



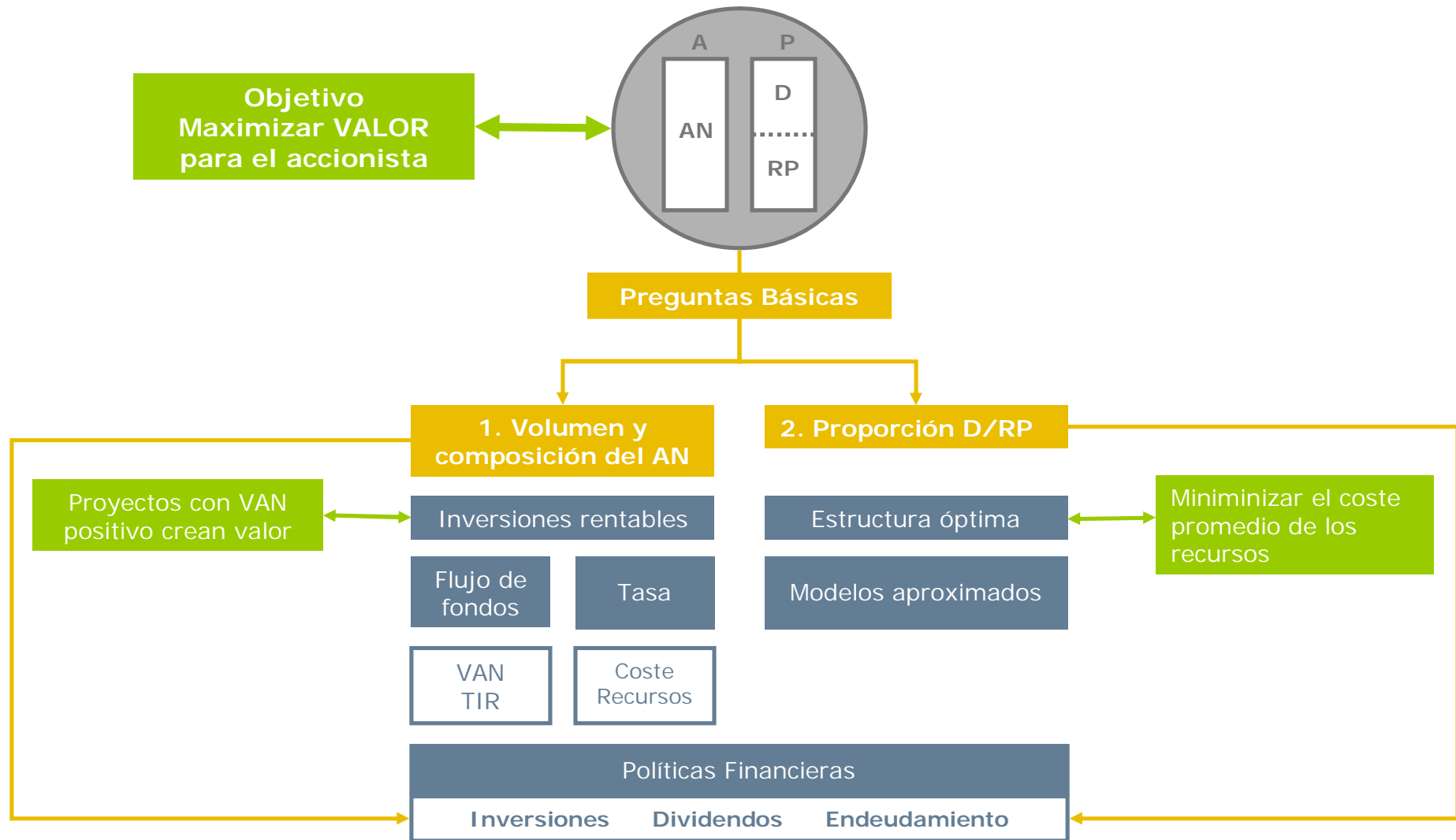
# **CORPORATE FINANCE**

# **MASTER TURISMO 2012**

**Dr. David Toscano Pardo**

**Área Economía Financiera y Contabilidad**

# Contenido de las Finanzas



# Aspectos previos

# Concepto y contenido actual de la Dirección Financiera



## Objetivos Financieros

Objetivo de la Función Financiera (Único, dos acepciones)

- 🔗 Enfoque clásico europeo: maximizar el resultado relativo de la empresa

$$\text{Maximizar} \left( \frac{\text{Beneficio Neto}}{N^{\circ} \text{ acciones}} \right)$$

Principales críticas:

- No considera la actualización
- No considera el riesgo que soporta el accionista
- No considera la influencia de la política de dividendos

- 🔗 Enfoque norteamericano: maximizar la posición de riqueza de los accionistas como fiel reflejo del bienestar. Ésta implica, en la mayoría de los casos, la maximización del valor de la empresa en mercado para los accionistas

$$\text{Maximizar Valor Empresa} = \text{Max Cotizac} = \text{Max} \sum_{i=1}^n \frac{\text{Dividendos}_i}{(1 + k)^i}$$

## Objetivos Financieros

### ■ NIVEL ESTRATÉGICO, TÁCTICO Y OPERATIVO DE LOS OBJETIVOS FINANCIEROS

También, existen múltiples objetivos financieros si tomamos la perspectiva del medio y corto plazo.

Entre los objetivos financieros a nivel táctico y operativo podemos citar:

1. Objetivo de rentabilidad.
2. Objetivo de riesgo.
3. Objetivo de liquidez.
4. Objetivo coste de financiación.
5. Objetivo rentabilizar la tesorería.
6. Objetivo rentabilizar los fondos de amortización.
7. Objetivo minimizar la posibilidad de insolvencia.

# El dimensionamiento de la estructura económica-financiera



**Quiénes Somos** | Idiomas | Mapa | Buscador | Imprimir

**Información para Accionistas e Inversores:**  
Acción y Capital Social | Gobierno Corporativo | Info. Económico-Financiera  
Hechos Relevantes (Enlace a la CNMV) | Rincón del Accionista



Cotización NH Hoteles (NHH)

Valor
15,2
15,1
15,0
14,9

AGENCIAS | EMPRESAS | Acerca de Sol Meliá | Contáctenos | Ayuda

**Sol Meliá**  
HOTELS & RESORTS

HOME | BUSQUEDA Y RESERVAS | OFERTAS ESPECIALES | EVENTOS Y REUNIONES | TARJETA MAS

English

**Sala del Inversor** | Información financiera | Club del Accionista | Información legal para el Accionista | Contáctenos

**Buscador Sala del Inversor:**

Busca información específica en todos los contenidos de esta sala del Inversor:

Texto libre

**Lista de distribución para analistas e inversores:**

Regístrese para recibir nuestras publicaciones financieras:

e-mail

**INFORMACIÓN PARA ACCIONISTAS E INVERSORES**

**INFORMACIÓN FINANCIERA**

- ▶ [Informes anuales / trimestrales](#)
- ▶ [Datos básicos](#)
- ▶ [La Acción de Sol Meliá](#)
- ▶ [Información para el accionista](#)
- ▶ [Emisiones de renta fija](#)
- ▶ [Presentaciones financieras recientes](#)

**CLUB DEL ACCIONISTA**

- ▶ [Ventajas](#)
- ▶ [Ofertas](#)
- ▶ [Noticias](#)
- ▶ [Registro](#)

**INFORMACIÓN LEGAL PARA EL ACCIONISTA**

- ▶ [Gobierno Corporativo](#)
- ▶ [Consejo de Administración](#)
- ▶ [Junta General de Accionistas](#)

**Junta General de Accionistas Sol Meliá**

Acerca de Sol Meliá | Información para accionistas e inversores | Sala de prensa | Empleo | Contáctenos | Privacidad

**MELIÁ** HOTELS & RESORTS | **ME** BY MELIÁ | **TRYP** HOTELS Hoteles en la Ciudad | **Sol Hoteles** VACACIONES ORGANIZADAS | **Paradisus** RESORTS | **Sol Meliá** Vacation Club | **Luxury**

## Problemas y Diagnóstico Empresarial

ÁREA	ASPECTOS CLAVES
ORGANIZACIÓN	<ul style="list-style-type: none"><li>- OBJETIVOS DE EMPRESA</li><li>- ESTRUCTURA JURÍDICA</li><li>- ESTILO DE DIRECCIÓN</li><li>- PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA</li></ul>
ECONÓMICO-FINANCIERA	<ul style="list-style-type: none"><li>- SITUACIÓN FINANCIERA</li><li>- RESULTADOS ECONÓMICOS</li><li>- COSTES Y MÁRGENES</li><li>- CRECIMIENTO</li><li>- PRESUPUESTOS Y PLANES DE VIABILIDAD</li></ul>
COMERCIAL	<ul style="list-style-type: none"><li>- MERCADO</li><li>- COMPETENCIA</li><li>- PRECIO</li><li>- PRODUCTO</li><li>- PUBLICIDAD</li><li>- DISTRIBUCIÓN</li><li>- SERVICIO POST-VENTA</li><li>- IMAGEN DE LA EMPRESA</li></ul>
OPERACIONES	<ul style="list-style-type: none"><li>- TECNOLOGÍA</li><li>- INVESTIGACIÓN</li><li>- CAPACIDAD PRODUCTIVA</li><li>- CALIDAD</li><li>- PROCESOS DE FABRICACIÓN</li></ul>
RECURSOS HUMANOS	<ul style="list-style-type: none"><li>- CLIMA LABORAL</li><li>- MOTIVACIÓN</li><li>- ABSENTISMO</li><li>- POLÍTICAS DE PERSONAL</li></ul>



## Balance de Situación

### ACTIVO

- A) ACTIVO NO CORRIENTE
  - I. Inmovilizado intangible
  - II. Inmovilizado material
  - III. Inversiones Inmobiliarias
  - IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p
  - V. Inversiones financieras a l/p
  - VI. Activos por impuestos diferidos
- B) ACTIVO CORRIENTE
  - I. Activos no corrientes mantenido para la venta
  - II. Existencias
  - III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar
  - IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo
  - V. Inversiones financieras a corto plazo
  - VI. Periodificaciones a corto plazo
  - VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes

### Estructura Económica

### PATRIMONIO NETO Y PASIVO

- A) PATRIMONIO NETO
  - I. Fondos propios
  - II. Ajustes por cambio de valor
  - III. Subvenciones, donaciones y legados recibidos
- B) PASIVO NO CORRIENTE
  - I. Provisiones a largo plazo
  - II. Deudas a l/p
  - III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a l/p
  - IV. Pasivos por impuesto diferido
  - V. Periodificaciones a l/p
- C) PASIVO CORRIENTE
  - I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta
  - II. Provisiones a corto plazo
  - III. Deudas a corto plazo
  - IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo
  - V. Acreedores comerciales
  - VI. Periodificaciones a corto plazo

### Estructura Financiera

## Grupos Patrimoniales



## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

**+ INGRESOS DE EXPLOTACIÓN**  
**- GASTOS DE EXPLOTACIÓN**

**= BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN**

**+ INGRESOS FINANCIEROS**  
**- GASTOS FINANCIEROS**

**= BENEFICIO FINANCIERO**

**= BENEFICIO ORDINARIO**

**= BENEFICIO EXTRAORDINARIO**

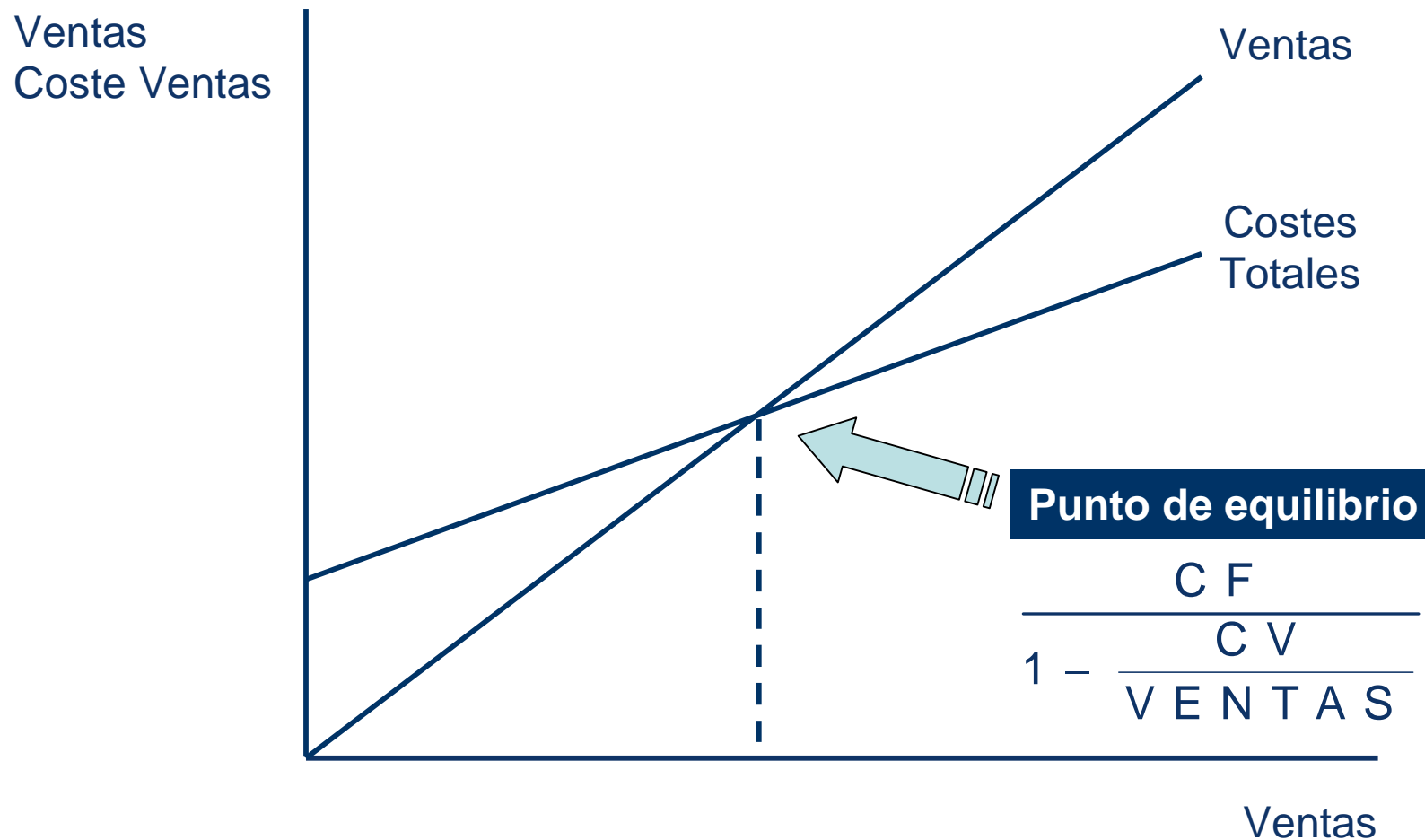
**= BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS**

**- IMPUESTOS**

**= BENEFICIO DEL EJERCICIO**

# ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

## CÁLCULO DEL UMBRAL DE RENTABILIDAD



# NOCIONES BÁSICAS CAPITALIZACIÓN Y RENTA

## CAPITALIZACIÓN SIMPLE

$$C_n = C_0(1 + n \cdot i) = C_0 + C_0 \cdot n \cdot i$$

$$I = C_n - C_0 \quad I = C_0 \cdot n \cdot i$$

Año comercial y natural

$$I_n = \frac{C_0 \cdot n \cdot i}{365} \quad I_c = \frac{C_0 \cdot n \cdot i}{360}$$

Tanto efectivo-Tanto equivalente

$$i = k \cdot i_k$$

## CAPITALIZACIÓN COMPUESTA

$$C_n = C_0 \cdot (1 + i)^n$$

$$I = C_n - C_0 = C_0 \cdot (1 + i)^n - C_0 = C_0 \cdot [(1 + i)^n - 1]$$

Tanto efectivo- Tanto equivalente  
Tanto nominal

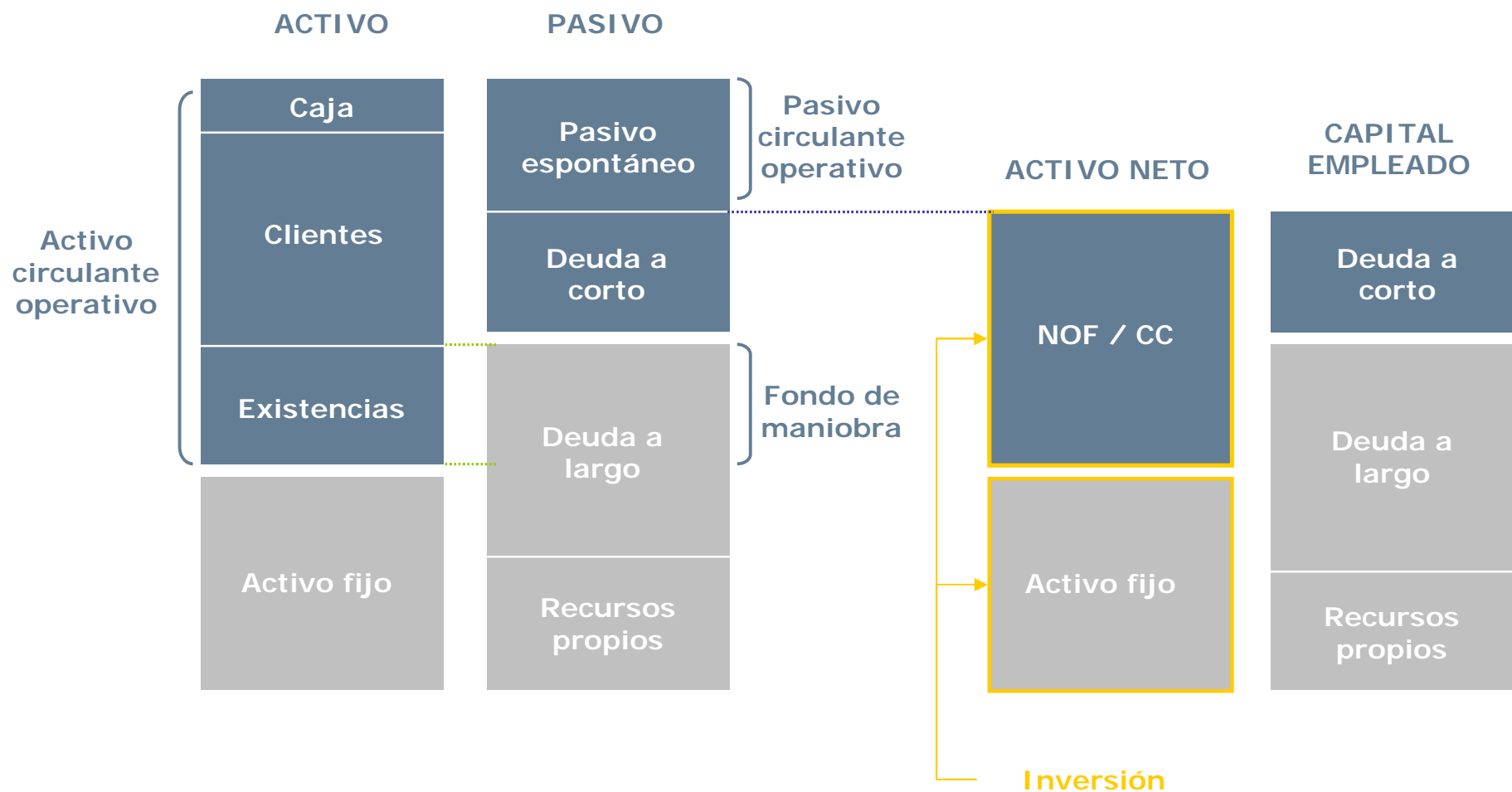
$$(1 + i)^n = (1 + i_k)^{nk}$$

$$J_k = i_k \cdot k$$

## Aspectos previos

DESDE EL PUNTO DE  
VISTA CONTABLE

DESDE EL PUNTO DE  
VISTA FINANCIERO



## Aspectos previos

### Cuenta de resultados

	Año 2004		Año 2005		Año 2006	
Ingresos por ventas	1.000	100,0%	1.400	100,0%	1.890	100,0%
Coste de las mercancías vendidas	-700	-70,0%	-1.000	-71,4%	-1.350	-71,4%
<b>Margen bruto</b>	<b>300</b>	<b>30,0%</b>	<b>400</b>	<b>28,6%</b>	<b>540</b>	<b>28,6%</b>
Gastos de personal	-200	-20,0%	-275	-19,6%	-375	-19,8%
Amortizaciones Inmovilizado material	-2	-0,2%	-6	-0,4%	-8	-0,4%
Otros Gastos de explotación	-50	-5,0%	-60	-4,3%	-90	-4,8%
<b>BAIT</b>	<b>48</b>	<b>4,8%</b>	<b>59</b>	<b>4,2%</b>	<b>67</b>	<b>3,5%</b>
Gastos financieros	-7	-0,7%	-12	-0,9%	-17	-0,9%
<b>BAT</b>	<b>41</b>	<b>4,1%</b>	<b>47</b>	<b>3,3%</b>	<b>50</b>	<b>2,6%</b>
Impuesto sobre beneficios	-14	-1,4%	-16	-1,2%	-17	-0,9%
<b>Beneficio neto</b>	<b>27</b>	<b>2,7%</b>	<b>30</b>	<b>2,2%</b>	<b>32</b>	<b>1,7%</b>

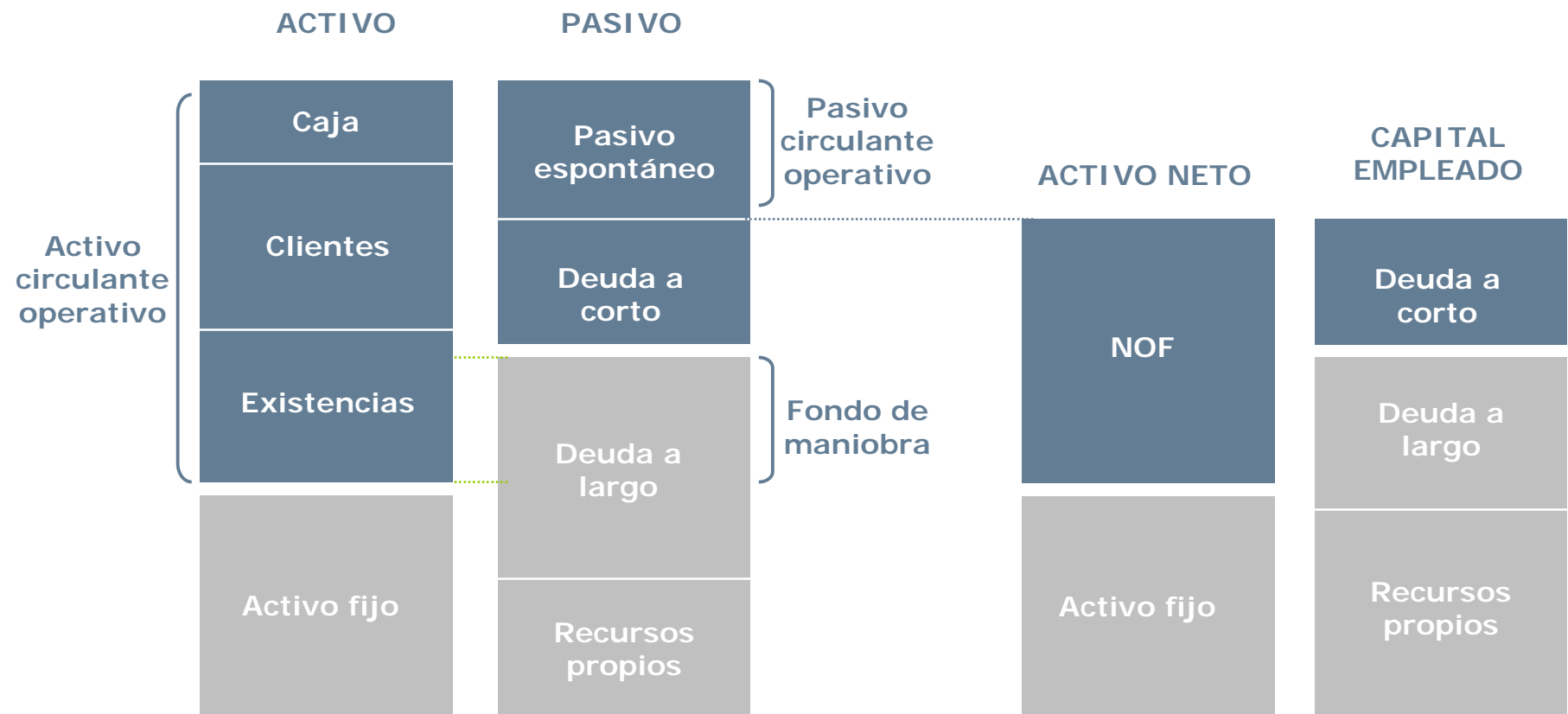
### Balance

	Año 2004		Año 2005		Año 2006	
<b>Activo</b>						
Tesorería	10	3,1%	14	2,7%	19	2,6%
Clientes	95	29,5%	178	34,3%	300	41,9%
Existencias	120	37,1%	210	40,5%	284	39,6%
<b>Activo circulante</b>	<b>225</b>	<b>69,7%</b>	<b>402</b>	<b>77,5%</b>	<b>603</b>	<b>84,1%</b>
Inmovilizado bruto	100	30,9%	125	24,1%	130	18,1%
Amortización acumulada	-2	-0,6%	-8	-1,5%	-16	-2,2%
<b>Activo fijo neto</b>	<b>98</b>	<b>30,3%</b>	<b>117</b>	<b>22,5%</b>	<b>114</b>	<b>15,9%</b>
<b>Total activo</b>	<b>323</b>	<b>100,0%</b>	<b>519</b>	<b>100,0%</b>	<b>717</b>	<b>100,0%</b>
<b>Pasivo</b>						
Proveedores	104	32,3%	173	33,3%	271	37,9%
Acreedores	10	3,1%	14	2,7%	20	2,8%
Descuento bancario utilizado	78	24,1%	130	25,0%	210	29,3%
Póliza de crédito	24	7,4%	70	13,5%	56	7,8%
<b>Total pasivo a corto plazo</b>	<b>216</b>	<b>66,9%</b>	<b>387</b>	<b>74,5%</b>	<b>557</b>	<b>77,7%</b>
<b>Préstamo a largo</b>	<b>30</b>	<b>9,3%</b>	<b>25</b>	<b>4,8%</b>	<b>20</b>	<b>2,8%</b>
Capital y reservas	50	15,5%	77	14,8%	107	15,0%
Resultados del ejercicio	27	8,3%	30	5,8%	32	4,5%
<b>Total recursos propios</b>	<b>77</b>	<b>23,8%</b>	<b>107</b>	<b>20,6%</b>	<b>140</b>	<b>19,5%</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>323</b>	<b>100,0%</b>	<b>519</b>	<b>100,0%</b>	<b>717</b>	<b>100,0%</b>

# Gestión del Circulante



## Modelo NOF / FM

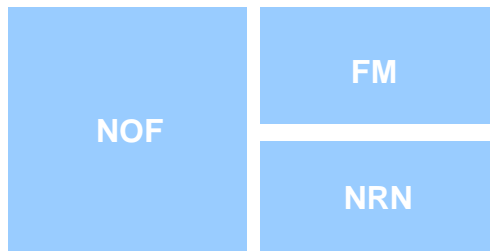


## Modelo NOF / FM

Si  $FM < NOF \rightarrow$

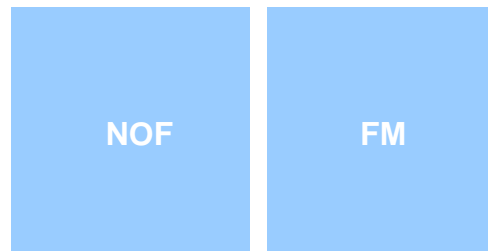
$$NOF - FM = NRN$$

NRN  $\rightarrow$  Necesidades de recursos negociados.



Si  $FM = NOF \rightarrow$

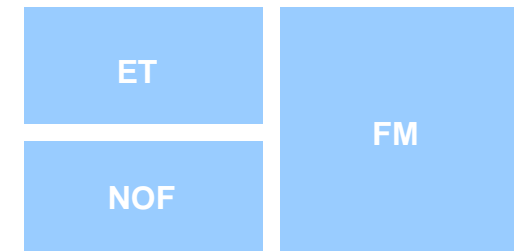
Equilibrio financiero



Si  $FM > NOF \rightarrow$

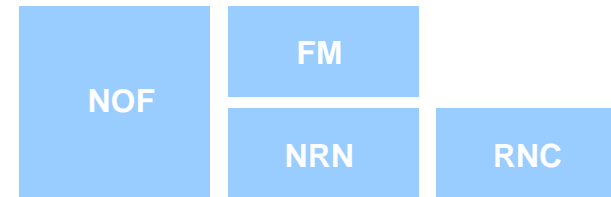
$$FM - NOF = ET$$

ET  $\rightarrow$  Excedente de tesorería.

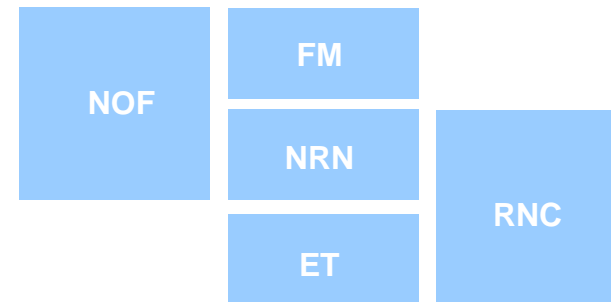


## Modelo NOF / FM

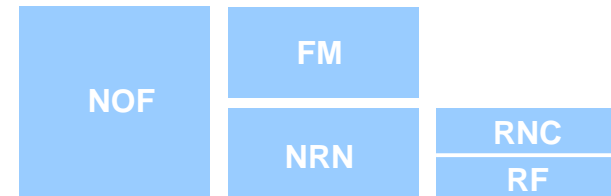
Si  $NRN = RNC \rightarrow$   
Equilibrio en la liquidez



Si  $NRN < RNC \rightarrow$   
Exceso de la liquidez



Si  $NRN > RNC \rightarrow$   
Tensión en la liquidez



## Aspectos previos

### Cálculo NOF / FM (reales)

	Año 2004	Año 2005	Año 2006
<b>Recursos mal gestionados</b>			
Saldo de clientes en contabilidad	95	178	300
PMC real	30	40	50
PMC negociado	30	30	30
Saldo de clientes negociado	82	115	155
<b>Sobreinversión en clientes</b>	<b>13</b>	<b>63</b>	<b>145</b>
Saldo de existencias en contabilidad	120	210	284
Saldo deseable de existencias: 10% s/ ventas	10%	10%	10%
Existencias reales	12%	15%	15%
Existencias previstas	100	140	189
<b>Mala gestión en compras</b>	<b>20</b>	<b>70</b>	<b>95</b>
<b>Cálculo de lo proveedores forzados</b>			
Saldo de proveedores en contabilidad	104	173	271
PMP real	40	50	60
PMP negociado	30	30	30
Saldo de proveedores negociado	67	90	117
<b>Proveedores forzados</b>	<b>37</b>	<b>84</b>	<b>154</b>
<b>Incremento de NOF por mala gestión</b>	<b>-4</b>	<b>49</b>	<b>85</b>

## Aspectos previos

### Estado de cash flow real

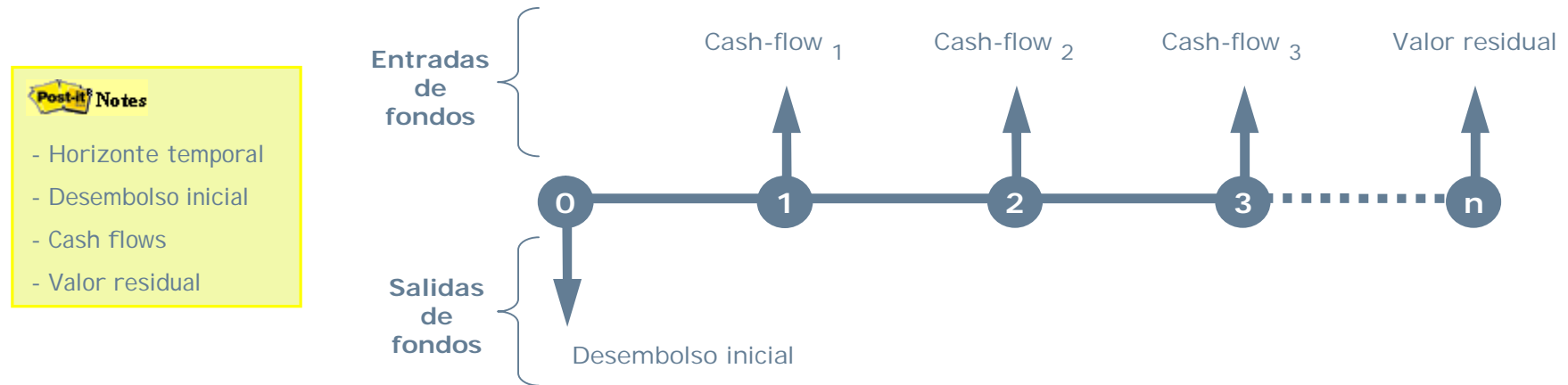
	Año 2005	Año 2006
+ BAIT	59	67
+ Amortizaciones	6	8
= FGO	65	75
- Inversión en NOF	-104	-97
= CGO	-39	-22
- Inversión Inmovilizado	-25	-5
- Pago de impuestos	-16	-17
= FCF	<b>-80</b>	<b>-44</b>
+/- Variación de deuda	93	61
- Pago de intereses	-12	-17
= FCD	<b>81</b>	<b>44</b>
= FCA	<b>0</b>	<b>0</b>

# Cálculo del cash flow

Cuenta de resultados	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Ventas</li> <li>- Coste mercancía vendida</li> <li>= <b>Margen bruto</b></li> <li>- Estructura</li> <li>= <b>EBITDA</b></li> <li>- Amortizaciones</li> <li>- Provisiones</li> <li>= <b>EBIT / BAIT</b></li> <li>- Intereses</li> <li>= <b>EBT / BAT</b></li> <li>- Impuestos</li> <li>= <b>BDT / BN</b></li> </ul>
Ajustes para el cálculo de los distintos tipos de cash flows	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Intereses</li> <li>- Escudo fiscal del pago de intereses</li> <li>+ Amortizaciones</li> <li>+ Provisiones</li> <li>= <b>FGO</b></li> <li>+/- Variación NOF</li> <li>= <b>CGO</b></li> <li>- Inversiones</li> <li>= <b>FCL / FCF / FCE</b></li> <li>+ Intereses</li> <li>+ Escudo fiscal del pago de intereses</li> <li>+/- Variación de la deuda</li> <li>= <b>FCD</b></li> <li>= <b>ECF / FCA / FCF</b></li> <li>+/- Ampliación / reducción CS</li> <li>+ Tesorería inicial</li> <li>= <b>Tesorería final</b></li> </ul>

# Elementos del proyecto de inversión

# Elementos de un proyecto de inversión



## Post-it Notes

- Horizonte temporal
- Desembolso inicial
- Cash flows
- Valor residual

### Algunos comentarios:

Respecto al horizonte temporal: Tiempo que transcurre desde que se inicia una inversión hasta que deja de producir ingresos.

Depende de:

- Vida Física: tiempo que transcurre desde que se inicia un proyecto hasta que los activos se deterioran.
- Vida Comercial: la vida comercial termina cuando desaparece la demanda del servicio o producto.
- Vida Tecnológica: tiempo que transcurre hasta que el producto es obsoleto.

Respecto al desembolso inicial: es el coste de la inversión. Es un dato que puede conocer con certeza. El desembolso puede durar varios años. Ojo con la inversión en NOF.

Respecto a los cash flows y valor residual: es la parte más difícil de determinar y la que más va a influir en la valoración. Tener en cuenta el efecto de la inflación en los flujos.



# Concepto rentabilidad

**Rentabilidad** → relación entre lo que gano y lo que invierto

Ejercicio:

Si invierto 1.000 € en la compra de acciones de una sociedad que cotiza en bolsa y tres meses después vendo en 1.100 €, ¿Cuál será mi rentabilidad?

Solución:

Ganancia =  $1.100 - 1.000 = 100$  €

Rentabilidad =  $\text{Ganancia} / \text{Inversión} = 100 / 1.000 = 0,1 \rightarrow 10\%$

**En una empresa:**

$\text{Rentabilidad} = \text{Ganancia} / \text{Inversión} = \text{BN} / \text{Fondos aportados por los accionistas (FP)}$

# **Criterios para el análisis de las inversiones**

## Criterios de valoración de inversiones

### **No tienen en cuenta el valor del dinero en el tiempo:**

- Plazo de recuperación
- Rentabilidad económica

### **Sí tienen en cuenta el valor de dinero en el tiempo:**

- Valor actual neto (VAN)
- Tasa interna de rentabilidad (TIR)

## Pay back / Plazo de recuperación

Es el plazo que ha de transcurrir desde el comienzo del proyecto para que su explotación genere fondos equivalentes a los absorbidos por el mismo.

Año	Cash-flow
0	-100
1	25
2	25
3	25
4	25
5	125

**Periodo de Recuperación =**

= Desembolso inicial / Fondos generados =

=  $100 / 25 = 4 \text{ años}$

**Interesa que el PR sea el mínimo posible, ya que eso beneficia la liquidez de la empresa y minimiza riesgos. No mide rentabilidades**

### Limitaciones

- Ignora el valor del dinero en el tiempo
- Sólo contempla los flujos de fondos de la inversión hasta el momento de su recuperación

# Rentabilidad económica

Expresa el cociente entre el beneficio neto y la inversión contable realizada.

	PA	PB
Inversión	100	100
Duración	5 años	5 años
Beneficio bruto	36	24
Amortizaciones	-16	-4
BAI	20	20
Impuestos	6	6
BN	14	14

Cash-flow		
0	-100	-100
1	30	18
2	30	18
3	30	18
4	30	18
5	50	98
	70	70

**Rentabilidad Económica =**

= Beneficio / Desembolso por inversión =

= 14%

## Limitaciones

- Ignora el valor del dinero en el tiempo

**Valor actual neto  
(VAN)**

## Valor actual neto (VAN)

Expresa el valor actualizado de los flujos de fondos esperados.

$$VAN = -A + \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

A → Desembolso inicial

CF → Cash flow

k → Tasa de descuento. Rentabilidad exigida a la inversión

En Excel se calcula mediante la función:

**VNA (tasa de descuento; rango de celdas donde están los flujos de fondos)**

No incluir en el rango el desembolso inicial, lo sumamos a la fórmula

## Valor actual neto (VAN)

Expresa el valor actualizado de los flujos de fondos esperados

Flujos de Fondos	Cantidad equivalente hoy
-100	-100
30	$30 / (1,10) = 27,27$
30	$30 / (1,10)^2 = 24,79$
30	$30 / (1,10)^3 = 22,54$
30	$30 / (1,10)^4 = 20,29$
50	$50 / (1,10)^5 = 31,05$
VAN = 25,9	

¿Cuánto ganamos?

**A mayor VAN mejor será el proyecto.**



# La tasa de descuento

La tasa de actualización ( $k$ ) nos va a permitir actualizar los flujos de fondos

## ¿Qué significado tiene?

Representa la rentabilidad exigida al proyecto por el inversor

Está compuesta de:

1. Coste de uso del dinero. Se toma el interés real sin inflación ni riesgo
2. Inflación prevista
3. Prima de riesgo del proyecto

Se suele utilizar el coste medio ponderado de capital

# Valor residual

Valor residual:

$$VR = \frac{CF \times (1+g)}{(k-g)}$$

VR → Valor residual

CF → Cash flow

g → Tasa de crecimiento

k → Tasa de descuento. Rentabilidad exigida a la inversión

## Valor actual neto (VAN)

Instrumento de análisis	Flujo de caja que se descuenta	Tasa de descuento
VAN económico	Free cash flow	CMPC / WACC
VAN financiero	Flujo de caja para las acciones	Coste de los fondos propios / rentabilidad exigida por el accionista ( $K_e$ )

## Valor actual neto (VAN)

Flujo de caja que se descuenta	Tasa a la que descontamos	Qué se obtiene al descontar	Cuándo se emplea
Free cash flow	CPMC / WACC	Incremento de valor para la empresa aportado por el proyecto	Cuando todo el efecto de la deuda se incorpora en la tasa
Flujo de caja de la deuda	Coste de la deuda ( $K_d$ )		
Flujo de caja para las acciones	Coste de los fondos propios / rentabilidad exigida por el accionista ( $K_e$ )	Incremento de valor para los accionistas aportado por el proyecto	Todo el efecto financiero de la deuda se recoge en los flujos

## La tasa de descuento: determinación del coste de capital

$$\text{CMPC} = \frac{i \times (1-t) \times D + \text{FP} \times K_e}{(\text{FP} + D)}$$

$$\text{CMPC} = \frac{i \times (1-t) \times e + K_e}{(1 + e)}$$

CMPC = coste medio ponderado de capital (también WACC)

i = coste de la deuda antes de impuestos

t = tipo impositivo

D = Deuda

FP = Valor de los fondos propios

$K_e$  = Rentabilidad exigida por el accionista

e = endeudamiento (D/FP)

## La tasa de descuento: determinación del coste de capital

Fuente	Participación	Coste	Contribución
Efectos descontados	20%	6%	1,2%
Préstamos a corto	10%	7%	0,7%
Préstamos a largo	20%	8%	1,6%
Fondos propios	50%	12%	6%
<b>Coste medio de capital</b>	<b>100%</b>		<b>9,5%</b>

# Tasa interna de rentabilidad (TIR)

## Tasa Interna de Retorno (TIR)

Es aquella tasa que hace el valor actual neto de un proyecto sea cero

$$0 = -A + \frac{CF_1}{(1+TIR)^1} + \frac{CF_2}{(1+TIR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+TIR)^n}$$

### Flujos de Fondos

-100

30

30

30

30

50

¿Qué significa la TIR?

En Excel se calcula mediante la función:

**TIR (rango de celdas donde están los flujos de fondos)**

**TIR = 19%**



## Tasa Interna de Retorno (TIR)

Instrumento de análisis	Flujo de caja que se descuenta	Para qué se utiliza
TIR económico	Free cash flow	Para calcular la rentabilidad económica de la inversión
TIR de la deuda	Flujo de caja de la deuda	Para calcular la coste efectivo de la deuda
TIR financiero o del accionista	Flujo de caja para las acciones	Para calcular la rentabilidad financiera del proyecto

TIR financiera > TIR económica si ésta supera al coste de la deuda después de impuestos.

## Tasa Interna de Retorno (TIR)

¿Trabajamos con CF en € constantes (€ a día de hoy) o en € corrientes (€ de cada momento)?.

En principio da igual, depende de la tasa de descuento utilizada:

- € constantes → Utilizar tasa de descuento que recoja la inflación
- € corrientes → Utilizar una tasa deflactada

Inflación = 5%

Años	Flujos de Fondos	
	sin inflación	con inflación
1	-800	-840
2	400	441
3	300	347
4	600	729

$$1,10 \times 1,05 = 1,155 \rightarrow$$

VAN (10%)	238,51		
VAN (15,5%)		238,51	
TIR	26,5%	32,8%	$\rightarrow 1,265 \times 1,05 = 1,328$

La composición de los factores de transformación del dinero de un período a otro ( $1 + \text{tasa}$ ) se combinan entre sí acumulativamente al multiplicarlos

## Comentarios finales

- El flujo económico del proyecto se calcula sin tener en cuenta los gastos financieros
- El VAN y la TIR económicos miden su rentabilidad, con independencia de su financiación
- Si es rentable se estudia su financiación para mejorar la rentabilidad del accionista
- La financiación se establece por el ratio de endeudamiento ( $D / FP$ )

# Políticas financieras

Las decisiones en el área financiera quedan resumidas en tres apartados:

1. **Política de Inversión:** recoge los criterios que servirán para decidir proyectos y qué la cantidad de recursos se va a invertir
2. **Política de Financiación:** se definen cómo deberán ser obtenidos los recursos que cubrirán las necesidades de fondos de la empresa
3. **Política de Dividendos:** muestra la actitud de la dirección en cuanto a la retribución del capital

El establecimiento de estas políticas debe ser conjunto y tiene que estar armonizadas

Un cambio en cualquier política debe implicar la revisión en el resto

Las políticas debe ser congruentes con los objetivos financieros

## Modelo NOF / FM



## Valoración de empresas

- Sentido común y conocimientos técnicos
- Sólo el necio confunde el valor con el precio
- Metodología
- Subjetividad

# Valoración de empresas

Principales métodos de valoración					
Balance	Cuenta de resultados	Mixtos	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Valor contable</li> <li>▪ Valor contable ajustado</li> <li>▪ Valor de liquidación</li> <li>▪ Valor sustancial</li> </ul>	Múltiplos de: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beneficio → PER</li> <li>▪ Ventas</li> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ Otros múltiplos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Clásico</li> <li>▪ Unión de expertos contables europeos</li> <li>▪ Renta abreviada</li> <li>▪ Otros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Free cash flow</li> <li>▪ Cash flow para las acciones</li> <li>▪ Dividendos</li> <li>▪ Capital cash flow</li> <li>▪ APV</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EVA</li> <li>▪ Beneficio económico</li> <li>▪ Cash value added</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Black y Scholes</li> <li>▪ Opción de invertir</li> <li>▪ Ampliar el proyecto</li> <li>▪ Aplazar la inversión</li> <li>▪ Usos alternativos</li> </ul>

## Descuento de flujo de fondos

$$VA = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR}{(1+k)^n}$$

$$VR = \frac{CF \times (1+g)}{(k-g)}$$

Flujos de Fondos	Cantidad equivalente hoy
-100	-100
30	$30 / (1,10) = 27,27$
30	$30 / (1,10)^2 = 24,79$
30	$30 / (1,10)^3 = 22,54$
30	$30 / (1,10)^4 = 20,29$
50	$50 / (1,10)^5 = 31,05$
VAN = 25,9	