

# SALIDAS A BOLSA DE EMPRESAS PUBLICAS Y SU VALORACION: EL CASO DE ACESA

La salida a Bolsa de una empresa pública conlleva múltiples ventajas, entre las cuales se cuentan el fomento del ahorro popular y la reducción del déficit público, pero también plantea el problema crucial de toda operación financiera, que es su valoración. Si las acciones se venden excesivamente baratas, el sector público perderá unos ingresos que le son preciosos de cara a reducir su déficit; si las acciones se venden demasiado caras, los nuevos accionistas se verán defraudados por no rentabilizar su inversión a medio plazo.

En este artículo, **Walter Scherk** analiza y valora la privatización de ACESA (Autopistas Concesionaria Española, S. A.). ¿Se ofertó ACESA a un precio adecuado? Desde que se privatizó, la cotización de ACESA ha subido hasta casi el doble de su precio de colocación; ¿se debe ello a que ACESA se vendió barata, o más bien a que la coyuntura mejoró más allá de lo previsible? El objetivo del autor es responder a estas preguntas, y paralelamente ir presentando algunas metodologías de valoración sencillas, y a la vez potentes, que pueden servir como soporte en ésta y otras situaciones.

## I. INTRODUCCION

**A**CESA es la concesionaria de una serie de autopistas de la región catalana. A grandes rasgos, este tipo de empresas se encargan de construir autopistas, recibiendo a cambio los derechos a explotarlas durante la duración de la concesión (en el caso de ACESA, hasta el 31 de diciembre del año 2004); una vez finalizada la concesión, la autopista le es devuelta (gratuitamente) al Estado en perfectas condiciones.

Previamente a la privatización, el capital de ACESA era de 53.614

millones de pesetas, siendo sus principales accionistas los que se relacionan en el cuadro n.º 1.

La participación que se privatizó fue la del Fondo de Garantía de Depósitos, que no es una institución estrictamente pública, aunque puede considerarse como tal dada la participación del 50 por 100 que en ella tiene el Banco de España y su fuerte vínculo con el sector público. El importe de la colocación fue de unos 44.000 millones de pesetas, lo cual hace que se trate de una operación bursátil de magnitud considerable.

En el prospecto de colocación,

la empresa aportaba una serie de *ratios* que en medios bursátiles son muy utilizados para valorar las acciones, como son el PER (precio de la acción dividido por el beneficio de la misma), el precio/*cash-flow* (precio dividido por *cash-flow*), la cotización/valor contable (precio dividido por valor contable), o la rentabilidad por dividendo (dividendo partido por precio), tal como se recoge en el cuadro n.º 2.

Aquí se nos plantea ya una primera pregunta: ¿son los *ratios* que aparecen en el cuadro n.º 2 los más adecuados para valorar una empresa? El PER, que roza el 16, parece muy elevado, pero no así el precio/*cash-flow*, inferior a 7. Por otra parte, tanto la rentabilidad por dividendo (casi 6 por 100) como la cotización/valor contable (menos de 0,8) parecen aceptables. Dado que todo ello puede resultar confuso, deseáramos llegar a medidas conceptuales de valoración más sólidas.

## II. VALORACION DE ACESA EN DICIEMBRE DE 1986

En teoría financiera, uno de los métodos más adecuados de valoración de un activo es hallar su TIR (tasa interna de rendimiento) y compararla con los tipos de interés del mercado. En general, hallar la TIR para una sociedad es muy difícil, puesto que se deben efectuar hipótesis muy cuestionables respecto de la evolución futura de la misma. Sin embargo, en el caso de ACESA la tarea se facilita por varios motivos: en primer lugar, la duración finita de la concesión impone un horizonte limitado (en vez de ilimitado, como sería el caso de una empresa normal) a partir del cual ya no es necesario descon-



CUADRO N.º 1

**ACCIONISTAS DE ACESA  
EN DICIEMBRE DE 1986**

ENTIDAD	Participación (%)
Fondo de Garantía de Depósitos .....	57,6
Caja de Barcelona ...	12,7
Caja de Pensiones ...	12,4
INI .....	5,0
Banco Urquijo .....	2,5
Otras cajas de ahorros.	9,6
Resto .....	0,2

Fuente: Prospecto de colocación de ACESA, publicado en diciembre de 1986.

tar *cash-flow*; en segundo lugar, el carácter de concesionaria de autopistas de la sociedad implica unos márgenes relativamente estables (cosa que no ocurre en las empresas industriales en general), así como un marco tarifario y un volumen de operaciones más o menos previsibles.

A efectos de hallar la TIR de ACESA en el momento de su salida a Bolsa, nos referiremos a la tabla 1 del *Anexo*, que presenta los estados financieros previsionales de la empresa desde 1987 hasta el fin de la concesión. Todas las hipótesis implícitas en la tabla están explicadas en el comentario que la acompaña, y aquí nos limitaremos a comentar que los años 1987 al 1989 son previsiones de la propia compañía (salvo por la distribución del beneficio bruto), y que el resto de cifras las ha aportado el autor, intentando hacerlas más o menos acordes con las que la empresa diera para el período 1987-1989.

En base a estas hipótesis, hemos llegado a los *cash-flows* que la empresa genera para los accionistas (línea 18 de la tabla 1). Nótese que este *cash-flow* no es

el convencional, beneficio bruto + amortización (que está en la línea 12), sino el dinero que reciben el conjunto de accionistas. En los años 1987 al 2003, el *cash-flow* es el dividendo. En el 2004, al dividendo se le suma el valor liquidativo (que supondremos son los recursos propios de la empresa). Finalmente, en 1986 hemos puesto una cifra negativa de 74.151 millones, que es el valor de mercado de la empresa calculado en base al precio de colocación de las acciones en la privatización (minorada en el dividendo complementario de 1986); esta cifra es la que se tendría que desembolsar para acceder al resto de *cash-flows*.

Estos *cash-flows* tienen una TIR que resulta ser del 13 por 100 (línea 19 de la tabla 1). Esta cifra debe ser objeto de cierta discusión. En primer lugar, debemos sopesar si es alta o baja, para lo cual podemos compararla con los tipos conseguibles en el mercado de renta fija. En segundo lugar, podemos analizar el riesgo de la inversión, lo cual nos determinará cuán alta debe ser la prima de rentabilidad sobre la renta fija.

Respecto a los tipos conseguibles en el mercado de renta fija, éstos eran —en aquellas fechas— próximos al 13 por 100 anual. Ello

parece indicar que la colocación es cara, puesto que los *cash-flows* de una acción no son tan seguros como los de una obligación, por lo que a ACESA se le pediría una prima al riesgo que elevaría su rentabilidad exigible por encima del 13 por 100. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los tipos de renta fija del mercado español son aplicables sólo al medio plazo (unos tres años), puesto que apenas si hay mercado a largo (10-20 años). De hecho, a finales de 1986 las expectativas eran que los tipos bajasen, como posteriormente han hecho. Quizá por esto es, a veces, más aconsejable comparar las rentabilidades a muy largo plazo con la inflación esperada, suponiendo que, en promedio y tras muchos años, la renta fija aportará unos tres puntos por encima del IPC. Bajo esta hipótesis, con la inflación previsible en aquellas fechas (4-5 por 100), se podía esperar una rentabilidad nominal de la renta fija en torno al 7-8 por 100, y la TIR del 13 por 100 aporta una prima al riesgo de un 5-6 por 100.

¿Es esta prima al riesgo alta o baja? En general, la renta variable conlleva primas de entre un 5 y un 8 por 100, lo cual ya nos indica que la TIR de ACESA está dentro de lo normal. Sin em-

CUADRO N.º 2

**PRINCIPALES RATIOS DE ACESA EN DICIEMBRE DE 1986**

Nominal de la acción .....	500	ptas.
Precio de colocación .....	141,5 % = 707,5	ptas.
PER sobre beneficios estimados de 1987 .....	15,97	ptas.
Precio/valor contable 1986 .....	0,7597	ptas.
Precio/ <i>cash flow</i> estimado 1987 .....	6,58	ptas.
Rentabilidad por dividendo estimada 1987 .....	5,94	%

Fuente: Prospecto de colocación de ACESA, publicado en diciembre de 1986.



bargo, desearíamos matizar más, y ello requeriría cuantificar el riesgo de la sociedad. En teoría financiera clásica, para hacer esto se utilizan medidas de riesgo bursátil, tales como betas o desviaciones estándar de la cotización; sin embargo, y debido a que la sociedad —al menos en el momento de salir a Bolsa— no tenía historia bursátil, no nos es posible utilizarlas. En cambio, sí que podemos cuantificar el riesgo a base de hallar la sensibilidad de la TIR a una serie de cambios en las variables clave. Si dicha TIR es relativamente independiente de dichas variables, entenderemos que el riesgo de la empresa es moderado, y viceversa.

¿Cuáles son las variables que más influyen en la TIR de ACESA? El tipo de explotación de una autopista consiste básicamente en la amortización de una fuerte inversión inicial mediante los ingresos por peaje, que dejan márgenes próximos al 80 por 100 (porcentaje más o menos constante). Dado que la financiación de ACESA consiste principalmente en recursos propios y deuda a largo en divisas, con un seguro de cambio cuasigratuito, los tipos de interés no afectarán mucho a la rentabilidad de la empresa. En resumen, la estructura de la cuenta de explotación de ACESA viene determinada principalmente por sus ingresos por peajes, ya que las demás variables son bastante estáticas. A su vez, los peajes vienen determinados por dos variables: el crecimiento del tráfico (línea 2 de la tabla 1) y el crecimiento de las tarifas, a las que también llamaremos recaudación por vehículo (línea 3 de la tabla 1). La unión de ambos crecimientos da lugar al crecimiento total.

Si en la tabla 1 cambiamos los

crecimientos de tráfico de cada año y los hacemos inferiores a los presupuestados en un 1 por 100, la TIR se reducirá aproximadamente en un 0,7 por 100 (obviamente, un incremento del tráfico de un 1 por 100 incrementaría la TIR en un 0,7 por 100). En base a esta elasticidad, podemos suponer lo que ocurriría en un escenario francamente malo, en el que el crecimiento del tráfico fuera prácticamente nulo hasta el final de la concesión: en tal caso, bajaríamos en un 2 por 100 nuestra previsión de crecimiento en cada año, y la TIR se reduciría en un 1,5 por 100 aproximadamente, pasando al 11 por 100, lo que sigue siendo satisfactorio. Parece, por tanto, que el riesgo-tráfico de la inversión en ACESA es moderado.

El caso de los incrementos de tarifas es similar al de los del tráfico: si las tarifas descienden en un 1 por 100, la TIR también descenderá aproximadamente un 0,7 por 100 (y viceversa). Sin embargo, las tarifas sólo bajarán en un 1 por 100 cuando la inflación baje en aproximadamente un 1 por 100, ya que los peajes están indicados al IPC, con lo que la TIR, en términos reales, apenas queda afectada, pudiendo decirse que el riesgo-tarifas de ACESA es despreciable en términos reales.

Supongamos ahora que el inversionista en ACESA tiene una cartera diversificada de acciones y obligaciones. Es probable que una baja en el tráfico coincidiera con una pérdida de fuerza de la economía, con lo cual ACESA perdería valor simultáneamente a otras empresas; por ello, podemos considerar que el riesgo-tráfico de ACESA es no diversificable. Por contra, existen muchas inversiones —por ejemplo, la renta fija— que en general pier-

den valor si la inflación sube; como en este caso la TIR de ACESA subiría, podemos decir que el riesgo-inflación de ésta es altamente diversificable. En resumen, el riesgo de ACESA es pequeño y más o menos diversificable, por lo que una prima de riesgo del 6 por 100 parece claramente suficiente, pudiendo concluirse que una tasa de descuento del 13 por 100 parece aceptable.

### III. VALORACION DE ACESA EN JUNIO DE 1988

Tal como vemos en el gráfico 1, la cotización de ACESA casi se dobló en un año, pasando del (ajustada) 108 por 100 a algo más del 200 por 100. Durante ese mismo período, los principales índices bursátiles españoles (también ajustados) subieron del orden de un 30 por 100, de forma que el alza de ACESA no se puede atribuir al buen tono de la Bolsa. En base a estos hechos, se nos plantean dos cuestiones: la primera es cuál o cuáles han sido las causas de la subida; la segunda es si las causas de la subida eran o no previsibles, ya que, si lo fueran, posiblemente la colocación se podría haber hecho a precios más altos.

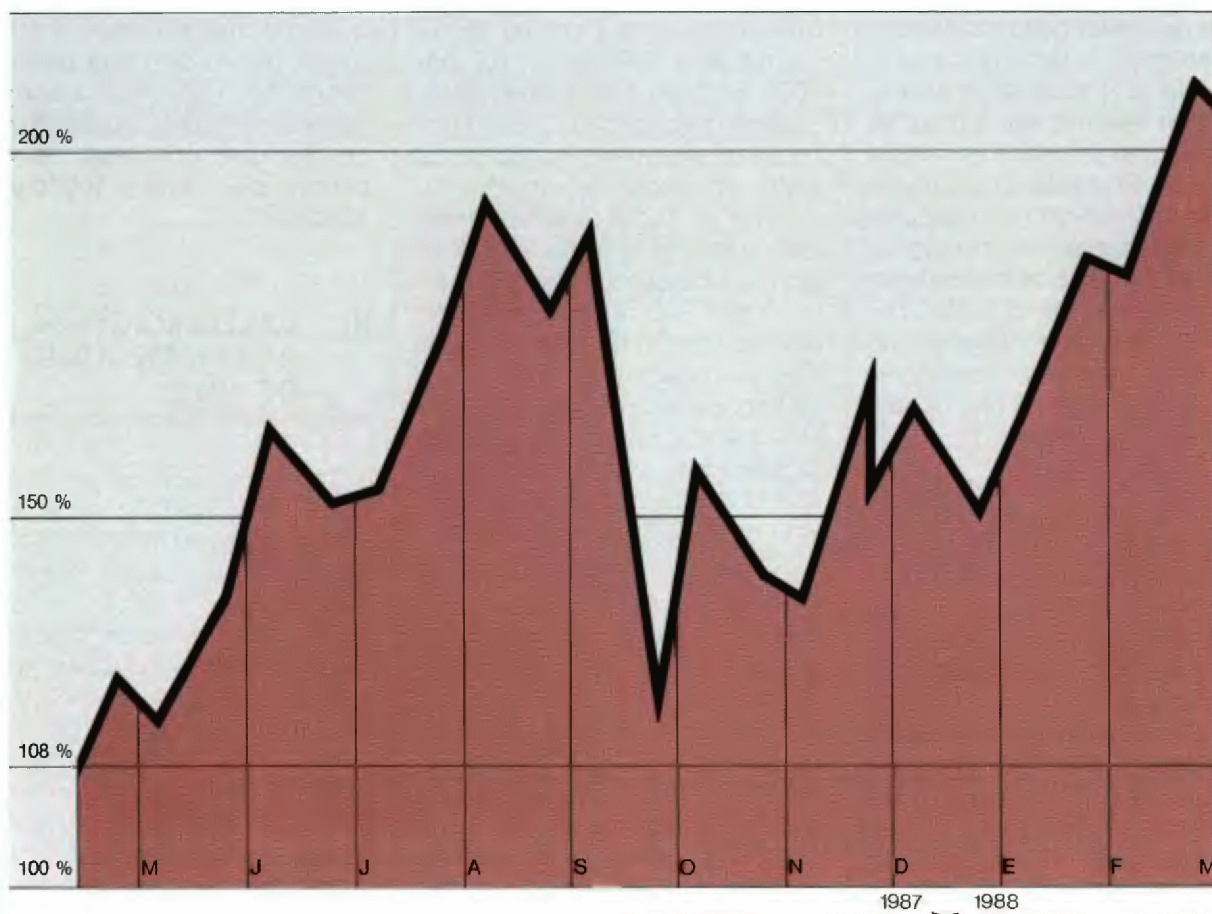
A efectos de proceder a nuestro análisis, hemos construido la tabla 2 (*Anexo*), que es la anterior tabla 1 con los datos actualizados. Las modificaciones más relevantes son las siguientes:

— cambio de la previsión de 1987 por los datos cerrados de dicho año;

— previsión de crecimiento del tráfico del 15 por 100 en 1988 (línea 2 de la tabla 2), basada en



**GRAFICO 1  
COTIZACIONES MAXIMA Y MINIMA MENSUAL AJUSTADAS(\*)**



(\*) Cotización ajustada: tiene en cuenta el dividendo complementario del ejercicio 1986, el dividendo a cuenta del ejercicio 1987 y la ampliación liberada de capital de octubre de 1987.

el crecimiento acumulado en el primer semestre de 1988;

— crecimientos previstos de tráfico para 1989 y 1990 del 10 y del 6 por 100, respectivamente (línea 2 de la tabla 2), basados en que el descenso de crecimientos debiera ser progresivo (ver gráfico 2) y en que las buenas perspectivas de crecimiento del PIB conducirán a un tráfico en fuerte ascenso (gráfico 3; ambos

gráficos comentados más adelante).

En base a estos datos, hemos repetido los cálculos de *cash-flows* que habíamos hecho anteriormente (línea 18 de la tabla 2). El *cash-flow* de 1986 es el mismo que el de la tabla 1, puesto que el desembolso inicial es el mismo; los *cash-flows* de los años 1987 al 2004 se han cambiado de acuerdo con la nueva previsión.

En base a las nuevas cifras, resulta una TIR del 18 por 100 (línea 19 de la tabla 2), que es la tasa de rentabilidad que recibiría el accionista que, comprando en el momento de la salida a Bolsa, aguantase el valor hasta el vencimiento, y siempre bajo el supuesto de que las previsiones de la tabla 2 sean correctas.

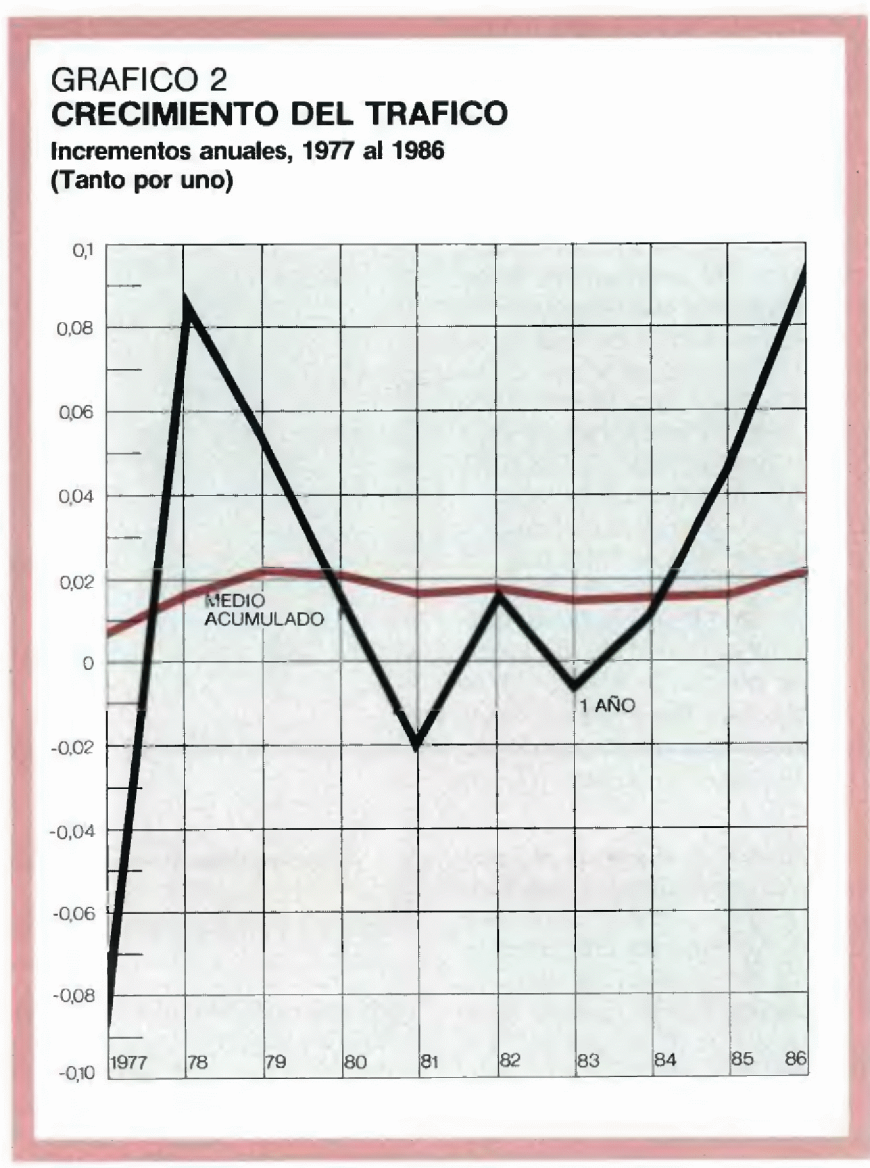
Evidentemente, una tasa del 18 por 100 es demasiado alta, ya



que, según hemos discutido antes, el riesgo de ACESA es moderado, y los flujos merecían tasas del 13 por 100 o próximas. Por este motivo, a medida que el mercado fue viendo que el crecimiento era mucho mayor que el esperado, la cotización fue subiendo. De hecho, si las previsiones de *cash-flows* hechas inicialmente hubieran sido las de la tabla 2, para resultar la TIR original del 13 por 100 hubiera sido necesario un precio de salida de unas 1.100 pesetas por acción, en vez de las 707,5 pesetas por acción ofertadas inicialmente, lo que representa un 50 por 100 más.

Existe un segundo factor que justifica la subida de la cotización de ACESA, que es el descenso de los tipos de interés y de la inflación. Dicha baja se reflejaría en una tasa de descuento menor que la que hubiera en el momento de la colocación. Modificando levemente los datos de *cash-flow* de la tabla 2, podemos hallar una aproximación a la nueva tasa. Para ello, situémonos a mediados de 1988, eliminando el dividendo de 1987 y poniendo el desembolso inicial en 1988; este desembolso inicial deberá corresponder al precio de las acciones a mediados de 1988 (minorado en el dividendo del año). Los *cash-flows* resultantes de estos cambios (línea 20 de la tabla 2) tienen una TIR del 11 por 100 (línea 21 de la tabla 2). Esta es la tasa a la que el mercado está descontando, en la actualidad, los *cash-flows* de ACESA (si aceptamos que las expectativas de *cash-flows* del mercado son semejantes a las de la tabla 2).

Al valorar ACESA en el momento de su colocación (tabla 1), resultó una TIR del 13 por 100, en base a un precio de coloca-



ción de la acción de 707,5 pesetas; para que, con los mismos *cash-flows* esperados, la TIR hubiese resultado del 11 por 100, se tendría que haber tomado un precio de colocación de unas 900 pesetas, aproximadamente un 25 por 100 mayor.

Hay, por tanto, dos causas para la subida de la cotización de ACESA: la primera, un incremento del tráfico superior al previsto, que justifica un incremento del precio de un 50 por 100 o más; la segunda, un descenso de

los tipos de interés e inflación, que justifica un incremento del orden de un 25 por 100. La segunda causa tiene un peso menor, y además se basa en observaciones un tanto cuestionables, por lo que la dejaremos de lado. Sin embargo, la primera causa es lo bastante relevante como para que nos planteemos la pregunta de si los incrementos de tráfico eran o no previsibles, y en qué medida.

El gráfico 2 muestra los incrementos de tráfico de ACESA en



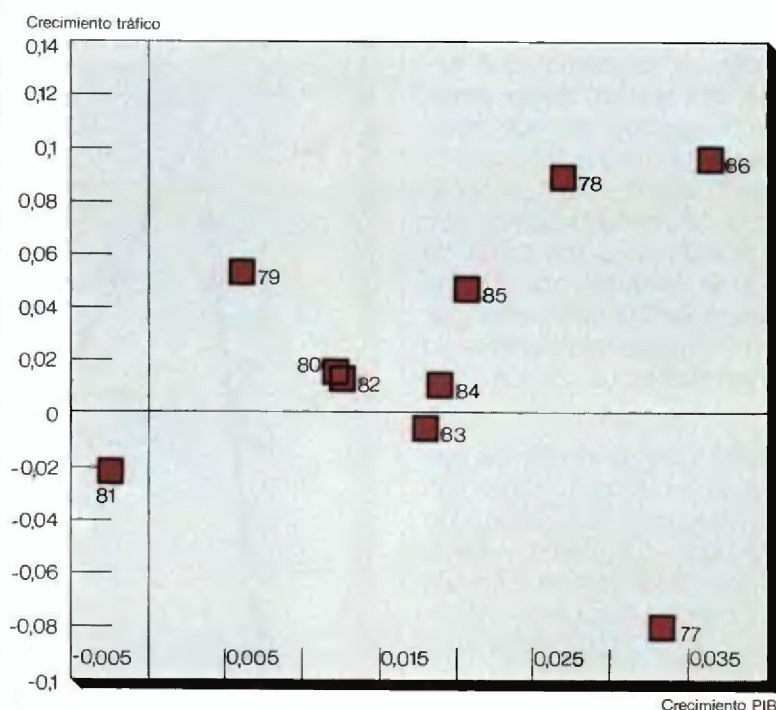
los años 1977 a 1986 (según prospecto de colocación de la compañía); la curva más volátil es el crecimiento de cada año, y la más suave es el crecimiento medio acumulado durante la vida de la concesión. La curva suave, que indica un crecimiento acumulado del 2 por 100, habla en pro de las conservadoras estimaciones hechas por ACESA para el largo plazo. Por otra parte, el crecimiento año a año muestra una clara correlación serial, ya que, salvo por el salto de 1977 a 1978, la curva sigue una cierta tendencia (como se ve en la bajada progresiva de 1978 a 1981 o en la subida progresiva de 1983 a 1986). Por ello, cuando la empresa observó en 1986 un crecimiento de casi un 10 por 100, resultaba un tanto conservador aportar previsiones de un rápido recorte hacia el 4 por 100 en 1987.

El gráfico 3 vuelve a mostrar las diez observaciones mencionadas (1977 a 1986), pero esta vez en relación a los crecimientos del PIB de los años respectivos. La relación que se deduce es la lógica, siendo (salvo por 1977) el crecimiento del tráfico tanto mayor cuanto mayor era el crecimiento del PIB (los años 1980 y 1982 están tan juntos que se confunden en un solo punto). También se observa la alta elasticidad (próxima a 2), ya que los crecimientos de tráfico tienden a duplicar los crecimientos del PIB. En base a estas observaciones, y a que a finales de 1986 se tenían buenas previsiones de crecimiento del PIB para 1987, volvemos a abundar en que las previsiones de crecimiento del tráfico, de un 4 por 100 para 1987, fueron excesivamente moderadas.

Los razonamientos que acabamos de exponer no conducirían a previsiones de tráfico tan altas

### GRAFICO 3 CRECIMIENTO DEL TRAFICO vs PIB

Relación entre incrementos anuales



como las observadas *a posteriori*. Así, por ejemplo, si para 1987 la empresa preveía un crecimiento del 4 por 100, que luego resultó de un 13,5 por 100, quizá lo previsible era un 10 por 100, y cosas similares pueden decirse respecto de los años sucesivos. Por ello, no podemos decir que ACESA se vendiera barata, pero sí que no se vendió cara; de hecho, en la colocación previa a la salida a Bolsa, la demanda triplicó a la oferta, aun a pesar del gran tamaño de la operación, cosa que parece reforzar nuestro argumento.

Las circunstancias de ACESA en el momento de su salida a Bolsa fueron bastante atípicas. El momento económico era inmejorable, con fuertes incrementos

del tráfico y tipos de interés e inflación a la baja. En estas circunstancias, puede ser interesante retrasar la privatización hasta que la buena tendencia se plasme en los resultados; de hecho, las empresas que salen a Bolsa acostumbran a ser empresas maduras en fase no expansiva. Otra alternativa es hacer una privatización parcial, para, más adelante, una vez «tanteado el mercado» y confirmadas las tendencias macroeconómicas, efectuar una colocación mayor, probablemente más cara.

Finalmente, deseo destacar que la valoración que aquí se ha efectuado se ha basado en hipótesis que necesariamente resultarán un tanto subjetivas, como es lógico en todo cálculo que re-



quiera una previsión. Por ello, son perfectamente aceptables puntos de vista alternativos. En este sentido, mi trabajo no ha pretendido más que apuntar la importancia de un tema crucial, como es la valoración de las privatizaciones, y presentar algún soporte analítico para tal valoración.



## ANEXO ESTADISTICO

TABLA 1

### PREVISION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE ACESA

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>1. DATOS OPERATIVOS</b>									
2. Crecimiento tráfico .....	4,0%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
3. Crecimiento recaudación .....				4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
<b>4. CUENTA DE EXPLOTACION</b>									
5. Peajes netos .....	19.767	21.232	22.943	24.481	26.071	27.711	29.396	31.183	33.079
6. Ingresos accesorios .....	140	150	156	162	169	175	182	190	197
7. Total ingresos .....	19.907	21.382	23.099	24.643	26.240	27.886	29.578	31.373	33.276
8. Gastos explotación .....	4.268	5.081	5.335	5.135	5.420	5.714	6.018	6.338	6.676
9. Excedente bruto explotación .....	15.639	16.301	17.764	19.508	20.820	22.172	23.560	25.035	26.600
10. Ingresos financieros .....	370	317	73	73	73	73	73	73	73
11. Gastos financieros .....	4.483	3.451	3.095	3.081	2.687	2.265	1.777	1.216	573
12. <i>Cash flow</i> .....	11.526	13.167	14.742	16.500	18.206	19.980	21.856	23.892	26.100
13. Amortización + fondo reversión.	5.192	5.182	4.757	5.183	5.646	6.151	6.701	7.301	7.954
14. Beneficio antes de impuestos.	6.334	7.985	9.985	11.318	12.560	13.829	15.155	16.591	18.146
15. Beneficio después de impuestos.	5.225	5.190	6.490	7.357	8.164	8.989	9.851	10.784	11.795
16. Dividendo .....	5.225	5.190	6.490	7.357	8.137	8.549	8.980	9.447	9.952
17. Reservas .....	0	0	0	0	28	440	871	1.338	1.843
18. <i>Cash flow</i> .....	-74.151	5.225	5.190	6.490	7.357	8.137	8.549	8.980	9.447
19. TIR .....	13%								
<b>20. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>ACTIVO</b>									
21. Inmovilizado neto .....	156.163	151.999	147.242	142.501	137.283	131.543	125.237	118.312	110.713
22. Activo circulante .....	6.847	1.958	6.647	7.093	7.553	8.028	8.516	9.034	9.584
23. Total activo .....	163.010	153.957	153.889	149.594	144.836	139.572	133.753	127.346	120.296
<b>24. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>PASIVO</b>									
25. Capital .....	58.975	64.872	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090
26. Reservas .....	40.881	35.017	18.800	18.800	18.828	19.267	20.138	21.476	23.319
27. Recursos propios .....	99.856	99.889	99.890	99.890	99.918	100.357	101.228	102.566	104.409
28. Deuda total .....	56.820	46.083	44.014	38.386	32.358	25.385	17.370	8.189	-2.259
29. Beneficio antes de impuestos ...	6.334	7.985	9.925	11.318	12.560	13.829	15.155	16.591	18.146
30. Total pasivo .....	163.010	153.957	153.889	149.594	144.836	139.572	133.753	127.346	120.296

#### Comentarios a la tabla 1

En este comentario se presentan las hipótesis de construcción de la tabla 1, de previsiones financieras de ACESA. Salvo que se indique lo contrario, las previsiones de los años 1987 a 1989 proceden de la empresa, mientras que las posteriores proceden del autor, comentándose sólo éstas últimas.

*Crecimiento de tráfico* (línea 2). Partiendo de la previsión de 1989, del 2,8 por 100, se han supuesto descensos de 0,2 por 100 anuales hasta estabilizarse en el 2 por 100, que en 1986 era el creci-

miento medio acumulado (según el gráfico 2).

*Crecimiento de la recaudación* (línea 3). También puede entenderse como incremento de tarifas. Para el período 1987-1989, la empresa aportó previsiones de peajes netos y crecimientos del tráfico, pero no de incrementos de tarifas, por lo que éstos no se especifican para 1987-1989. De 1990 en adelante, las previsiones han sido aportadas por el autor; dado que las tarifas se indician a la inflación (se puede tomar un 95 por 100 del IPC), se han previsto incrementos del 4 por 100, acordes con un IPC del 4 por 100.

*Peajes netos* (línea 5). El peaje neto de un año crece con respecto al del año anterior según la combinación del crecimiento de tráfico y de recaudación.

*Ingresos accesorios* (línea 6). Se han hecho crecer al 4 por 100.

*Total ingresos* (línea 7). Es la suma de los peajes netos y los ingresos accesorios.

*Gastos de explotación* (línea 8). Se ha supuesto una parte variable y otra fija, basándose en el estudio —para los últimos tres años— de las partidas de personal en función del tráfico medio. Los



TABLA 1 (conclusión)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. DATOS OPERATIVOS									
2. Crecimiento tráfico .....	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
3. Crecimiento recaudación .....	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
4. CUENTA DE EXPLOTACION									
5. Peajes netos .....	35.090	37.223	39.487	41.887	44.434	47.136	50.002	53.042	56.267
6. Ingresos accesorios .....	205	213	222	231	240	250	260	270	281
7. Total ingresos .....	35.295	37.437	39.709	42.118	44.674	47.385	50.261	53.312	56.548
8. Gastos explotación .....	7.032	7.408	7.805	8.224	8.667	9.133	9.626	10.146	10.696
9. Excedente bruto explotación .....	28.263	30.029	31.903	33.894	36.008	38.252	40.635	43.165	45.852
10. Ingresos financieros .....	73	73	73	73	73	73	73	73	73
11. Gastos financieros .....	-158	-986	-1.918	-2.963	-4.131	-5.431	-6.875	-8.475	-10.243
12. <i>Cash flow</i> .....	28.494	31.087	33.894	36.930	40.211	43.756	47.583	51.714	56.168
13. Amortización + fondo reversión.	8.665	9.440	10.285	11.205	12.207	13.299	14.488	15.784	17.196
14. Beneficio antes de impuestos.	19.829	21.647	23.609	25.725	28.004	30.457	33.095	35.929	38.972
15. Beneficio después de impuestos.	12.889	14.070	15.346	16.721	18.203	19.797	21.512	23.354	25.332
16. Dividendo .....	10.499	11.090	11.727	12.415	13.156	13.953	14.810	15.731	16.720
17. Reservas .....	2.390	2.981	3.618	4.306	5.047	5.844	6.701	7.622	8.611
18. <i>Cash flow</i> .....	-74.151	10.499	11.090	11.727	12.415	13.156	13.953	14.810	15.731
19. TIR .....	13%								
20. BALANCE DE SITUACION:									
ACTIVO									
21. Inmovilizado neto .....	102.380	93.246	83.241	72.286	60.296	47.178	32.831	17.145	0
22. Activo circulante .....	10.166	10.784	11.440	12.136	12.873	13.656	14.486	15.367	16.301
23. Total activo .....	112.546	104.031	94.681	84.422	73.170	60.834	47.318	32.512	16.302
24. BALANCE DE SITUACION:									
PASIVO									
25. Capital .....	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090	81.090
26. Reservas .....	25.709	28.690	32.308	36.614	41.661	47.505	54.207	61.829	70.440
27. Recursos propios .....	106.799	109.780	113.398	117.704	122.751	128.595	135.297	142.919	151.530
28. Deuda total .....	-14.082	-27.396	-42.326	-59.007	-77.586	-98.218	-121.074	-146.336	-174.200
29. Beneficio antes de impuestos ...	19.829	21.647	23.609	25.725	28.004	30.457	33.095	35.929	38.972
30. Total pasivo .....	112.546	104.031	94.681	84.422	73.170	60.834	47.318	32.512	16.302

variables se han considerado el 13 por 100 de los ingresos, y los fijos se han tomado como 1.700 millones en 1987, creciendo con el IPC.

*Excedente bruto de explotación* (línea 9). Es la diferencia entre el total de ingresos y los gastos de explotación.

*Ingresos financieros* (línea 10). En la tabla 1 se han fijado en 73, que es la estimación de la empresa para 1989. De hecho, ACESA tiene colocaciones de puntas de tesorería que le son más rentables que su coste de deuda, por los que cabe esperar que esta partida sea mayor, lo cual justifica los cambios en la tabla 2.

*Gastos financieros* (línea 11). El coste de la deuda financiera de ACESA es del orden del 8 por 100. Ello se debe a que

ésta es en divisas (a largo plazo) y a que goza de un seguro de cambio cuasigratuito. Evidentemente, en el pasivo de la empresa existen otras deudas no financieras —proveedores, etc.— que no tienen un coste en intereses. Para simplificar los cálculos, hemos supuesto que el coste del 8 por 100 sobre la deuda financiera equivale a un coste del 7 por 100 sobre el total de deuda (incluyendo la no financiera). Esta simplificación apenas influye en las conclusiones a que se llega.

A partir de cierta fecha, la deuda pasa a ser negativa (por los motivos que se explican más abajo, bajo el epígrafe de «Deuda total») y los gastos financieros pasan a ser negativos, o sea, ingresos financieros. Estos ingresos siguen siendo el 7 por 100 de la deuda total, por lo que pre-

suponen la inversión de los fondos a un 7 por 100 aproximadamente. Dicho 7 por 100 se basa en la hipótesis, ya comentada, de una inflación moderada a largo plazo (en torno al 4-5 por 100) y un tipo de interés real de unos 3 puntos. Evidentemente, cabe la posibilidad de que la empresa tome nuevas concesiones y se embarque así en proyectos más rentables; lo que ello ocurriera no haría más que reforzar la validez de nuestros argumentos.

*Cash-flow* (línea 12). Es el excedente bruto de explotación más los ingresos financieros menos los gastos financieros. Este es el *cash-flow* empresarial convencional (igual al beneficio bruto más amortizaciones) y no debe confundirse con el *cash-flow* accionista, que comentamos más abajo.



TABLA 2  
PREVISION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE ACESA  
(Datos actualizados)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>1. DATOS OPERATIVOS</b>									
2. Crecimiento tráfico .....	13,5%	15,0%	10,0%	6,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
3. Crecimiento recaudación .....	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
<b>4. CUENTA DE EXPLOTACION</b>									
5. Peajes netos .....	22.381	26.768	30.622	33.758	35.810	37.938	40.297	42.747	45.346
6. Ingresos accesorios .....	197	205	213	222	230	240	249	259	270
7. Total ingresos .....	22.578	26.973	30.835	33.980	36.041	38.227	40.547	43.007	45.616
8. Gastos explotación .....	4.586	5.265	5.838	6.320	6.664	7.027	7.411	7.817	8.245
9. Excedente bruto explotación .....	17.992	21.707	24.997	27.660	29.377	31.200	33.135	35.190	37.371
10. Ingresos financieros .....	890	900	300	900	900	900	900	900	900
11. Gastos financieros .....	4.486	4.140	3.119	2.471	1.690	911	51	-901	-1.954
12. <i>Cash flow</i> .....	14.396	18.467	22.179	26.088	28.587	31.189	33.984	36.992	40.225
13. Amortización + fondo reversión.	5.701	6.003	6.321	6.656	7.008	7.380	7.770	8.182	8.615
14. Beneficio antes de impuestos.	8.695	12.464	15.858	19.433	21.579	23.809	26.214	28.810	31.610
15. Beneficio después de impuestos.	6.434	8.101	10.308	12.631	14.026	15.476	17.039	18.726	20.547
16. Dividendo .....	6.434	8.072	9.175	10.337	11.034	11.759	12.540	13.384	14.294
17. Reservas .....	0	30	1.133	2.295	2.992	3.717	4.498	5.342	6.252
18. <i>Cash flow</i> .....	-74.151	6.434	8.072	9.175	10.337	11.034	11.759	12.540	13.384
19. TIR .....	18%	(Con el desembolso inicial)							
20. <i>Cash flow</i> .....		-155.843	9.175	10.337	11.034	11.759	12.540	13.384	14.294
21. TIR .....	11%	(Al precio actual de 200%)							
<b>22. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>ACTIVO</b>									
23. Inmovilizado neto .....	154.411	148.871	142.997	136.770	130.172	123.183	115.782	107.948	99.656
24. Activo circulante .....	13.287	8.000	9.152	10.089	10.703	11.353	12.044	12.776	13.553
25. Total activo .....	167.698	156.871	152.149	146.859	140.875	134.536	127.826	120.724	113.209
<b>26. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>PASIVO</b>									
27. Capital .....	64.337	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421
28. Reservas .....	35.519	19.435	20.567	22.862	25.854	29.571	34.069	39.411	45.663
29. Recursos propios .....	99.856	99.856	100.989	103.283	106.275	109.992	114.490	119.832	126.085
30. Deuda total .....	59.147	44.551	35.302	24.143	13.021	735	-12.878	-27.918	-44.486
31. Beneficio antes de impuestos .....	8.695	12.464	15.858	19.433	21.579	23.809	26.214	28.810	31.610
32. Total pasivo .....	167.698	156.871	152.149	146.859	140.875	134.536	127.826	120.724	113.209

*Amortización + fondo de reversión* (línea 13). Se hace crecer a la tasa necesaria para que, al final de la concesión, los activos fijos estén completamente amortizados; en la tabla 1, la tasa es del 9 por 100.

*Beneficio antes de impuestos* (línea 14). Es el *cash-flow* menos el conjunto «amortización + fondo de reversión».

*Beneficio después de impuestos* (línea 15). Esta previsión no la ha dado la empresa en ningún año. En 1987 se ha supuesto que el beneficio sería de 44,3 pe-

setas por acción (según se indicaba en el prospecto de colocación) y que a partir de ahí se tendría una tasa impositiva del 35 por 100.

*Dividendo* (línea 16). Se ha supuesto que se reparte todo el dividendo, salvo que éste sea superior al 10 por 100 del capital. En tal caso, la mitad de lo que exceda de dicho 10 por 100 se destina a reservas y el resto se reparte como dividendo (la limitación indicada se basa en la legislación sobre concesionarias de autopistas).

*Reservas* (línea 17). Es la diferencia entre beneficio después de impuestos y dividendo.

*Cash-flow* (línea 18). Es el dividendo, salvo para el año 2004, en el que se le suma al dividendo el valor contable de la empresa, y el año 1986, en que se toma como *cash-flow* negativo el desembolso teórico a efectuar si se pagaran todas las acciones a 707,5 pesetas (precio de colocación). A efectos simplificados, el dividendo complementario de 1986 se ha sumado en 1986.



TABLA 2 (conclusión)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>1. DATOS OPERATIVOS</b>									
2. Crecimiento tráfico .....	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
3. Crecimiento recaudación .....	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
<b>4. CUENTA DE EXPLOTACION</b>									
5. Peajes netos .....	48.104	51.028	54.131	57.422	60.913	64.617	68.545	72.713	77.134
6. Ingresos accesorios .....	280	292	303	315	328	341	355	369	384
7. Total ingresos .....	48.384	51.320	54.434	57.737	61.241	64.958	68.900	73.082	77.518
8. Gastos explotación .....	8.697	9.175	9.680	10.214	10.778	11.373	12.003	12.669	13.372
9. Excedente bruto explotación .....	39.687	42.145	44.754	47.523	50.464	53.584	56.897	60.413	64.146
10. Ingresos financieros .....	900	900	900	900	900	900	900	900	900
11. Gastos financieros .....	-3.114	-4.388	-5.784	-7.311	-8.978	-10.793	-12.768	-14.912	-17.238
12. <i>Cash flow</i> .....	43.701	47.433	51.438	55.735	60.341	65.278	70.565	76.225	82.283
13. Amortización + fondo reversión.	9.072	9.552	10.058	10.591	11.152	11.743	12.365	13.030	13.709
14. Beneficio antes de impuestos.	34.629	37.880	41.380	45.144	49.189	53.535	58.200	63.206	68.574
15. Beneficio después de impuestos.	22.509	24.622	26.897	29.343	31.973	34.798	37.830	41.084	44.573
16. Dividendo .....	15.275	16.332	17.470	18.693	20.008	21.420	22.936	24.563	26.308
17. Reservas .....	7.233	8.290	9.427	10.651	11.965	13.378	14.894	16.521	18.265
18. <i>Cash flow</i> .....	-74.151	15.275	16.332	17.470	18.693	20.008	21.420	22.936	24.563
19. TIR .....	18%	(Con el desembolso inicial)							
20. <i>Cash flow</i> .....	15.275	16.332	17.470	18.693	20.008	21.420	22.936	24.563	263.017
21. TIR .....	11%	(Al precio actual de 200%)							
<b>22. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>ACTIVO</b>									
23. Inmovilizado neto .....	90.883	81.604	71.790	61.415	50.447	38.856	26.608	13.668	0
24. Activo circulante .....	14.377	15.251	16.178	17.162	18.205	19.312	20.486	21.732	23.053
25. Total activo .....	105.260	96.855	87.968	78.576	68.652	58.168	47.094	35.400	23.053
<b>26. BALANCE DE SITUACION:</b>									
<b>PASIVO</b>									
27. Capital .....	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421	80.421
28. Reservas .....	52.897	61.187	70.614	81.265	93.230	106.608	121.502	138.023	156.288
29. Recursos propios .....	133.318	141.608	151.036	161.686	173.652	187.029	201.923	218.444	236.710
30. Deuda total .....	-62.687	-82.634	-104.447	-128.254	-154.189	-182.397	-213.030	-246.251	-282.231
31. Beneficio antes de impuestos ...	34.629	37.880	41.380	45.144	49.189	53.535	58.200	63.206	68.574
32. Total pasivo .....	105.260	96.855	87.968	78.576	68.652	58.168	47.094	35.400	23.053

*Inmovilizado neto* (línea 21). Se hace crecer al 0,3 por 100 anual (basado en la observación de los años recientes) y se le restan las amortizaciones/fondo de reversión.

*Activo circulante* (línea 22). Se hace crecer al mismo ritmo que los peajes netos.

*Total activo* (línea 23). Suma del inmovilizado neto y del circulante.

Se han supuesto ampliaciones liberadas hasta alcanzar aproximadamente 81.000 millones, que son las reservas de libre disposición.

*Reservas* (línea 26). Se minoran por las ampliaciones liberadas y se incrementan por los beneficios retenidos de la línea 17.

*Recursos propios* (línea 27). Es la suma de capital más reservas.

*Beneficio antes de impuestos* (línea 29). Es el del año anterior.

*Total pasivo* (línea 30). Es igual al total activo.

*Deuda total* (línea 28). Se fija como la necesaria para que la suma de los recursos propios, la deuda total y el beneficio antes de impuestos sean iguales al total pasivo. Esta deuda incluye tanto la deuda

financiera (la mayoría) como la no financiera.

A partir del año 1996, la deuda total pasa a negativa. Ello equivale a un exceso de fondos; de hecho, esta partida negativa de pasivo debería ser una partida positiva de activo, habiéndose dejado tal como está por comodidad de cálculo. Nótese que, al final de la concesión, el valor de rescate de la empresa, que se supone igual a los recursos propios, no es cubierto por la liquidación de inmovilizados, sino de este fondo.