

MAZARS, VALORACIONES Y
MODELOS FINANCIEROS

**Valoración por descuento
de flujos de caja**





Febrero 2010

Autor: Alberto Martínez, Senior Manager de MAZARS.

Todos los derechos reservados. Mazars.

Queda totalmente prohibida la copia, reproducción o modificación del contenido total o parcial de este documento sin la previa autorización de Mazars.

Mazars, organización internacional, integrada e independiente, especializada en auditoría, contabilidad, jurídico, fiscal y servicios de consultoría.

Mazars presta sus servicios a más de 450 empresas cotizadas en todo el mundo, gracias a un equipo de más de 12.000 profesionales presentes en 55 países.

Mazars, ofrece **soluciones integrales** en el asesoramiento financiero y económico, atendiendo al contexto normativo, contable o transaccional de las operaciones.

Mazars, aplica **un enfoque sectorial**, disponiendo de metodologías, plantillas y modelos predefinidos y adaptables que nos permite ser eficaces y eficientes en la prestación de nuestros servicios.

El equipo de valoraciones y modelos financieros de Mazars, está a su disposición para colaborar con la Dirección en la preparación y revisión de los modelos y técnicas de valoración necesarios para soportar los requerimientos normativos vigentes.

Valoraciones en el ámbito:			
Contable	Transaccional	Normativo	Otros
Test de deterioro de activos intangibles, tangibles y participac. empresas Grupo,...	Adquisiciones y/o desinversiones de empresas, ramas de actividad,...	Fiscalidad (transacc. vinculadas,...)	Opiniones independientes
Asignación coste comb. de negocios	Intangibles (marcas, patentes, contratos, ...)	Aportaciones no dinerarias	Disputas / Litigios (lucro cesante,...)
Permutas comerciales		Fusiones	Peritajes
		Opas de exclusión,... (Cotizadas)	Requerimientos estatutarios
		Informes especiales auditoría	
Modelos financieros (análisis y modelización)			
Planes de negocio	Proyectos de inversión	Project finance	Planes de viabilidad

1. Introducción	6
2. Descuento de flujos de caja (DCF)	8
3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLe_{exp})	10
3.1. FLUJOS OPERATIVOS (CFLe _{exp}).....	11
3.2. VALOR TERMINAL	12
3.3. TASA DE DESCUENTO.....	14
3.4. OBTENCIÓN DEL VALOR DE LAS ACCIONES CON LOS CFLe _{exp}	19
4. DCF- Cash flow libre para accionistas (CFLacc)	20
5. Anexo	22

Nota: Esta publicación tiene carácter informativo. En consecuencia, Mazars declina toda responsabilidad sobre la aplicación práctica por terceros de los aspectos comentados en la misma.

1. Introducción

- En el pasado la aplicación de las técnicas de valoración se ha venido utilizando básicamente en el ámbito transaccional de adquisiciones, desinversiones y fusiones de empresas. Sin embargo la implementación de las Normas Internacionales (IFRS) y el nuevo marco contable en España, que han introducido el concepto de valor razonable y valor en uso, han potenciado la aplicación de las técnicas de valoración para el análisis de determinados activos y otras situaciones contables.

En este sentido, las técnicas de valoración, se aplican, entre otros, para:

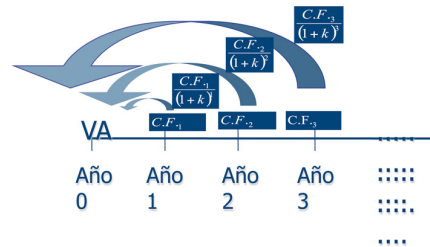
- La determinación del PPA (Purchase Price Allocation) en las combinaciones de negocios, las cuales requieren el reconocimiento de activos tales como marcas, carteras de clientes y otros que antes eran diluidos en el fondo de comercio. El PPA asigna el precio de adquisición a los activos y pasivos correspondiendo la diferencia no asignada al fondo de comercio.
 - El test de deterioro de activos materiales e intangibles, validando que su valor recuperable es superior al valor contable, por ejemplo, en situaciones de crisis.
En relación a la aplicación del test de deterioro recomendamos, para una mejor comprensión, la lectura del documento publicado por MAZARS sobre el Test de deterioro de inmovilizados.
 - La valoración de participadas (test de deterioro de empresas del grupo, ...).
- La valoración de empresas, activos y negocios no es una ciencia exacta, sino una estimación de cuál debe ser el valor objetivo, es decir, un rango de valor razonable a partir del que puede determinarse el precio.

-
- En definitiva, valorar una empresa o activo es el resultado de analizar el entorno y sus características intrínsecas, por lo que la tarea profesional consiste en transformar esas informaciones en cifras. Sin embargo, el precio (entendido como valor final de una transacción), surge del proceso de negociación entre las partes que, partiendo de una valoración que utiliza métodos objetivos, puede incorporar elementos subjetivos y cualitativos.
 - Este documento se centra exclusivamente en el método de valoración del Descuento de Flujos de Caja, el cual obtiene el valor a partir del descuento de los cash flows futuros a una tasa de riesgo que considera las características y factores de riesgo de la inversión. En general suele considerarse el método conceptualmente “correcto” para valorar un proyecto empresarial en continuidad. No obstante, es importante recordar que existen otros métodos de valoración, generalmente usados como contraste, basados en la contabilidad (valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación); en el mercado (cotización, transacciones comparables, múltiplos), métodos mixtos (goodwill); y opciones (black & scholes).
 - Al objeto de facilitar su comprensión se han simplificado determinados conceptos, centrándose el documento en aquellos aspectos básicos que se consideran necesarios para la aplicación del método de valoración del Descuento de Flujos de Caja. Sin embargo, el análisis de cada situación específica, puede requerir de un análisis y nivel de complejidad técnica superior.

2. Descuento de flujos de caja (DCF)

- El descuento de “flujos de caja futuros esperados (DCF)” es considerado generalmente el método conceptualmente “correcto” para valorar un proyecto empresarial; en consecuencia, suele ser el método “principal” que se utiliza para la realización de un estudio de valoración de una sociedad en continuidad de explotación.
- La metodología del DCF obtiene el valor del negocio o de las acciones, a través de la capacidad de la compañía de generar flujos de caja futuros, los cuales se actualizan a la fecha de valoración a una tasa de descuento k . Para ello se proyectan los flujos de caja durante un período coyuntural, tras el que se calcula un valor terminal (perpetuidad).

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+k)^t} + \frac{VT}{(1+k)^n}$$



- Por lo tanto, los conceptos claves, los cuales se desarrollan en el apartado 3, son los siguientes:
 - Flujos de caja futuros (durante el periodo proyectado o coyuntural).
 - Valor Terminal.
 - Tasa de descuento.
- El flujo de caja (cash flow) es un concepto financiero, que indica cuales son los fondos generados por la actividad, independientemente de los criterios contables utilizados.
- Existen varios métodos de valoración mediante la utilización de los flujos de caja (CFLExp, CFLacc, APV), que de aplicarse adecuadamente deben dar resultados similares.

-
- En el presente documento nos centraremos en los métodos basados en la aplicación de los siguientes flujos de caja:

- **Cash flow libre de explotación (CFLExp):** Obtiene el valor del negocio/activo a partir de los flujos de caja operativos. La tasa de descuento aplicada corresponde al coste medio de los capitales (WACC).

Para la obtención del valor de las acciones se resta al valor del negocio la deuda neta (a valor razonable).

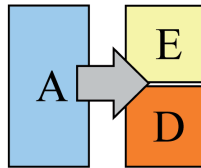
Por lo tanto, el descuento de CFLExp, se utiliza para calcular el valor razonable de activos/negocios y el valor en uso de los activos/UGES.

- **Cash flow libre para accionistas (CFLacc):** Obtiene el valor de las acciones a partir de los flujos de caja disponibles para el accionista. La tasa de descuento aplicada corresponde a la tasa exigida para los accionistas (K_e).

3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLExp)

CASH FLOW LIBRE DE EXPLOTACIÓN U OPERATIVO:

- El Cash flow libre de explotación u operativo hace referencia a los activos del negocio (ver Anexo). Los flujos de caja generados por los activos del negocio (A), retribuyen a los proveedores de capital (accionistas (E) y a otras fuentes de financiación externa (D)). En consecuencia, los flujos operativos coinciden con los flujos financieros.

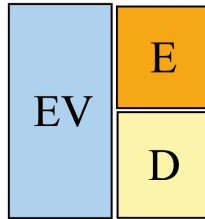


Por lo tanto, el CFLExp equivale a los recursos originados por las operaciones, una vez deducidos los impuestos asociados y las inversiones necesarias para su generación, con independencia de la estructura de capitales (E+D).

CONCEPTOS	DESCRIPCIÓN
(+) BAIT (EBIT)	Beneficios antes de intereses e impuestos
(-) Impuestos	
= BAIT (1-T)	Beneficios operativo neto de impuestos (NOPAT)
(+) Amortizaciones, provisiones, ...	Gastos neutros desde un punto de vista de caja
= CFBO	Cash flow bruto operativo
(-) Inversiones netas en inmovilizado	En Activos Fijos (neto de desinversiones)
(-) Inversiones en circulante (WCR o NOF)	Variación de : Existencias- clientes - proveedores +/- deudores /acreedores del negocio
(=) CFLExp o CFLO	Cash Flow Libre de Explotación

- Mediante la actualización de los flujos de caja libres de explotación generados por los activos del negocio (A) se obtiene el valor del negocio (EV).

- Para obtener el valor de las acciones (E), se resta al valor del negocio (EV), el endeudamiento neto a valor de mercado (D) a la fecha de la valoración.



3.1. FLUJOS OPERATIVOS (CFLEXP):

- Los flujos de fondos generados por la actividad deberán estimarse principalmente a partir de las proyecciones futuras de ingresos y gastos para el periodo coyuntural (generalmente entre 3-5 años), al igual que las inversiones previstas y las necesidades operativas de financiación.
- Por lo tanto, deben obtenerse las proyecciones de los estados financieros (Cuenta de pérdidas y ganancias y balance), analizando y contrastando también con datos históricos (si procede) los siguientes aspectos:
 - Evolución de los estados financieros por actividades, líneas de negocio o producto.
 - Análisis previsional de la cuenta de resultados:
 - a. Hipótesis de crecimiento.
 - b. Planificación temporal de puesta en marcha de nuevos negocios.
 - c. Hipótesis sobre la evolución de los costes (variables y fijos).
 - d. Evolución de partidas excepcionales (reestructuraciones, litigios,...).
 - e. Información de las tendencias y expectativas del sector a la fecha.
 - Análisis previsional del balance de situación:
 - a. Inversiones en inmovilizado.
 - b. Inversiones en circulante (análisis de rotaciones).
 - c. Evolución prevista de la estructura financiera. Dividendos.

3.2. VALOR TERMINAL:

- Cuando se carece de más información cualitativa que permita alargar el periodo coyuntural, se estima un Valor Terminal (valor residual o a perpetuidad), que determina el valor de la compañía generado a partir de ese momento y a hasta el infinito.
- Por lo tanto, el Valor Terminal (VT) es el resultado de descontar un flujo perpetuo a partir del año n y hasta infinito.
- El cálculo de las perpetuidades es sumamente importante, ya que puede incidir en gran medida en el valor total de la empresa.
- Su expresión matemática (más recurrente) es la siguiente:

$$\text{Valor Terminal (VT)} = \text{CFLE} \times (1+g) / (K-g)$$

Siendo:

- CFLE = Cash Flow Libre de Explotación recurrente
(Debe tomar en consideración el nivel de inversión).
 - K = Tasa de descuento
 - g = Tasa de crecimiento a largo plazo
(Crecer= Invertir => Debe ser coherente con CFLE)
- En el cálculo del VT es importante analizar que hipótesis está considerándose sobre la rentabilidad de las nuevas inversiones (R_{ni}) desde ese momento y hasta el infinito.
 - Si la R_{ni} es superior a la tasa exigida (k) las nuevas inversiones están generando valor.
 - Incorporar valor a través del crecimiento en un escenario perpetuo implica que la empresa es capaz de invertir, de forma perpetua, por encima de la tasa exigida a los recursos.
 - Para poder hacer esta hipótesis se ha de soportar por ventajas competitivas que no puedan ser eliminadas en el futuro, lo cual es, a priori, difícilmente asumible. Siempre es preferible alargar algunos años el escenario

3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLexp)

3.2. VALOR TERMINAL:

- El porcentaje de valor que supone el Valor Terminal en una valoración depende de los años que se proyecte el periodo coyuntural y de las características del negocio a valorar. P.ej.:

1) Periodo Coyuntural de 0 años : $VT = 100\%$

Cuando no se disponga de mucha información, o sea un activo fácil de valorar, como por ejemplo una renta vitalicia actualizada por la inflación o se estime un flujo de caja normalizado (en actividades cíclicas o muy estables).

2) Periodo Coyuntural de 3-5 años : $VT = 65\%-75\%$

Es lo más habitual, ya que es difícil estimar unas proyecciones a más de 5 años.

3) Periodo Coyuntural de 3-5 años : $VT = 85\%-95\%-110\%!!$

En casos de periodos coyunturales con fuertes inversiones en los primeros años en activos fijos, o nuevos proyectos (Internet, I+D....)

4) Periodos Coyunturales de 10-15-20-30 años : $VT = 0\%- 20\%- 40\%$

Activos o proyectos con vida útil limitada (concesiones administrativas,...), patentes (con pérdida de la exclusividad al final del periodo registrado), etc.

3.3. TASA DE DESCUENTO:

- Medida del coste de oportunidad de los flujos de caja del activo objeto de valoración. También se le llama tasa exigida, ya que es la rentabilidad mínima exigida a dicho activo.
- El punto de partida para el cálculo del coste de oportunidad de cualquier inversión es el rendimiento de la inversión de activos sin riesgo, al que se le ha de añadir el riesgo del proyecto.

$$\text{Coste de Oportunidad} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Prima por riesgo}$$

- Para valoraciones basadas en el descuento de los cash flow libres de explotación, hay que utilizar el coste promedio ponderado de las tasas exigidas por los distintos proveedores de capital (accionistas y prestamistas), denominada “WACC, Weighted Average Cost of Capital”.

$$\text{WACC} = K_e * \% \text{Rec. Propios} + K_d * \% \text{Rec. ajenos}$$

$$\text{WACC} = \frac{E}{E+D} \times K_e + \frac{D}{E+D} \times K_d$$

$$K_e = R_f + \beta_e \times \text{Premium} \quad K_d = i \times (1 - t)$$

[Modelo CAPM]

3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLExp)

3.3. TASA DE DESCUENTO:

Siendo:

- **Estructura de capital = Recursos propios (E) versus Recursos ajenos (D)**

Valorar supone considerar una determinada estructura financiera, que determinará el valor que aporta el endeudamiento a la compañía a través del ahorro fiscal de los gastos financieros.

En la práctica, se suele utilizar una estructura financiera objetivo de referencia, ya que sino requeriría la aplicación de un cálculo iterativo (El cálculo de la WACC requiere fijar el valor de Equity (E), que es precisamente el objeto de valoración).

- **Kd = Tasa de rentabilidad exigida por los prestamistas a la empresa.**

Es neta del efecto impositivo, ya que el gasto financiero es deducible.

La kd también se expresa : $kd = Rf + \beta_d \times \text{Premium}$

- **Ke = Tasa de rentabilidad exigida por los accionistas ($Ke = Rf + \beta_e \times (Rm - Rf)$)**

Siendo:

- **Rf = Rentabilidad Libre de Riesgo (Risk Free Rate).**

Se refiere habitualmente a la deuda pública. En la práctica, se suele utilizar como tasa libre de riesgo (Rf) la rentabilidad correspondiente a un bono a 10 años.

3.3. TASA DE DESCUENTO:

- β_e (Beta):

La beta es un coeficiente de riesgo relativo, que mide la correlación existente entre la rentabilidad de la empresa en cuestión y un indicador de mercado (IBEX 35, SP500, etc.) o de sector concreto, es decir, mide el riesgo sistemático que soporta el accionista al invertir en una empresa o proyecto determinado.

Existen betas publicadas que generalmente facilitan el acceso a dicha información. Es importante destacar que para poder valorar una compañía debe obtenerse la beta del negocio (β_a) de las empresas comparables y no la de los recursos propios (β_e), las cuales incorporan las estructuras financieras de las compañías observadas.

En este sentido, la compañía a valorar podría tener el mismo riesgo de negocio, pero no necesariamente la misma estructura financiera, por lo que, debe obtenerse la beta del negocio (β_a) de las empresas comparables y no la de los recursos propios.

Partiendo de la “ β_a ” de las empresas comparables, se obtiene, la “ β_e ” del negocio a valorar, aplicando su estructura financiera a la fórmula siguiente:

$$\beta_e = \beta_a + \frac{D}{E} \times \beta_a \times (1 - t)$$

Nota: Esta fórmula simplificada, en la práctica se utiliza cuando no existe un diferencial relevante entre R_f y K_d .

3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLe xp)

3.3. TASA DE DESCUENTO:

- **$(R_m - R_f)$ = Prima de Mercado (Premium):**

Diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado (R_m) y la tasa libre de riesgo (R_f).

En los mercados financieros desarrollados, este dato se sitúa aproximadamente entre un 4% y un 6% y se estima a partir de las empresas cotizadas que forman parte de los índices bursátiles.

Por lo tanto, la K_e (tasa exigida por el accionista), no está considerando la realidad de las empresas más pequeñas y menos diversificadas (cotizadas y no cotizadas).

- **Otras primas de riesgo (para la K_e):**

Cuando las características del negocio o de la empresa lo requieren, suele ser habitual, añadir primas de iliquidez, primas de tamaño, primas de riesgo país u otras primas que recojan riesgos específicos de la empresa. En este caso la formulación de la K_e pasaría a ser:

$$K_e = R_f + \beta e \times (R_m - R_f) + \alpha \text{ (otras primas de riesgo)}$$

En cualquier caso, la incorporación de otras primas de riesgo, requiere de un análisis detallado del activo/negocio a valorar, al objeto de evitar duplicidades (por haberse recogido los riesgos en los flujos proyectados) o bien porque se este duplicando el riesgo asignado con las diferentes primas (P.ej.: Prima de iliquidez que ya se hubiese incorporado en prima de tamaño). En este sentido, la determinación de la K_e requiere de un análisis global que permita validar su razonabilidad.

3.3. TASA DE DESCUENTO:

- **Las características de las principales primas incorporadas son las siguientes:**
 - **Prima de tamaño:** Los valores cotizados de menor tamaño presentan una diferencial histórica de rentabilidad respecto a las grandes empresas cotizadas de entre un 1%-10% aproximadamente (Fuente: Informes anuales - Ibbotson Associates).
 - **Prima por riesgo específico:** Su estimación es subjetiva y depende de las características de la empresa. Asimismo debe validarse que el riesgo no se está incorporando en la prima de mercado o en los flujos de caja de las proyecciones. Algunos posibles riesgos serían:
 - a. Nivel de concentración de la clientela (alta dependencia).
 - b. Dependencia de personas clave o de una directiva pequeña.
 - c. Nivel de concentración de los proveedores (alta dependencia).
 - d. Cambios normativos.
 - e. Litigios legales o de otra índole.
 - f. Negocio poco diversificado (por productos o geográficamente).
 - **Prima iliquidez:** Esta prima de riesgo es aplicable para empresas no cotizadas y existen estudios que la sitúan entre 1%-3% o como máximo el 50% de la K_e si la liquidez es muy baja. En caso de aplicarse también la prima de tamaño debe validarse que no se esté duplicando el riesgo en la misma.
 - **Prima riesgo país:** El riesgo país mide el grado de riesgo que entraña un país para inversiones extranjeras y queda reflejado en el spread de los bonos del tesoro del país extranjero en relación al país de referencia. Por lo tanto debería quedar recogido al tomar la R_f aplicable para valorar el negocio en el extranjero.

3. DCF- Cash flow libre de explotación (CFLExp)

3.4. OBTENCIÓN DEL VALOR DE LAS ACCIONES CON LOS CFLEXP:

- Una vez obtenido el valor del negocio (EV) mediante el descuento de los CFLExp y el Valor Terminal, obtendremos el valor de las acciones (E), restando el valor de la deuda neta a valor razonable (D):

$$E = EV - D$$

- El modelo anterior es simplificado, ya que si existiesen, deberían ajustarse adicionalmente los siguientes conceptos:
 - (+) Valor de mercado estimado de los activos no afectos a la explotación, neto del efecto impositivo.
 - (-) Valor de los compromisos por pensiones.
 - (+/-) Valor de los activos por impuesto diferido (créditos fiscales,...) no registrados (si no se han recogido en las proyecciones).
 - (+/-) Otras plusvalías/minusvalías no registradas (p.ej.: Valor razonable de participadas,..).

4. DCF- Cash flow libre para accionistas (CFLacc)

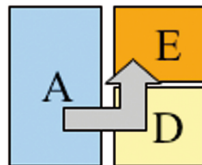
CASH FLOW LIBRE PARA LOS ACCIONISTAS O EQUITY CASH FLOW:

Son aquellos fondos susceptibles de ser extraídos de la empresa sin alterar su estructura óptima de capitales, una vez cubiertas las necesidades netas de inversión del negocio (fijo y circulante). Equivale al dividendo potencialmente distribuible a los accionistas.

Para su cálculo es necesario considerar la parte de inversiones que se puede financiar con recursos ajenos dada una estructura financiera predefinida.

CONCEPTOS	DESCRIPCIÓN
(+) BAT	Beneficios después de impuestos
(+) Amortizaciones, provisiones del negocio o financieras,...	Gastos neutros desde un punto de vista de caja
(-) Inversiones en inmovilizado	En Activos Fijos (neto de desinversiones)
(-) Inversiones en circulante (WCR o NOF)	Variación de: Existencias- clientes - proveedores +/- deudores /acreadores del negocio
(+/-) Variación Deuda financiera neta	Variaciones de la Deuda e inversiones financieras (excepto, a priori, tesorería y otros activos líquidos equivalentes).
(=) ECF o CFLacc	Equity Cash Flow o CFLacc

Por lo tanto, mediante la actualización de los flujos de caja libres para accionistas (A+D), se obtiene el valor de las acciones (E).



CASH FLOW LIBRE PARA ACCIONISTAS (CFLacc):

- La metodología a aplicar es la misma que para la valoración mediante CFLexp, si bien:
 - ▶ Flujos de caja (CFLacc): incluyen CFLexp, más los resultados financieros netos de efecto impositivo, la variación de la deuda financiera y la variación de las inversiones financieras no temporales y determinadas inversiones financieras temporales (a priori, las distintas a tesorería y otros activos líquidos equivalentes)

En definitiva,

CFLacc = Dividendos +/- otras variaciones de Fondos Propios que generan Cash + variación de la inversión financiera temporal (*)

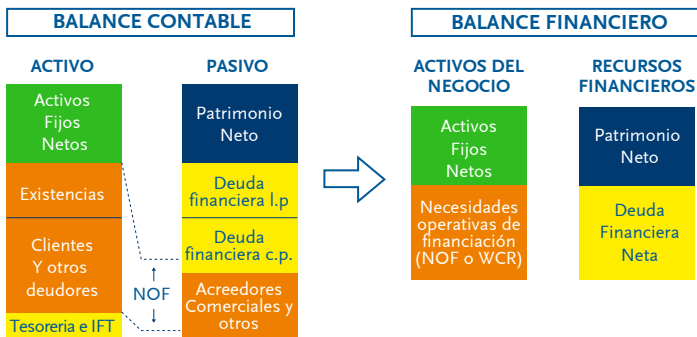
(*) Siempre que corresponda a puntas de tesorería excedentarias y no formen parte de la cantidad que la compañía tiene invertido a muy corto plazo para atender a las necesidades normales de tesorería (tesorería mínima disponible (forma parte del CFLexp, si bien normalmente se obvia en el cálculo por simplificación)).

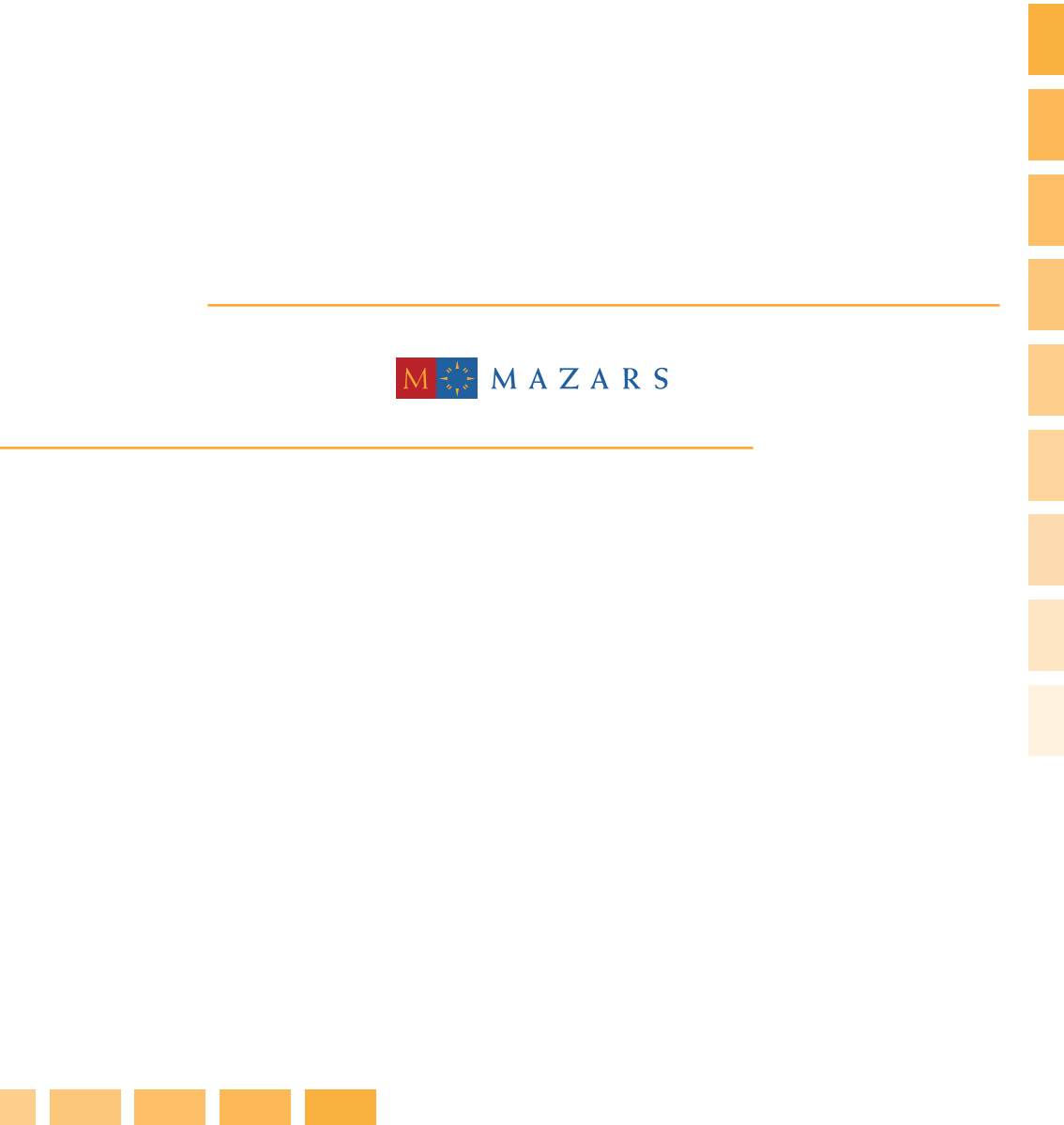
En este contexto no todas las inversiones financieras temporales forman parte del CFLacc, debiéndose analizar su naturaleza. En general y por simplificación, a priori, se incluye tesorería y otros activos líquidos equivalentes.

- ▶ Tasa de descuento = K_e (tasa exigida por los accionistas).
- ▶ Requiere también la fijación de una estructura de capital para la determinación de la " β_e ".
- ▶ Valoración: Se obtiene directamente el valor de las acciones (E).

CONVERSION DEL BALANCE CONTABLE EN BALANCE FINANCIERO:

- El balance es estático. Los flujos de caja corresponden a las variaciones del balance entre dos periodos que generan entradas/salidas de caja. Por lo tanto, para poder valorar será necesario disponer de las proyecciones de los estados financieros (B/S y P/G) para un período coyuntural, obteniéndose a partir de los mismos los flujos de caja libre de explotación (CFLexp) o los flujos de caja libres para accionistas (CFLacc).
- La presentación del balance en formato financiero permite visualizar más fácilmente los Cash Flows a aplicar en el modelo de valoración.







M A Z A R S

Contacto

Alberto Martínez
amartinez@mazars.es
Tel: 934 050 855

Anne Viard
aviard@mazars.es
Tel: 915 624 030

www.mazars.es • www.mazars.com

Oficinas

ALICANTE

Pintor Cabrera, 22 esc. B, pl.4A
03003 Alicante
Tel: 965 926 253
Fax: 965 227 634

BARCELONA

Aragón, 271
08007 Barcelona
Tel: 934 050 855
Fax: 934 052 694

BILBAO

Rodríguez Arias, 23 pl. 6, dpto.12
48011 Bilbao
Tel: 944 702 590
Fax: 944 702 591

MADRID

Claudio Coello 124, pl.2
28006 Madrid
Tel: 915 624 030
Fax: 915 610 224

MÁLAGA

Corona de Teatinos
C/ Pirandello 6, portal 3, pl. 6-4
29010 Málaga
Tel: 952 278 449
Fax: 952 070 889

VALENCIA

Colón, 1, pl.4
46004 Valencia
Tel: 963 509 212
Fax: 963 509 213

VIGO

Plaza de Compostela 17, pl. 2
36201 Vigo
Tel: 986 441 920
Fax: 986 441 921