

A N N E X 1

**INFORME DE VALORACIÓ DE L'ACTIVITAT DE POSTES Y MADERAS, S.A. (PYMSA)**  
Dra. Carlota Menéndez Plans, octubre 2007

**Informe de valoració de l'activitat empresarial desenvolupada per Postes y Maderas S.A. (PYMSA)(A08050296) per a determinar la quantia de la indemnització pel trasllat de l'activitat empresarial a un nou domicili social.**

**Octubre 2007**

## 1- Introducció i objectiu del treball

L'empresa Postes y Maderas S.A., coneguda com a PYMSA, amb CIF A08050296, i ubicada al carrer Bruc 36 de Manresa és una empresa constituïda en 1944 a la que li correspon el codi nacional d'activitats econòmiques 2010 definit com : "Serrat i raspallat de la fusta. Preparació industrial de la fusta". Tal com s'estableix en la memòria del 2005 l'objecte social de l'empresa és: "Serrar fustes i creosotatge de postes". Tanmateix, en la mateixa memòria s'indica que es podrà dedicar a tota classe de indústries essent les activitats desenvolupades el tractament de la fusta i les reparacions pròpies.

PYMSA es troba inscrita en el Registre Mercantil de Barcelona, Tom 23721, Full B-60860.

El president de l'empresa és Ramón Serra Oliva i la directora executiva Judith Pont Vila<sup>1</sup>. Els membres del Consell d'administració són<sup>2</sup>:

Ramón Serra Oliva	President
Juan Vidal Salles	Secretari
José Pont Coll	Vocal
José Bonsfills Pedros	Vocal
Judith Pont Vila	Vocal
Josep cerdaña Roca	Representant de INCEROSA S.L.

PYMSA participa en l'empresa Postes y Maderas S.A. i Santasusana, S.A. U.T.E amb un 66,65% del capital social que és de 3.005,06 €.

L'objectiu de l'informe és determinar el valor de mercat de l'activitat empresarial realitzada per PYMSA en el moment actual, setembre-octubre de 2007, amb la finalitat d'utilitzar aquest valor com a punt de referència per a calcular la quantia de la indemnització que s'oferirà per incentivar el trasllat de l'activitat a un altre domicili.

La valoració de l'activitat empresarial l'he realitzat suposant la seva continuïtat, és a dir, sota el principi de la gestió continuada<sup>3</sup>. La valoració realitzada només té en compte el valor de mercat dels actius directament vinculats amb l'activitat d'explotació. L'informe no valora altres actius que pugui tenir l'empresa i que no tenen una relació directa amb l'activitat empresarial, com per exemple, els terrenys, l'edifici i les inversions financeres realitzades per l'empresa.

Per a calcular el valor de mercat de l'activitat empresarial he utilitzat només dades històriques de l'empresa ja que no m'és possible obtenir informació per part de la direcció. La informació històrica que he utilitzat l'he obtingut de la nota informativa lliurada pel Registre Mercantil de Barcelona que conté: el balanç, el compte de

<sup>1</sup> Informació obtinguda del SABI

<sup>2</sup> Informació obtinguda de la memòria i de l'informe de gestió de 2005

<sup>3</sup> Si aquest principi no es manté el valor de mercat de l'activitat empresarial és el valor de liquidació dels actius vinculats a la mateixa.

resultats, la memòria abreujada i l'informe de gestió. *No inclou l'informe dels auditors* ja que aquesta empresa no té l'obligació d'auditar la seva informació d'acord amb l'article 203.2 de la Llei de Societats Anònimes<sup>4</sup>. La informació comptable analitzada comprèn des del 2005 fins al 1999. A data d'elaboració de l'informe, setembre de 2007, encara no s'havia lliurat al Registre Mercantil la informació comptable del 2006.

La manca de contacte amb la direcció de l'empresa no possibilita una anàlisi més acurada de la informació comptable. No permet una interpretació més exacta de l'evolució futura de l'empresa encara que en l'informe de gestió de 2005, dins l'apartat evolució previsible de la societat, s'indica que es mantenen les mateixes expectatives que en l'exercici actual. També dins de la memòria s'indica, en tots els exercicis dels que dispo de informació, que no hi ha cap raó que impedeixi la comparació de les dades comptables de l'exercici amb l'anterior.

El present informe es troba estructurat fonamentalment en tres parts. En la primera part realitzo una anàlisi de les dades històriques tant de l'empresa com del sector. En la segona part calculo el valor de mercat de l'activitat empresarial tenint en compte diferents escenaris i diferents hipòtesis i en la tercera part, analitzo els resultats trobats per establir l'interval de valors entre els quals es troba la quantia de la indemnització.

## **2- Informació històrica.**

En aquest apartat presento una anàlisi de la informació comptable de l'empresa, des del 99 fins al 2005, i una anàlisi de l'evolució del sector pel mateix interval temporal.

### **2.1 – Estudi de la informació comptable de l'empresa PYMSA**

En la taula 1 que hi ha a continuació trobem els comptes de resultats de l'empresa PYMSA, per a cadascun dels anys analitzats, amb el tant per un de variació d'un exercici a un altre. En color vermell destaquem aquelles partides extraordinàries que tenen una important influència en el resultat.

---

<sup>4</sup> L'article 203 apartat 2 diu que no tenen obligació de presentar la informació anual auditada les societats que poden presentar balanç abreujat. L'article 181 de la Llei de Societats Anònimes regula quines empreses poden presentar un balanç abreujat.

Compte de Resultats	2005	Δ	2004	Δ	2003	Δ	2002	Δ	2001	Δ	2000	Δ	1999
Ingressos de l'explotació	3.915.421,32	-0,03	4.054.481,74	0,04	3.890.981,32	0,05	3.689.243,19	0,00	3.689.634,47	0,05	3.522.745,03	0,10	3.212.482,14
Consums	2.722.200,98	0,05	2.598.574,90	-0,06	2.755.431,00	0,13	2.441.851,35	0,03	2.524.163,62	0,08	2.328.996,87	0,22	1.915.197,98
Altres despeses de l'explotació	462.229,96	-0,10	511.630,20	0,22	420.913,46	0,03	407.390,70	0,06	431.737,82	-0,02	441.132,85	0,15	384.757,59
Despeses de personal	658.011,45	0,01	650.502,58	0,08	605.012,74	0,02	595.126,58	0,11	533.804,05	0,05	506.284,76	-0,07	543.492,11
Total despeses explotació	3.842.442,39	0,02	3.760.707,68	-0,01	3.781.357,20	0,10	3.444.368,63	0,01	3.489.705,49	0,07	3.276.414,48	0,15	2.843.447,68
<b>RGE (recursos generats per l'explotació)</b>	<b>72.978,93</b>	<b>-0,75</b>	<b>293.774,06</b>	<b>1,95</b>	<b>99.624,12</b>	<b>0,59</b>	<b>244.874,56</b>	<b>0,22</b>	<b>199.928,98</b>	<b>-0,19</b>	<b>246.330,55</b>	<b>-0,33</b>	<b>369.034,46</b>
AEC	31.438,12	-0,39	51.935,08	-0,47	98.141,56	0,10	89.343,07	0,35	66.136,98	-0,07	71.164,96	0,16	61.509,83
<b>BAIT(benefici abans d'interessos i impostos)</b>	<b>41.540,81</b>	<b>-0,83</b>	<b>241.838,98</b>	<b>162,12</b>	<b>1.482,56</b>	<b>0,99</b>	<b>155.531,49</b>	<b>0,16</b>	<b>133.792,00</b>	<b>-0,24</b>	<b>175.165,59</b>	<b>-0,43</b>	<b>307.524,63</b>
Ingressos financers (1)	260.313,12	59,99	4.268,39	1,56	1.665,09	0,36	2.607,78	0,77	11.375,09	0,87	6.075,17		0,00
Despeses financeres	19.672,23	-0,02	20.168,32	-0,06	21.558,82	0,04	22.447,33	0,03	23.228,11	-0,07	25.027,94	-0,06	26.751,52
<b>BAIT(benefici accionista abans de resultats extraordinaris)</b>	<b>282.181,70</b>	<b>0,25</b>	<b>225.939,05</b>	<b>-13,27</b>	<b>-18.411,17</b>	<b>1,14</b>	<b>135.691,94</b>	<b>0,11</b>	<b>121.938,98</b>	<b>-0,22</b>	<b>156.212,82</b>	<b>-0,44</b>	<b>280.773,11</b>
Resultats extraordinaris	750,00		0,00		404.641,12		0,00		0,00		0,00		-2.969,54
<b>BAIT(benefici accionista abans d'impostos)</b>	<b>282.931,70</b>	<b>0,25</b>	<b>225.939,05</b>	<b>-0,42</b>	<b>386.229,95</b>	<b>1,85</b>	<b>135.691,94</b>	<b>0,11</b>	<b>121.938,98</b>	<b>-0,22</b>	<b>156.212,82</b>	<b>-0,44</b>	<b>277.803,57</b>
Impostos	93.015,98		74.571,08		130.672,90		42.984,59		42.678,64		53.201,81		97.231,26
<b>BACC</b>	<b>189.915,72</b>	<b>0,25</b>	<b>151.367,97</b>	<b>-0,41</b>	<b>255.557,05</b>	<b>1,76</b>	<b>92.707,35</b>	<b>0,17</b>	<b>79.260,34</b>	<b>-0,23</b>	<b>103.011,01</b>	<b>-0,43</b>	<b>180.572,31</b>

(1) dins dels ingressos financers he inclòs les variacions positives o negatives derivades del tipus de canvi, exercicis 99.00 i 01

Si comparem les dades del 2005 i del 99 directament obtenim la següent informació:

Taula nº 2

Compte de resultats	2005	1999	Variacions
Ingressos de l'explotació	3.915.421,32	3.212.482,14	22%
Consums	2.722.200,98	1.915.197,98	
Altres despeses de l'explotació	462.229,96	384.757,59	
Despeses de personal	658.011,45	543.492,11	
Total despeses explotació	3.842.442,39	2.843.447,68	35%
<b>RGE</b>	<b>72.978,93</b>	<b>369.034,46</b>	<b>-80%</b>
AEC	31.438,12	61.509,83	
<b>BAIT</b>	<b>41.540,81</b>	<b>307.524,63</b>	<b>-86%</b>
Ingressos financers	260.313,12	0,00	
Despeses financeres	19.672,23	26.751,52	
<b>BAT</b>	<b>282.181,70</b>	<b>280.773,11</b>	<b>0,5%</b>
Resultat extraordinari	750,00	-2.969,54	
<b>BAT</b>	<b>282.931,70</b>	<b>277.803,57</b>	<b>1,8%</b>
Impostos	93.015,98	97.231,26	
<b>BACC</b>	<b>189.915,72</b>	<b>180.572,31</b>	<b>5,2%</b>

La taula 2 ens permet veure que l'evolució dels Recursos Generats per l'Explotació (RGE) i del Benefici Abans d'Interessos i d'Impostos (BAIT) és molt negativa, reflectint una reducció del 80 i 86 per cent respectivament. No succeeix el mateix amb el benefici de l'accionista, que s'incrementa en 6 exercicis econòmics en un 5,2%. Això és degut a que la xifra de benefici de l'accionista del 2005 està justificada, no per l'evolució positiva de l'activitat empresarial si no per uns ingressos financers extraordinaris, marcats en color vermell. De l'estudi de les dades de balanç, que posteriorment comentaré, es desprèn que aquests ingressos financers provenen d'una important reducció, en el 2005 respecte al 2004, de l'immobilitzat financer, format, segons s'indica en la memòria del 2005, per valors negociables i altres inversions financeres similars. Per tant, són ingressos no vinculats a l'activitat empresarial pròpia de l'empresa.

En els exercicis 2004, 2001 i 2000 el benefici de l'accionista es redueix respecte a l'any anterior. En el 2002 s'incrementa un 17% respecte al 2001 i en el 2003 s'incrementa un 176%, respecte al 2002, però com a conseqüència d'un resultat extraordinari de 400.000€, aproximadament.

Si eliminem dels comptes de resultats els resultats extraordinaris i els ingressos financers atípics l'evolució del benefici de l'accionista la podem veure en la taula número 3 que hi ha a continuació:

Taula nº 3

	2005	Δ	2004	Δ	2003	Δ	2002	Δ	2001	Δ	2000	Δ	1999
BACC sense extraordinaris	14.679,12	-0,90	151.367,97	-18.411,17	-1,20	92.707,35	0,17	79.260,34	-0,23	103.011,01	-0,44	182.502,51	

El benefici de l'accionista en el 2005 és només de 14.679 €, xifra força inferior a la reflectida en el compte de resultats. Aleshores, sense tenir en compte els ingressos extraordinaris l'evolució del BACC des del 99 fins al 2005 és :

Taula nº4

	2005	1999	Variació
BACC	14.679,12	182.502,51	-91,96%

El BACC (benefici de l'accionista) es redueix, en sis exercicis econòmics, en un 92% aproximadament.

La informació proporcionada pel balanç està recollida en les següents taules. En la taula nº 5 es troben les dades de l'actiu i en la taula nº 6 les dades del passiu:

Taula nº 5

	2005	Δ	2004	Δ	2003	Δ	2002	Δ	2001	Δ	2000	Δ	1999
<b>Actiu</b>													
Immobilitzat	1.765.599,38	0,15	1.540.422,63	-0,15	1.808.447,34	0,20	1.509.021,91	0,04	1.457.743,73	-0,04	1.518.478,14	-0,02	1.552.801,41
Circulant	2.210.381,67	-0,08	2.410.968,33	0,08	2.223.295,89	0,00	2.228.571,54	0,13	1.977.951,73	0,01	1.959.553,33	-0,07	2.116.878,75
Despeses a distribuir en dif. Exercicis	812,70	-0,65	2.329,39	-0,44	4.124,84	-0,45	7.470,86	1,60	2.873,95	-0,59	6.989,43	-0,32	10.294,72
<b>Total</b>	<b>3.976.793,75</b>	<b>0,01</b>	<b>3.953.720,35</b>	<b>-0,02</b>	<b>4.035.868,07</b>	<b>0,08</b>	<b>3.745.064,31</b>	<b>0,09</b>	<b>3.438.569,41</b>	<b>-0,01</b>	<b>3.485.020,90</b>	<b>-0,05</b>	<b>3.679.974,88</b>

Taula nº6

	2005	Δ	2004	Δ	2003	Δ	2002	Δ	2001	Δ	2000	Δ	1999
<b>Passiu</b>													
Capital social	327.912,21	0,00	327.912,21	0,00	327.912,21	0,09	360.607,26	0,00	360.607,26	0,00	360.654,95	0,00	360.654,95
Reserves	2.359.130,16	0,07	2.207.762,19	0,13	1.952.205,14	0,04	2.025.923,08	0,04	1.946.673,23	0,06	1.843.919,65	0,11	1.663.347,32
Deute a llarg termini	144.185,91	-0,18	176.000,48	-0,13	202.773,39	0,05	213.785,27	0,20	178.673,58	-0,21	227.045,91	-0,12	258.337,91
Deute a curt termini	955.649,75	-0,12	1.090.677,50	-0,16	1.297.420,28	0,23	1.052.041,35	0,21	872.910,81	-0,08	950.389,39	-0,22	1.217.062,37
Benefici pendent de distribució	189.915,72	0,25	151.367,97	-0,41	255.557,05	1,76	92.707,35	0,17	79.249,84	-0,23	103.011,00	-0,43	180.572,33
<b>Total</b>	<b>3.976.793,75</b>	<b>0,01</b>	<b>3.953.720,35</b>	<b>-0,02</b>	<b>4.035.868,07</b>	<b>0,08</b>	<b>3.745.064,31</b>	<b>0,09</b>	<b>3.438.114,72</b>	<b>-0,01</b>	<b>3.485.020,90</b>	<b>-0,05</b>	<b>3.679.974,88</b>



Si comparem les dades de 2005 i 1999 directament tenim:

Taula n°9

<b>Immobilitzat</b>	2005	1999	$\Delta$
Immobilitzat immaterial	63.248,39	130.086,28	-0,51
immobilitzat material	929.386,62	158.048,99	4,88
immobilitzat financer	772.964,37	1.264.666,14	-0,39
	<b>1.765.599,38</b>	<b>1.552.801,41</b>	0,13
<b>Circulant</b>			
Existències	200.015,66	142.454,56	0,40
Clients	1.568.940,9	1.625.896,32	0,035
Tresoreria	441.425,11	348.527,89	0,27
	<b>2.210.381,67</b>	<b>2.116.878,77</b>	0,04
<b>Actiu total</b>	<b>3.975.981,05</b>	<b>3.669.680,18</b>	0,0835

La inversió en immobilitzat creix un 13% i la inversió en circulant un 4%, essent la variació de la inversió total, sense tenir en compte els ingressos a distribuir, del 8,35%. En 2005 la inversió en immobilitzat representava el 44,4% de tota la inversió i en 1999 el 42,3% de tota la inversió.

De les dades anteriors es desprèn que la inversió en immobilitzat immaterial i financer es redueix considerablement però s'incrementa en un 488% la inversió en immobilitzat material, des del 1999. La informació de la taula 8 ens indica que pràcticament tot aquest increment es produeix en el 2005, any en el que la inversió en immobilitzat material s'incrementa en 742.000 € o en un 396% respecte al 2004.

Comptabilitzat dins l'immobilitzat material trobem terrenys, construcció, instal·lacions tècniques, maquinària, mobiliari, elements de transport, etc. Dins de l'immobilitzat immaterial es comptabilitzen despeses d'investigació, fons de comerç, arrendaments financers, propietats industrials, aplicacions informàtiques, etc. Dins de l'immobilitzat financer hi ha accions d'altres empreses, valors de renda fixa, crèdits concedits a empreses del grup, etc. Les dades anteriors mostren que l'immobilitzat financer es redueix en un 39%, ens sis exercicis econòmics, produint-se la reducció més important en el 2005, justificant, aquesta reducció, els ingressos financers extraordinaris de que disposa l'empresa en el mateix període.

El no disposar de la informació econòmica del 2006 no em permet avaluar els resultats de la inversió tant important, realitzada en el 2005, en immobilitzat material.

Per analitzar amb profunditat l'evolució del finançament eliminaré de la taula numero 6 el concepte benefici pendent de distribució ja que aquest diner es converteix en finançament al començament del període següent. Aleshores, l'estructura financera de l'empresa és, per cadascun dels anys, la que es mostra en la taula següent (número 10), on els percentatges no són la variació d'un exercici a un altre si no el pes que representa la font de finançament sobre el finançament total:

Taula nº 10

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Fons propis	2.687.042,37	2.535.674,40	2.280.117,35	2.386.530,34	2.307.280,49	2.204.574,60	2.024.002,27
Deute llarg termini	144.185,91	176.000,48	202.773,39	213.785,27	178.673,58	227.045,91	258.337,91
Deute a curt termini	955.649,75	1.090.677,50	1.297.420,28	1.052.041,35	872.910,81	950.389,39	1.217.062,37
total	3.786.878,03	3.802.352,38	3.780.311,02	3.652.356,96	3.358.864,88	3.382.009,90	3.499.402,55

Com s'observa fàcilment la proporció dels fons propis s'ha anat incrementant en tots els exercicis econòmics reduint-se al mateix temps el nivell d'endeutament. L'empresa PYMSA és una empresa amb un baix nivell d'endeutament. En el 2005 l'endeutament total era només del 29% de tot el finançament, essent el finançament a llarg termini (en la memòria de 2005 s'indica que l'endeutament a llarg termini té un venciment inferior o igual a 5 anys) només el 4% de la inversió total.

La taula següent, taula nº 11, recull l'evolució de les diferents fonts de finançament que ha utilitzat l'empresa des del 99 fins al 2005:

Taula nº 11

Finançament	2005	1999	Variacions
Fons propis	2.687.042,37	2.024.002,27	32,75%
Deute a llarg termini	144.185,91	258.337,91	-44,19%
Deute a curt termini	955.649,75	1.217.062,37	-21,48%
Total	3.786.878,03	3.499.402,55	8,3%

L'aportació dels accionistes s'incrementa en un 32,75% que és resultat de la reinversió de la totalitat del benefici aconseguit en cada exercici econòmic.

Respecte al nombre de treballadors l'evolució d'aquesta dada és la següent:

Taula nº 12

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Nº de treballadors	14	14	14	15	14	16	16

Produint-se una reducció en el nombre de treballadors des del 99 del 12,5%.

La productivitat de l'empresa, calculada relacionant les despeses de l'explotació amb els ingressos de la explotació, pren els següents valors en cadascun dels exercicis econòmics:

Taula nº 13

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Productivitat	0,98	0,93	0,97	0,93	0,95	0,93	0,89

Aleshores, la productivitat s'ha reduït des del 99 fins al 2005 en un 10,11%.

Si mesurem la productivitat relacionant el BAIT amb els ingressos de l'explotació obtenim:

Taula nº 14

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Productivitat (2)	0,0106	0,0596	0,0004	0,0422	0,0363	0,0497	0,0957

Les dades posen de manifest una important reducció de la productivitat calculada a partir del BAIT. Des del 99 fins el 2005 la reducció és d'un 88,92%. La tendència de la productivitat és negativa doncs en la majoria dels exercicis aquest valor es redueix. Cal destacar la baixa productivitat del 2003. Amb el transcurs del temps cada € ingressat genera menys benefici d'explotació.

En la taula nº15, taula següent, trobem la rendibilitat de l'explotació neta d'impostos:

Taula nº 15

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Rendibilitat de l'explotació	0,007 <sup>5</sup>	0,04	0,0003	0,03	0,03	0,03	0,06

<sup>5</sup> Aquest valor és el resultat de  $[41.540,81(0,67)]/3.786.878,03$

La rendibilitat generada pel projecte d'inversió ha passat d'un 6% en el 1999 a un 0,7% en el 2005. És a dir, s'ha reduït, en sis exercicis econòmics, un 88% (recordem que el benefici de l'explotació abans d'impost es redueix en el mateix període un 86%)

La rendibilitat de l'accionista és en cada exercici econòmic:

Taula nº16

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Rendibilitat de l'accionista	0,05	0,04	0,07	0,03	0,02	0,03	0,05

No obstant, si calculem la rendibilitat de l'accionista sense tenir en compte el resultats extraordinaris<sup>6</sup> obtenim:

Taula nº17

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Rendibilitat de l'accionista	0,01	0,06	-0,01	0,04	0,03	0,05	0,09

Per tant, la rendibilitat de l'accionista sense resultats extraordinaris s'ha reduït des del 1999 en un 89%, essent només del 1% en el 2005. No obstant, la remuneració als membres dels òrgans d'Administració ha estat en cadascun dels exercicis analitzats la següent:

Taula nº 18

	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Remuneració Òrgans d'Administració	266.642,90	247.262,90	227.582,90	120.202,42	108.196,48	126.229,23

Aquesta remuneració s'incrementa des del 99 en un 111,24%. Essent el promig d'increment de tots els anys un 20,5%. Destaca l'increment de remuneració del 2003 respecte al 2002, un 89,3%.

Respecte a la solvència financera de l'empresa, nombre de vegades que el benefici de l'explotació cobreix les despeses financeres, els valors d'aquest indicador és, en cadascun del exercicis econòmics, el següent:

Taula nº 19

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Solvència financera	2,11	11,9	0,07	6,93	5,76	7	11,50

Encara que la solvència financera en el 2005 és bona, doncs l'empresa pot cobrir sense problemes les despeses financeres existents, aquest indicador s'ha reduït des del 1999 en un 82%, reducció que reflecteix la negativa evolució de l'activitat empresarial, ja que les despeses financeres es redueixen des del 1999 un 26,46%.

## 2.2 Informació històrica del sector.

La informació històrica d'aquest apartat l'he obtinguda de la base de dades SABI (*Sistema de Anàlisis de Balances Ibèrics*). Per trobar aquesta informació he seleccionat, en primer lloc, les empreses que tenen el mateix codi d'activitat (CNAE), 2010, ubicades a Catalunya en el 2005 i en segon lloc, les empreses que tenen el mateix

<sup>6</sup> Ni els ingressos financers extraordinaris de 2005

codi d'activitat ubicades, en el 2005, a la província de Barcelona. De la primera recerca he obtingut un grup de 168 empreses i de la segona un grup de 100 empreses.

En la següent taula trobem la informació obtinguda del grup d'empreses ubicades a Catalunya en el 2005, primera columna, i en el 1999, segona columna<sup>7</sup>:

Taula n° 20

	2005	1999	% de variació
Ingressos de l'explotació	177.079	103.428	71%
Despeses de l'explotació	165.382	96.245	72%
RGE	11.697	7.183	63%
BAIT	4.772	4.307	10,8%
BACC	2.799	2.305	21,4%
BACC(sense resultats extraordinaris)	2.333	1.926	21,13%
Total Actiu	138.747	77.393	79,3%
Fons propis	52.096	23.881	118%
Deutes a llarg termini	22.600	13.092	72,6%
Nombre d'empleats	1.276	858	48,7%
Rendibilitat de l'actiu	0,0224	0,036	-37,8%
Rendibilitat de l'accionista	0,054	0,096	-43,8%
Rendibilitat de l'accionista sense extr.	0,045	0,081	-44,4%
Productivitat (1)	0,934	0,931	0,3%
Productivitat (2)	0,027	0,042	-35,7%

Xifres expressades en milers d'€

La informació obtinguda i analitzada ens indica que si bé els ingressos de l'explotació, els RGE (Recursos Generats per l'Explotació), el BAIT (Benefici Abans d'Interessos i d'Impostos) i el BACC (Benefici de l'Accionista) (tant abans com després dels resultats extraordinaris) s'incrementen, la rendibilitat de la inversió i la rendibilitat de l'accionista es redueixen considerablement, un 38% i un 44%, aproximadament, en sis exercicis econòmics. Això és així ja que el BAIT i el BACC s'incrementen però en menor percentatge que la inversió realitzada. La productivitat (1) pràcticament es manté constant ja que el percentatge d'increment dels ingressos i de les despeses és quasi el mateix, però la productivitat (2) es redueix en un 35,7% des del 99. Augmenten els ingressos però es redueix la capacitat de generar benefici per cada € ingressat.

Donat que el nombre d'empreses dins del grup no és el mateix en el 2005 i en el 99 les xifres absolutes, com els ingressos o els RGE, s'incrementen simplement per l'aparició de noves empreses. Tanmateix en les mesures relatives, com per exemple rendibilitats o productivitat, podem observar que pràcticament totes elles pateixen una reducció des del 99 fins al 2005. Cal destacar els valors tan baixos de la rendibilitat de l'actiu tant en el 99 com en el 2005. Podem concloure que les inversions realitzades des del 99 no han generat una suficient rendibilitat.

En la següent taula, n° 21, trobem la posició ocupada per l'empresa estudiada, PYMSA, respecte al grup analitzat, 168 empreses de Catalunya, per a diferents indicadors econòmics. En la primera columna trobem l'indicador analitzat, en la segona columna la posició ocupada en el 2005 i en la darrera i tercera columna la posició ocupada en el 99. Entre parèntesis indiquem el nombre d'empreses de les que s'ha obtingut informació en cada exercici econòmic:

<sup>7</sup> Lògicament el nombre d'empreses existent no és el mateix en el 2005 que en el 1999. En aquest darrer any les empreses a Catalunya que havien lliurat la informació econòmica eren 98.

Taula nº 21

	2005	1999
Ingressos de l'explotació	8 (119)	4 (94)
Total actiu	5 (120)	2 (98)
Nº d'empleats	27 (109)	19 (66)
Fons propis	2 (120)	1 (98)
BAIT	37 (119)	2 (94)
RGE	45 (119)	2 (94)
Rendibilitat de l'accionista *	46 (119)	46 (95)
Rendibilitat de l'actiu o inversió*	17 (119)	21 (95)

\* El SABI calcula la rendibilitats abans dels efectes impositius

De l'estudi de les dades anteriors es desprèn que l'empresa PYMSA millora la seva posició respecte al grup en la majoria dels indicadors però empitjora considerablement la seva posició respecte al BAIT i als RGE. Respecte al BAIT passa d'ocupar la segona posició a ocupar la 37 i amb els RGE passa d'ocupar la segona posició a ocupar la 45. És a dir, en 1999 es trobava l'empresa en el quart quartil<sup>8</sup> i en el 2005 en el tercer quartil.

Si el grup a analitzar és el format per les empreses del sector ubicades en la província de Barcelona (100) trobem la següent informació:

Taula nº 22

	2005	1999	% de variació
Ingressos de l'explotació	104.495	54.157	92,9 %
Despeses de l'explotació	97.276	50.764	91,6 %
RGE	7.219	3.393	112,8 %
BAIT	3.252	2.121	53,3 %
BACC	2.071	1.258	64,6 %
BACC(sense resultats extraordinaris)	1.894	1.009	87,7 %
Total Actiu	87.038	39.441	120,7 %
Fons propis	34.682	14.192	144,4 %
Deutes a llarg termini	13.128	5.335	146,1 %
Nombre d'empleats	718	430	67 %
Rendibilitat de l'actiu	0,024	0,035	-31,4 %
Rendibilitat de l'accionista	0,059	0,089	-33,7 %
Rendibilitat de l'accionista sense extr.	0,055	0,071	-22,5 %
Productivitat (1)	0,931	0,937	-0,6 %
Productivitat (2)	0,031	0,039	-20 %

Si analitzem la posició de l'empresa PYMSA respecte al grup de referència trobem :

Taula nº 23

	2005	1999
Ingressos de l'explotació	4 (69)	2 (59)
Total actiu	3 (69)	2 (51)
Nº d'empleats	12 (63)	9 (36)
Fons propis	2 (69)	1 (51)
BAIT	22 (69)	1 (49)
RGE	22 (69)	1 (49)
Rendibilitat de l'accionista *	27 (69)	25 (50)
Rendibilitat de l'actiu o inversió*	11 (69)	11 (50)

<sup>8</sup> En el quart quartil s'inclouen les empreses que ocupen les primeres posicions i així successivament.

Les dades indiquen que PYMSA empitjora de posició en la majoria de les magnituds econòmiques absolutes analitzades. Així, quant a RGE o BAIT passa de la primera posició a la 22, passa del quart quartil al tercer. No succeeix el mateix amb les mesures relatives. Quant a la rendibilitat de l'accionista i a la rendibilitat del projecte d'inversió l'empresa PYMSA es manté en el mateix quartil, el tercer.

Si comparem les dades de l'empresa PYMSA amb el grup de 20 empreses format pel propi programa SABI obtenim:

Taula nº24

	2005			2004			2003			2002		
	PYMSA	Mitj.	Desv									
Rendibilitat de l'accionista	6,6	7,4	5,4	5,63	4,51	14,6	10,08	7,2	4,8	3,7	8,7	6,7
Rendibilitat de l'actiu	4,8	2,1	1,8	3,8	0,6	2,3	6,3	1,4	1,8	2,5	2,1	1,9
Productivitat	1,11	1,58	0,25	1,45	1,45	0,29	1,17	1,52	0,26	1,42	1,66	0,28

La productivitat de l'empresa PYMSA decreix i es troba, excepte en el 2004, per sota de la mitjana del grup de 20 empreses. Respecte a la rendibilitat de l'actiu aquesta rendibilitat és sempre superior a la mitjana del grup però segueix una tendència decreixent, i respecte a la rendibilitat de l'accionista, aquesta varia considerablement d'un exercici a l'altre i es situa en el 2004 per sota de la mitjana. Cal tenir en compte que els càlculs que fa el SABI de les rendibilitats no coincideix amb els càlculs que jo he fet en aquest informe. El SABI calcula sempre les rendibilitats abans d'impostos.

Cal destacar de la informació anterior els valors tan baixos que pren la rendibilitat de l'actiu en el grup de referència.

### **3- Càlcul del valor de mercat de l'activitat empresarial desenvolupada per Postes y Maderas. S.A. (PYMSA)**

#### **3.1 – Metodologia**

Per determinar el valor de mercat de l'empresa PYMSA i, posteriorment, la quantia de la indemnització, utilitzaré com a metodologia principal la metodologia del "cash-flow" actualitzat i com a metodologia complementària la metodologia dels indicadors.

La metodologia del cash-flow actualitzat és la metodologia científicament acceptada<sup>9</sup> ja que és la que millor capta el fet de que el valor de mercat d'una empresa o activitat d'exploració ve determinat per les rendes futures que aquesta activitat generarà. És la metodologia correcta si la valoració es realitza sota el principi de la *gestió continuada*.

Per aplicar la metodologia del cash-flow actualitzat cal estimar les següents dades:

- a) rendes futures que pot generar l'empresa o activitat
- b) la taxa d'actualització

<sup>9</sup> P.Fernández, Valoración de empresas. Gestión 2000.com  
C.Menéndez y S.Guerrero, Estudio de Aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración. Documento nº5 de la Comisión de Valoración de Empresas de AECA. (1996)

- c) l'horitzó de valoració
- d) valor de continuació

Per estimar les rendes futures hem d'estimar els futurs "Fluxos de Caixa Lliure" (FCL) que es determinen a partir de la següent expressió:

$$\text{FCL} = \text{BAIT}(1-\tau) + \text{AEC} - \text{Inversions} - \text{Increments de les NOD}$$

On BAIT és el benefici de l'explotació abans d'interessos i d'impostos,  $\tau$  és la taxa impositiva que grava el benefici de la societat, AEC és l'amortització econòmica, Inversions són les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva i NOD són les Necessitats Operatives de Diner. L'amortització econòmica se suma al benefici ja que és una despesa però no és un pagament. Les inversions necessàries per mantenir la capacitat productiva es resten del diner destinat a la amortització econòmica ja que aquestes inversions són imprescindibles per a mantenir la renda futura, i els increments de les NOD és la part del benefici que es transforma en actiu circulat i per tant no és diner disponible.

Amb el càlcul dels FCL volem quantificar el diner que realment genera la gestió del projecte i que queda a disposició de la direcció per cobrir les seves obligacions financeres. Els FCL són, com es pot observar, una magnitud econòmica independent del finançament utilitzat per a fer realitat l'empresa.

La taxa d'actualització és en definitiva la rendibilitat que és vol aconseguir, com a mínim, del projecte d'inversió. El valor d'aquesta taxa està relacionat amb el risc que representa la inversió de forma que a més risc major rendibilitat mínima voldran aconseguir els inversors. L'horitzó de valoració és el nombre d'exercicis econòmics durant els quals s'estimarà la renda que generarà l'empresa. L'horitzó de valoració és funció de la capacitat del professional que fa la valoració per a fer estimacions fiables. El valor de continuació és el resultat de la diferència que hi ha entre la vida de l'empresa que se suposa infinita, si la informació no diu el contrari, i l'horitzó de valoració. Amb el valor de continuació es vol incorporar al valor de mercat el valor de les rendes que generarà l'empresa en el futur però que no han estat estimades.

Sota el principi de la gestió continuada la vida de l'empresa és infinita i el valor de continuació incorpora rendes futures. Si el principi de gestió continuada no es manté, el valor de continuació és el valor de liquidació dels actius vinculats a l'explotació.

Per a fer les estimacions de les rendes futures he tingut en compte que en l'informe de gestió de 2005 s'indica: "*Se espera que la cifra de negocios se mantenga en los niveles del ejercicio anterior como consecuencia de la estabilidad del mercado, así como del nivel de actividad de la Empresa*". "*No se prevé llevar a cabo ningún tipo de Inversión en el ejercicio económico siguiente al que se refiere el presente informe de gestión*". "*Se mantienen las mismas expectativas de resultados que las del ejercicio precedente, pudiendo ser éstos de similares valores absolutos*". "*La situación financiera se prevé se mantenga en un futuro próximo en los niveles similares a los del ejercicio precedente, pudiéndose calificar como aceptable*".

Tenint en compte el paràgraf anterior considero que l'exercici 2006, del qual no dispo d'informació ja que, a data d'avui, octubre de 2007, no ha estat dipositada en el Registre

Mercantil de Barcelona, és idèntic al 2005, essent la primera renda estimada la del 2007.

La metodologia del cash-flow actualitzat determina el valor de mercat dels actius de l'empresa vinculats amb l'explotació. No considera el valor de mercat dels edificis, ni dels terrenys ni d'altres actius no vinculats a l'explotació com les inversions financeres.

A continuació presento els diferents escenaris considerats per al càlcul del valor de mercat de l'activitat empresarial PYMSA.

## **Escenari 1.**

### Renda

La renda a actualitzar és el FCL del 2005. Suposo que el 2006 i els següents exercicis són idèntics al 2005.

Utilitzant la informació comptable de 2005 el FCL futur és igual a :

Taula nº 25

	2007	2008	2009
BAIT	41.540,81	41.540,81	41.540,81
Impostos (33%)	13.708,47	13.708,47	13.708,47
AEC	31.438,12	31.438,12	31.438,12
Inversions necessàries	13.329,76	13.329,76	13.329,76
FCL	45.940,7	45.940,7	45.940,7

Per calcular el FCL he considerat que el 42,4% de l'amortització econòmica es destina a inversions per a mantenir la capacitat productiva. Aquest percentatge és la mitjana geomètrica dels percentatges que ha representat, en els exercicis anteriors, l'amortització econòmica sobre l'augment de la inversió en immobilitzat material i immaterial, però sense tenir en compte la dada de 2001 ja que en aquest exercici es produeix una disminució de l'immobilitzat.

Respecte a l'increment de les necessitats operatives de diner (NOD) he considerat que no es produirà cap variació.

### Taxa d'actualització.

La taxa d'actualització és la rendibilitat mínima exigida pels inversors al projecte d'inversió o activitat de l'empresa. Aquesta taxa està relacionada amb el risc i és el resultat de sumar al tipus d'interès lliure de risc una prima per compensar el risc assumit.

El tipus d'interès, a llarg termini, lliure de risc és, en la data d'elaboració de l'informe, del 4,65<sup>10</sup> que és el tipus d'interès de les obligacions de l'Estat a 10 anys en el mercat primari. És un tipus d'interès nominal i per tant incorpora les previsions d'inflació.

<sup>10</sup> Informació obtinguda de la pagina web del Banc d'Espanya. Dades del mercat primari de deute pública.

Per calcular la prima del risc utilitzaré informació procedent del mercat de capitals<sup>11</sup>. Considero que la rendibilitat esperada de l'IBEX-35 per al 2007 serà del 7,47 % que és el promig de les rendibilitats generades per l'IBEX-35 des del 99 fins al 2007. El risc de l'activitat empresarial el mesuraré relacionant la volatilitat del sector amb la volatilitat del mercat. El sector borsari al que pertany l'empresa PYMSA és "*Materiales Básicos Industria y Construcción*" que ha tingut una volatilitat a un any de 21,35. La volatilitat de l'IBEX-35 ha estat igual a 16,53. Aleshores, l'indicador de risc pren un valor igual a 1,29.

Llavors, el cost de capital o taxa d'actualització és igual a:

$$K = 0,0465 + (0,0747 - 0,0465)(1,29) = 0,083$$

Com que les dades que ofereix el mercat de valors fan únicament referència a les accions, realment la taxa anterior és el cost de capital dels fons propis. Per trobar la taxa d'actualització del projecte hem de tenir en compte el cost de capital de totes les fonts de finançament. Per tant, la taxa d'actualització és el resultat de calcular la mitjana ponderada del cost de capital dels fons propis i del cost de capital del finançament aliè.

Utilitzant les dades de 2005 i suposant que el deute a curt termini és finançament aliè a curt termini (proveïdors) l'estructura financera de l'empresa està formada en un 94% per fons propis i un 6% per finançament aliè a llarg termini<sup>12</sup>.

El cost de capital del deute en el 2005 és igual al 14%, que és el resultat de relacionar les despeses financeres de l'exercici amb el finançament aliè que genera despesa financera, el finançament aliè a llarg termini. Llavors la taxa d'actualització o cost de capital del finançament de tota la inversió pren un valor igual a :

$$K = 0,94 (0,083) + 0,06(0,14) = 0,088$$

### Horitzó de valoració.

Com que en aquest primer escenari he suposat que la renda que genera l'empresa es manté constant indefinidament no fa falta definir un horitzó de valoració.

### Valor de mercat de l'activitat empresarial

D'acord amb tota la informació anterior el valor de mercat de l'activitat empresarial desenvolupada per PYMSA és:

$$V = 45.940,7 / (0,088) = 522.053,41 \text{ €}$$

A aquest valor se li ha de sumar el valor generat per l'estructura financera. En concret, per tenir endeutament i aconseguir un estalvi d'impostos derivat de les despeses

<sup>11</sup> Informació obtinguda de la Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles, julio de 2007.

<sup>12</sup> Aquestes proporcions s'han calculat sense tenir en compte el benefici retingut en el 2005 i considerant només el finançament a llarg termini

financeres. El valor de la renda que genera el deute, l'estalvi fiscal, es calcula multiplicant la taxa impositiva per la quantia del deute. Per tant, aquest valor és igual a :

$$V_{\text{deute}} = 0,33 (144.185,91) = 47.581,35\text{€}$$

En conseqüència, el valor de mercat de l'activitat empresarial és :

$$V = 522.053,41 + 47.581,35 = 569.634,76 \text{ €}$$

Aquest valor és inferior al valor comptable de la inversió realitzada pels propietaris, accionistes, ja que la rendibilitat aconseguida en el 2005, i extrapolada al 2006 i següents exercicis, és inferior a la taxa d'actualització o cost de capital. La rendibilitat dels fons propis va ser en el 2005 d'un 5% o d'un 1% segons tinguem en compte o no els resultats extraordinaris, essent la taxa d'actualització d'un 8,3%. La rendibilitat de l'explotació va ser del 0,7% essent la taxa d'actualització del 8,8%.

## **Escenari 2**

En aquest escenari la renda és el FCL però no es manté constant al llarg del temps. L'horitzó de valoració és de tres exercicis 2007, 2008 i 2009. Al no disposar del pla estratègic de l'empresa és difícil fer estimacions fiables més enllà del 2009. Per estimar els FCL dels tres exercicis que determinen l'horitzó de valoració he establert determinades hipòtesis que em permeten definir tres escenaris diferents dins de l'escenari 2.

### **Escenari 2.1**

#### Renda

La renda a actualitzar és el Flux de Caixa Lliure (FCL). Per quantificar aquesta renda he fet els següents supòsits:

- a) que els ingressos de l'explotació s'incrementaran anualment un 3,5%, que és el creixement promig dels darrers 6 exercicis econòmics
- b) que els consums s'incrementaran anualment un 6,5%, que és el creixement promig dels darrers 6 exercicis econòmics
- c) que les despeses de personal s'incrementaran un 3,33 cada any, que és el creixement promig dels darrers 6 exercicis econòmics
- d) que altres despeses de l'explotació s'incrementaran un 3,67% cada any, que és el creixement promig dels darrers 6 exercicis econòmics
- e) que l'immobilitzat brut que genera amortització econòmica creixerà en un 4,25% , que és el promig de creixement de l'immobilitzat des del 99 fins al 2004<sup>13</sup>
- f) que l'amortització econòmica (AEC) serà el 4,42% de l'immobilitzat brut. Aquest percentatge és la mitjana geomètrica del percentatge que ha representat l'AEC sobre l'immobilitzat brut en els darrers exercicis
- g) que la part de l'AEC destinada a finançar les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva és un 42 %. Aquest percentatge és la mitjana

---

<sup>13</sup> El creixement del 2005 no l'he tingut en compte ja que és un creixement molt dispar respecte als valors anteriors.

geomètrica dels percentatges que ha representat l'AEC sobre l'increment de la inversió en immobilitzat

- h) que no s'incrementen les NOD (Necessitats Operatives de Diner)
- i) que la taxa impositiva que grava el benefici de la societat és un 33% que és un promig de les taxes impositives efectives dels exercicis anteriors

D'acord amb les hipòtesis anteriors els valors de l'immobilitzat brut pels propers exercicis són:

Taula n° 26

	2007	2008	2009
Immobilitzat brut	2.221.941,34	2.316.373,85	2.414.819,74

Essent l'AEC igual a :

Taula n° 27

	2007	2008	2009
AEC	98.209,81	102.383,72	102.629,83

Les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva prenen un valor igual a:

Taula n° 28

	2007	2008	2009
Inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva	41.248,12	43.001,16	43.104,53

Aleshores, els RGE per a cadascun dels anys futurs són:

Taula n°29

	2007	2008	2009
Ingressos de l'explotació	4.052.461,07	4.194.297,2	4.341.097,6
Consums	2.899.144,04	3.087.588,4	3.288.281,7
Altres despeses	479.193,8	496.780,21	515.012,05
Despeses de personal	679.923,23	702.564,67	725.960,08
RGE	-5.800	-92.636,08	-188.156,23

Els RGE obtinguts són negatius i això significa que l'empresa amb els ingressos que genera no pot cobrir les despeses d'explotació. Si calculem el BAIT tenint en compte l'amortització econòmica tenim:

Taula n°30

	2007	2008	2009
BAIT	-104.009,81	-195.020,60	-290.786,06

Amb uns beneficis de l'explotació negatius l'empresa no pagarà impostos però evidentment aquestes pèrdues compensaran beneficis futurs. Aleshores, els beneficis

negatius generaran un estalvi fiscal essent els benefici de l'explotació nets d'impostos els següents:

Taula nº31

	2007	2008	2009
BAIT net d'impostos	-69.686,57	-130.663,80	-194.826,66

Llavors els Fluxos de Caixa Lliure (FCL) són iguals a :

Taula nº32

	2007	2008	2009
FCL	-12.724,88	-71.281,24	-135.301,36

Les rendes futures que generarà l'empresa amb les hipòtesis establertes en aquest escenari són negatives, inclús si es té en compte l'estalvi fiscal dels beneficis negatius. Aleshores, el valor de mercat de l'empresa no es pot determinar actualitzant rendes futures. En aquest escenari l'activitat d'explotació de l'empresa PYMSA és un projecte inviable, financerament parlant, i aleshores, el valor de mercat de la seva activitat és el valor de liquidació dels actius vinculats a l'explotació. No es pot mantenir el principi de gestió continuada.

El valor de liquidació és el preu de venda dels actius propietat de l'empresa vinculats a l'explotació. Aquest preu pot ser superior o inferior al valor comptable de l'actiu dependent del tipus d'actiu i de la seva valoració en el mercat. Al no disposar d'informació exacta dels actius que són propietat de l'empresa no puc establir amb exactitud el valor de liquidació.

Sense tenir en compte l'edifici i el terreny, els altres actius de l'empresa vinculats a l'explotació poden ser maquinaria, aplicacions informàtiques i altres actius en règim d'arrendament financer. En conseqüència, els valors de liquidació d'aquests actius probablement siguin inferiors al valor comptable. Aleshores, podem establir que el valor màxim del valor de liquidació dels actius vinculats a l'explotació serà el valor comptable d'aquests actius. És a dir, 63.248,39 € (immobilitzat immaterial) més 929.386,62 € (immobilitzat material), un import igual a 992.635,01 €. Consideraré per arrodonir 1.000.000 €<sup>14</sup>. Aquest valor no té en compte les quantitats que l'empresa obtindrà per la liquidació de l'actiu circulat. No té en compte la tresoreria, ni les matèries primeres ni el compte de clients ja que amb el diner obtingut de la liquidació d'aquestes partides els propietaris de l'empresa liquidaran el compte de proveïdors i el deute a llarg termini, podent disposar del diner restant.

<sup>14</sup> Això és suposant que la comptabilitat reflecteix correctament el valor dels actius tant d'immobilitzat com de circulat. La venda en el mercat dels immobilitzats, sense edifici i terreny, proporcionarà segurament una quantitat inferior de diners. El mateix valor de liquidació s'obté si al valor comptable dels fons propis, en el 2005, se li resta el deute a llarg termini, els proveïdors i l'immobilitzat financer.

## Escenari 2.2

### Renda

Per estimar la renda a actualitzar, el FCL, modifico algunes hipòtesis respecte a l'escenari anterior. Així, considero que les despeses de l'explotació, en la seva totalitat, s'incrementen d'un any a l'altre en un 2,5%, en lloc del 5,6% de l'escenari anterior. La resta de supòsits es manté igual així com l'horitzó de valoració.

Per tant, les previsions dels RGE són:

Taula nº33

	2007	2008	2009
Ingressos de l'explotació	4.052.461,07	4.194.297,20	4.341.097,60
Despeses de l'explotació	3.938.503,40	4.036.965,9	4.137.890,2
RGE	113.957,67	157.331,3	203.207,4

Considerant l'amortització econòmica el BAIT pren els següents valors :

Taula nº 34

	2007	2008	2009
BAIT	15.747,86	54.947,58	100.577,57

Essent els FCL iguals a :

Taula nº35

	2007	2008	2009
FCL	67.512,76	96.197,44	126.912,27

### Taxa d'actualització

La mateixa que en el primer escenari, el 8,8%.

### Valor de continuació

El valor de continuació és igual a

$$V = (126.912,27)/0,088 = 1.442.184,89 \text{ €}$$

### Valor de mercat de l'activitat empresarial

Per tant, el valor de mercat de l'empresa derivat de l'explotació és :

$$V = 1.361.642,56 \text{ €}$$

Tenint en compte el valor creat pel fet d'utilitzar el deute com a font de finançament, el valor total de l'empresa és :

$$V = 1.361.642,56 + 47.581,35 = 1.409.223,92 \text{ €}$$

### Escenari 2.3

#### Renda

La renda a actualitzar és la mateixa que en l'escenari anterior però per fer les estimacions futures modifico únicament la taxa anual de creixement de les despeses totals d'explotació. En aquest escenari considero que la taxa de creixement anual és un 4% amb la finalitat d'aproximar-nos a la taxa de creixement obtinguda de les dades històriques, un 5,63%.

D'acord amb les hipòtesis establertes les previsions dels RGE són:

Taula nº36

	2007	2008	2009
Ingressos de l'explotació	4.052.461,07	4.194.297,20	4.341.097,60
Despeses de l'explotació	3.996.140,09	4.155.985,69	4.322.225,12
RGE	56.320,98	38.311,51	18.872,48

Les estimacions del BAIT són:

Taula nº37

	2007	2008	2009
BAIT	-41.888,83	-64.072,21	-83.757,35

Essent els FCL els següents:

Taula nº 38

	2007	2008	2009
FCL	28.896,17	16.454,18	3.407,88

#### Valor de continuació

El valor de continuació pren en aquest escenari el valor que s'indica a continuació:

$$V = 3.407,88 / 0,088 = 38.725,91$$

#### Taxa d'actualització

La mateixa que ens els escenaris anteriors 8,8%

#### Valor de l'activitat empresarial

$$V = 43.105,15 + 38.725,91 = 81.831,06 \text{ €}$$

Si tenim en compte el valor creat amb la política financera de l'empresa el valor de l'empresa és :

$$V = 81.831,06 + 47.581,35 = 129.412,41 \text{ €}$$

### Escenari 3

En aquest escenari la renda que faig servir és el conegut EBITDA (Benefici abans d'Interessos, Impostos i Amortitzacions) o RGE (Recursos Generats per l'Explotació)

#### Escenari 3.1

##### Renda

La renda a actualitzar són els RGE del 2005 suposant que es mantenen constants de forma indefinida. Així:

Taula nº 39

	2007	2008	2009
RGE	72.978,93	72.978,93	72.978,93

##### Taxa d'actualització

La mateixa, el 8,8%

##### Valor de mercat de l'activitat empresarial

$$V = 72.978,93 / 0,088 = 829.306,02 \text{ €}$$

Si li sumem el valor creat amb la política financera tenim:

$$V = 829.306,02 + 47.581,35 = 876.887,37 \text{ €}$$

#### Escenari 3.2

##### Renda

La renda a actualitzar és el EBITDA o RGE estimats, per a cadascun dels tres anys de l'horitzó de valoració, a partir de les hipòtesis establertes en l'escenari 2.1. Les rendes a actualitzar són:

Taula nº 40

	2007	2008	2009
RGE	-5.800	-92.636,08	-188.156,17

Com que en aquest cas les rendes són negatives el valor de mercat de l'activitat empresarial ve determinat pel valor de liquidació dels actius vinculats a l'activitat d'explotació. El valor màxim d'aquest valor de liquidació és el valor comptable dels fons propis sense considerar el benefici retengut, l'immobilitzat financer i la tresoreria. És el mateix import que el determinat en l'escenari 2.1

### Escenari 3.3

#### Renda

La renda a utilitzar per a calcular el valor de mercat de l'activitat empresarial són els RGE estimats d'acord amb les hipòtesis de l'escenari 2.2. Per tant, les rendes estimades són:

Taula n°41

	2007	2008	2009
RGE	113.957,62	157.331,2	203.207,4

#### Taxa d'actualització

La mateixa, 8,8%

#### Valor de continuació

$$V = 203.207,4 / 0,088 = 2.309.175 \text{ €}$$

#### Valor de mercat de l'activitat empresarial

$$V = 395.430,6 + 1.792.958,18 = 2.188.388,78 \text{ €}$$

Considerant el valor creat amb la política financera el valor de mercat de l'empresa és :

$$V = 2.188.388,78 + 47.581,35 = 2.235.970,13\text{€}$$

### Escenari 3.4

#### Renda

En aquest escenari la renda a actualitzar són els RGE de cadascun dels anys estimats tenint en compte les hipòtesis de l'escenari 2.3. Les rendes són:

Taula n° 42

	2007	2008	2009
RGE	56.320,98	38.311,51	18.872,48

#### Taxa d'actualització

La mateixa, el 8,8%

#### Valor de continuació

El valor de continuació en aquest escenari pren un valor igual a:

$$V = 18.872,48 / 0,088 = 214.460 \text{ €}$$

### Valor de mercat de l'activitat empresarial

$$V = 98.783,83 + 166.517,40 = 265.301,23 \text{ €}$$

Si al valor anterior li sumem el valor creat amb la política financera el valor de mercat de l'empresa és :

$$V = 265.301,23 + 47.581,35 = 312.882,58 \text{ €}$$

### 3.2 Metodologia dels Indicadors.

En aquest apartat analitzaré el valor de mercat de l'empresa PYMSA utilitzant la metodologia dels indicadors amb la finalitat de confirmar la fiabilitat dels valors trobats en els escenaris anteriors. Un dels indicadors més utilitzats és el PER (Price Earning Ratio) que ens diu la relació que hi ha entre el preu de mercat de les accions i el benefici de l'accionista. Encara que PYMSA no cotitza a Borsa i, per tant, no tenim el seu PER sí que podem disposar del PER del sector al qual pertany l'empresa. Aquest PER pren un valor igual a 18,20 a juny de 2007. Aquest valor ens indica que en el mercat de capitals cada € de benefici es paga a 18,20 €. La metodologia dels indicadors consisteix en realitzar el següent càlcul:

$$\text{Valor de mercat} = \text{PER} \times \text{Benefici de l'accionista}$$

Aplicaré el PER no només sobre el benefici dels accionistes sinó també sobre altres rendes que provenen únicament de l'actiu com el FCL i els RGE<sup>15</sup>

En la taula que hi ha a continuació trobem el valor de mercat de l'activitat empresarial segons la renda utilitzada:

---

<sup>15</sup> Encara que pot semblar incorrecte aplicar el PER sobre rendes que no són de l'accionista les podem considerar com a tals ja que l'empresa té només un endeutament del 6%.

Taula nº 43

	Valor de la renda	Valor de l'indicador	Valor de mercat
BACC sense resultats extraordinaris de 2005 (renda constant) <sup>16</sup>	14.679,12	18,20	267.159,98 €
BACC de 2005 amb resultats extraordinaris (renda constant)	189.915,72	18,20	3.456.466,10 €
FCL(2005) renda constant escenari 1	45.940,7	18,20	836.120,74 €
RGE(2005) renda constant escenari 3.1	72.978,93	18,20	1.328.216,53 €
FCL promig (2007,08,09) escenari 2.1	-73.102,47	-	Valor de liquidació
RGE promig (2007,08,09) escenari 3.2	-95.530,77	-	Valor de liquidació
FCL promig (2007,08,09) escenari 2.2	96.874,16	18,20	1.763.109,65 €
RGE promig (2007,08,09) escenari 3.3	158.165,46	18,20	2.878.611,31 €
FCL promig (2007,08,09) escenari 2.3	16.252,74	18,20	295.799,93 €
RGE promig (2007,08,09) escenari 3.4	37.834,99	18,20	688.596,82 €

#### **4- Anàlisi dels resultats**

L'anàlisi de la informació històrica de l'empresa ens indica que des del 99 fins al 2005 el benefici de l'accionista s'ha reduït en un 96%, sense tenir en compte els ingressos financers extraordinaris del 2005. En el 2005 el benefici de l'explotació ha estat només de 41.540,81 € essent la inversió realitzada per l'empresa de 3.976.793,75 €. L'estudi de la informació comptable de l'empresa ens diu que les principals magnituds econòmiques i financeres de l'empresa, RGE, BAIT, BACC segueixen una tendència decreixent. El mateix succeeix amb els indicadors relatius com el càlcul de la rendibilitat de l'explotació o de l'accionista. La rendibilitat de l'activitat d'explotació s'ha reduït en els darrers 6 exercicis econòmics un 88% i la rendibilitat de l'accionista un 89% .

La informació del sector ens indica també una tendència a la baixa, des del 99 fins al 2005, de la rendibilitat tant de l'actiu com de l'accionista, però un increment en les magnituds econòmiques i financeres absolutes com el BAIT i el BACC, que creixen un 10 i un 21% respectivament. Això és degut a que el nombre d'empreses dins el sector s'incrementa des del 99, fet que fa incrementar els beneficis però sense millorar la rendibilitat.

Els valors de mercat de l'empresa PYMSA trobats en aquest estudi, utilitzant la metodologia del cash-flow actualitzat, són:

Taula nº 44

Escenari	Renda	Valor de mercat
Escenari 1	FCL 2005	569.634,76€
Escenari 2.1	FCL 2007,08,09	1.000.000 €
Escenari 2.2	FCL 2007,08,09	1.409.223,92€
Escenari 2.3	FCL 2007,08,09	129.412,41€
Escenari 3.1	RGE 2005	876.887,37€
Escenari 3.2	RGE 2007,08,09	1.000.000 €
Escenari 3.3	RGE 2007,08,09	2.235.955,06€
Escenari 3.4	RGE 2007,08,09	312.882,58€

el color blau indica valor de liquidació estimat a partir del valor comptable

Segons la metodologia dels indicadors els valors trobats són:

<sup>16</sup> Utilitzar el BACC comporta que el valor resultant sigui el valor de mercat de les accions de l'empresa. No obstant, com que aquesta empresa està molt poc endeutada el valor de mercat de les accions es pot considerar una bona aproximació del valor de mercat de tota l'empresa.

Taula nº45

	Renda	Valor de mercat
a)	BACC (2005) sense resultats extraordinaris <sup>17</sup>	267.159,98€
b)	BACC (2005) amb resultats extraordinaris	3.456.466,10€
c)	FCL(2005) renda constant	836.120,74 €
d)	RGE(2005) renda constant escenari 3.1	1.328.216,53 €
e)	FCL promig (2007,08,09) escenari 2.1	1.000.000 €
f)	RGE promig (2007,08,09) escenari 3.2	1.000.000 €
g)	FCL promig (2007,08,09) escenari 2.2	1.763.109,65€
h)	RGE promig (2007,08,09) escenari 3.3	2.878.610,40€
i)	FCL promig (2007,08,09) escenari 2.3	295.799,93
j)	RGE promig (2007,08,09) escenari 3.4	688.596,82

Els valors trobats encara que són diferents no són molt dispars. Si resumim els valors més alt i més baix, i més raonables, per a cada metodologia tenim:

Taula nº46

	Metodologia del cash-flow	Metodologia dels indicadors
Valor més alt de l'activitat empresarial	2.235.955,06 €	2.878.611,31 €
Valor més baix de l'activitat empresarial	129.412,41 €	267.159,98 €

Cal tenir present que els valors més alts en les dues metodologies s'obtenen utilitzant els RGE com a renda a actualitzar i suposant que les previsions són més favorables que les que es desprenen de les dades històriques.

L'anàlisi realitzat ens indica que si l'evolució de l'empresa és la que es desprèn de la informació comptable el valor de mercat de PYMSA és el valor de liquidació que he estimat, sense considerar l'edifici, el terreny i l'immobilitzat financer, en 1.000.000 €. És necessari un canvi important en la gestió que generi una millor productivitat i una reducció important de les despeses per a que el valor de mercat de l'empresa sigui superior al valor de liquidació. Cal ser molt optimista amb les estimacions futures per aconseguir que la renda que generarà l'empresa sigui positiva. Suposant que el futur de l'empresa serà idèntic al 2005, any amb benefici positiu, obtenim que el valor de mercat de l'activitat empresarial és igual a 569.634,76 €, valor força inferior al valor de liquidació estimat.

## **5- Import de la indemnització**

La informació analitzada permet afirmar que si es vol mantenir el principi de gestió continuada cal millorar el rendiment de les inversions actuals, bé amb nova maquinària bé amb una gestió més eficaç. Si bé les noves inversions, necessàries per a garantir la continuïtat del negoci, han d'anar a càrrec de l'inversor o propietari de l'empresa, la

<sup>17</sup> Utilitzar el BACC comporta que el valor resultant sigui el valor de mercat de les accions de l'empresa. No obstant, com que aquesta empresa està molt poc endeutada el valor de mercat de les accions es pot considerar una bona aproximació al valor de mercat de l'empresa.

indemnització proposada és pot considerar un important incentiu per a iniciar el procés de renovació.

Tenint en compte tota la informació analitzada i els valors obtinguts considero que la quantia de la indemnització per incentivar el trasllat de domicili s'hauria de situar entre 1.000.000 €, valor de liquidació sense tenir en compte ni l'edifici ni els terrenys ni altres actius circulants, i 1.409.223,92 € que és el valor de mercat de l'activitat empresarial suposant una futura millora de la gestió empresarial. Aquest valor és inferior al valor comptable ja que aquesta empresa genera una rendibilitat de l'explotació, 0,7%, molt inferior a la taxa d'actualització o rendibilitat mínima exigida.

## **6- Comentaris finals**

Per elaborar el present informe he utilitzat només informació històrica, adquirida al Registre Mercantil de Barcelona, **que no està auditada.**

No disposar d'un pla estratègic, aprovat i dissenyat per la direcció de l'empresa, impossibilita fer estimacions molt més fiables. El futur s'ha estimat a partir de la tendència observada en el passat.

Tanmateix, les dades històriques confirmen l'evolució negativa de l'empresa que mostra una reducció de la rendibilitat de l'explotació del 88% des del 99 fins al 2005. No he fet servir dels dades del 2006 ja que aquestes, a data d'elaboració de l'informe, no es trobaven dipositades en el Registre Mercantil.

El valor de mercat d'una activitat empresarial és sempre resultat d'unes determinades hipòtesis sobre el futur, tant de l'empresa com del sector.

La validesa d'aquest informe és temporal. Els valors calculats són els possibles valors de l'empresa a data d'avui setembre-octubre 2007. Una simple modificació del tipus d'interès lliure de risc o dels riscos del sector al que pertany l'empresa modificaria aquest valor.

Per tant, amb l'anàlisi realitzada, amb les metodologies utilitzades i amb les hipòtesis establertes considero que la quantia de la indemnització es pot situar entre 1.000.000 € i 1.409.223,92 € sempre i quan es garanteixi la continuïtat de la gestió.

Bellaterra, 27 d'octubre de 2007



Dra. Carlota Menéndez Plans  
Departament d'Economia de l'Empresa de la UAB



Universitat Autònoma de Barcelona  
Departament d'Economia  
de l'Empresa

A N N E X 2

**INFORME SOBRE L'INFORME ESPECIAL DE VALORACIÓ DE L'ACTIVITAT DESENVOLUPADA PER  
POSTES Y MADERAS, S.A., ELABORAT PER PLETA AUDITORES, S.L.**  
Dra. Carlota Menéndez Plans, maig 2008



Universitat Autònoma de Barcelona

Departament d'Economia de l'Empresa

**Informe sobre l'informe especial de valoració de l'activitat desenvolupada per Postes y Maderas, S.A., elaborat per Pleta Auditores, S.L.**

**Maig 2008**

Dra. Carlota Menéndez Plans  
Departament d'Economia de l'Empresa  
UAB



## 1- Introducció

Els objectius del present informe són:

- a) respondre a les objeccions realitzades per Pleta Auditores, S.L. sobre l'informe elaborat, per mi mateixa, amb data d'octubre de 2007, en el que es realitza la valoració de l'activitat empresarial desenvolupada per Postes y Maderas, S.A. (PYMSA) per a determinar la quantia de la indemnització pel trasllat de l'activitat empresarial a un nou domicili social
- b) fer les argumentacions pertinents al càlcul del valor de mercat de l'empresa Postes y Maderas, S.A. realitzat per Pleta Auditores S.L.

Per a la realització del present informe he adquirit, en el Registre Mercantil de Barcelona, les dades de l'empresa PYMSA del 2006, no incorporades en l'estudi inicial per no trobar-se disponibles durant l'elaboració del mateix. Cal remarcar que les dades del 2006 van ser dipositades en el Registre Mercantil de Barcelona el 9 d'octubre de 2007 quan en el dos anys anteriors, exercici 2005 i 2004, van ser dipositades en el mes d'agost.

Cal recordar de nou que la informació comptable de l'empresa PYMSA és una **informació no auditada**.

## 2- Comentaris realitzats a l'informe d'octubre de 2007

### 2.1 Primer comentari.

*“el informe centra sus conclusiones en la posición del resultado del ejercicio 2005, en base al cual determina las previsiones e hipótesis de futuro de la compañía, ignorando que la realidad de los negocios no es constante y lineal, sino que puede venir condicionada por la conjuntura económica general e incluso por los planes de inversiones de los clientes y otros factores, por lo tanto del resultado de un solo ejercicio no puede inferirse una debacle en las expectativas de resultados futuros”*

En l'informe de valoració presentat a l'octubre de 2007:

- a) es calcula el valor de mercat de PYMSA aplicant la metodologia del cash flow actualitzat en 8 escenaris diferents. Només en dos d'aquests escenaris la renda actualitzada és la renda del 2005. La valoració realitzada, suposant una renda constant, no és, evidentment, una valoració exacta, ja que es considera que l'empresa es mantindrà com en el 2005 de forma indefinida. No obstant, serveix per ubicar millor els resultats obtinguts en els altres escenaris, on s'estableixen hipòtesis sobre l'evolució futura de l'empresa
- b) la quantia de la indemnització no ve determina per cap dels dos escenaris on la renda actualitzada és constant. La quantia de la indemnització és el resultat d'estimar amb precisió, tal i com estableix la metodologia, les rendes futures de l'empresa. La quantia de la indemnització és el resultat d'estimar, en dos escenaris diferents (sota hipòtesis diferents), l'evolució futura de l'empresa a partir de les dades històriques disponibles.



## 2.2 Segon comentari

*“No tiene en cuenta a la hora de determinar la rentabilidad de la Compañía la retribución al Consejo de Administración que como puede observarse esta compuesto por 6 miembros. Debemos tener en cuenta que se trata de una PYME y que este tipo de sociedades no acostumbran a disponer de consejos tan nutridos. En este caso es así para dar cabida y representación a todo el accionariado y su retribución puede entenderse como una retribución a los accionistas. Es evidente que para el desarrollo de su actividad la empresa no requeriría de tan nutrida representación. A destacar que la sociedad no ha repartido dividendo alguno al menos desde 1999, hasta la fecha”*

Respecte al paràgraf anterior cal dir :

- a) que en l'informe presentat a l'octubre de 2007 ja es té en compte que l'empresa en qüestió és una petita y mitjana empresa
- b) que el Consell d'Administració sigui nombrós o no, no és una qüestió a considerar en el càlcul del valor de mercat de l'activitat empresarial, és una qüestió d'organització interna de l'empresa
- c) que les despeses del Consell d'Administració es troben comptabilitzades, en la informació comptable estudiada, com a despeses de personal i així han estat considerades. Per a que la quantia destinada al Consell d'Administració es pugui considerar com a remuneració de l'accionista hauria d'haver estat pagada amb el benefici de l'accionista. Comptabilitzar-la com a despesa de personal permet gaudir del corresponent estalvi fiscal i així s'ha tingut en compte. Cal destacar que aquesta despesa s'ha incrementat des del 99 fins el 2005 un 111,24%, quan els recursos generats per l'explotació s'han reduït, en el mateix període, un 80%. En la memòria del 2006 s'indica, pàgina 15, apartat 14, que durant l'exercici econòmic 2006 no s'ha pagat cap quantitat en concepte de sou, dietes i altres remuneracions al Consell d'Administració.
- d) que des del 99 no s'hagin repartit dividends no és una informació rellevant per a calcular el valor de mercat de l'empresa ja que aquest només depèn dels resultats de l'explotació i no de la distribució del benefici de l'accionista. No repartir dividends comporta la reinversió del benefici en l'empresa però la qüestió important no és només reinvertir sinó el resultat d'aquesta reinversió.

## 2.3 Tercer comentari.

*“Tal como hemos expuesto en el punto anterior la actividad desarrollada es muy singular y específica, existiendo muy poca competencia a nivel nacional, a lo sumo un par de empresas, entre ellas la empresa con la que tienen constituida una U.T.E., para atender a la demanda de uno de los principales clientes, como es Telefónica de España, S.A. Todo ello hace totalmente inviable la comparación con otras empresas del sector con las cuales comparte el mismo código de actividad (CNAE) pero con las que tiene poco que ver.*



Respecte al comentari anterior cal dir que l'informe de valoració presentat a l'octubre de 2007 utilitza les dades del sector no per fer la valoració sinó per contextualitzar millor a l'empresa. Les dades del sector permeten tenir més informació de l'entorn i permeten ubicar millor tant els resultats de la valoració realitzada com les hipòtesis establertes. Les dades del sector són una informació complementària.

#### 2.4 Quart comentari.

*“Como se observa claramente en el cuadro anterior tanto las ventas como los recursos generados por la explotación se han incrementado considerablemente en el 2006 con respecto a los del año anterior volviendo a los niveles habituales de la Sociedad”*

L'informe de valoració presentat a l'octubre de 2007 només té en compte les dades de l'empresa des del 99 fins el 2005 ja que les dades del 2006 van ser dipositades en el Registre Mercantil el 9 d'octubre. No obstant, cal remarcar que la comparació de la informació econòmica del 2006 només amb les dades del 2005 no pot servir per marcar la tendència futura de l'empresa.

Una breu anàlisi de les dades del 2006 respecte al 2005 ens indiquen:

- que els ingressos s'incrementen en un 8,75%
- que les despeses, consums i altres despeses de l'explotació, s'incrementen en un 7,93%
- que les despeses de personal es **redueixen en un 17,96%** . Es redueixen en 118.187,40 € quan el nombre de treballadors és pràcticament el mateix.
- que les despeses totals d'explotació s'incrementen només un 3,5% ja que les despeses de personal es redueixen. Cal tenir en compte que durant el 2006 no es van pagar, com ha estat habitual, els sous del Consell d'Administració (com s'indica en la memòria) que en el 2005 van ser de 266.642,90 €
- que la productivitat (despeses de l'explotació/ ingressos de l'explotació) millora incrementant-se en un 4,83%

Tenint en compte que en el 2006 no s'ha produït cap despesa en concepte de sous del Consell d'Administració cal treure aquesta despesa de l'exercici econòmic 2005 per què l'anàlisi comparativa entre el 2006 i el 2005 sigui correcte. Fent això s'observa:

- que les despeses totals d'explotació en el 2006 s'incrementen, respecte al 2005, en un 11,21%, que és un increment superior al dels ingressos
- que els recursos generats per l'explotació es redueixen en un 17,26%
- que la productivitat (despeses de l'explotació/ingressos de l'explotació) es redueix en un 2,27%
- que la rendibilitat de l'explotació es redueix en un 22,95%. Passa d'una rendibilitat del 5,46% en el 2005 (sense considerar les despeses del Consell d'Administració) a una rendibilitat del 4,2 % en el 2006.



### 3- Comentaris al càlcul del valor de mercat de l'activitat desenvolupada per PYMSA realitzat per Pleta Auditores, S.L.

Les hipòtesis establertes en l'informe de 2007 són hipòtesis objectives extretes de l'evolució passada de l'empresa. Un canvi en la tendència futura ha d'estar justificat per un pla estratègic de l'empresa, un pla de futur, que reculli un canvi en les tendències anteriors. Un pla estratègic que doni garantia de la viabilitat de l'empresa en el futur. El fet d'acumular reserves amb el pas del temps no justifica cap tendència de la rendibilitat d'una empresa, ni té incidència en el valor de mercat. L'aspecte important no és l'acumulació de reserves o la dotació a reserves si no la rendibilitat que s'aconsegueix amb les mateixes. És la rendibilitat de l'explotació que s'espera generar en el futur la informació que marca, juntament amb la taxa d'actualització, el valor de mercat de l'activitat de l'empresa.

Cal millorar la eficiència de la gestió ja que la tendència de la productivitat és negativa des del 99 fins al 2006, com es pot observar en les dades següents:

	2006	1999	Variació
Productivitat (despeses de l'explotació / ingressos de l'explotació)	0,934	0,89	5%

La hipòtesi de gestió continuada, que es realitza implícitament quan s'aplica la metodologia del cash flow actualitzat (metodologia correcte segons Pleta Auditores, S.L.), comporta suposar que l'empresa farà les inversions necessàries per a millorar la seva productivitat i eficiència.

El càlcul del valor que es realitza en l'informe presentat per Pleta Auditores utilitza, al igual que en l'informe d'octubre de 2007, només dades del passat però considerant únicament tres exercicis econòmics, 2006, 2005, 2004. Que la darrera dada històrica sigui la 2004 té molta importància doncs la tendència dibuixada per l'empresa és diferent.

En la següent taula comparem les dades del 2006 amb les dades del 99, sense tenir en compte que, en el 2006, s'ha eliminat, com s'indica en la pàgina 15 de la memòria, la despesa sous del Consell d'Administració:

	2006	1999	Variació
Ingressos de l'explotació	4.257.832,71	3.212.482,14	33%
Despeses de l'explotació	3.976.816,44	2.843.447,68	40%
RGE	281.016,27	369.034,46	-24%
BAIT	248.251,58	307.524,63	-19%
BACC	161205.68	180.572,31	-11%

A continuació fem la mateixa anàlisi comparativa però utilitzem com a dades de referència les del 2004:



	2006	2004	Variació
Ingressos de l'explotació	4.257.832,71	4.054.481,74	5%
Despeses de l'explotació	3.976.816,44	3.760.707,68	5,7%
RGE	281.016,27	293.774,06	-4%
BAIT	248.251,58	241.838,98	-2,7%
BACC	161.205,68	151.367,97	6,5%

Com es pot observar, si el punt de referència és el 1999 la tendència dels recursos generats amb l'activitat d'explotació (RGE) és molt més negativa que si el punt de referència és el 2004, encara que l'evolució continua essent negativa. Tanmateix, si en les dades del 2004 eliminem la despesa sous del Consell d'Administració (igual que en el 2006), obtenim:

	2006	2004	Variació
Ingressos de l'explotació	4.257.832,71	4.054.481,74	5%
Despeses de l'explotació	3.976.816,44	3.513.444,78	13%
RGE	281.016,27	541.036,96	-48%
BAIT	248.251,58	489.101,88	-49%
BACC	161.205,68	317.045,31	-49%

Essent l'evolució de les principals magnituds econòmiques molt més negatives que si utilitzem com a referència l'exercici 1999.

La metodologia utilitzada, en l'informe elaborat per Pleta Auditores S.L., per a determinar el valor de mercat de l'empresa és cert que és la metodologia del cash flow actualitzat però aplicada sense precisió i sense una acurada estimació del futur de l'empresa. El càlcul realitzat implica suposar que l'empresa generarà en el 2007 i ens els successius exercicis econòmics, fins a l'infinit, uns recursos generats per l'explotació de 387.225,02, que és el promig dels tres anys anteriors. El càlcul realitzat implica suposar que la xifra d'ingressos i de despeses es mantindrà constant de forma indefinida. Per tant, la metodologia que ells utilitzen és precisament una de les crítiques realitzades a l'informe d'octubre de 2007. Segons l'al·legació presentada (pàgina 2 de l'informe): en l'informe d'octubre de 2007 no es té en compte que la realitat dels negocis no és constant i lineal, sinó que ve condicionada per la conjuntura econòmica general, etc.

Una altra qüestió a remarcar de la valoració realitzada per Pleta Auditores, S.L. és que no té en compte el pagament dels impostos. La metodologia del cash flow actualitzat comporta actualitzar rendes netes d'impostos. Per tant, si considerem que com a promig l'empresa paga un 33%, la renda a actualitzar seria de 259.440,76 €. Com que la taxa d'actualització és la mateixa que la utilitzada en l'informe d'octubre de 2007, el valor resultant és igual a 2.948.190,45 € i no la xifra indicada en l'informe. Tampoc es considera que la renda que s'ha d'actualitzar és el flux de caixa lliure i no els recursos generats per l'explotació. Cal incorporar en el càlcul de la renda les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva. Com que no han realitzat cap estimació d'aquestes inversions no puc calcular el que realment sortiria.



En l'informe de valoració d'octubre de 2007 s'indica clarament que la metodologia dels indicadors s'utilitza només per a donar fiabilitat als resultats obtinguts mitjançant l'aplicació de la metodologia adient. S'ofereix un ventall de valors per orientar la posterior negociació al procés de valoració. Tanmateix, en la valoració realitzada per Pleta Auditores s'utilitza la metodologia dels indicadors<sup>1</sup> per a obtenir el valor màxim de la valoració (7.047.495,36 €). En l'informe presentat per Pleta Auditores, S.L. s'utilitzen dues metodologies diferents per determinar la quantia màxima i mínima de la valoració.

Cal remarcar que en l'informe de valoració d'octubre de 2007, en el qual s'aplica de forma acurada la metodologia correcta per a valorar les empreses, ja es contempla una evolució més favorable de l'empresa PYMSA. En l'escenari 2.2 es manté el creixement dels ingressos i es redueix el creixement de les despeses d'explotació millorant així la productivitat de l'empresa en el futur. És precisament aquest escenari el que ens porta a determinar el valor màxim de l'activitat en 1.409.223,92 €

Incorporant les dades del 2006 a les dades disponibles des del 99 l'augment promig dels ingressos és igual al 2,9% que és més petit que l'augment anual considerat per a fer les estimacions dels ingressos futurs en l'escenari 2.2. La variació mitjana de les despeses totals d'explotació des del 99 fins al 2006 és igual al 5% que és superior a l'augment anual de les despeses d'explotació utilitzat per a fer les estimacions en l'escenari 2.2. Per tant, es confirma la validesa de les hipòtesis establertes en l'escenari 2.2 que és el que determina la quantia màxima de la valoració en l'informe d'octubre de 2007.

### 3.1 Valoració de l'activitat empresarial desenvolupada per PYMSA considerant les dades de 2006

Aquesta nova valoració és l'escenari 2.2, de l'informe d'octubre de 2007, però modificant-se bàsicament la taxa de creixement dels ingressos i de les despeses d'explotació. Per a establir la hipòtesis sobre el futur creixement d'aquestes partides he considerat només els exercicis econòmics 2006, 2005, 2004 i 2003, per a poder disposar d'un mínim de tres taxes de variació. He considerat que el 2007 ha estat un exercici econòmic idèntic al 2006. Per a fer les hipòtesis de futur he considerat tres escenaris diferents segons la solució adoptada per poder comparar correctament les dades econòmiques de tots els exercicis.

**a) Modifico les despeses de personal del 2006 suposant que durant aquest exercici la despesa per sous del Consell d'Administració ha estat la mateixa que en el 2005.**

Utilitzant les dades del 2006, 2005, 2004 i 2003 la taxa promig de creixement dels ingressos és del 3,33%, pràcticament la mateixa que la considerada en l'escenari 2.2, i la taxa mitjana de creixement de les despeses, fent la correcció indicada, és del 3,8 %, que és més gran que la suposada en l'escenari 2.2.

Amb les hipòtesis anteriors l'estimació dels recursos generats per l'explotació (RGE) és igual a:

---

<sup>1</sup> Pablo Fernández en el seu llibre "Valoración de empresas" indica: ".....La conclusión fundamental es que los múltiplos casi siempre tienen una gran dispersión. Por este motivo las valoraciones realizadas por múltiplos son casi siempre muy cuestionables. Sin embargo, los múltiplos sí son útiles en una segunda fase de valoración: una vez realizada la valoración por descuento de flujos..."



	2008	2009	2010
Ingressos de l'explotació	4.398.341,20	4.543.486,45	4.693.421,50
Despeses de l'explotació	4.404.043,47	4.571.397,12	4.745.110,21
RGE	-5.702,27	-27.910,67	-51.688,70

Considerant l'amortització econòmica i les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva<sup>2</sup>, els fluxos de caixa lliure (FCL) prenen els següents valors:

	2008	2009	2010
FCL	-12.659,41	-27.914,67	-43.868,62

Essent l'evolució futura de l'empresa negativa i per tant, el valor de mercat de la seva activitat és el valor de liquidació<sup>3</sup>.

**b) Modifico les despeses de personal del 2006 suposant que la quantia total d'aquesta despesa és igual a la del 2005 (658.011,45 €).**

D'acord amb la modificació anterior la taxa promig d'increment de les despeses d'explotació és del 2,8%, essent la previsió dels recursos generats per l'explotació la següent:

	2008	2009	2010
Ingressos de l'explotació	4.398.341,20	4.543.486,45	4.693.421,50
Despeses de l'explotació	4.209.663,95	4.327.534,54	4.448.705,51
RGE	188.677,25	215.951,91	244.715,99

Aleshores els fluxos de caixa lliure estimats són:

	2008	2009	2010
FCL	117.574,87	135.473,25	154.722,53

Utilitzant la mateixa taxa d'actualització que en l'informe d'octubre de 2007, el 8,8%, el valor de continuació és igual a :

$$V = 154.722,53 / 0,088 = 1.758.210,57 \text{ €}$$

I per tant, el valor de mercat de l'empresa derivat de l'explotació<sup>4</sup> és igual a:

$$V = 1.707.806,14 \text{ €}$$

Tenint en compte el valor creat pel fet d'utilitzar el deute com a font de finançament el valor total de l'empresa és :

$$V = 1.707.806,14 + 47.581,35 = 1.755.387,49 \text{ €}$$

<sup>2</sup> La amortització econòmica prevista i les inversions necessàries per a mantenir la capacitat productiva són les estimades en l'informe d'octubre de 2007

<sup>3</sup> Ja determinat en l'informe d'octubre de 2007

<sup>4</sup> Aplicant el mètode del cash flow actualitzat



c) Modifico les despeses de personal dels anys 2005, 2004 i 2003. De cadascun dels anys elimino la despesa per sots del Consell d'Administració.

Fent la modificació anterior la taxa mitjana d'increment de les despeses d'explotació és del 3,96%. Considerant aquesta darrera taxa les previsions obtingudes són:

	2008	2009	2010
Ingressos de l'explotació	4.398.341,20	4.543.486,45	4.693.421,50
Despeses de l'explotació	4.134.298,37	4.298.016,58	4.468.218,04
RGE	264.042,83	245.469,87	225.203,46

Essent la previsió del fluxos de caixa lliure la següent :

	2008	2009	2010
FCL	168.069,81	155.250,27	141.649,13

Utilitzant la taxa d'actualització del 8,8% el valor de continuació és igual a :

$$V = 1.609.649,20\text{€}$$

Essent el valor de mercat de l'activitat empresarial igual a :

$$V = 1.646.267,62 \text{ €}$$

Tenint en compte el valor creat pel fet d'utilitzar el deute com a font de finançament, el valor total de l'empresa és :

$$V = 1.646.267,62 + 47.581,35 = 1.693.848,97 \text{ €}$$

#### 4- Conclusions

Els intervals del valor de mercat de l'activitat empresarial desenvolupada per PYMSA proporcionats per Pleta Auditores no són acceptables ja que :

- ✓ s'ha suposat una generació indefinida dels mateixos ingressos i despeses de l'explotació que el promig dels tres exercicis anteriors, 2006, 2005 i 2004
- ✓ no s'ha tingut en compte el pagament d'impostos
- ✓ no s'han realitzat els ajustos necessaris per determinar els fluxos de caixa lliures que és la renda que s'ha d'actualitzar si s'aplica la metodologia dels cash flows actualitzats
- ✓ la metodologia dels indicadors no és una metodologia correcta per a determinar el valor de mercat de l'empresa, només pot ser orientativa
- ✓ fa servir dues metodologies diferents per determinar els intervals màxim i mínim de la valoració
- ✓ la informació comptable del 2006 no es directament comparable amb la dels exercicis anteriors ja que en aquest any s'ha eliminat la despesa sots del Consell d'Administració.



El present informe confirma la validesa de la valoració realitzada en l'informe d'octubre de 2007. Tanmateix, la incorporació de les dades del 2006 i la utilització de la tendència històrica dels últims 4 anys ens porten a una nova valoració de l'activitat empresarial desenvolupada per PYMSA ubicada entre 1.693.848,97 € i 1.755.387,49 €, com a import màxim.

Encara que les taxes de creixement, tant de les despeses com dels ingressos, són molt similars a les utilitzades en l'escenari 2.2 de l'informe d'octubre de 2007, la valoració surt superior ja que s'apliquen els increments sobre les dades del 2006, que mostren un increment, respecte del 2005, del 9% dels ingressos i només un increment del 3% de les despeses.

La finalitat d'aquest informe és únicament argumentar les al·legacions realitzades per Pleta Auditores S.L. sobre l'informe de valoració d'octubre de 2007.

La validesa de les valoracions realitzades en aquest informe és temporal.

Bellaterra, 20 de maig de 2008

Dra. Carlota Menéndez Plans  
Departament d'Economia de l'Empresa de la UAB

Universitat Autònoma de Barcelona  
Departament d'Economia  
de l'Empresa

**A N N E X 3**  
**CERTIFICAT ABASTAMENT D'AIGUA**  
Aigües de Manresa, S.A., maig 2008



AIGÜES DE  
MANRESA  
S.A.

Plana de l'Om, 6, 3r. 3a. - 08241 Manresa  
Telèfon: 938 725 522 Fax: 938 727 971  
e-mail: administracio@aiguesmanresa.com

Generalitat de Catalunya  
Departament de Medi Ambient i Habitatge  
AGÈNCIA CATALANA DE L'AIGUA

Provença, 204-208  
08036 Barcelona

Manresa, 30 d' abril del 2008

**ASSUMPTE: DISPONIBILITAT DE CONCESSIÓ D'AIGUA PEL PLA DE MILLORA URBANA. PE-13 MOSSÈN VALL, DE MANRESA**

En Frederic Puig i Soler, com a Director d'Infraestructures d'AIGÜES DE MANRESA, empresa que gestiona el servei d'aigua potable de Manresa,

**CERTIFICO**

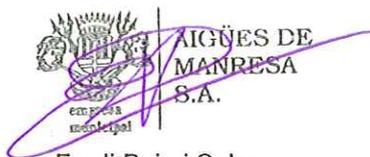
El municipi de Manresa és titular per mitjà de la Junta de la Sèquia de Manresa d'una concessió d'aigua superficial del riu Llobregat de 1.000 litres/seg., pel subministre d'aigua potable i regadiu a la ciutat.

Amb aquesta concessió es té en compte el potencial de creixement del municipi establert en el Pla General d'Ordenació Urbana

Que el consum mig diari de la ciutat de Manresa a l'any 2.007 va ser de **19.008 m<sup>3</sup>/dia (220,00 l/seg.)**

Aquest Pla Especial preveu un consum mig de **3,229 l/seg**, segons càlculs facilitats per tècnics de l'ajuntament de Manresa responsables de la redacció del Pla Parcial.

Atès l'exposat, entre el cabal disponible en condicions normals de **1.000 l/seg**, el cabal mig usat per l'abastament del municipi de **220,00 l/seg**, al que caldrà afegir el nou cabal demandat de **3,229 l/seg**, el municipi de Manresa disposa d'un diferencial de volum anual suficient que garanteix la disponibilitat jurídic-administrativa de recursos per l'abastament d'aquest nou sector.



Fredi Puig i Soler  
Director d'Infraestructures



**A N N E X 4**  
**CERTIFICAT TRACTAMENT AIGÜES RESIDUALS**  
Aigües de Manresa, S.A., maig 2008



AIGÜES DE  
MANRESA  
S.A.

Plana de l'Om, 6, 3r. 3a. - 08241 Manresa  
Telèfon: 938 725 522 Fax: 938 727 971  
e-mail: administracio@aiguesmanresa.com

Generalitat de Catalunya  
Departament de Medi Ambient i Habitatge  
AGÈNCIA CATALANA DE L'AIGUA

Provença, 204-208  
08036 Barcelona

En Ricard Tomàs i Puig, com a director d'exploració d'AIGÜES DE MANRESA, S.A., empresa municipal que explota, per encàrrec de la Mancomunitat de Municipis del Bages per al Sanejament, les estacions depuradores d'aigües residuals que gestiona aquesta,

CERTIFICA:

Que a partir de les dades que disposa AIGÜES DE MANRESA, sobre el volum d'aigües residuals que es preveu que generi el PLA DE MILLORA URBANA PE-13 MOSSÈN VALL, de Manresa, i al moment que aquest sector es connecti a l'EDAR de Manresa i Sant Joan de Vilatorrada, confirmem que l'EDAR disposa de capacitat suficient per tractar les aigües residuals del Pla Parcial esmentat.

Manresa, 30 d'abril del 2008



Ricard Tomàs  
Director d'Explotació

