignaturas como Estadística, puesto que se necesitaba extraer datos de tablas y gráficos, así como saber expresar la información que estos mostraban. Otra área de estudios de la que se necesitaban tener amplios conocimientos para realizar este informe de valoración es el área de Contabilidad. Sobre todo, han ayudado bastante los conocimientos adquiridos en la asignatura Estados Financieros, donde, en el segundo curso del Grado en Finanzas y Contabilidad se enseña a analizar las cuentas anuales de las empresas, así como el significado de cada una de las partidas del Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, el Estado de Flujo de Efectivo y la Memoria. También a la hora de comenzar este proyecto era necesario tener conocimientos de Economía Financiera, puesto que para valorar una empresa previamente hay que estudiar sus datos económicos y saber entender el significado de ellos, para lo que han servido de ayuda todas las asignaturas de economía y finanzas, en general, impartidas en el mencionado grado. Pero sin duda, del plan de estudios del dicho grado, la asignatura en la que más se basa este Trabajo de Fin de Grado es en la asignatura impartida en el cuarto y último curso del Grado en Finanzas y Contabilidad, Análisis y Valoración de las Operaciones en los Mercados Financieros, puesto que esta asignatura nos ha mostrado a lo largo del primer cuatrimestre, varios de los métodos existentes a la hora de hallar el valor de los fondos propios o del activo de

una compañía. Cabe destacar que, aunque los métodos de análisis expuestos en dicha asignatura han sido breves por el problema del tiempo y de que la asignatura englobaba muchos más temas y aspectos de los mercados financieros, han sido de mucha ayuda para realizar el presente informe aunque al ser escasos hemos necesitado formarnos en más métodos de análisis para presentar un correcto informe de valoración de DIA.

1.2. BREVE RESUMEN

Este trabajo de fin de grado consiste en un informe de valoración de la empresa Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA). Se ha empleado el método del resultado residual (RR) para estimar el valor intrínseco de las acciones de DIA. Los resultados revelan que la compañía está sobrevalorada en el mercado, así que mi recomendación a los inversores es que rebajen sus inversiones en DIA.

1.3. ABSTRACT

This end-off-degree essay consists on a valuation report of the company Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA). I employed the residual income (RI) method to estimate the intrinsic value of the stocks of DIA. The results reveal that the company is overvalued in the market, so my recommendation to the investors is to downgrade their investments in DIA.

2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. es una empresa cotizada en el mercado continuo español, cuya principal actividad es el comercio al por menor de productos alimenticios y otro tipo de productos destinados al consumo, del sector de la distribución de la alimentación, productos de hogar, belleza y salud, a través de establecimientos propios y franquiciados.

DIA abrió su primera tienda en Madrid en el año 1979. A partir de ahí comenzó a expandirse por territorio nacional e internacional, hasta llegar hoy día a tener representación en cinco países: España, Portugal, Argentina, Brasil y China con un total de 7.306 tiendas (a 31 de diciembre de 2014) de las cuales 3.712 son tiendas propias y 2.886 son franquicias. Todo este número de tiendas DIA se divide en diferentes

formatos como, DIA Market, DIA Fresh y Fresh by Dia, DIA Maxi, Schlecker, Clarel, El Árbol, Cada Dia, Minipreço y Mais Perto.

2.2. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR

DIA opera en el sector de la distribución alimentaria que es uno de los eslabones más importantes de la cadena agroalimentaria. A través de sus tiendas se comercializan productos destinados a la alimentación, además de otros productos destinados al consumo y así se ponen en contacto a los productores con los consumidores.

La distribución comercial, en general, tiene la función de facilitar el intercambio de bienes y servicio poniendo en contacto a productores y consumidores, reduciendo así los costes de venta, ya que favorece el desarrollo económico e industrial y favorece las necesidades de compra de la sociedad.

Este sector ha ido evolucionando en el tiempo para adaptarse a los gustos y preferencias de los consumidores en cada momento. Tiene gran repercusión social y económica en los países desarrollados, ya que facilita el desarrollo económico de la sociedad y permite una mejor conexión entre la oferta y la demanda de los productos destinados al consumo alimentario.

Su misión es poner el producto a disposición del consumidor en la cantidad en que este lo desee y en el momento y el lugar donde necesite adquirirlo.

El coste de venta de los productos será razonable y acorde al uso y destino final del producto. Este coste lo elevarán las utilidades que son añadidas a los productos para los consumidores y los servicios ofrecidos por los productores.

La facturación total del sector de la distribución alimentaria al que pertenece DIA fue de 91.207 miles de millones de euros. También se ha podido saber que endeudamiento y el resultado total del sector fue de 17.746 miles de millones de euros y de 794,6 millones de euros respectivamente. Estos datos se obtienen a partir de la consultora Escura Consulting y del Instituto Nacional de Estadística (INE). Los datos publicados son a partir de las cifras del sector obtenidas para el año 2013 pero publicadas en la actualidad.

En la publicación del INE de febrero de 2015 en el que se presenta la encuesta anual de comercio con datos detallados del año 2013 se muestra que la cifra de negocios del comercio en general descendió un 1% en 2013 y se situó en 619.686 millones de euros.

Centrándonos en la comercialización al por menor de productos alimenticios, bebidas y tabaco en la encuesta mencionada se muestra una cifra de negocios de 22.759 millones de euros y unas ventas fuera de España de 74 millones de euros.

2.3.COMPETENCIA

DIA, al comercializar muchos tipos de productos en sus tiendas como alimentación, productos del hogar, cosmética, etc., posee un gran número de competidores, entre los que destacan: Mercadona, Eroski, Carrefour, Lidl y las pequeñas tiendas de barrio y tiendas 24 horas.

Las pequeñas tiendas de barrio suelen estar especializadas en un tipo de producto, como pueden ser las panaderías, fruterías, carnicerías, pescaderías, etc., lo cual hace que la calidad de estos productos sea mayor que en los supermercados distribuidores como DIA, lo que atrae a un tipo de consumidores más exigentes con los productos que van a adquirir y a la hora de comprar elijan estas tiendas especializadas.

En cuanto a los demás supermercados distribuidores competencia de DIA que se han mencionado, suelen situarse muy cerca geográficamente de los establecimientos de la compañía, lo cual hace que los clientes a la hora de realizar su compra puedan preferir otros establecimientos como Mercadona y hacer que DIA pierda clientes. Este problema también afecta al desarrollo y crecimiento de establecimientos DIA.

Se ha podido observar que *“en el año 2014 DIA de nuevo consiguió mejorar su cuota de mercado en España (excluyendo la adquisición del El Árbol) situando esta cifra en 7,83%”* según muestran las cuentas anuales consolidadas de dicho año de acuerdo a Kantar World Panel.

Para el año 2015 *“DIA aumentará su oferta de productos desafiando que es una cadena puramente de alimentación e incorporara una línea gourmet para impulsar los productos frescos y continuar ganando cuota de mercado ante una probable mejora del poder adquisitivo del consumidor español”*. Esto se muestra en un artículo de la web www.eleconomista.es a partir de las declaraciones en una entrevista que el director

corporativo y responsable financiero del grupo DIA dio en diciembre de 2014 a la web financiera Reuters.

En la siguiente tabla se muestra la comparativa de las cuotas de las diez cadenas de distribución que dominan el mercado de gran consumo en España.

| Cuota valor total gran consumo | | |
|--------------------------------|-------|-------|
| | 2014 | 2013 |
| Mercadona | 22,1% | 21,5% |
| Carrefour Hiper | 7,7% | 7,5% |
| DIA | 7,6% | 7,4% |
| Eroski Súpers | 3,3% | 3,1% |
| Lidl | 3,1% | 2,7% |
| Alcampo | 2,8% | 2,9% |
| Consum | 1,9% | 1,7% |
| Eroski Hiper | 1,6% | 1,5% |
| Ahorramas | 1,5% | 1,5% |
| Caprabo | 1,3% | 1,3% |

Fuente: Kantar WorldPanel

De la presente tabla se puede extraer que el Grupo Mercadona tiene una posición muy diferenciada en el mercado y le siguen Carrefour y DIA pero de lejos, ya que estas tienen una cuota en torno al 7% y la de Mercadona se encuentra en el 22,1%.

También se observa que con respecto al año 2013, la cuota de Mercadona ha disminuido un 0,6% y la de sus seguidores más cercanos ha aumentado. Estos aumentos y disminuciones se deben a un cambio en las preferencias de los consumidores, los cuales ahora apuestan por los productos frescos en lugar de los envasados.

2.4. ESTRATEGIAS

Las estrategias que sigue la sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación y según la compañía las plasma en su propia web: www.diacorporate.com son:

- *“Liderazgo en proximidad. DIA es una especialista en proximidad, lo que supone acercar los productos del día a día a sus clientes sin necesidad de que tengan que hacer grandes desplazamientos, lo que les permite un gran ahorro económico y de tiempo a los ciudadanos. Esto es posible gracias a la integración en el mapa urbano de las ciudades, siendo un modelo comercial que*

hace la vida más fácil y que es respetuoso con el entorno ayudando al mantenimiento de la vertebración de la ciudad y al dinamismo del resto de los comercios que hay en ella.

- *Liderazgo en precios. DIA trabaja con el objetivo continuo de mejora de la eficiencia que da como resultado su indiscutible liderazgo en precios, que incrementa el poder de compra de los clientes con la mejor relación calidad-precio del mercado. Uno de los objetivos de la compañía es la alimentación de calidad al alcance de todos.*
- *El líder de la franquicia. Su experiencia en el diseño de un patrón de negocio incomparable se transfiere a su red de franquicias concediendo al franquiciado la posibilidad de formar parte de una gran red comercial perteneciente al líder en proximidad. La adaptabilidad del modelo de franquicia y la cercanía del franquiciado con los clientes, facilita un servicio personalizado reforzando la oferta de productos de calidad a los mejores precios, creando así el mejor modelo de proximidad.*
- *Innovación y transferencia del conocimiento. El modelo de gestión de DIA es único. La compañía ha adquirido y desarrollado internamente un saber hacer que supone que DIA tenga un posicionamiento claramente diferenciador. Esta experiencia se traslada a todos los eslabones de la cadena desde el interior de la compañía hacia el exterior, actuando de correa de transmisión del conocimiento.*
- *Eficiencia. La mejora de los procesos, la revisión continua y la búsqueda constante de la excelencia forman parte del ADN de DIA. No hay responsabilidad sin eficiencia. Esta eficiencia es la mejor garantía de su sostenibilidad.*
- *Crecimiento rentable. Desde su nacimiento en 1979 DIA no ha dejado de crecer. Su vocación de internacionalización, su capacidad de innovación y una gran versatilidad la convierten en un corredor de fondo que necesita asumir nuevos retos tras alcanzar la meta prevista.”*

2.5. ANÁLISIS DAFO

Con el análisis DAFO de la compañía se pretenden mostrar las debilidades y amenazas a las que la empresa se enfrenta, pero también las fortalezas y oportunidades con las que consta.

Debilidades

- La imagen de la marca de la compañía no es tan fuerte como la de sus competidores, lo que conlleva a que muchos sectores de población lo asocien a una mala calidad del producto.
- Las tiendas DIA no cuentan con un servicio de reparto a domicilio, lo que aleja a muchos clientes que, por diversas razones, no disponen de vehículo, tiempo o simplemente no pueden trasladar la compra a su domicilio y ante esta debilidad hace que para hacer su compra elijan a la competencia.

Amenazas

- Con la situación económica actual que se encuentra España, en la que muchas personas y familias se encuentran en paro, hace que no todas las personas puedan realizar semanal, o incluso diariamente la compra de productos que en otras condiciones si realizarían.
- Una gran amenaza para DIA son la gran cantidad de supermercados que cada vez más están posicionándose como líder de este sector, como por ejemplo es Mercadona, en el que se comercializa una gran variedad de productos como ya hace DIA desde 1979, pero cuya imagen de marca esta mejor posicionada en el mercado, lo que cada vez atrae a más clientes.

Fortalezas

- Su gran número de tiendas y su proximidad a los clientes hace de las tiendas DIA una de las más usadas por los consumidores en las compras diarias de productos básicos.
- El hecho de que sea una compañía que cotiza en el mercado continuo español y que tenga representación en 5 países hace que se la conozca como una sociedad estable y con gran fuerza en el sector.

Oportunidades

- La representación de DIA en el ámbito internacional y, concretamente, en países en crecimiento como China, hace que esto sea una gran oportunidad de crecimiento y expansión para la compañía.
- DIA hace grandes ofertas en sus productos adaptándose a las exigencias de los consumidores, captando así a nuevos clientes a parte de permitirle mantener a los actuales.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

Antes de comenzar con el análisis de los estados financieros se adjuntará en el presente informe las cuentas anuales consolidadas mencionadas con anterioridad de las que se están sacando muchos de los datos necesarios para elaborar este informe correctamente.

Estos serán:

- Balances
- Cuenta de pérdidas y ganancias
- Estado de cambios en el patrimonio neto
- Estado de flujos de efectivo

Las cifras representadas en ellos vienen expresadas en miles de euros.

| BALANCE | | | | | |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | |
| ACTIVO | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
| Inmovilizado material | 1.270.356 | 1.601.651 | 1.618.631 | 165.960 | 1.597.421 |
| Fondo de comercio | 464.642 | 454.388 | 422.966 | 416.543 | 414.435 |
| Otros activos intangibles | 32.567 | 45.613 | 38.377 | 44.376 | 45.419 |
| Inversiones contabilizadas aplicando el m. de la participac. | 0 | 787 | 1.303 | 1.599 | 108 |
| Otros activos financieros no corrientes | 81.162 | 79.086 | 65.253 | 57.668 | 51.665 |
| Crédito al consumo de acti. Financieras | 363 | 555 | 1.037 | 1.973 | 3.191 |
| Activos por impuesto diferido | 147.890 | 57.667 | 54.550 | 58.191 | 29.283 |
| Activos no corrientes | <u>1.996.980</u> | <u>2.239.747</u> | <u>2.202.117</u> | <u>2.206.310</u> | <u>2.141.522</u> |
| Existencias | 553.119 | 544.867 | 527.066 | 521.926 | 539.303 |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar | 244.592 | 209.661 | 179.556 | 191.254 | 178.983 |
| Créditos al consumo de actividades financieras | 6.362 | 5.698 | 5.444 | 5.364 | 5.634 |
| Activos por impuestos corrientes | 106.940 | 77.651 | 80.218 | 61.705 | 38.392 |
| Otros activos financieros corrientes | 12.144 | 10.714 | 30.643 | 18.981 | 21.615 |
| Otros activos | 7.836 | 14.112 | 15.299 | 14.100 | 11.097 |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes | 199.004 | 262.037 | 350.425 | 289.943 | 316.842 |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta | 10 | 6.100 | 13.875 | | |
| Activos corrientes | <u>1.130.007</u> | <u>1.130.840</u> | <u>1.202.526</u> | <u>1.103.273</u> | <u>1.111.866</u> |
| TOTAL ACTIVO | <u>3.126.987</u> | <u>3.370.587</u> | <u>3.404.643</u> | <u>3.309.583</u> | <u>3.253.388</u> |

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. “Cuentas anuales consolidadas”. Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

| BALANCE | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | |
| PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
| Capital | 65.107 | 65.107 | 67.934 | 67.934 | 3.899 |
| Prima de emisi3n | 618.157 | 618.157 | 618.157 | 618.157 | 848.533 |
| Reservas | -553.059 | -659.648 | -624.624 | -648.968 | 565.396 |
| Otros instrumentos de patrimonio propio | -36.037 | -10.510 | 157.884 | -37.066 | 0 |
| Beneficio neto del ejercicio | 319.229 | 209.259 | -53.089 | 98.462 | 122.149 |
| Diferencias de conversi3n | 45.836 | -37.909 | -13.516 | 86 | 4.594 |
| Ajustes de valor por operaciones de cobertura | 55 | -820 | -647 | 167 | -20 |
| <u>PN atribuido a tenedores de instr. De la dominante</u> | <u>377.616</u> | <u>183.636</u> | <u>152.099</u> | <u>98.772</u> | <u>430.283</u> |
| Participaciones no dominantes | -46 | 0 | -4.436 | 5.844 | -7.794 |
| TOTAL PAT. NETO | 377.570 | 183.636 | 147.663 | 104.616 | 422.489 |
| Deuda financiera no corriente | 532.532 | 700.672 | 553.112 | 599.656 | 27.994 |
| Provisiones | 86.100 | 72.570 | 100.630 | 168.975 | 184.433 |
| Otros pasivos financieros no corrientes | 7.539 | 8.245 | | | |
| Pasivos por impuesto diferido | 2.749 | 57.978 | 115.509 | 85.614 | 10.377 |
| <u>Pasivos no corrientes</u> | <u>628.920</u> | <u>839.465</u> | <u>769.251</u> | <u>854.245</u> | <u>222.804</u> |
| Deuda financiera corriente | 199.912 | 212.328 | 426.623 | 266.146 | 540.459 |
| Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar | 1.693.113 | 1.786.884 | 1.758.570 | 1.780.233 | 1.726.110 |
| Pasivos por impuestos corrientes | 82.440 | 141.837 | 118.460 | 117.313 | 106.820 |
| Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes | 8.747 | 18.702 | 7.208 | 6.851 | 23.489 |
| Otros pasivos financieros | 136.189 | 156.679 | 154.687 | 178.287 | 208.190 |
| Pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para venta | 96 | 31.056 | 22.181 | 1.892 | 2.547 |
| <u>Pasivos corrientes</u> | <u>2.120.497</u> | <u>2.347.486</u> | <u>2.487.729</u> | <u>2.350.722</u> | <u>2.608.095</u> |
| TOTAL PATRIM. NETO Y PASIVO | 3.126.987 | 3.370.587 | 3.404.643 | 3.309.583 | 3.253.388 |

Fuente: Elaboraci3n propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. "Cuentas anuales consolidadas". Disponible online en la web de la compa1a: www.diacorporate.com

| CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS | | | | | |
|--|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | |
| | <i>2014</i> | <i>2013</i> | <i>2012</i> | <i>2011</i> | <i>2010</i> |
| Ventas | 8.010.967 | 7.945.581 | 10.124.328 | 9.728.544 | 9.588.045 |
| Otros ingresos | 105.250 | 94.260 | 136.651 | 114.953 | 84.951 |
| Total ingresos | 8.116.217 | 8.039.841 | 10.260.979 | 9.843.497 | 9.672.996 |
| Cosumo de mercaderías y otros consumibles | -6.350.221 | -6.312.374 | -8.104.512 | -7.752.534 | -7.621.858 |
| Gastos de personal | -660.282 | -628.497 | -813.559 | -803.687 | -796.007 |
| Gastos de explotación | -580.120 | -549.847 | -755.971 | -779.770 | -776.408 |
| Amortizaciones | -184.604 | -188.951 | -279.115 | -277.388 | -292.321 |
| Deterioro | -5.525 | 1.501 | -8.196 | -9.022 | -8.000 |
| Resultados procedentes de inmovilizado | -11.558 | -7.636 | -12.061 | -4.295 | -40.359 |
| Resultados de explotación | 323.907 | 354.037 | 287.565 | 216.801 | 138.043 |
| Ingresos financieros | 16.447 | 13.310 | 8.367 | 8.614 | 5.945 |
| Gastos financieros | -57.259 | -46.209 | -59.514 | -44.006 | -18.628 |
| Resultado procedente de instrumentos financieros | 103 | 0 | 18.196 | 0 | 0 |
| Resultado de sdades por el mtd. De participación | 0 | 0 | 1.070 | 870 | -600 |
| Beneficio antes de impuestos de actividades continuadas | 283.198 | 321.138 | 255.684 | 182.279 | 124.760 |
| Impuesto sobre beneficios | -74.556 | -100.811 | -101.839 | -83.449 | -87.207 |
| Beneficio después de impuestos de act. Contin. | 208.642 | 220.327 | 153.845 | 98.830 | 37.553 |
| Resultado de las actividades interrumpidas | 120.582 | -24.269 | -7.459 | -4.456 | 79.341 |
| Beneficio neto | 329.224 | 196.058 | 146.386 | 94.374 | 116.894 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. "Cuentas anuales consolidadas". Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

| ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO | | | | | |
|---|---------|---------|---------|--------|---------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | |
| | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
| Beneficio neto del ejercicio | 329.224 | 196.058 | 146.386 | 94.374 | 116.894 |
| Transferencia a la cuenta de resultados consolidada | -7.052 | -24.566 | -13.956 | -2.782 | 2.943 |
| Resultado global total, neto de impuestos | 322.172 | 171.492 | 132.430 | 91.592 | 119.837 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. “Cuentas anuales consolidadas”. Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

| ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | |
| | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
| <u>Actividades de explotación</u> | | | | | |
| Resultado antes de impuestos | 224.065 | 280.501 | 248.225 | 177.823 | 124.760 |
| Ajustes al resultado | 425.493 | 247.251 | 269.381 | 315.085 | 277.684 |
| Ajustes al capital circulante | -264.392 | -63.534 | -93.884 | -23.235 | 59.409 |
| Flujos de efectivo netos de las act. De explotación | 385.166 | 464.218 | 423.722 | 469.673 | 541.369 |
| <u>Actividades de inversión</u> | | | | | |
| Flujos de efectivo netos de las act. De inversión | -240.046 | -349.861 | -339.880 | -344.118 | -198.323 |
| <u>Actividades de financiación</u> | | | | | |
| Flujos de efectivo netos de las act. De financiación | -215.840 | -207.606 | -42.020 | -172.385 | -292.020 |
| Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo | -70.720 | -93.249 | 41.822 | -46.830 | 51.026 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al 1 de enero | 262.037 | 314.873 | 289.943 | 316.842 | 250.778 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al 31 de diciembre | 199.004 | 262.037 | 350.425 | 289.943 | 316.842 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. “Cuentas anuales consolidadas”. Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

En el 2014, Distribuidora Internacional de Alimentación alcanzó unos ingresos consolidados de 8.116.217.000€, 76.376 miles de euros más con respecto al año 2013.

El patrimonio neto de la compañía en el año 2014 ha aumentado con respecto a los años anteriores como se puede observar en las tablas anteriormente adjuntadas, ello es debido en parte al incremento del beneficio neto obtenido en el ejercicio por la compañía.

El beneficio neto extraído de las cuentas anuales consolidadas de la compañía a 31 de diciembre de 2014 es de 329.224.000€. De dichas cuentas también se extrae que dicho resultado en 2013 fue muy inferior al del presente año, 196.058.000€ por lo que se obtiene que el beneficio neto de la compañía ha aumentado considerablemente su valor. Esto es producido por el valor que se presenta en las cuentas anuales consolidadas en la cuenta “resultado de las actividades ininterrumpidas”, que como hemos podido observar en la cuenta de pérdidas y ganancias adjuntada, ya que esta cuenta en años anteriores representaba un resultado negativo y en el ejercicio 2014 presenta un valor de más de 120 millones de euros.

De las mencionadas cuentas anuales con fecha 31 de diciembre de 2014 se obtiene que la compañía en dicho ejercicio ha obtenido un EBITDA ajustado de 585.319.000€, vemos que también ha incrementado su valor con respecto al ejercicio anterior, puesto que en 2013 obtuvo un valor de 581.386.000€. Este valor la compañía espera aumentarlo para el próximo ejercicio gracias a *“la combinación de crecimiento orgánico y a la aportación positiva de las adquisiciones”* según se menciona en las cuentas anuales consolidadas a fecha 31 de diciembre de 2014.

El EBITDA ajustado es definido en las cuentas anuales como *“el resultado operativo antes de depreciación y amortización de elementos de inmovilizado reintegrado de gastos e ingresos por reestructuración, deterioro y reestimación de vida útil, pérdidas y ganancias procedentes de inmovilizado”*

Tras estos resultados, la compañía plasma en las cuentas anuales consolidadas mencionadas anteriormente que en 2015, la compañía espera *“acelerar el crecimiento de sus ventas gracias al crecimiento orgánico y nueva contribución de las adquisiciones (El Árbol) y la integración de las tiendas de Eroski (transacción pendiente de la aprobación de las autoridades de competencia).”*

Es necesario destacar que durante la realización del presente documento, el Consejo de Administración de DIA y las sociedades del Grupo Eroski con las que se tenía acuerdo han suscrito un documento porque él se fija la integración de 144 supermercados por un precio total de 135.348.119,41€. La aprobación de esta operación se publicó en la web de la compañía (www.diacorporate.com) el día 17 de abril de 2015, en el apartado de hechos relevantes y por el cual también se puede saber que la adquisición efectiva de los

supermercados se hará de forma gradual durante los cuatro meses siguientes a la publicación del documento.

El resultado global total neto de impuestos que obtenido del estado de cambios en el patrimonio neto consolidado es de un total de 322.172 miles de euros, cantidad que en 2014 obtiene un gran aumento con respecto a años anteriores, ya que en el ejercicio 2013 esta cuenta tuvo un valor de 171.492 miles de euros. Por lo tanto, extraemos que la cuenta resultado global neto de impuestos de DIA del 2014 con respecto al 2013 ha aumentado en más de 150 millones de euros su valor.

4. INFORMACIÓN FINANCIERA Y BURSÁTIL

Cabe matizar que los datos bursátiles a los que se hace referencia en este análisis son los ocurridos hasta el día 30 de abril de 2015.

DIA es una compañía internacional que cotiza en la bolsa de Madrid y que forma parte del IBEX 35 que es el índice de referencia del mercado bursátil español. Actualmente, la compañía tiene 651.070.558 de acciones en el mercado con un valor nominal de 0,10 euros la acción.

De ese total de acciones que DIA tiene actualmente en circulación el 0,963% la empresa las tiene en autocartera, lo que corresponde a 6.274.015 títulos y el 8,999%. 58.588.608 corresponden a acciones concertadas y el resto 90,03% de títulos corresponden al free float de la compañía, lo que se traduce en 586.207.935 títulos.

El histórico de cotizaciones de la compañía en los últimos años es el siguiente:



Fuente: Gráfico extraído de la web <https://es.finance.yahoo.com>

Como se observa en el gráfico la cotización de las acciones de la compañía ha aumentado su valor en el tiempo.

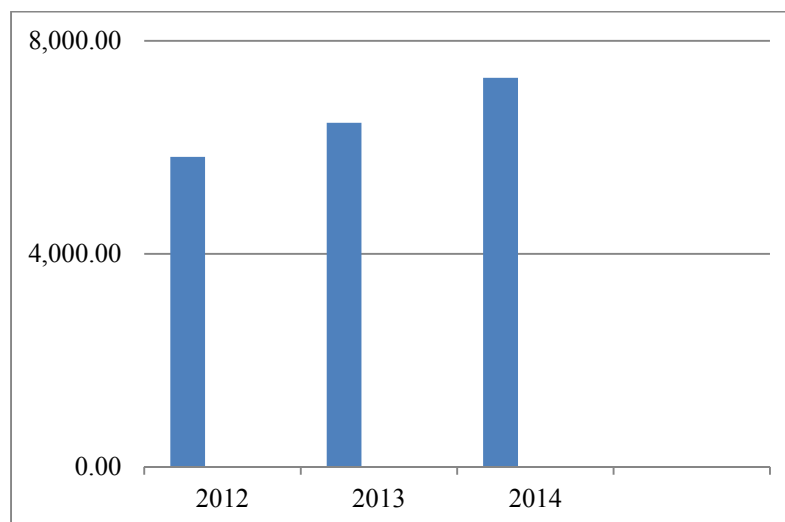
A rasgos generales, la tendencia de las acciones no ha experimentado bruscos cambios en el tiempo. El mayor cambio a peor que podemos observar es que en octubre del pasado año el precio de la acción, tras varias semanas de bajada alcanzando un mínimo de 4,62€/acción el día 16 de octubre de 2014 aunque, con el tiempo, ha ido recuperando su valor, hasta hoy día volver a situarse en los valores de cotización en los que estaba antes de esa bajada.

La bajada en la cotización hasta llegar al mínimo antes mencionado de las acciones de DIA en el mes de octubre de 2014 fue provocada por el momento de volatilidad en el que se encontraban todos los mercados financieros internacionales. Concretamente las Bolsas de Europa registraron el pasado 16 de octubre fuertes bajas que al final de la jornada se fueron suavizando gracias al anuncio del Banco Central Europeo de tomar medidas para aumentar la liquidez de la banca griega. En la Bolsa de Madrid, el índice del Ibex 35, en el cual cotiza la compañía que estamos analizando, tuvo, al cierre del día mencionado, una bajada de 1,72%, situándose en los 9.669,70 puntos. Dicho día, el BCE también fijó la cotización oficial del euro frente al dólar en 1,2749.

Este proceso de incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros vinieron provocados por las bajadas del precio del petróleo que tuvieron lugar el pasado año 2014. Otro de los motivos de esta bajada en los mercados, fueron los inversores de la zona euro estaban en un momento de incertidumbre por volver a la recesión, ya que en el segundo trimestre del año, el PIB de la euro zona quedó estancado en cero, y se temía que volviera a caer y que el crecimiento en el resto del mundo fuera muy lento. En definitiva, lo que el mercado estaba pidiendo era que el BCE refuerce aún más sus medidas de estímulo, incluyendo también a los Gobiernos de los países incrementando su deuda y reforzando sus inversiones.

Las cifras clave obtenidas del fact-sheet (hoja de hechos) que la sociedad tiene publicada en su web www.diacorporate.com son los siguientes:

- Observamos cómo el número de tiendas de la compañía ha aumentado en los últimos tres años, quedando así: 5.821 para el 2012, 6.463 el 2013 y 7.306 el 2014.

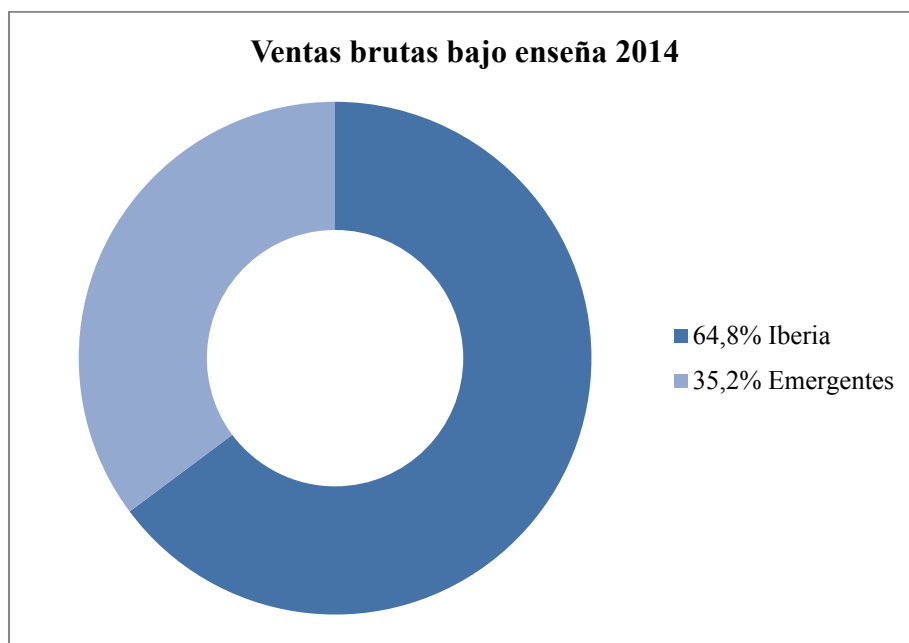


Fuente: Elaboración propia a partir de la hoja de hechos publicada por DIA. "Fact Sheet". Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

El hecho de que el número de tiendas DIA aumente con el tiempo es un aspecto muy positivo, ya que una de las ventajas que tiene la marca es su proximidad con el cliente. Por lo tanto, al aumentar el número de tiendas, hace que aumente la proximidad con los clientes o posibles clientes que pueda tener la compañía.

Tener más cercanía con los clientes hace que cada vez más usuarios elijan DIA para sus compras diarias. Esto hace que las ventas de la compañía crezcan y con ellas el resultado de explotación de la sociedad.

- Ventas brutas bajo enseña del año 2014:

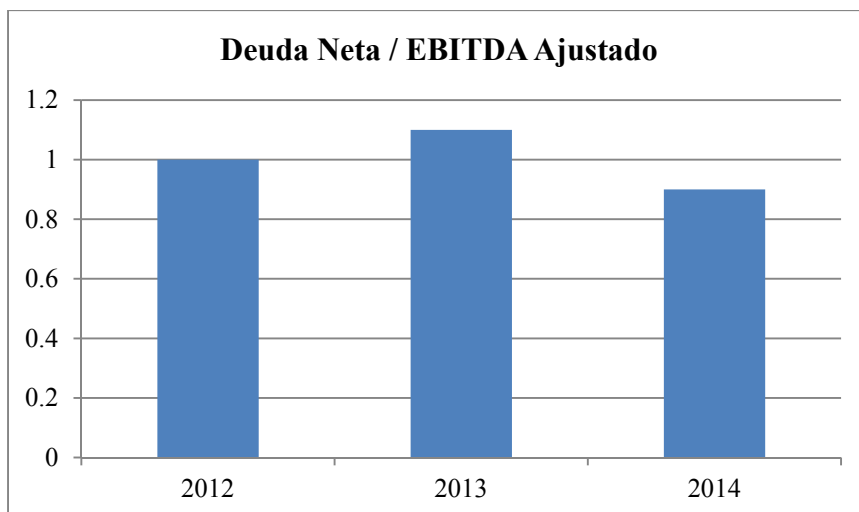


Fuente: Elaboración propia a partir de la hoja de hechos publicada por DIA. "Fact Sheet". Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

En Iberia, las ventas brutas bajo enseña de 2014 descendieron un 0.8% hasta situarse en torno a los 6.000 millones de euros, de las que 316 millones corresponden a Schlecker/Clarel y más de 130 millones de euros a El Árbol. Datos extraídos del informe de gestión consolidado del año 2014.

En emergentes DIA continua creciendo consiguiendo una cuota de mercado en Brasil del 7,1% y de hasta el 12,1% en Argentina.

- Cifras de deuda neta dividida entre el EBITDA ajustado por elementos no recurrentes de los últimos tres años:



Fuente: Elaboración propia a partir de la hoja de hechos publicada por DIA. “Fact Sheet”. Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

En este gráfico se ve cómo la deuda neta dividida entre el EBITDA ajustado se mantiene en torno a 1% en los últimos tres años aunque en el último año ha disminuido con respecto a los dos anteriores que muestran el gráfico. El resultado es debido a que en el año 2014 la cifra que representa la deuda neta se sitúa en los 533,4 millones de euros y en 2013 fue de 651 millones de euros.

En el año 2014, DIA ha mejorado otra vez su cuota de mercado en España en 22 puntos básicos hasta llegar al 7,83%.

En cuanto al rating o calificación crediticia, “las agencias Standard and Poor’s (S&P) y Moody’s han asignado a DIA una nota a largo plazo de BBB- y Baa3 respectivamente, ambas con perspectiva estable. El propósito DIA es mantener el rating corporativo de la compañía para los próximos años y no alcanzar un apalancamiento financiero superior al 1.5 de la deuda neta sobre el EBITDA ajustado”, según expone el informe de gestión consolidado a fecha 31 de diciembre de 2014.

5. METODOLOGÍAS PARA EL ANÁLISIS

5.2. INTRODUCCIÓN

Tras observar la información económica y financiera de la compañía Distribuidora Internacional de Alimentación y con los datos bursátiles que disponemos, se ha decidido realizar el análisis de la compañía por el método del Resultado Residual.

El modelo del resultado residual (RR) elegido es menos sensible a las variaciones en el valor terminal que otros modelos de descuento de flujos de caja. Esto es importante ya que el valor terminal depende de las predicciones futuras y por tanto no son datos reales de los que tengamos constancia actualmente, sino que son predicciones de los analistas

financieros expertos en la materia o de cualquiera que se encuentre inmerso en un informe de valoración como es mi caso.

No obstante, el modelo del RR también tiene inconvenientes. El principal de ellos es que está basado en datos contables la cual presenta información sesgada por la manipulación de las cifras contables realizadas por la gerencia de las empresas. Otra consecuencia es que en contabilidad existen determinados activos con valor económico que no son reconocidos contablemente como son los intangibles.

Para analizar la compañía Distribuidora Internacional de Alimentación se utilizarán los datos de las cuentas anuales de la empresa de los últimos 5 años, es decir, desde 2010 hasta 2014, presentados anteriormente. Estos datos se emplearán en la estimación de datos futuros esperados, utilizando métodos comúnmente usados por autores y analistas financieros.

A continuación se explican detalladamente estos métodos de estimación utilizados para cada una de las variables que componen el modelo del Resultado Residual.

5.3.RESULTADO RESIDUAL

El resultado residual o RR es el exceso de resultado que ha obtenido la empresa sobre el resultado mínimo requerido por los accionistas. A estos efectos, el resultado mínimo requerido por los accionistas puede calcularse como el resultado de aplicar el coste de capital propio (K_e) a los fondos propios de la empresa al principio del periodo. Así su ecuación sería:

$$RR = Resultado_t - K_e * Fondos Propios_{t-1}$$

Así obtengo el resultado residual para cada año o periodo necesarios para este análisis, pero para obtener el valor de los fondos propios mediante este modelo hay que descontar el RR a la tasa de descuento de fondos propios mediante la siguiente fórmula:

$$Valor FP = FP_0 + \Sigma \frac{E(RR)}{(1 + K_e)^t}$$

6. ESTIMACIÓN DE LAS VARIABLES DEL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS (K_e)

El coste de capital de los fondos propios es la tasa de descuento que tendremos que aplicar al método elegido para valorar la compañía Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. La teoría financiera expone que la tasa de descuento que debería aplicarse a una corriente de flujos de caja debería ser la rentabilidad mínima que se exigiría a esa corriente, y dependerá principalmente del riesgo asociado a ella.

Según la teoría financiera, la rentabilidad mínima requerida a una inversión con riesgo será igual a la rentabilidad que tendría una inversión sin riesgo, más los riesgos asumidos por la prima por riesgo de cada factor de riesgo.

En este informe se estimará el coste de capital de los fondos propios o K_e por el método más conocido de este modelo de estimación de la rentabilidad mínima, que es el modelo del CAPM.

$$K_e = R_f + \beta * (E_M - R_f)$$

Donde:

R_f = renta sin riesgo o tasa libre de riesgo.

β = pendiente de la regresión de la rentabilidad de la acción sobre la rentabilidad del mercado.

$E_M - R_f$ = prima por riesgo del mercado de capitales.

Para estimar estas variables, se ha seguido el método descrito por A. Damodaram en el máster de valoración de empresas que imparte en la Universidad de Nueva York, cuya documentación se encuentra publicada en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> y en su libro *Investment Valuation* (Damodaran 2002).

6.2. RENTA SIN RIESGO. (R_f)

La renta sin riesgo (R_f) es la rentabilidad que se obtendría con la inversión en un activo que estuviera libre de todo riesgo.

En la práctica, se suele utilizar como subrogado de la rentabilidad sin riesgo la rentabilidad de las inversiones en deuda emitida por los Gobiernos, si bien puede ser necesario ajustar dicha rentabilidad para evitar las posibles primas por riesgo que puedan llevar incorporadas. Por este motivo, estimaré el valor de R_f tomando como referencia los bonos de deuda pública nominados en euros.

El bono del gobierno alemán a diez años, es la referencia de solvencia de los países del euro, además desde finales de 2014 se encuentra en mínimos históricos, llegando incluso a situarse en tasas muy próximas a cero en abril del 2015. Estos datos comparados con el rendimiento de la deuda española para el mismo periodo de años, amplían la prima de riesgo.

Así que, como los datos bursátiles utilizados para este informe son con fecha límite del 30 de abril, para representar R_f se utilizará la tasa del bono del Gobierno Alemán a 10 años del día 30 de abril de 2015 que se correspondería con un 0,36%. (*Dato obtenido de la web www.datosmacro.com*).

$$R_f = 0,36\%$$

6.3. BETA. (β)

A la hora estimar el valor de Beta, se podría hacer de varias maneras pero en este caso se utilizará la estimación a partir del beta económico del sector, siguiendo el método indicado por Damodaran (2002).

Para aplicar este método hay que considerar que todas las empresas que actúan en un mismo sector están expuestas a los mismos riesgos económicos, los cuales son medidos por el beta económico del sector. También hay que basarse en que cada empresa se considerará como una cartera de inversiones.

De esta forma, y considerando que una empresa actúa en un único sector, estimaremos el beta de la siguiente forma:

$$\beta_{Activo} = \beta_{Sector}$$

$$\beta_{Fondos Propios} = \beta_{Activo} * (1 + L * (1 - t)) - \beta_{Deuda} * (L * (1 - t))$$

Siendo L el ratio de endeudamiento, calculado como el valor de la deuda dividido entre el valor de los fondos propios y t la tasa impositiva de la empresa.

No obstante, es común asumir que el β_{Deuda} es prácticamente cero, con lo que el valor del beta de los fondos propios se simplificaría como:

$$\beta_{Fondos Propios} \approx \beta_{Activo} * (1 + L * (1 - t))$$

Consultando la web de A. Damodaran http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html donde se muestran las estimaciones de los betas por sectores de actividad, se obtiene que, para DIA, su beta del sector en el que actúa se correspondería con el de “venta al por menor, distribuidores” (Retail. Distrib). Dicho sector, según las estimaciones de Damodaran tiene un beta de 1,12.

El ratio de endeudamiento de la compañía tras realizar los cálculos oportunos da un resultado de 0,562381. Obtenido así:

$$L = \frac{2.749.417.000}{4.888.890.000}$$

Aunque es conveniente usar el valor de mercado tanto para el valor de los fondos propios como para el de la deuda, y no los valores contables. Se usan los valores de mercado porque refleja las expectativas de los inversores y muestra de forma más fiel el valor de dicha masa patrimonial.

Sin embargo, el hecho de tener que usar estimaciones del valor de mercado de los dos valores mencionados nos crea un problema de circularidad. Esto es que para estimar los fondos propios necesitamos estimar el coste de capital y para estimar el coste de capital tenemos que estimar los fondos propios.

Por lo tanto, para estimar los valores de deuda y fondos propios los podemos estimar de la siguiente forma:

- En general, se puede admitir que el valor contable puede ser una buena aproximación del valor de mercado de la deuda. Por ello, para este valor usamos la cantidad de 2.749.417 miles de euros.
- Para el valor de mercado de los fondos propios, la primera opción con la que nos encontramos es usar la capitalización actual en el mercado de los fondos propios de DIA. En este caso, el denominador de la ecuación para obtener el resultado del endeudamiento serían 4.888.890 miles de euros. Dato obtenido de la web <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=DIDA.MC>

La tasa impositiva que afecta a la empresa se calcularía como el impuesto sobre beneficios dividido entre el beneficio antes de impuestos de actividades continuadas, quedando así:

$$t = \frac{-74.556}{283.198}$$

De lo que obtenemos que t es igual a -26,326%.

Por lo tanto ya se puede calcular la tasa del beta de los fondos propios:

$$\beta = 1,12 * (1 - 0,562381 * (1 - 26,326\%))$$

$$\beta_{Fondos\ propios} = 1,584$$

6.3.PRIMA POR RIESGO ($E_M - R_f$)

Para la tasa de la prima por riesgo nos basaremos en las estimaciones de A. Damodaran en la que obtiene la prima por riesgo combinando la estimación de la prima de riesgo de un país adicional.

Así, en su máster de valoración muestra que para España, en enero de 2015, el ERP total es de 8,60% y la prima de riesgo del país es 2,85%. Aunque estos datos son de enero 2015 y nosotros estamos valorando la empresa a 30 de abril, se utilizará este dato de enero, ya que estimamos que en esos tres meses no habrá variado considerablemente dicha prima.

A partir de ahí y como para estimar los dos anteriores factores de la tasa del coste de los fondos propios se han utilizado los valores expuestos por Damodaran, para darle valor a la prima por riesgo también nos basaremos en las estimaciones expuestas por él.

Por tanto, la prima por riesgo para España sería un 8,60%.

Estos datos se han obtenido de la web de A. Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> en el apartado de clases regulares del máster de valoración que el autor imparte en la Universidad de Nueva York.

6.4. COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS (K_e)

Expuestas las estimaciones de los factores que influyen en el coste de los fondos propios, procedo a calcular dicha tasa de actualización, que quedaría así:

$$K_e = 0,36\% + 1,584 * 8,60\%$$

Obteniendo un valor para K_e de:

$$K_e = 13,983\%$$

7. CÁLCULO DEL RESULTADO RESIDUAL

7.2 INTRODUCCIÓN

Para poder estimar los resultados residuales futuros, previamente se han calculado los resultados residuales de los últimos años. Para ello, se utilizó la información obtenida de las cuentas anuales siguientes:

| <i>Cifras expresadas en miles de euros</i> | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Activo fijo | 2.141.522 | 2.206.310 | 2.202.117 | 2.239.747 | 1.996.980 |
| Capital Circulante | -1.813.071 | -1.537.392 | -1.635.628 | -1.478.683 | -1.189.494 |
| Tesorería | 316.842 | 289.943 | 350.425 | 262.037 | 199.004 |
| Total inversión | 645.293 | 958.861 | 916.914 | 1.023.101 | 1.006.490 |
| Resultado | 116.894 | 94.374 | 146.386 | 196.058 | 329.224 |
| Fondos propios | 422.489 | 104.616 | 147.663 | 183.636 | 377.570 |
| Pasivo | 2.830.899 | 3.204.967 | 3.256.980 | 3.186.951 | 2.749.417 |

Fuente: *Elaboración propia a partir de las cuentas anuales publicadas por DIA. "Cuentas anuales consolidadas"*. Disponible online en la web de la compañía: www.diacorporate.com

Para calcular el resultado residual tenemos que aplicar la fórmula expuesta anteriormente, que sería la siguiente:

$$RR = Resultado_t - K_e * Fondos Propios_{t-1}$$

Por lo tanto, y con los datos que las cuentas anuales nos proporcionan se puede calcular el RR de los 4 años pasados, desde el 2011 al 2014, que son los años que ya han pasado y para los que se tienen datos reales.

Aplicando la anterior fórmula a los datos de las cuentas anuales consolidadas de la compañía y con la tasa de actualización (K_e) de la que anteriormente se han expuesto sus valores, el RR de los últimos 4 años nos quedaría así:

| | Resultado Residual (Cifras expresadas en miles de euros) | | | | | |
|--|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Resultado | 94.374 | 146.386 | 196.058 | 329.224 | 279.960 | 319.025 |
| Resultado mínimo requerido por los accionistas | 59.076 | 14.628 | 20.647 | 25.677 | 52.795 | 72.303 |
| Resultado Residual | 35.298 | 131.758 | 175.411 | 303.547 | 227.166 | 246.722 |

Fuente: Elaboración propia.

La fila del resultado mínimo requerido por los accionistas es el resultado de aplicar el coste de capital propio (K_e) a los fondos propios de la empresa al principio del periodo.

Ahora bien, a la hora de valorar una empresa por cualquiera de los métodos del análisis fundamental tenemos que partir de la base de que estamos valorando una empresa en funcionamiento, lo que quiere decir que la compañía, en este caso DIA, no termina su actividad comercial en el año 2014, sino que tenemos que seguir el principio de continuidad indefinida en el tiempo.

Este principio hace que la suma de los flujos de caja a descontar será infinita y, por tanto, los modelos teóricos son sumas de infinitos sumandos, ya sea el modelo del resultado residual que yo he elegido o cualquiera de los demás modelos que componen el análisis fundamental.

Sin embargo, en la práctica, no es posible realizar infinitas predicciones de los flujos de caja futuros, por lo que es necesario asumir simplificaciones.

Para ello, a la hora de valorar DIA, se ha decidido, realizar estimaciones futuras de los próximos dos años, que a continuación serán detalladas detenidamente. En el año siguiente, que ya se correspondería con el año 2017, se supone un decrecimiento a perpetuidad del resultado residual de esta compañía ($g < 0$), que se correspondería con el valor terminal. Para explicar este decrecimiento a perpetuidad de la compañía hay que tener en cuenta que para valorar una empresa por medio del RR, se ha de considerar que la empresa que estamos analizando tenderá en el futuro al equilibrio, y por tanto el resultado económico tenderá a igualarse con el coste de los fondos propios (K_e), por lo que se puede suponer que el valor terminal en este modelo tenderá a 0. Por ello, a la hora de aplicárselo a los números se supone que en un futuro el resultado residual de la compañía decrecerá un 2%.

A la hora de fijar la tasa de decrecimiento en un 2%, se tiene en cuenta que es recomendable que esta tasa se fije entre el 1% y el 3%, que aunque a priori parezcan tasas pequeñas hay que tener en cuenta que estamos hablando de un valor a perpetuidad y por lo tanto tiene que ser un valor razonable.

7.3.ESTIMACIONES FUTURAS

7.3.1. Estimación de los fondos propios

Como ya se ha explicado antes, para saber el valor que tiene una acción de DIA, se deben hacer predicciones.

En este caso, y para el modelo elegido para valorar, los datos futuros que necesitamos son el resultado y los fondos propios que según varias hipótesis la compañía obtendrá para los años 2015 y 2016.

Para estimar los fondos propios hay que suponer que la relación entre el resultado, los dividendos de la empresa y los fondos propios siguen una relación de excedente limpio, es decir:

$$Fondos\ Propios_t = Fondos\ propios_{t-1} + Resultado_t - Dividendos_t$$

Así esta fórmula indica que los datos que en realidad debemos estimar son los datos del beneficio que la empresa obtendría en los dos próximos años y los dividendos que repartiría, si estas predicciones son correctas.

7.3.2. Estimación del resultado.

Para estimar el resultado que la empresa obtendrá en los años 2015 y 2016, nos basamos en las predicciones de los analistas de la web “Reuters” <http://www.reuters.com/finance/stocks/analyst?symbol=DIDA.MC> , de la que he extraemos lo siguiente:

- La media de las estimaciones de veintiséis analistas de la web obtienen que los beneficios por acción de DIA serán de 0,43 euros la acción. Si tenemos en cuenta que en la actualidad DIA tiene en circulación 651.070.558 acciones, los beneficios totales previstos ascenderían a 279.960 miles de euros.
- Para finales del año 2016, la media de las estimaciones de veintiséis analistas de la web obtienen que los beneficios por acción de la presente compañía equivaldrán a 0,49 euros por acción, lo que se traduce en 319.025 miles de euros.

7.3.3. Estimación de los dividendos.

Para continuar con la estimación de los fondos propios, ahora hay que estimar los dividendos que la empresa repartirá en los próximos dos años.

Para ello antes se ha tenido que consultar información histórica de la empresa, para comprobar los dividendos que ha repartido anteriormente y poder hacer las estimaciones oportunas.

De esta información histórica e investigando en la web de la compañía y las cuentas anuales consolidadas de los últimos años se ha observado que la empresa Distribuidora Internacional de Alimentación lleva tres años seguidos pagando dividendos a sus accionistas. Estos dividendos fueron de las siguientes cantidades:

- El 16 de julio de 2012 la empresa repartió un dividendo de 11 céntimos por acción. Teniendo en cuenta que la cantidad de acciones con derecho a percibirlo fueron 670.336.000, la empresa desembolsó la cantidad de 72.498 miles de euros en dividendos.
- El 16 de julio de 2013 la empresa repartió un dividendo de 13 céntimos por acción. En este caso la cantidad de acciones que tenían derecho a percibir dividendos disminuyó y fueron, 645.113.209 acciones, lo que se corresponde con la cantidad de 83.865 miles de euros.
- El 16 de julio de 2014 la empresa repartió un dividendo de 16 céntimos por acción y en este año la cantidad de acciones que tenían derecho a recibirlo fue de 645.503.860, lo que hace un desembolso en dividendos para la empresa de 103.281 miles de euros.

También la compañía ya tiene constancia del dividendo que repartirá en el presente ejercicio. Dicho dividendo, que la Sociedad ha aprobado en la Junta General de Ordinaria de Accionistas del 24 de abril de 2015, será un dividendo fijo de 18 céntimos de euro por cada acción con derecho a percibirlo.

Los administradores de la sociedad estiman que la cantidad de acciones con derecho a percibir dividendos en el ejercicio 2015 serán de 639.561.796 acciones, lo que traducido a dinero es 115.121 miles de euros.

Para estimar el dividendo que la empresa repartirá en el año 2016 se decidió observar la evolución del dividendo por acción de DIA y teniendo en cuenta que las compañías no reducen dividendos a no ser que no les cueste más remedio, para el año 2016 se predice un dividendo de 20 céntimos por acción. En cuanto al número de acciones con derecho a percibirlo en dicho año se ha usado la cantidad de 639.561.796 acciones, que es la cantidad de acciones que, según los administradores de la compañía, percibirán dividendos en el ejercicio 2015.

Así, esta estimación muestra que para el año 2016 la sociedad efectuará un desembolso en concepto de dividendos en efectivo de 127.912 miles de euros.

Quedando así:

| <i>Fecha</i> | <i>€ por acci</i> | <i>Acciones con derecho</i> | <i>Total dividendos</i> | <i>Dividendo en miles de euros</i> |
|--------------|-------------------|-----------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| 16/07/2012 | 0,11 € | 670.336.000 | 73.736.960 | 72.498 |
| 16/07/2013 | 0,13 € | 645.113.209 | 83.864.717 | 83.865 |
| 16/07/2014 | 0,16 € | 645.503.860 | 103.280.618 | 103.281 |
| 16/07/2015 | 0,18 € | 639.561.796 | 115.121.123 | 115.121 |
| 2016 | 0,20 € | 639.561.796 | 127.912.359 | 127.912 |

Fuente: Elaboración propia.

También hay que tener en cuenta que una empresa no solo puede repartir beneficios pagando a sus accionistas dividendos en efectivo como ya hemos visto que hace, sino que también puede remunerar a los accionistas haciendo recompras de acciones.

En una recompra de acciones, la empresa realiza una oferta de compra de sus propias acciones a los accionistas, bien para amortizarlas, bien para mantenerlas en autocartera. De esta forma, al reducir el número de títulos en circulación se pretende incrementar el valor de las acciones.

Este método es cada vez más utilizado por las empresas por las ventajas fiscales que tiene frente al dividendo tradicional, ya que el dividendo está sujeto a retención y hay ocasiones en las que al percibirlo se le presente al accionista asumir una importante carga fiscal obligatoriamente. Sin embargo en el caso de que la entidad anuncie una recompra el accionista tiene el derecho de decidir si acudir o no a ella según si le beneficia o no la situación fiscal que se le presente.

En el caso de DIA, la recompra de acciones es otro método por el que la sociedad reparte beneficio a sus accionistas.

A tales efectos, del Estado de Flujos de Efectivo de las cuentas anuales consolidadas utilizadas durante todo el informe obtenemos la partida: “Adquisición de acciones propias”, cuya cantidad monetaria ha sido tomada en concepto de la recompra de acciones para repartir beneficio a sus accionistas. Aunque este término no es del todo correcto, ya que en dicha partida habrá acciones que la empresa haya recomprado no para el uso de reparto de beneficio, pero en su mayoría si habrán sido compradas para ello, y como el valor exacto de las acciones recompradas como remuneración no se dispone de modo de obtenerlo, se ha decidido utilizar dicha partida.

Pues bien, en la partida “adquisición de acciones propias” del Estado de Flujo de Efectivo obtenemos las siguientes cantidades monetarias:

| <i>Recompra de acciones propias</i> | |
|---|-------------------|
| <i>Año</i> | <i>Miles de €</i> |
| 2012 | 23.971 |
| 2013 | 45.749 |
| 2014 | 37.166 |
| 2015 | 35.629 |
| 2016 | 35.629 |

Fuente: Elaboración propia.

Los datos de la recompra de los años 2012, 2013 y 2014 se han obtenido de las cuentas anuales consolidadas, pero para los años 2015 y 2016, como durante la realización de este informe no se había finalizado el ejercicio 2015 no se conocían los datos del dinero que la sociedad está destinando en el presente ejercicio, ni destinará en el siguiente a la recompra de acciones, por ello se ha decidido estimarlos con una media de los años anteriores.

Ahora bien, recordamos, que para la estimación de los fondos propios mediante la relación usada, se deben considerar los dividendos totales de la empresa, es decir, hay que sumar los dividendos efectivos y las recompras desde el año 2012 al 2016. Así las cantidades totales quedarían así:

| <i>Fecha</i> | <i>Dividendo en miles de euros</i> | <i>Recompra en miles de euros</i> | <i>Total en miles de euros</i> |
|--------------|--|---------------------------------------|------------------------------------|
| 16/07/2012 | 72.498 | 23.971 | 96.469 |
| 16/07/2013 | 83.865 | 45.749 | 129.614 |
| 16/07/2014 | 103.281 | 37.166 | 140.447 |
| 16/07/2015 | 115.121 | 35.629 | 150.750 |
| 2016 | 127.912 | 35.629 | 163.541 |

Fuente: Elaboración propia.

Obtenidos ya los datos estimados de los beneficios y los dividendos para los años 2015 y 2016 se procede a adjuntar la tabla con los cálculos de los fondos propios para dichos años. Datos que se necesitarán para estimar el valor de la empresa por el método del resultado residual.

Dichos cálculos quedarían así:

| <i>ESTIMACION FONDOS PROPIOS AÑO 2015 Y 2016</i> | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| <i>(Cifras en miles de euros)</i> | | | |
| | <i>2014</i> | <i>2015</i> | <i>2016</i> |
| Fondos Propios | 377.570 | 517.084 | 685.359 |
| Beneficio | 279.960 | 319.025 | 319.025 |
| Dividendos | 140.447 | 150.750 | 163.541 |
| Fondos propios | 517.084 | 685.359 | 840.842 |

Fuente: Elaboración propia.

Así podemos observar que por la relación de excedente limpio, los fondos propios de finales del año 2014 serían los iniciales del año 2015, y a estos, tras sumarle las estimaciones del beneficio y restarle las estimaciones de los dividendos anteriormente explicadas, obtenemos los fondos propios de finales del año 2015 que serán los de principios del año 2016. A los que habrá que sumarle la estimación de beneficio y restarle la estimación de dividendos para obtener los fondos propios finales del año 2016.

8. CÁLCULO DEL VALOR DE LA ACCIÓN

En apartados anteriores, se ha explicado el cálculo del resultado residual para los años 2011, 2012, 2013 y 2014, que eran los años cerrados para los que se disponía de datos reales.

A continuación a la tabla anteriormente adjuntada del cálculo del RR se le va a añadir las columnas de los años 2015 y 2016.

Además de estos dos próximos años para los que he hecho estimaciones del resultado y de los fondos propios que la empresa obtendrá, también se adjuntará la columna con la estimación del resultado residual del año 2017.

Para el cual se ha considerado que el resultado residual de la empresa decrecerá a una tasa que se explicará en las próximas hojas. Los motivos de elegir la tasa de decrecimiento, es que por este método de valoración el valor terminal tiende a cero. Por eso el valor terminal a perpetuidad utilizado para el método del resultado residual decrece en lugar de crecer como sería en otros métodos de valoración del análisis fundamental.

| Resultado Residual | | | | | | | |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>(Cifras expresadas en miles de euros)</i> | | | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Resultado | 94.374 | 146.386 | 196.058 | 329.224 | 279.960 | 319.025 | |
| Resultado mínimo requerido por los accionistas | 59.076 | 14.628 | 20.647 | 25.677 | 52.795 | 72.303 | |
| Resultado Residual | 35.298 | 131.758 | 175.411 | 303.547 | 227.166 | 246.722 | 241.787 |

Fuente: Elaboración propia.

Así, y tras haber realizado los cálculos, obtenemos un gráfico para el resultado residual de la sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación como muestra la siguiente imagen:



Fuente: Elaboración propia.

Con los cálculos del resultado residual ya hechos solo queda descontarlos a la tasa de actualización de los fondos propios para obtener el valor de la empresa.

Hay que destacar que, tras descontarlo, el resultado que obtendremos será el valor de los fondos propios de la empresa, lo cual habrá que dividirlo entre el número de acciones que la empresa tiene en este momento en circulación para saber, según los cálculos y estimaciones realizadas en este informe de valoración, el valor que tiene una acción de DIA.

Tras obtener el valor de la acción según los cálculos y estimaciones oportunos, hay que compararlo con la cotización real de la acción el día 30 de abril de 2015, y comentar si la acción está infravalorada o sobrevalorada. Pero esos aspectos se expondrán en el apartado “Conclusiones” de este informe.

Para estimar el valor de la acción se hará en dos pasos. Primero estimando el valor explícito, o lo que es lo mismo, descontaremos el resultado residual obtenido con las estimaciones de los años 2015 y 2016 a la tasa de actualización K_e . Así, y teniendo en cuenta que el resultado residual para los años 2015 y 2016, es 227.166 y 246.722 miles de euros respectivamente. El coste de los fondos propios K_e equivale a un 13,983%. Obtenemos que el valor explícito es 389.119,92 miles de euros. A dicha cantidad, y según la fórmula del cálculo del valor de los fondos propios por el valor terminal expuestos en apartados anteriores, a este valor hay que sumarle el valor terminal y el valor de los fondos propios del año 2014 para obtener el valor de los fondos propios de la empresa.

Para el cálculo del valor terminal tenemos que utilizar la tasa de decrecimiento estimada para esta empresa por los motivos anteriormente explicados. En este caso, la tasa de decrecimiento a perpetuidad de esta empresa se corresponderá con un 2%.

Así para el cálculo del valor terminal tendremos que aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = \left(\frac{RR_{2017}}{K_e - g} \right) / (1 + K_e)^2$$

Donde:

- g es la tasa de decrecimiento a perpetuidad antes mencionada (2%).
- RR_{2017} según estimaciones es 241.787 miles de euros.
- K_e sería 13,983%

Tras hacer estos cálculos con los datos y la fórmula expuestos se obtiene un valor terminal de 1.164.401,39 miles de euros.

Para finalizar al cálculo del valor explícito y del valor terminal hay que sumarle el valor de los fondos propios del último año para el que tenemos datos reales, en este caso tenemos que sumarle los fondos propios del año 2014. Tal y como extraemos de las cuentas anuales consolidadas adjuntadas al inicio de este informe equivale a 337.570 miles de euros.

Por lo tanto el valor del patrimonio obtenido para la Sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación según los cálculos y estimaciones realizadas es:

$$\text{Valor(Patrimonio)} = 337.570 + 389.119,92 + 1.164.401,39$$

$$\text{Valor(Patrimonio)} = 1.931.171,32.$$

No hay que olvidar que estamos hablando de miles de euros, por lo que para obtener el valor de una acción hay que dividir el valor del patrimonio entre el número de acciones que tiene la empresa en circulación, pero antes hay que multiplicar este valor del patrimonio por 1.000 para expresar la cantidad en euros y no en miles de euros.

$$\text{Valor(acción)} = \frac{1.931.171,32 * 1000}{651.070.558}$$

Con lo cual se obtiene que el valor de una acción de DIA según estos cálculos y estimaciones sería de 2,9661€.

9. CONCLUSIONES

El día 30 de abril de 2015 que es el día límite elegido para utilizar los datos tanto de la Sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación, la acción tuvo un precio de apertura de 7,25€, alcanzando un máximo de 7,27€ y un mínimo de 7,15€.

El precio de cierre en el citado día fue de 7,18€, aunque el precio de cierre ajustado por dividendos y splits fue de 7,01€.

Con estos datos y tras los cálculos realizados para obtener que la acción de DIA vale 2,96€. Se puede afirmar que, según las estimaciones de los datos futuros basadas en A. Damodaran y en la web de analistas financieros Reuters, la acción de DIA estaría sobrevalorada y por tanto se recomendaría a los accionistas disminuir su inversión en las acciones de esta compañía, ya que su precio actual es muy superior al valor intrínseco estimado. Por tanto, el precio de las acciones de DIA bajará.

10. BIBLIOGRAFÍA

- Bolsamania. (2014) (2015) “Prima de riesgo de España”
<http://www.bolsamania.com/prima-de-riesgo/Espa%Fla.html>
- Bolsa de Madrid. (2015). *Ficha Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.*
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0126775032>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). *Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.* <http://www.cnmv.es/>
- Damodaran, A. (2002), *Investment valuation (2nd. Ed)*, Nueva York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (Enero 2015), “Valuation: Lecture Note Packet 1. Intrinsic Valuation”
Estimating Discount Rates. Disponible online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A (Enero 2015), “Betas del sector”.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Dia Corporate, “*Información financiera periódica. Cuentas anuales consolidadas*”.
Disponible online: www.diacorporate.com
- Dia Corporate, “*Estrategias*”. Disponible online: www.diacorporate.com
- Dia Corporate, “*Fact Sheet*”. Disponible online: www.diacorporate.com
- Datos macroeconómicos (2014) (2015) “*Bono alemán a 10 años*”.
www.datosmacro.com
- El economista (17 de diciembre de 2014) “*DIA busca ampliar gama de productos para subir cuota de mercado.*” <http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/6333665/12/14/DIA-busca-ampliar-gama-de-productos-para-subir-cuota-de-mercado.html#.Kku875tw4JEvEo9>
- El economista, “*Recomendaciones empresa DIA*”.
<http://www.eleconomista.es/empresa/DIA/recomendaciones>
- El país, (16 de octubre de 2014) “*El mercado quiere que el BCE refuerce sus medida de estímulo*” http://elpais.com/elpais/2014/10/16/videos/1413459843_703154.html
- Escura Consulting (Junio 2013) “*Informe económico sector distribución alimentaria.*”
<http://www.escuraconsulting.com>
- Fernández, Pablo (Julio 2005) “*Guía rápida de valoración de empresas*”, España: Ediciones Gestión 2000.
- Instituto Nacional de Estadística (24 de febrero de 2015) “*Nota de prensa de la encuesta anual de comercio*” www.ine.es

Noticias MVS (16 de octubre de 2014) “*Mercados financieros internacionales del jueves 16 de octubre de 2014*.” <http://www.noticiasmvs.com/#!/noticias/mercados-financieros-internacionales-del-jueves-16-de-octubre-de-2014-852.html>

Reuters. (2015). “*Distribuidora Internacional de Alimentación S.A. Analysts.*” <http://www.reuters.com/finance/stocks/analyst?symbol=DIDA.MC>

Yahoo Finance. (2015) “*Distribuidora Internacional de Alimentación S.A.*” <https://es.finance.yahoo.com/q/bc?s=DIA.MC>