

Audiovisual Europea, SA¹

Presentación

Audiovisual Europea, SA es una empresa especializada en la producción de materiales audiovisuales en soportes tales como vídeos, Cd-roms, internet, etc.

La empresa tiene unas plusvalías no contabilizadas de 30 millones de euros en el inmovilizado y de 50 millones de euros en las existencias.

En los últimos años, Audiovisual Europea, SA ha ido ganando un poco de cuota de mercado y se ha situado entre las empresas que más crecen en su segmento de clientela.

El plan financiero para los próximos cinco años

Según los planes del gerente, la empresa proseguirá una evolución muy positiva en los próximos años. En el anexo 1, se acompaña el plan financiero de los próximos cinco años que ha sido preparado por la dirección de Audiovisual Europea, SA.

Hay que tener en cuenta que a lo largo de los últimos años, la economía en general ha tenido una evolución muy favorable. De cara al futuro, los analistas económicos no se ponen de acuerdo ya que hay quien indica que se ha de iniciar una cierta recesión económica. Sin embargo, otros analistas, aunque son los menos, opinan que la economía seguirá su marcha positiva.

La oferta de compra

Hace dos meses, un importante grupo empresarial, que en la actualidad es el mayor competidor de Audiovisual Europea, SA, contactó con el gerente de Audiovisual Europea, SA manifestándole su interés en adquirir la empresa. A pesar de que los accionistas no se habían planteado la venta de la empresa, llegaron a la conclusión de que si el precio era interesante se podía efectuar la venta. De esta forma se podían ampliar las perspectivas de expansión de la empresa. Para ello, el gerente facilitó a los potenciales compradores las cuentas anuales de los últimos años, el plan financiero para los próximos cinco años, así como información general sobre la empresa. Según los compradores, el plan financiero (anexo 1) puede ser algo optimista, ya que consideran que la capacidad de generación de beneficios netos de la empresa es de unos 137 millones de euros al año.

A partir de esta información, las dos empresas pactaron que el potencial comprador encargaría a una firma de auditoría y a un gabinete jurídico una revisión de Audiovisual Europea, SA con el fin de proceder a efectuar una oferta concreta de compra. Esta revisión (proceso de *due diligence*) finalizó hace unos días y sus conclusiones se resumen como sigue:

-La opinión de los auditores sobre las cuentas de Audiovisual Europea, SA del año 0 es favorable aunque proponen algunos ajustes que reducen el resultado en 20 millones de euros. Estos ajustes se deben, básicamente, a la insuficiente dotación de la provisión por insolvencias. El criterio aplicado por Audiovisual Europea, SA coincide con la normativa fiscal, pero los auditores opinan que se debería dotar todo saldo que tenga una antigüedad superior a los 6 meses desde la fecha de vencimiento, mientras que la normativa fiscal sólo permite dotar los saldos que superan una antigüedad de 12 meses a contar desde la fecha de vencimiento.

¹ Caso redactado por Oriol Amat, profesor del Departamento de Economía y Empresa de la Universitat Pompeu Fabra.

CASO AUDIOVISUAL EUROPEA, SA

-En materia legal, fiscal y laboral el gabinete jurídico no ha encontrado contingencias relevantes, ya que las debilidades detectadas se pueden solucionar en unas semanas sin costes significativos.

A partir de toda la información recibida, el potencial comprador² comunicó ayer por escrito dos alternativas posibles para la compra de Audiovisual Europea, SA:

-Alternativa I: Precio cerrado y final de 1.050 millones de euros (a pagar 650 a la firma del contrato, 200 a los 90 días de la firma del contrato y 200 a los 180 días de la firma del contrato).

-Alternativa II: El precio de compra ofrecido es de 1.200 millones de euros a pagar como sigue:

- 650 millones de euros a la firma del contrato.
- 125 millones de euros a los 90 días de la firma del contrato.
- 125 millones de euros a los 180 días de la firma del contrato.
- 100 millones de euros – $(BDI\ 1r - BDI\ 1p)$ ³
- 200 millones de euros – $((BDI\ 1r + BDI\ 2r) - (BDI\ 1p + BDI\ 2p))$

Los importes⁴ sujetos a la consecución del plan de negocio se pagarían una vez cerrado el año en cuestión y formuladas las respectivas cuentas anuales. Los importes resultantes serían actualizados en base a Euribor⁵ + 0,75, tomando como fecha inicial el momento de la transacción y como fecha final el 31 de marzo del año siguiente al ejercicio cerrado.

Los componentes variables de los dos últimos pagos se aplican en caso de que los beneficios reales sean menores a los beneficios previstos en el plan de negocio.

Adicionalmente, en la oferta se incluye que el gerente debería seguir dirigiendo Audiovisual Europea, SA durante un número mínimo años. Al gerente le parece bien continuar dirigiendo la empresa en el caso de que se realice la venta.

Cuestiones:

1-Realizar un análisis patrimonial-financiero, económico y de la rentabilidad, identificando los puntos fuertes y débiles de la empresa.

2-¿Qué opinión le merece el plan financiero de los próximos cinco años?

3-¿Cuál cree que es el valor de la empresa?

4-¿Qué opina de las dos alternativas ofrecidas por el potencial comprador?

5-¿Qué decisión recomendaría a los accionistas de Audiovisual Europea, SA?

² El comprador tiene un coste de oportunidad del 12%. Los accionistas de Audiovisual Europea, SA tienen un coste de oportunidad del 8%, aunque entienden que también es razonable considerar un porcentaje más elevado como el 12%. En la actualidad, el rendimiento de la Deuda Pública a largo plazo es del 5,5% anual.

³ Se refiere al beneficio después de impuestos real del año 1 y al beneficio después de impuestos previsto para el año 1 en el plan financiero que se acompaña en el anexo 1.

⁴ Que no pueden superar los 300 millones de euros entre los dos años.

⁵ Euribor promedio diario del mes anterior.

CASO AUDIOVISUAL EUROPEA, SA

Audiovisual Europea, SA

Balances de situación de los últimos años (datos en millones de euros)

	-4	-3	-2	-1	0 ⁷	Sector ⁶		
						Media	Ideal	
	---	---	---	---	---	---	---	
Activo						%	%	
Inmov. mat. e inmat.	18	69	65	84	93	15	26	23
Existencias	42	38	29	85	120	20	18	20
Clientes	39	83	117	147	259			
Deudores de explotación	6	7	11	25	42			
Inversiones fin. temp.					51	58	50	49
Caja y bancos	2	10	12	17	46	7	6	8

Circulante	89	138	169	274	518	85	74	77

Total activo	107	207	234	358	611	100	100	100
Capital	32	32	32	32	32			
Reservas	23	33	60	77	142			
Pérdidas y ganancias	10	35	55	75	160			

No exigible	65	100	147	184	334	55	45	47
Deudas a largo plazo	6	45	33	14	5	1	13	8
Proveedores	31	42	32	128	214			
Acreedores de explotación	3	8	10	28	55			
Deuda bancaria	0	12	12	4	3			

Pasivo circulante	38	62	54	160	272	44	42	45

Total pasivo	107	207	234	358	611	100	100	100

⁶ Los datos medios corresponden a las 272 empresas del sector audiovisual que depositaron sus cuentas en el Registro Mercantil en el año 0. Los datos ideales corresponden a las 224 empresas, incluidas en las 272 anteriores, que tuvieron beneficios. Fuente: Amat, O. y otros (2000): "Ratios sectoriales", KPMG, Audiovisual Europea, SA, Barcelona.

⁷ Las cuentas del año 0 han sido auditadas por los auditores de cuentas (una de las Big Five) designados por el grupo interesado en comprar a Audiovisual Europea, SA. La opinión de estos auditores es favorable con una salvedad de 20 millones de euros que debería incrementar la dotación a la provisión para insolvencias.

CASO AUDIOVISUAL EUROPEA, SA

Audiovisual Europea, SA

Cuentas de resultados de los últimos años (datos en millones de euros Para el año 0 se facilitan también los porcentajes)

	-4	-3	-2	-1	0	Sector ⁸ (%)	
						Media	Ideal
Ventas	314	408	425	461	679	100	100
Coste de ventas	189	246	234	195	262	45	46
Margen bruto	125	162	190	266	417	55	54
Gastos de estructura	99	127	139	167	190	43,5	43
Amortizaciones	6	6	6	6	6	4,6	3,7
BAlI	20	29	46	93	221	6,9	7,3
Ingresos financieros	1	1	1	1	4	5	3
Gastos financieros	7	5	3	3	2	3	1
BAI	14	25	44	91	223	8,9	9,3
Impuesto de Sociedades	3	5	3	16	63	1,8	1,7
Beneficio neto	11	20	41	75	160	7,1	7,6

Notas:

- Comparando las cuentas de resultados de Audiovisual Europea, SA con las de sus competidores se observa que estos tienen, en general, un menor crecimiento de las ventas.
- Los ingresos financieros incluyen los descuentos pronto pago y otros conceptos, tales como la retribución de los excedentes de tesorería y los intereses de las inversiones financieras temporales.
- El Impuesto de Sociedades de cada año fluctúa en función de las deducciones por exportación, y las desgravaciones por inversiones y por creación de empleo.

⁸ Los datos medios corresponden a las 272 empresas del sector audiovisual que depositaron sus cuentas en el Registro Mercantil en el año 0. Los datos ideales corresponden a las 224 empresas, incluidas en las 272 anteriores, que tuvieron beneficios. Fuente: Amat, O. y otros (2000): "Ratios sectoriales", KPMG, Audiovisual Europea, SA, Barcelona.

CASO AUDIOVISUAL EUROPEA, SA

Audiovisual Europea, SA

Ratios económico-financieros

	-4	-3	-2	-1	0	Sector ⁹	
						Media	Ideal
Liquidez (A. circ./ P.circ.)	2,3	2,2	3,1	1,7	1,9	1,8	1,7
Endeudamiento (Deudas/Pasivo)	0,4	0,5	0,4	0,5	0,45	0,53	0,51
Ventas / Activo	2,9	1,9	1,8	1,3	1,1	0,84	0,96
Ventas / Activo fijo	17	5,9	6,5	5,4	7,3	3,28	4,14
Días stock	81	56	45	159	167	174	167
Días clientes	45	74	100	116	139	155	138
Días proveedores	60	62	50	239	298	147	147
ROS (B.neto / Ventas)*100	3,5	4,9	9,6	16	23	7,1	7,6
ROI (BAII / Activo)*100	18	14	20	26	36	5	7
ROE ¹⁰ (B.neto/Cap.prop.)*100	17	31	41	51	87	15	18

⁹ Los datos medios corresponden a las 272 empresas del sector audiovisual que depositaron sus cuentas en el Registro Mercantil en el año 0. Los datos ideales corresponden a las 224 empresas, incluidas en las 272 anteriores, que tuvieron beneficios. Fuente: Amat, O. y otros (2000): "Ratios sectoriales", KPMG, Audiovisual Europea, SA, Barcelona.

¹⁰ Se divide el beneficio neto del año por los capitales propios de finales del año anterior.

Anexo 1. Plan económico-financiero de los años 1 a 5 de Audiovisual Europea, SA**Hipótesis de partida para la confección del Plan**

-Inversiones: Sólo se estima necesario invertir cada año 2 millones de euros en activo fijo.

-Ventas: Las previsiones de ventas se han realizado suponiendo un incremento anual del 15%. Este incremento puede calificarse de realista, teniendo en cuenta los fuertes crecimientos experimentados en años anteriores y los buenos resultados que se están produciendo en las nuevas líneas de negocio.

De la misma forma que en el año -1 se inició la línea de materiales para internet, en los años siguientes se piensa iniciar nuevas líneas de negocio para garantizar el crecimiento continuado de la empresa. Las prospecciones realizadas indican que estas nuevas líneas de negocio reforzarán las actividades actuales y, además, permitirán aumentar las ventas.

-Gastos: Para los gastos de estructura se ha previsto un incremento del 15% en el año 1, y unos incrementos del 5% para el resto de años del plan. La amortización se ha previsto en el mismo importe que en años anteriores. El Impuesto de Sociedades se estima en un 30% anual, teniendo en cuenta la posibilidad de obtener desgravaciones y deducciones.

-Plazos de cobro, pago y existencias: La gestión del circulante se espera que sea muy similar a la de los últimos años. De todas maneras, con la mejora en la gestión logística se espera que aumente la rotación de las existencias.

Las previsiones de ingresos, gastos y beneficios son muy favorables. Hay que tener en cuenta que los incrementos previstos de ventas y beneficios son mucho menores a los producidos en los últimos años:

	1	2	3	4	5
Ventas	790	908	998	1099	1209
Coste de ventas	331	381	419	463	508

Margen bruto	459	527	579	637	701
Gastos de estructura	218	229	241	252	265
Amortizaciones	6	6	6	6	6

BAIL	235	292	332	379	430
Ingresos y gastos financieros	0	+2	+4	+6	+8

BAI	235	294	334	385	438
Impuesto de Sociedades	70	88	101	116	131

Beneficio neto	165	206	235	269	307

Seguidamente, se puede apreciar la evolución del beneficio en los años anteriores y posteriores al momento actual:

CASO AUDIOVISUAL EUROPEA, SA

	Realidad				Previsión				
	-3	-2	-1	0	1	2	2	3	4
Beneficio neto	20	41	75	160	165	206	235	269	307
Incremento anual beneficio		100%	85%	116%	3%	24%	28%	14%	14%

Si se compara la realidad del año 0 con la previsión que se había incluido en el presupuesto se puede comprobar que las previsiones realizadas en su momento fueron extremadamente conservadoras:

Año 0			
	Previsión	Realidad	Incremento
Ventas	550	679	23%
Beneficio	84	160	90%

El incremento del beneficio superior al incremento de las ventas se explica por el efecto del apalancamiento operativo.

-Desde el punto de vista de equilibrio patrimonial la empresa seguirá gozando de un patrimonio saneado.

-La liquidez será excesiva, al igual que los niveles de capitalización. Esta situación hace necesario iniciar una política de aumento de dividendo combinada con una política de inversión en nuevas líneas de negocio. De esta forma, se podrá crear el máximo valor con la liquidez generada.

La liquidez prevista generada por la empresa en los cinco años del plan asciende a:

	1	2	3	4	5	Total
Beneficio neto	165	206	235	269	307	1182
Amortizaciones	+6	+6	+6	+6	+6	
Flujo de caja	171	212	241	275	313	
-Inversiones inmovilizado	-2	-2	-2	-2	-2	
-Aumento de existencias	-18	-20	-22	-24	-26	
-Aumento de clientes	-39	-44	-49	-54	-59	
+Aumento de proveedores	+32	+34	+36	+38	+40	
Variación tesorería	+144	+180	+204	+233	+266	+1027

-Alternativa I: 1.050

***650 a la firma del contrato,**

***200 a los 90 días y**

***200 a los 180 días.**

$$\begin{aligned}\text{Valor actual} &= 650 + 200 / (1,1)^{\frac{1}{4}} + 200 / (1,1)^{\frac{2}{4}} \\ &= 650 + 195 + 190 = 1.035\end{aligned}$$

-Alternativa II: 1.200 millones de euros a pagar como sigue:

- **650 a la firma del contrato.**
- **125 a los 90 días.**
- **125 a los 180 días.**
- **100– (BDI 1r – BDI 1p)**
- **200– ((BDI 1r + BDI 2r) – (BDI 1p + BDI 2p))**

$$\begin{aligned}
 \text{V.A.} &= 650 + 125 / (1,1)^{1/4} + 125 / (1,1)^{2/4} + \\
 & 100 / (1,1)^1 + 200 / (1,1)^2 = 650 + 122 + 119 + 95 + 181 \\
 &= 1167
 \end{aligned}$$