

Trabajo Fin de Grado

Análisis y Valoración de empresas cotizadas: Sector
de Alimentación y Bebidas en España

Autor

Carmen Rodríguez Nogueras

Director

José Ángel Ansón Lapeña

Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza

2021-2022

INFROMACIÓN Y RESUMEN DEL TRABAJO DE FIN DE GRADO

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es ofrecer un Análisis lo más completo posible de algunas de las empresas más relevantes del sector de la alimentación y bebidas de España cotizadas en la Bolsa de Madrid. Las empresas seleccionadas para este análisis son Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods y Viscofan. También se propone una forma alternativa de valoración respecto a la valoración contable que proponen las Cuentas Anuales Consolidadas aproximándolo al valor razonable.

Acompañando el análisis y la valoración, se fundamentará una opinión crítica sobre las mejores decisiones para un posible inversor a través de las competencias adquiridas.

En el análisis los puntos que tratados son aspectos de notable interés para el desarrollo de la actividad de dichas empresas como bien puede ser, el plano estratégico o en relación con la estructura financiera como la liquidez, la rentabilidad o la financiación. Para poder trabajar estos aspectos se ha trabajado con los estados consolidados de los grupos y se ha trabajado la estructura de sus masas patrimoniales. Por último también se analizan los grupos desde una perspectiva bursátil enfocada a la perspectiva del inversor.

PALABRAS CLAVE: análisis económico, análisis financiero, análisis bursátil, sector de la alimentación, sector bebidas, liquidez, solvencia, método de valoración de empresas, descuento de flujos de caja libres.

ABSTRACT:

The aim of this Final Degree Project is to offer the most complete analysis possible of some of the most relevant companies in the Spanish food and beverage sector listed on the Madrid Stock Exchange. The companies selected for this analysis are Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods and Viscofan. An alternative form of valuation is also proposed with respect to the accounting valuation proposed in the Consolidated Annual Accounts, approximating it to fair value.

Accompanying the analysis and valuation, a critical opinion on the best decisions for a potential investor will be based on the skills acquired.

In the analysis, the points dealt with are aspects of notable interest for the development of the activity of these companies, such as the strategic level or in relation to the financial structure, such as liquidity, profitability or financing. In order to be able to work on these aspects, the consolidated statements of the groups have been used and the structure of their assets and liabilities has been worked on. Finally, the groups are also analysed from a stock market perspective focused on the investor's perspective.

KEY WORDS: economic analysis, financial analysis, stock market analysis, food sector, beverage sector, liquidity, solvency, company valuation method, discounted free cash flow.

ABREVIATURAS

| | |
|--|--|
| AC – Activo Corriente | Explotación |
| ANC – Activo no Corriente | OLE – Deoleo |
| BAIT – Beneficio Antes de Intereses eImpuestos | NRV – Norma de Registro y Valoración |
| BCE – Banco Central Europeo | OPA – Oferta Pública de Adquisición |
| CAPM – Capital Asset Pricing Model | PGC – Plan General Contable |
| c/p – Corto Plazo | PN – Patrimonio Neto |
| EBITDA – <i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> | pp – páginas |
| EBRO – Ebro Foods | PyG – Pérdidas y Ganancias |
| ed – edición | RIO – Bodegas Riojanas |
| EFE – Estado de Flujos del Efectivo | ROE – Return on equity |
| EEUU – Estados Unidos | ROI – Return on investment |
| DO – Denominación de Origen | RSC – Responsabilidad Social Corporativa |
| FC – Fondo de Comercio | SMI – Salario Mínimo |
| FCC – <i>Free Cash Flow</i> | Interprofesional |
| FIAB – Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas | UE – Unión Europea |
| IA – Inteligencia Artificial | WACC – Weighted Average Cost of Capital |
| INCN – Importe Neto de la Cifra de Negocio | VIS – Viscofan |
| INE – Instituto Nacional de Estadística | |
| l/p – largo pazo | |
| OGE – Otros Gastos de | |

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 2 |
| 1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO | 2 |
| 1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS..... | 2 |
| 1.3. APLICACIONES Y UTILIDAD | 3 |
| 1.4. CONTENIDO DEL TRABAJO | 3 |
| 2. MARCO TEÓRICO | 4 |
| 3. EMPRESAS SELECCIONADAS..... | 6 |
| 3.1. BODEGAS RIOJANAS..... | 6 |
| 3.2. DEOLEO..... | 7 |
| 3.3. EBRO FOODS..... | 7 |
| 3.4. VISCOFAN..... | 7 |
| 4. ANALISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR..... | 8 |
| 4.1. ANALISIS PEST | 8 |
| 4.1.1. Político-Legales..... | 8 |
| 4.1.2. Factores económicos..... | 9 |
| 4.1.3. Factores Sociales y Demográficos | 10 |
| 4.1.4. Factores Tecnológicos | 10 |
| 4.2. CINCO FUERZAS DE PORTER..... | 10 |
| 4.2.1. Nivel de rivalidad entre competidores..... | 10 |
| 4.2.2. Amenaza de nuevos entrantes o barreras de entrada | 11 |
| 4.2.3. Poder de negociación de los clientes | 11 |
| 4.2.4. Poder de negociación de los proveedores | 11 |
| 4.2.5. Productos sustitutivos | 12 |
| 5. ANÁLISIS PATRIMONIAL..... | 12 |
| 5.1. ESTRUCTURA DEL BALANCE | 12 |
| 5.1.1. Relación entre el Activo Corriente y Activo no Corriente..... | 12 |
| 5.1.2. Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto..... | 13 |
| 6. ANALISIS FINANCIERO | 16 |
| 6.1. ANALISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO | 16 |
| 6.2. ANALISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO..... | 19 |
| 6.2.1. Solvencia..... | 19 |
| 6.2.2. Endeudamiento y Riesgo Financiero y de Cambio..... | 20 |
| 7. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD..... | 22 |
| 8. ANÁLISIS BRUSÁTIL..... | 24 |

| | |
|---|-----------|
| 9. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS: MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA | 27 |
| 10. CONCLUSIONES..... | 31 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 33 |
| ANEXOS | 36 |
| ANEXO I. FÓRMULAS Y MARCO TEÓRICO..... | 36 |
| 1. ANÁLISIS PATRIMONIAL..... | 36 |
| 2. ANALISIS FINANCIERO CORTO PLAZO | 37 |
| 3. ANÁLISIS FINANCIERO LARGO PLAZO | 37 |
| 4. ANÁLISIS RENTABILIDAD | 38 |
| 5. ANÁLISIS BURSÁTIL..... | 38 |
| ANEXO II. MÉTODO DE DESCUENTOS DE FLUJOS DE CAJA LIBRES | 38 |
| ANEXO III. ESTADOS FINANCIEROS | 40 |
| 1. BALANCE DE SITUACIÓN | 40 |
| 2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS | 44 |
| 3. COMPOSICIÓN DEL GASTO | 49 |
| ANEXO IV. ANÁLISIS FINANCIERO | 50 |
| 1. ANÁLISIS CORTO PLAZO: RATIOS DE LIQUIDEZ..... | 50 |
| 2. ANALISIS CORTO PLAZO: FONDO DE MANIOBRA O CAPITAL CIRCULANTE | 51 |
| 3. ANALISIS CORTO PLAZO: COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN | 51 |
| 4. ANALISIS CORTO PLAZO: PERIODOS | 52 |
| 5. ANALISIS LARGO PLAZO: COMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA | 53 |
| ANEXO V. ANÁLISIS RENTABILIDAD..... | 54 |
| 1. RENTABILIDADES | 54 |
| 2. APALANCAMIENTO..... | 55 |
| ANEXO VI. ANÁLISIS BURSATIL..... | 57 |
| 1. INDICADORES BURSÁTILES | 57 |
| 2. COTIZACIÓN ÚLTIMOS DOS AÑOS..... | 57 |
| ANEXO VI. VALORACIÓN DE EMPRESAS: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA | 59 |
| 1. RESUMEN DE DATOS..... | 59 |
| 2. RIO | 59 |
| 3. OLE | 60 |
| 4. EBRO | 60 |
| 5. VIS | 61 |

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO

En este Trabajo de Fin de Grado a través del análisis y valoración, ha sido posible estudiar en profundidad aspectos que son de acceso público pero que tal vez no son fáciles de identificar. Para poder realizar dicho análisis se ha tomado en práctica los conocimientos adquiridos a lo largo del Grado en Administración y Dirección de Empresa, siendo un verdadero un reto el poder poner en práctica muchos de los aspectos adquiridos a lo largo de estos de años.

El sector seleccionado es “Alimentación y Bebidas” y su estudio ha sido completamente nuevo para mí. A la hora de seleccionar empresas he conocido nuevas grupos y no imaginaba la magnitud de sus operaciones ya que algunas son líder en su nicho de mercado a nivel internacional. Así mismo, he encontrado un grupo con una situación financiera más delicada por lo que resulta de gran interés estudiar la trayectoria financiera y las medidas empleadas para solventar la situación. El hecho de ser capaz de analizar y valorar uno mismo una situación como ésta permite crear unas opiniones y valoraciones propias sin dejarse llevar por lo que noticias o medios puedan llegar a decir.

1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS

En cuanto al objetivo general de este proyecto podría enfocarse en dos principales. Un primero conocer y aprender la situación económico-financiera del sector de Alimentación y Bebidas, sector de gran importancia dado que gran parte del sector satisface necesidades primarias. Por otro lado, la oportunidad de poder profundizar a nivel individual en cada grupo y observar las características y las distintas formas que los grupos deciden tomar decisiones.

Respecto a los objetivos específicos se mencionan a continuación:

- i. Profundizar en las estructuras financieras de los grupos en el corto como en el largo plazo, analizar en caso de que haya alguna discrepancia y conocer su volumen de negocio.
- ii. Calcular las rentabilidades de cada grupo dada la utilidad para los inversores como para sus acreedores, así como conocer las políticas financieras que aplican para aumentar la rentabilidad.

- iii. Conocer la situación a nivel bursátil de los diferentes grupos y como se relaciona con el análisis realizado.
- iv. Realizar una valoración de cada grupo que nos permita generar una opinión basada en el análisis realizado de cara a un futuro inversor.

1.3. APLICACIONES Y UTILIDAD

Como cabe de esperar, tiene una utilidad académica y personal pero hay que destacar otra serie de factores que son de interés.

La primera finalidad de este estudio es la utilidad que puede tener para diferentes stakeholders de las empresas y que ayude en la toma de decisiones. Los aspectos que se estudian pueden llegar a ser de interés para accionistas, acreedores, clientes, trabajadores... Esta finalidad se da en un escenario ideal dado que existen limitaciones ya que detrás de este proyecto hay principalmente un objetivo académico.

Tiene como finalidad servir como medio de divulgación ya que como conclusiones se expondrá información y opiniones que pueden resultar interesantes.

Por último, con el análisis realizado se amplia la red de contenido con la que cuneta la Universidad de Zaragoza, actualizando los estudio realizados con esta nueva serie que abarca desde el 2011 al 2020.

1.4. CONTENIDO DEL TRABAJO

Tras la breve introducción que se acaba de realizar, el trabajo tiene bloques diferenciados atendiendo a planos distintos dentro de la empresa que finalizan en unas conclusiones.

En un primer momento se hace una breve presentación de los cuatro grupos seleccionados. A continuación, se realiza un primer análisis estratégico tratando aspectos macroeconómicos con un “análisis PEST” y aspectos microeconómicos con un análisis de “Las cinco Fuerzas de Porter”. Seguidamente se presenta un análisis de las estructuras patrimoniales por las que están compuestas los grupos a través de las Cuentas Anuales.

Pasamos a analizar el primer bloque que cobra más importancia, un análisis de la situación financiera a corto y largo plazo para cada grupo. Se tratan aspectos como la liquidez, la solvencia, endeudamiento y riesgo.

Se presenta un segundo bloque en el que se trata la rentabilidad, tanto desde una perspectiva financiera como económica. Así mismo, se ofrece un análisis junto con las magnitudes tratadas en el bloque anterior.

Siguiendo la línea de objetivos planteados, se continua con un análisis bursátil estudiando los indicadores más característicos apoyándonos en el análisis de los estados financieros como referencia.

Por último, se plantea un método de descuentos de flujos de caja para realizar una valoración diferente a la contable de los grupos tratando de calcular valores reales. Finalmente se plantean unas conclusiones a cerca del trabajo realizado.

2. MARCO TEÓRICO

Para la realización de este estudio se han consultado fuentes de diversa naturaleza. En primer lugar, para realizar el análisis es necesario consultar los estados financieros consolidados de cada grupo a través de las Cuentas Anuales Consolidadas durante un periodo de 10 años (2012 a 2021) disponibles en la pagina web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Así mismo también se ha consultado bibliografía para complementar los conocimientos con los que partía. Esta información se encuentra en el apartado “BIBLIOGRAFÍA”. También se han consultado sitios web donde se ha tomado información de noticias y artículos de interés. Mucha de la información obtenida se realiza a partir de indicadores como se podrá observar en los apartados de “ANÁLISIS BURSÁTIL” y “VALORACIÓN DE EMPRESAS” donde se han consultado sitios web especializados en dichas materias. El cálculo de todas las fórmulas empleadas se encuentran detalladas en el ANEXO I y todos los gráficos son de elaboración propia.

En cuanto a la estructura del trabajo, antes de comenzar con algún análisis se contextualiza el sector que se estudia al igual que los grupos seleccionados. Por ello, se presenta en apartado 3, “EMPRESAS SELECCIONADAS” donde se presentan y resumen la actividad de dichas empresas cuya información ha sido obtenida principalmente de los sitios web corporativos o medios de comunicación. El siguiente apartado ofrece un estudio del entorno macroeconómico mediante un “Análisis PEST” y un análisis microeconómico por media de “Las cinco Fuerzas de Porter”.

Continuando con el primer análisis relevante en cuanto a la materia seleccionada, se plantea un análisis estructural de las masas patrimoniales en el apartado 5 “ANALISIS

PATRIMONIAL” realizado a partir de los Estados Financieros Consolidados recogidos en el ANEXO III. Se ha estudiado las estructuras de las cuentas de “Balance de Situación” y “Pérdidas y Ganancias”. A la hora de trabajar con los diferentes Estados de los grupos destaca la diferencia de tamaños y por ello se ha planteado un estudio en términos relativos facilitando la comparabilidad de los resultados. Se ha dividido el estudio en una primera parte que relaciona la evolución de la relación del Activo Corriente y el Activo No Corriente y por otro lado la relación de Fondos Propios y Fondos Ajenos. Del segundo estado financiero se analiza la relación entre el EBITDA e INCN y la composición del Gasto que se muestra en el anexo.

El siguiente punto aborda el plano financiero, apartado 6, “ANÁLISIS FINACNIERO” tanto desde una perspectiva a corto plazo como largo plazo, todos los cálculos se presentan en el ANEXO IV. En el análisis a corto plazo se enfatiza en los ratios de liquidez más característicos (ratio de liquidez, liquidez inmediata y ratio de tesorería). También se analizan los Periodos de Cobro y Pago, así como el Periodo de Maduración Técnico y Financiero teniendo en cuenta las dificultades que conlleva obtener determinada información y dadas las diferencias de los productos que comercializan los grupos. Para completar el análisis a corto plazo se comenta sobre el Fondo de Maniobra y el Coeficiente Básico de Financiación. En el largo plazo, se estudia la solvencia y el endeudamiento desde una perspectiva de riesgo. Como consecuencia el estudio de la solvencia se realiza a través del ratio de Solvencia Ajustada donde no tenemos en cuenta el valor del Fondo de Comercio. Complementando el análisis se ofrece un breve análisis sobre riesgo en el tipo de cambio y de interés a partir de la información de las Memorias de cada grupo.

Relacionado con el anterior análisis, se plantea en el apartado 7 el “ANÁLSIS DE LA RENTABILIDAD”. Se realiza un estudio de los indicadores más característicos de la rentabilidad financiera (ROE) y económica (ROI) y también se realiza un análisis de la idoneidad del endeudamiento. Para ello se ha comprado el coste del pasivo “c” con la rentabilidad económica y también se ha comentado la gestión del endeudamiento de cada grupo. En el ANEXO V se recogen todos los cálculos y datos del análisis.

Comenzando con el “ANÁLISIS BURSÁTIL” la dinámica en este apartado cambia. En primer lugar se deja más de lado la información obtenida de las Cuentas Anuales y se deja de analizar el periodo de 10 años sino que se realiza para una fecha concreta, en este caso, a 7 de junio de 2022. De nuevo para facilitar la comparabilidad de resultados se opta por

indicadores que muestren la información en términos relativos. Algunos de los indicadores seleccionados han sido el “*Pay-Out*”, que relaciona los dividendos distribuidos con el resultado generado, el “*Book to Market*”, que relaciona el valor de mercado y el valor contable o el “*PER*” que relaciona el precio de la acción y el beneficio generado por acción. Todos los indicadores se presentan en el ANEXO VI.

Por último, se realiza un análisis de valoración de flujos de caja donde se aplica un método de descuento. Se estiman los *Free Cash Flow* sin tener en cuenta el coste de financiación y siguiendo los pasos detallados en el ANEXO III. Estos flujos se descuentan a través del Coste Medio Ponderado del Capital (WACC). Su procedimiento es un tanto complejo pero se puede ofrecer un valor de la acción suficientemente fiable para poder elaborar un juicio de valor y hacer recomendaciones.

Finalmente se presentan unas conclusiones que resumen todos los análisis tanto a nivel individual de cada grupo como a nivel de sector.

3. EMPRESAS SELECCIONADAS

Para realizar el análisis se han seleccionado cinco empresas siguiendo como criterio el nivel de capitalización bursátil a 31 de diciembre de 2021, eligiendo las cuatro mayores siempre que se dispusiera de información de los últimos diez años¹. La información obtenida es accesible desde el Registro de la CNMV². Los grupos seleccionados han sido Bodegas Riojanas (en adelante, **RIO**), Deoleo (en adelante, **OLE**), Ebro Foods (en adelante, **EBRO**) y Viscofan (en adelante, **VIS**)³.

3.1. BODEGAS RIOJANAS

Bodegas Riojanas es una empresa dedicada a la elaboración y comercialización de vinos de calidad, especializada en vinos de larga de crianza, dentro de la Denominación de Origen Calificada Rioja, ubicada en la localidad riojana de Cenicero. Tras largos años de tradición familiar, en 1890 se funda Bodegas Riojanas. A lo largo de los años el grupo se

¹ En un primer momento se trataban de cinco grupos pero no había más grupos que cumpliesen con los requisitos. Destacar que existían grupos con mayor capitalización pero su información financiera no estaba disponible para la serie temporal de 10 años.

² Acceso a las cuentas anuales e información de interés a través de CNMV (2022) [online] accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/Utilidades/BuscadorWeb.aspx>

³ Corresponde a las abreviaturas designadas (tickers) para cada uno de los grupos en la Bolsa de Madrid (2022) [online] accesible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx>

va ampliando, aumenta la cartera de productos y su capacidad de producción llegando a lograr su salida en bolsa en 1997.

Gracias a su larga tradición y trayectoria, Bodegas Riojanas ofrece productos de gran calidad y se posiciona como una de las empresas más punteras en el sector.

3.2. DEOLEO

Deoleo es una empresa centrada en la producción de aceite de oliva y productos relacionados como las aceitunas, aceite de semillas y salsas. No siempre ha estado especializado en la producción de aceite oliva, sus orígenes comienzan en 1990 como empresa arrocera. En el año 2000, la empresa opta por diversificarse y entrar en el mercado de las galletas y en el mercado del aceite de oliva. La situación financiera durante los años de la crisis económica de 2008 obliga a deshacerse de los negocios del arroz y de las galletas centrándose en la producción de aceite.

Su situación financiera durante los últimos años ha sido muy delicada. Tras varios años arrastrando resultados negativos, en 2019 entra en quiebra técnica. Las políticas realizadas fueron una reducción de capital para la disolución de la sociedad así como una reestructuración de la deuda restableciendo de nuevo un equilibrio patrimonial.

3.3. EBRO FOODS

Ebro Foods nace en el año 2000 como resultado de la fusión de dos empresas, Azucarera Ebro Agrícolas (azúcar) y Puleva (lácteos). A día de hoy es líder mundial en el sector del arroz y el segundo fabricante mundial de pasta. Es el mayor grupo del sector de la alimentación en España.

3.4. VISCOFAN

El grupo Viscofan tiene mas de 40 años de historia, se fundó en el año 1975 y empezó a cotizar en bolsa en 1985. La empresa es líder mundial en la fabricación y comercialización de envolturas para productos cárnicos, estando presente en más de 100 países. A lo largo de la historia de la compañía destacan importantes adquisiciones como *Naturin*, Alemania, 1990; *Trifitel*, Brasil, 1995; *Koteksprodukt*, Serbia, 2005, entre otras, así como su expansión internacional con aperturas de plantas y oficinas por todo el mundo.

Como empresa dominante y líder, Viscofan continua su expansión llegando a realizar importantes adquisiciones en Estados Unidos, Canadá, Australia o China.

4. ANALISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR

Una vez presentados los grupos con los que se va a realizar el estudio, pasaremos a analizar el sector en el que estos grupos operan. Tomaremos como referencia el informe de 2021 realizado por la Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB)⁴ que recoge mucha información acerca de este sector. Así mismo, estaremos dividiendo este análisis en dos partes, una primera a través de un Análisis PEST y una segunda a través de un análisis específico a través de las Cinco Fuerzas de Porter.

4.1. ANALISIS PEST

4.1.1. Político-Legales

Para empezar a contextualizar la situación actual en la que nos encontramos, comenzamos explicando que en el año 2020 comienza una pandemia del virus COVID-19 que paraliza al mundo y deriva en una crisis a nivel mundial donde todos los sectores se han visto afectados por él. A día de hoy, en el año 2022, se siguen manteniendo medidas contra el COVID-19 y en lugares como China ha habido varios confinamientos. El gobierno español sigue luchando contra el COVID-19 pero dadas las buenas condiciones en las que nos encontramos, el gobierno apenas tiene restricciones. Hay que añadir que durante estos dos últimos años, las medidas del gobierno afectaron mucho en el ámbito social como por ejemplo, el cierre de la hostelería, medida que afecta mucho al sector de la alimentación y bebidas el cual nos encontramos analizando. Respecto a la situación política a nivel nacional continua el gobierno de coalición entre PSEO y Podemos, con el socialista Pedro Sánchez como presidente. Han sido años de bastante inestabilidad donde la FIAB ha llegado a revindicar un entorno institucional y político estable que genere seguridad a las empresas⁵. A nivel internacional nos encontramos en un contexto bélico, en el que Rusia comienza a invadir Ucrania en febrero de este año. La Unión Europea apoya a Ucrania e incluso Ucrania ha comenzado con los trámites para ser nuevo miembro de la UE. Rusia, por su parte, está aplicando medidas, sobre todo medidas respecto a fuentes de energía, que ponen a la UE en una situación muy difícil a niveles de dependencia energética. La situación que se está viviendo esta repleta de incertidumbre y no parece que vaya a

⁴ FIAB (2022). Informe Económico 2021 [online], accesible en: https://fiab.es/es/archivos/documentos/Informe_Economico_2021.pdf

⁵ AGRONEGOCIOS (2022) [online]. La industria de alimentación y bebidas celebra su Asamblea General 2020. Agronegocios. Accesible en: <https://www.agronegocios.es/la-industria-alimentaria-reclama-estabilidad-politica-y-medidas-para-impulsar-la-recuperacion/>.

desaparecer. Es importante contextualizar este momento tan importante porque ahora analizaremos que impactos tiene a nivel económico.

4.1.2. Factores económicos

Las previsiones de crecimiento del PIB en España estaban previstas en un 5,5% para 2022 y el 4,9% para 2023, pero dada la situación actual con la invasión de Ucrania, las sanciones impuestas a la economía rusa, la subida de precios sobre todo en combustible y electricidad hacen que estas expectativas sean bajistas y sean revisadas. Las nuevas expectativas para 2022 es un crecimiento del 4,1% para 2022 y un 3,3% para 2023⁶.

Como acabamos de mencionar, se está viviendo un momento en el que los precios no paran de subir y esto se debe a la importancia de algunas materias primas en las que Rusia y Ucrania tienen una importante cuota de mercado. Algunos de estas materias primas son los cereales que proceden de Ucrania al igual que grasas y aceites. El peso de Rusia en el suministro mundial de combustible y las sanciones impuestas han hecho que los precios de la gasolina y del gas se vean disparados alcanzando sus máximos históricos. La inflación está reduciendo el poder adquisitivo de las familias, lo que tendrá efectos negativos en el consumo. Se espera que la renta disponible de los hogares caiga en términos reales un 1,2% en 2022, frente al crecimiento del 1,9% previsto a comienzos de año, como consecuencia del aumento previsto del IPC, que pasará del 3,5% al 7% de media este año, con el tope del precio de la electricidad que se espera que se apruebe definitivamente en las próximas semanas⁷.

Según el informe realizado por FIAB, el sector de la alimentación y bebidas ha solventado el deterioro causado a raíz de la pandemia. La producción de la industria alimentaria en España creció un 5,3% en 2021 y está a tan solo un 0,1% de los registros de 2019. Fernando Miranda, secretario general de Agricultura y Alimentación del MAPA señala: “Es la primera industria manufacturera del país y uno de los principales sectores exportadores de nuestra economía. Además, para nosotros es un sector estratégico por el empleo y la riqueza que genera en el territorio rural”.

⁶ BDE (2022). Boletín Económico 2/2022 [online] accesible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T2/Fich/be2202.pdf> (consultado el 8 de junio de 2022)

⁷ BBVA (2022) [online]. Spain Economic Outlook 2Q22. Accesible en: https://www.bbvarerearch.com/wp-content/uploads/2022/04/Spain_Economic_Outlook-2Q22.pdf

4.1.3. Factores Sociales y Demográficos

En cuanto a factores sociales, el factor más relevantes que afecta a este sector es la concienciación por llevar un estilo de vida saludable con una buena alimentación. Esto afecta en la vida diaria de los consumidores y por ello las empresas lanzan productos enfocados en las necesidades de los consumidores. Otro hecho social que ha afectado mucho al sector fueron las medidas tomadas por el gobierno respecto a la pandemia, medidas que afectaron al cierre de la hostelería y por ello a una gran parte de su consumo. Por otra parte, es un sector que cubre las necesidades primarias y tenía que mantener su producción y distribución durante los meses de confinamiento para seguir abasteciendo supermercados.

Respecto a factores demográficos, lo que lleva preocupando desde años es el envejecimiento de la población y la pirámide de población invertida. Del mismo modo, España esta sufriendo una despoblación del medio rural y dado el sector que estamos analizando, esto preocupa porque los productos vienen del medio rural y se necesita mano de obra para poder obtenerlos, como puede ser en el sector vitivinícola.

4.1.4. Factores Tecnológicos

La tecnología juega un papel fundamental en nuestra sociedad, y más en la industria alimentaria donde los avances técnicos permiten adaptarse mejor a la demanda de los consumidores. Algunos de estos nuevos avances son la Inteligencia Artificial (IA) o el Big Data entre otros. Se está produciendo una revolución a través de la digitalización de los procesos que da como resultado una mayor flexibilidad y eficiencia, que unido a la gran cantidad de información obtenida a través de esta digitalización se mejora la toma de decisiones, se tiene mayor conocimiento del consumidor y se crean nuevos productos y nuevas formas de interactuar.

4.2. CINCO FUERZAS DE PORTER

4.2.1. Nivel de rivalidad entre competidores

En cuanto a competencia entre las empresas que estamos analizando, hay que destacar que cada una ofrece un tipo de producto y por lo tanto tendrán diferente competencia. En cuanto al caso de RIO, cuenta con un producto diferenciado en el mercado dado que posee productos con denominación de origen que le otorgan una gran diferenciación en el sector vitivinícola. Por otra parte, el grupo EBRO y algo menos el grupo OLE cuentan con

productos menos diferenciados y más homogéneos y que para competir tienen que hacer énfasis en variables como los canales de distribución, costes etc. Por último VIS es un grupo el cual ofrece productos muy particulares y con una tecnología muy específica, lo que la convierte en líder mundial en su negocio.

4.2.2. Amenaza de nuevos entrantes o barreras de entrada

Dado el sector en el que nos encontramos, sector de la alimentación y bebidas, debemos mencionar que cuenta con limitaciones que son importantes a considerar. En primer lugar, los grupos que estamos analizando son grupos muy grandes, que operan internacionalmente y que cuentan con grandes capitales, por lo que un nuevo rival necesitaría una gran inversión de capital para poder empezar a competir mínimamente en costes dado que por el tamaño de los grupos las economías de escalas que poseen les hacen ser muy competitivos. En segundo lugar, este sector es un sector regulado por estándares mínimos de calidad y sanidad por lo que hay unas exigencias.

Trasladando lo anterior a los grupos de estudio, RIO presenta ventaja dado sus Denominaciones de Origen, dado que es un reconocimiento importante y difícil de obtener. El grupo VIS cuenta con una gran tecnología y se posiciona líder a nivel internacional en su nicho de mercado, por lo que no es de fácil acceso. Finalmente en cuanto a los grupos EBRO y OLE, presentan productos menos diferenciados y si nos situamos en el panorama internacional existen otros competidores con más recursos y por lo tanto más competitivos.

4.2.3. Poder de negociación de los clientes

A la hora de hablar de los clientes en este sector hay que pensar que los clientes no son los consumidores finales sino que este sector trata con grandes distribuidoras, como supermercados, o grandes cadenas hosteleras. Gran parte de estos productos se venden a través de supermercados y éstos tienen un gran poder de negociación por lo que estos grupos no tienen poder y se ajustan a las condiciones de los supermercados. Esto puede derivar a una posible integración vertical hacia atrás como ocurre con algunos productos de EBRO y OLE que están menos diferenciados.

4.2.4. Poder de negociación de los proveedores

En todos los grupos la integración vertical tiene una gran importancia por lo que los proveedores atienden las necesidades de inputs o fases del proceso productivo

secundarias. Dado el alto volumen de demanda que tienen los grupos, podemos afirmar que dentro de esta industria el poder de negociación de los proveedores es bastante bajo.

4.2.5. Productos sustitutivos

Desde este punto de análisis podemos considerar dos perspectivas. Desde un primer punto de vista, podemos analizar los productos que se encuentran fuera de la industria y al estar hablando de la industria alimenticia y de bebidas como son alimentos de primera necesidad en su mayoría, podemos descartar que existan productos que sustituyan a estos alimentos de primera necesidad. En segundo lugar, hay que considerar la existencia de productos sustitutivos dentro del propio sector. La comercialización de nuevos productos que las empresas existentes no venden o los productos que son ecológicos y de comercio justo son productos que pueden ganar cuota en el mercado. Dado el tamaño de los grupos podrían crear una rama de negocio dedicada a estos productos ecológicos.

5. ANÁLISIS PATRIMONIAL

5.1. ESTRUCTURA DEL BALANCE

5.1.1. Relación entre el Activo Corriente y Activo no Corriente

Comenzaremos el estudio con un análisis de la composición de los Balances de Situación consolidados de las empresas seleccionadas, las masas patrimoniales, su significatividad y la evolución que han tenido desde 2012 hasta el año 2021.

Empezamos a observar diferencias entre los grupos en la composición del Activo. Podemos ver en el ANEXO III, epígrafe 1, donde se recogen todos los Balances de Situación Consolidados de los cuatro grupos, que la estructura del ANC difiere en función de la forma jurídico-contable que las empresas adoptan para estructurar el grupo.

Con el siguiente gráfico (*Gráfico 1*) se muestra la relación que existe entre el AC y ANC de los últimos diez años. Si la relación entre ambas variables da como resultado un cociente muy alto esto podría indicar la existencia de recursos ociosos, mientras que uno menor podría llegar a indicar problemas estructurales de liquidez. Más adelante se analizará en profundidad la situación financiera a corto plazo y entre ellos la liquidez, por lo que sacaremos conclusiones más adelante. Así mismo, es importante recordar que a pesar de que se encuentren en un mismo sector, muchos de estos grupos se han especializado en un tipo de producto por lo que puede afectar a la forma en que sus estructuras financieras están reflejadas. El trato de las Existencias puede ser diferente ya

que podemos hablar de productos perecederos o no y por lo tanto menor o mayor acumulación de Existencias.

Podemos observar que la empresa RIO, especializada en el sector vitivinícola, llega a triplicar las cifras de AC respecto al ANC, debido al gran volumen de Existencias que almacena dada su actividad económica. Podemos observar que a lo largo de los años la empresa ha reducido estos niveles, pasando de situarse con un cociente alrededor de 3 a un cociente con valor 2.

La situación de OLE presenta cifras mantenidas en el tiempo. Son cifras bajas que principalmente se fundamentan en la mala situación financiera que ha ido sufriendo la empresa a lo largo de los años pero que, como se analizará en el siguiente epígrafe, no implica problemas de liquidez.

A su vez EBRO, también presenta cifras muy constantes a lo largo del periodo entorno al 0,5. Si observamos su Balance de Situación, observamos que su Activo va creciendo y si este cociente (AC/ANC) se va manteniendo constante nos indica que sigue una planificación y que mantiene las proporciones aunque en el 2021 es el único año que se ha crecido este cociente. Ocurre una situación similar a la del grupo EBRO con el grupo VIS pero presentando un cociente cercano a 1.

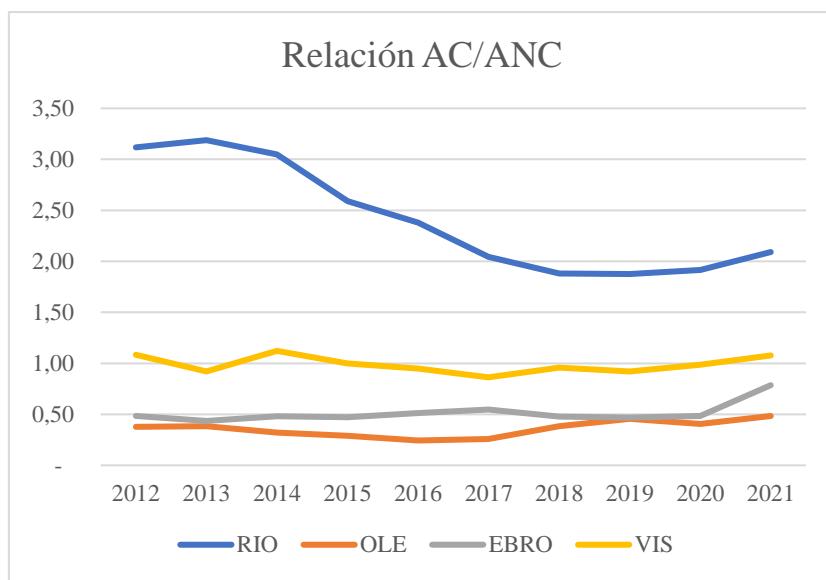


Gráfico 1. Relación entre AC/ANC

5.1.2. Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto

Partiendo de nuevo con la información del ANEXO III, epígrafe 1 analizamos la estructura de Pasivo y Patrimonio Neto a través del cociente de ambos o lo que es lo

mismo, el ratio de endeudamiento. En esta sección del análisis nos centraremos en analizar la estructura y relación del Pasivo con el Patrimonio Neto y no hablaremos del endeudamiento, más adelante cuando se estudie la situación financiera a largo plazo hablaremos de ello.

Nada más observar el *Gráfico 2* llama la atención la situación de OLE ya que el volumen de pasivo que alcanza en 2019, su pico máximo, es 30 veces mayor que el Patrimonio Neto que incluso no llega a representarse en el gráfico. Destacar que el grupo a llegado a reducirlo hasta niveles del 80% controlando muchísimo más su Pasivo. En cuanto a los demás grupos, la estructura se mantiene bastante estable a lo largo del periodo aunque el grupo RIO en los últimos años ha ido aumentando su proporción de pasivo llegando a situarse por el encima del 100% e incluso niveles de 150%.

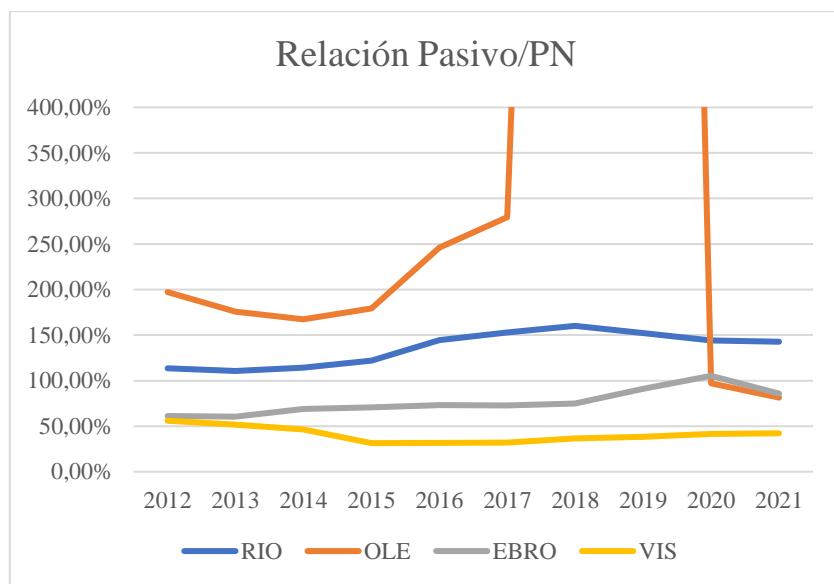


Gráfico 2. Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto

5.2. ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

A la hora de analizar la estructura de Cuenta de Pérdidas y Ganancias, se ha reestructurado en su vertiente “Operativa” donde se puede comprobar en el ANEXO III, epígrafe 2. Como se habrá podido observar, la diferencia de tamaños entre las empresas es notable por lo que para poder compararlas entre ellas de la mejor forma, hemos de tomar un indicador que sea homogéneo, como el cociente EBITDA e Importe Neto de Cifra de Negocios (INCN). De esta manera analizaremos los resultados en términos relativos y no absolutos.

En el *Gráfico 3* se puede apreciar que el grupo VIS genera un mayor rendimiento de las ventas marcando una trayectoria creciente al comienzo del periodo y decreciente desde 2015. En 2019 alcanza su mínimo del periodo y vuelve a comenzar con una trayectoria positiva asentándose en 25%. En cuanto al grupo EBRO podemos observar que también se mantiene bastante estable a lo largo del periodo manteniéndose en torno a cifras de entre el 10% y 15%. El grupo RIO presenta una buena trayectoria a principios del periodo pero a partir de 2016 empieza a descender notablemente hasta alcanzar en 2018 su peor cifra, menor a 5%. En estos niveles los resultados de la empresa son casi inapreciables comparados con el volumen de la cifra de negocios. A lo largo de los últimos años ha mejorado situándose en 2021 con un ratio cerca del 15%, pero aún lejos de las cifras del comienzo del periodo. Por último, OLE es el grupo que prácticamente durante todo el periodo ha presentado peores datos, pero a partir de 2018 comienzan a crecer los datos llegando a ser la segunda con mejor relación EBITDA/INCN en 2020.

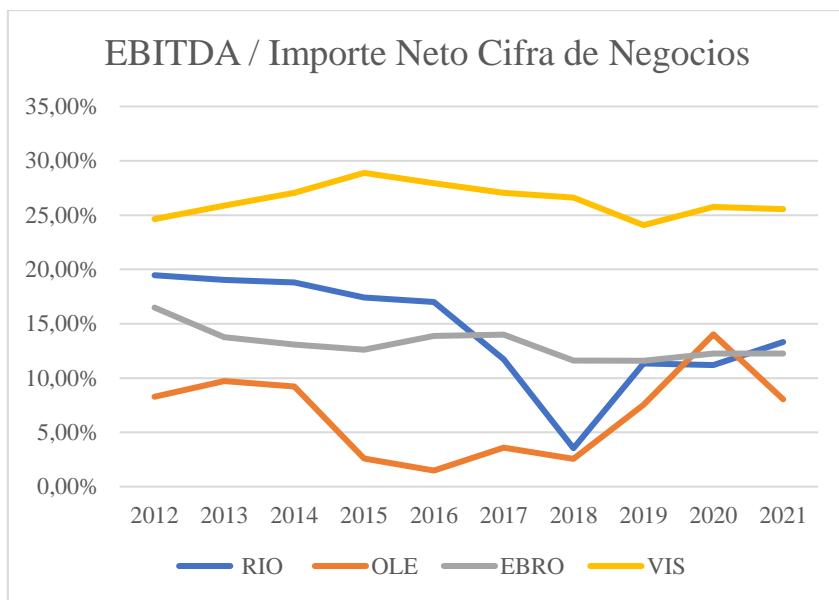


Gráfico 3. Relación entre EBITDA y el Importe Neto de la Cifra de Negocios

En el ANEXO III, epígrafe 3, se presenta la composición del Gasto medio del periodo de cada uno de los grupos. Se destaca que las partidas que más gasto agrupan son las partidas de Aprovisionamiento, desde un 72,95% en el grupo OLE hasta un 30% en el grupo VIS. Los grupo RIO y VIS son lo que dedican mayor gasto a Gastos de Personal siendo OLE el grupo que menor gasto tiene en este apartado con tan solo un 7%. Otros Gastos de Explotación también cobra importancia en todos los grupos del sector, gastos que seguramente estén relacionados con las especificaciones de cada producto en el que las empresas están especializadas.

6. ANALISIS FINANCIERO

6.1. ANALISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

Para comenzar con el análisis financiero a corto plazo, analizaremos los tres ratios más empleados para medir la liquidez. Los valores considerados adecuados para el ratio de liquidez son aquellos que oscilan entre 1,5 y 2. La media del sector en los últimos años se centra en valores alrededor del 2, lo que implica que el AC tiene mayor peso que el PC en la composición financiera. Podemos observar que en los últimos años las empresas con más liquidez son VIS y OLE (*Gráfico 4*).

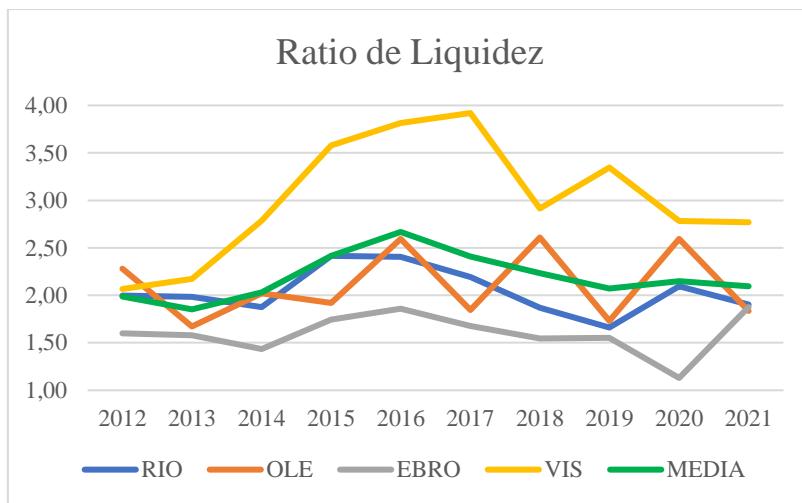


Gráfico 4. Ratio de liquidez

El alto volumen de liquidez se debe principalmente a que las empresas en este sector tienen un gran volumen de existencias. Si pasamos a analizar el ratio de tesorería inmediata (*Gráfico 5*), podemos observar que la media se centra en valores entorno al 1, lo que nos indica, como ya habíamos comentado, que prácticamente la mitad del AC son existencias, además de ser un valor recomendado para este ratio. Sin embargo si nos centramos a nivel individual de cada empresa, observamos que en los últimos años empresas como OLE y VIS tienen valores superiores a 1 y otras como RIO y EBRO se encuentran con valores mucho más inferiores (aunque EBRO en 2021 ha aumentado este ratio). Con esta disparidad observamos que cada grupo tiene diferente gestión en cuanto a la situación financiera a corto plazo.

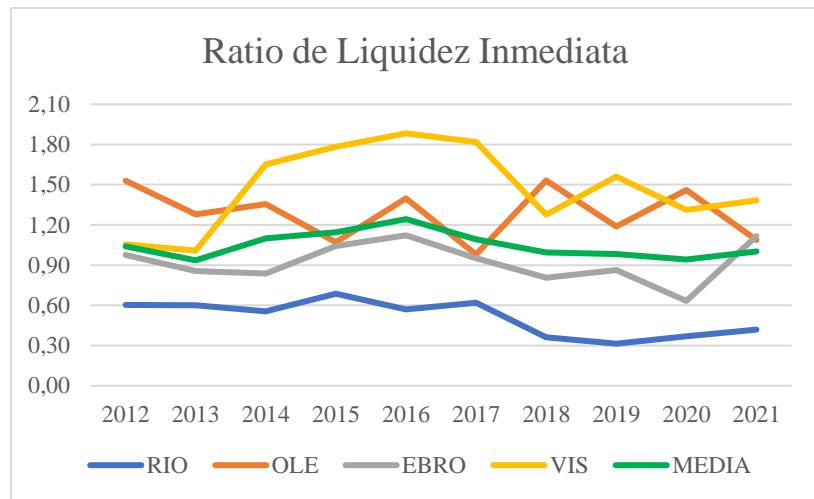


Gráfico 5. Ratio de Liquidez Inmediata

La ratio de tesorería (*Gráfico 6*) presenta una media de 0,39 lo que podemos considerar adecuado. Destaca el caso de RIO con valores muy inferiores, los valores los encontramos en el tercer decimal, lo cual puede ser un dato negativo en cuanto a necesidades del corto plazo.

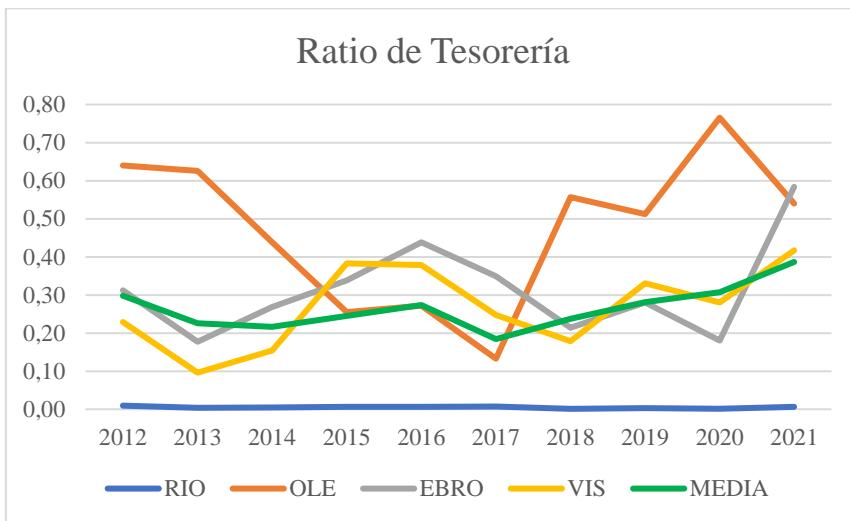


Gráfico 6. Ratio de Tesorería

Más adelante se analizará la existencia de recursos ociosos en el apartado de rentabilidad y endeudamiento pero mencionar que un elevado ratio de liquidez no implica que existan recursos ociosos, si no que hace referencia a los niveles de Fondo de Maniobra. Esta es una magnitud muy importante a la hora de analizar la situación financiera en el corto plazo ya que nos indica si la empresa es capaz de hacer frente a todas las dudas del corto plazo con los activos corrientes que dispone. En la siguiente tabla (*Tabla 1*) podemos observar que todos los grupos presentan unos niveles positivos y sólidos. No podemos

asegurar que los grupos presenten una excelente liquidez ya que como podría ser en el grupo RIO, empresa del sector vitivinícola, el alto volumen de existencias no implica liquidez inmediata.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| RIO | 20.058 | 19.760 | 18.909 | 23.973 | 23.920 | 19.614 | 15.660 | 13.008 | 16.793 | 16.052 |
| OLE | 256.528 | 191.826 | 186.037 | 151.950 | 137.003 | 107.139 | 138.611 | 112.204 | 151.029 | 133.693 |
| EBRO | 333.873 | 308.727 | 312.073 | 465.594 | 570.370 | 521.848 | 438.887 | 497.786 | 151.020 | 809.564 |
| VIS | 208.685 | 204.484 | 297.369 | 299.550 | 334.620 | 331.535 | 332.493 | 364.624 | 331.016 | 387.388 |

Tabla 1. Fondo de Maniobra

Para completar el análisis resulta interesante calcular los diferentes períodos con los que cuentan las empresas y que se presenta en el ANEXO IV, epígrafe 4⁸.

Podemos apreciar que en los cuatro grupos el Período de Cobro ha disminuido en términos generales, esto implica que reducen el tiempo desde que venden un producto y liquidan la deuda con un cliente. Esto les ayuda a tener mayor liquidez en sus cuentas y por lo tanto es un muy buen indicador. Por otra parte, en cuanto al Período de Pago, podemos observar que disminuyen los plazos para todas las empresas del sector. Esto implica que los proveedores están exigiendo unos plazos más inmediatos y las condiciones de pago son peores. Podemos suponer que por esta razón las empresas decidieron adelantar el Período de Cobro, para poder mantener una situación similar a la anterior. Destacar que todas las empresas tienen un periodo de Cobro inferior al periodo de Pago por lo que pueden financiarse a través de sus proveedores durante un tiempo, salvo para el grupo VIS que en los últimos tres años ha perdido esa ventaja en la financiación. Destaca el Período de Maduración Técnico del grupo RIO ya que es muy elevado, alcanzando los 775 días en el año 2021. Esto puede ser a causa de la especialización de sus productos en el sector vitivinícola. Los grupos EBRO y OLE presentan un Período de Maduración Técnico donde completan dos ciclos productivos cada año y VIS solo llega a realizar un ciclo productivo. Finalizando con el análisis de plazos, los Periodos de Maduración Financieros tienen una tendencia creciente. El sector está perdiendo fuerza de negociación con los proveedores y por lo tanto crece el Período de Maduración Financiero, dato que no favorece a las empresas.

⁸ Para el Coste Industrial de Fabricación se ha realizado de forma uniforme para todos los grupos y se ha llevado a cabo de la siguiente forma: Gastos de Personal 80%, Otros Gastos de Explotación 60% y Amortización 70%. La información relativa a variaciones de inventarios se ha obtenido a través de las Memorias Consolidadas de cada grupo.

Por último analizaremos el Coeficiente Básico de Financiación que se encuentra en el ANEXO IV, epígrafe 3. Este ratio relaciona los recursos financieros permanentes con las inversiones permanentes que se necesitan para desarrollar la actividad normal de la empresa. En cuanto al resultado óptimo, este resultado debería de ser 1 o superior a 1. Podemos ver como OLE, EBRO y VIS presentan ratios cercanos superiores o muy cercanos a la unidad. En el caso de RIO se observa que durante el periodo no alcanza esas cifras llegando a 2021 con un ratio de 0,65 señal que nos indica la falta de recursos permanentes durante todo el periodo.

6.2. ANALISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

A continuación pasaremos a analizar la situación financiera a largo plazo de las empresas, utilizando ratios de solvencia y endeudamiento y magnitudes derivadas. Cuando nos referimos al largo plazo hacemos referencia a horizontes temporales mayores y por lo tanto existe incertidumbre, por ello a lo largo del análisis se hablará de riesgo.

6.2.1. Solvencia

Comenzamos con el estudio de la Solvencia, cuyo ratio relaciona el Activo y el Pasivo total. A la hora de analizarlo se ha empleado la Solvencia ajustada donde no se incluye el importe del Fondo de Comercio ya que en algunos balances era muy significativo. Esta información respecto a la solvencia y la composición del endeudamiento se encuentra en el ANEXO IV, epígrafe 5.

La solvencia debe tomar como valor mínimo la unidad o si no la empresa se encontrará en una situación de quiebra técnica (ARCHEL, LIZARRAGA et al. (2016)). La solvencia también dependerá de factores del sector o del entorno exterior. En el año 2021, la media de la solvencia fue 2,25 un valor ligeramente superior a 2. La situación económica durante este 2021 destacada por la crisis del COVID-19 que hace poner en valor que este ratio sea tan positivo.

En el siguiente gráfico podemos observar las diferencias entre cada grupo. El grupo VIS alcanza cifras más elevadas que el resto de los grupos, sin embargo los grupos RIO y EBRO se sitúan en valores alrededor del 1,5. El grupo OLE ha mejorado su solvencia en los últimos dos años, mientras que en 2018 presentaba valores muy ajustados a 1, en los tres años siguientes consigue acercarse a la media con un valor de 2,19. En estos momentos ninguna empresa se encuentra con una situación de riesgo o de incertidumbre en el medio-largo plazo.

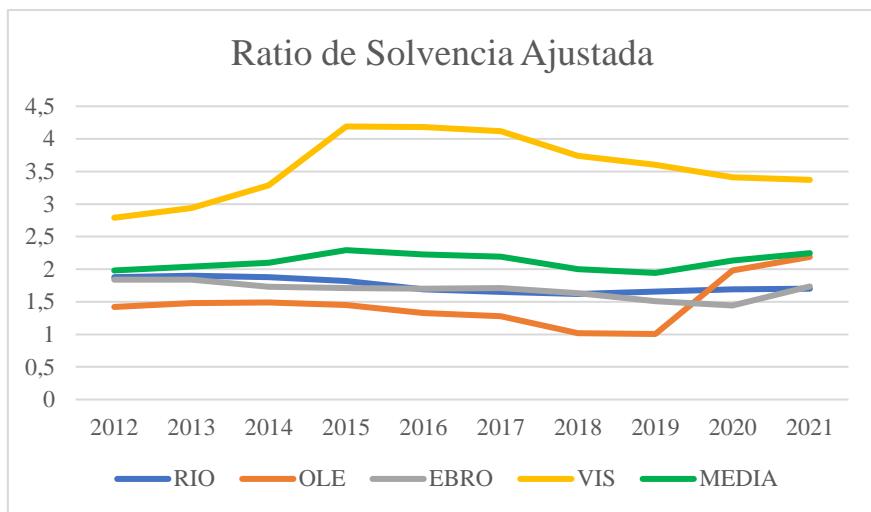


Gráfico 7. Ratio de Solvencia Ajustada

6.2.2. Endeudamiento y Riesgo Financiero y de Cambio.

Retomando el *Gráfico 2* que se muestra en el apartado 5.1.2 “Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto” podemos empezar a hablar en términos de endeudamiento y por lo tanto en términos de riesgo. Nada más observar el gráfico, destaca la situación de OLE dado que durante todo el periodo presenta un sobreendeudamiento elevado destacando los años 2018 y 2019 donde sus recursos propios prácticamente desaparecen. La mala situación financiera del grupo explica estos resultados pero también en cierto que en 2020 se refleja una mejora del endeudamiento a causa de las políticas aplicadas en 2019. En 2018 la situación empieza a ser crítica debido al cúmulo de resultados negativos que arrastraba el grupo y acaba decretándose en causa legal de disolución. Como consecuencia de lo anterior, en 2019 se realiza una reducción de capital en Deoleo S.A, y una redistribución de la deuda lo que ha permitido solventar esta situación. Destacar que en 2020 el grupo vuelve a presentar una gran cifra de Patrimonio Neto debido a una nueva ampliación de capital, también se liquida y se disuelve una parte del grupo lo que explica el gran descenso que experimenta el ratio de endeudamiento en 2020. Otro de los grupo que destaca por tener un ratio superior a 100% es el grupo RIO con tendencia ascendente en los últimos años. Esto puede estar ligado a cierto riesgo pero que se analizará en los epígrafes siguientes. Los grupo EBRO y VIS presentan ratios de endeudamientos normales con una ligera tendencia ascendente para el grupo EBRO llegando a alcanzar en 2020 el 100% de endeudamiento.

Actualmente los tipos de interés son unos tipos muy bajos dado las circunstancias económicas que se están experimentando aunque no hay que dejar de pensar en la

posibilidad de un aumento de los tipos de cara al medio-largo plazo. Aprovechando esta situación de bajos tipos de interés, tal vez, sería interesante estudiar si sería conveniente aprovechar la situación de bajos tipos y endeudarse en el corto plazo.

Por lo anteriormente mencionado resulta de interés conocer la composición del endeudamiento de los grupos. Podemos observar que en los grupos RIO y VIS la proporción de pasivo corriente supera algo más del 50%. El grupo VIS sigue una política de mantener entre el 50% y el 85% de sus deudas a tipo fijo, en 2020 este porcentaje era del 67% y en 2019 del 70%. Con esta política podría no estar beneficiándose de los tipos tan bajos que ofrece en el mercado actualmente en el corto plazo, pero que sin embargo puede ayudarle a mantener un control en el largo plazo. Respecto a RIO recordemos que era el grupo con peor liquidez inmediata y también es cierto que es su Memoria habla de “exposición moderada al riesgo de tipo de interés” y compone su endeudamiento tanto de tipos fijos como variables pero siempre manteniendo una política de seguimiento permanente a la evolución de los tipos. A lo que respecta a EBRO, su pasivo está bastante equilibrado entre corto y largo plazo y en su Memoria se observa que combina tipos de interés fijos y variables. Realiza un pequeño análisis de sensibilidad en donde si varían 50 puntos básicos los tipos de interés el resultado de 2020 se vería afectado en 4,6 millones de euros. Por último a lo que respecta a OLE podemos observar que prácticamente el 80% de su deuda es a largo plazo, lo que le hace incrementar la incertidumbre. En la Memoria se explica que “la financiación del Grupo está supeditada al contrato de financiación que se ha formalizado en junio de 2020 donde se regulan las condiciones de los tipos de interés a tipo variable para cada uno de los períodos de duración del contrato.”

Conviene analizar el riesgo de cambio de divisas dado que estamos hablando de grandes grupos que también operan en el mercado internacional. EBRO es el grupo que más operaciones tiene a nivel internacional, y consciente del nivel de riesgo que puede suponer, contrata diferentes instrumentos de cobertura para minimizarlo. VIS tiene una situación similar a EBRO y también contrata los diferentes tipos de instrumentos de cobertura para minimizar el riesgo. El Grupo OLE expone que está expuesto al riesgo de tipo de cambio principalmente con el dólar estadounidense y por ello también suscribe contratos de cobertura sobre determinados activos, pasivos o futuras transacciones. Por último, en cuanto al grupo RIO, también se expone a este riesgo pero de manera puntual con operaciones en dólar estadounidense. A cierre de ejercicio de 2021 no existen saldos

en otra moneda distinta al euro excepto a lo que se refieren a la Sociedad domiciliada en Nueva Jersey cuyos estados financieros se encuentran en dólares. Estos saldos son poco significativos y por lo tanto también su riesgo al tipo de cambio.

7. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

Para analizar la rentabilidad estaremos empleando la Rentabilidad Económica o *Return on Investment* (ROI) y la Rentabilidad Financiera o *Return on Equity* (ROE). La Rentabilidad Económica mide la capacidad para generar beneficios con los activos disponibles y la Rentabilidad Financiera mide el retorno generado sobre la inversión de los accionistas (de los fondos propios).

En cuanto a la Rentabilidad Financiera, podemos observar en el *Gráfico 8* dos características. En primer lugar que todos los grupos presentan rentabilidades tendiendo a lo bajo durante los diez años, destaca el caso de OLE que generalmente todos los años presenta rentabilidades negativas llenas de altibajos y destaca la caída en el año 2018. En el 2020 presenta por primera vez una rentabilidad positiva y además la más elevada entre los grupos y en los 10 años. En 2021 baja esta rentabilidad hasta un 12%. La empresa RIO también presenta las rentabilidades más bajas a lo largo del periodo. Le sigue la empresa EBRO y por último la empresa VIS presentando las cifras más altas de rentabilidad.

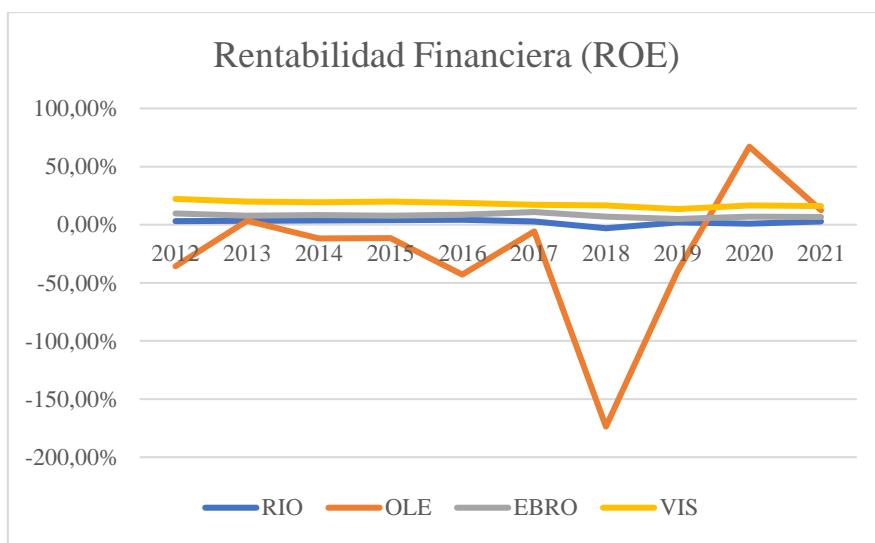


Gráfico 8. Rentabilidad Financiera

Respecto a la Rentabilidad Económica, los datos no son tan bajos como con el ROE y se mantienen en cifras alrededor del 5% y 10% para los grupos EBRO y VIS. El grupo RIO presenta rentabilidades entorno al 1% y el grupo OLE sigue una dinámica parecida a la

rentabilidad financiera, presentando altibajos y siempre en cifras negativas a lo largo de los años destacando el desplome en 2018 pero el 2020 alcanza por primera vez cifras positivas teniendo el ROI más alto entre los grupos. En 2021 vuelve a aproximarse a las rentabilidades de los demás grupos.

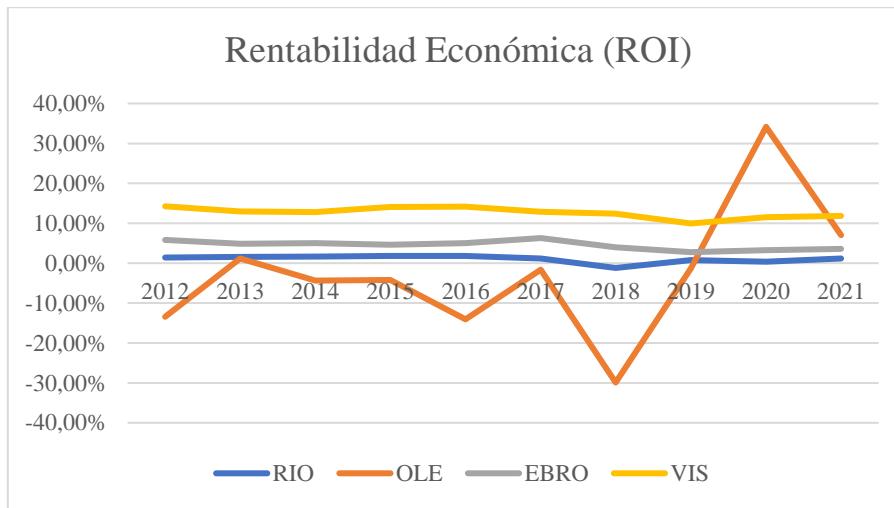


Gráfico 9. Rentabilidad Económica

Como se puede observar, el ROE presenta porcentajes más elevados que el ROI, dado que para su cálculo se toma como denominador el Patrimonio Neto, cifra que siempre será menor que el Activo.

A continuación seguiremos con otro análisis, análisis del apalancamiento financiero. Trataremos de averiguar si las empresas tienen valores apropiados de endeudamiento o si por el contrario deberían de endeudarse más o disminuir su nivel. Para su cálculo contamos con dos nuevas variables “c” (resultado entre el cociente de Gastos Financieros y Pasivo Total) y “L” (resultado entre el cociente de Pasivo Total y Patrimonio Neto) por medio de la siguiente fórmula:

$$ROE = ROI + (ROI - c) \times L$$

El endeudamiento será beneficioso siempre y cuando la Rentabilidad Económica sea superior a la magnitud “c”, ya que aumentará la Rentabilidad Financiera. Por esto mismo, cuanto mayor sea la proporción entre Pasivo y Patrimonio Neto (“L”), mejor se estará aprovechando. La interpretación de este ratio sería; que por cada euro que se pague de intereses que financien la inversión en el Activo, este inversión tendrá una rentabilidad de más de un euro. En condiciones *ceteris paribus*, a mayor endeudamiento, mayor riqueza se estará generando. Este análisis valora exclusivamente el apalancamiento y la

idoneidad del endeudamiento del grupo, no tiene en cuenta variables como el entorno macroeconómico, la exposición al riesgo de interés o la del tipo de cambio o la liquidez del grupo.

En el ANEXO V, epígrafe 2, se muestran una gráfica por grupo donde se representa el valor de “L” a modo de columna y a modo de línea el valor de diferencial entre el ROI y “c”.

Comenzando el análisis con el grupo RIO, podemos observar que el grupo presenta elevados niveles de endeudamiento sostenidos en el tiempo y además la diferencia entre el ROI y el coste financiero es negativa por lo que es un escenario peligroso donde debería de controlar el nivel de endeudamiento e intentar abaratar los costes financieros o intentar aumentar el ROI.

En cuanto al grupo OLE podemos observar niveles de endeudamiento muy elevados haciendo énfasis en los años 2018 y 2019 donde llegan a alcanzar un 3095% de proporción de deuda. Para el año 2020 consiguieron reducir esta deuda al 97% y para 2021 al 81%. En cuanto a la diferencia entre el ROI y los costes financieros ha sido siempre negativa pero para el año 2020 han conseguido una diferencia positiva, por lo que todo indica que están mejorando la gestión de sus recursos financieros. En la misma línea continua para 2021 pero con una menor diferencia.

El grupo EBRO también presenta niveles elevados de endeudamiento pero menores que RIO y OLE. En cuanto a la diferencia entre ROI y costes financiero presenta niveles muy positivos, su margen es muy amplio, por lo que debería de tratar de endeudarse al mismo tipo de coste ya que los costes financieros son menores que la rentabilidad económica.

Por último, el grupo VIS es el grupo que menos proporción de endeudamiento presenta. En los últimos ha ido incrementando paulatinamente su proporción y su diferencial entre ROI y costes financieros también es amplio por lo que tiene una cómoda situación financiera. Debería de plantearse incrementar su deuda con el mismo coste que tiene y así mejorar su rentabilidad financiera.

8. ANÁLISIS BRUSÁTIL

En este apartado analizaremos una serie de ratios bursátiles muy habituales a la hora de hablar de cotizaciones. La mecánica del análisis va a ser completamente diferente, anteriormente estábamos analizando a los grupos en una serie de 10 años tomando como

referencia los estados financieros de estas; en este análisis, los ratios han sido de elaboración propia con datos de sitios webs especializados en bolsa a fecha 7 de junio de 2022 y a partir de la información de las últimas memorias disponibles.

| | Capitalización Bursátil (miles de euros) | BPA | Variación anual (07/06/2022-07/06/2021) | PER | Cash Flow por acción | PER Cash Flow | Pay-Out | Book to Market |
|-------------|---|------------|--|------------|-----------------------------|----------------------|----------------|-----------------------|
| RIO | 14.767 | 0,14 | -8,18% | 22,86 | 0,43 | 7,49 | 0% | 1,395544 |
| OLE | 182.500 | 0,062 | 25,86% | 4,68 | 0,14 | 2,03 | 0% | 2,722307 |
| EBRO | 2.578.784 | 1,551 | -0,71% | 10,88 | 2,24 | 7,53 | 70,09% | 0,827208 |
| VIS | 2.355.225 | 2,86 | -10,98% | 19,90 | 4,41 | 12,89 | 59,09% | 0,349341 |

En la tabla podemos observar la gran diferencia que existe entre los grupos a nivel de capitalización bursátil, EBRO y VIS son los grupos que mayor capitalización (*Gráfico 10*). Estos dos grupos se encuentran actualmente en el IBEX Medium Cap, índice que se considera el referente de las empresas pequeñas y medianas que cotizan como forma de dar transparencia a la gestión y a la financiación.

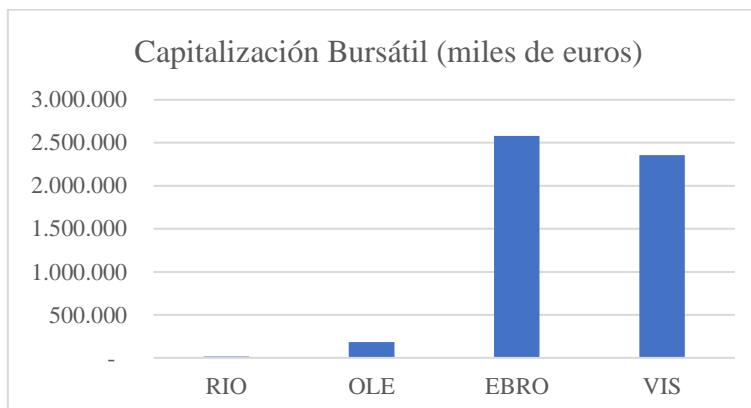


Gráfico 10. Comparativa del nivel de Capitalización Bursátil en miles de euros a fecha 7 de junio de 2022.

Debido a las grandes diferencias de capitalización también existen grandes diferencias en cuanto al volumen de negociación de títulos lo que implica que la información exterior y la incertidumbre que tiene efecto en sobre el precio afecte de manera menos inmediata. Se presenta de manera resumida una tabla comparativa con los volúmenes de negociación para los tres últimos ejercicios:

| Volumen (miles de acciones) | 2020 | 2021 | 2022 (07/06/2022) |
|-----------------------------------|-----------|---------|----------------------|
| RIO | 753 | 439 | 121 |
| OLE | 6.366.636 | 530.046 | 242.426 |
| EBRO | 26.460 | 21.978 | 6.975 |
| VIS | 28.352 | 19.626 | 7.341 |

Para seguir con el análisis, continuaremos analizando magnitudes en términos relativos para facilitar la comparación entre los grupos. En primer lugar comenzaremos analizando los dividendos pagados por cada grupo a través del ratio *Pay-Out*, tomando como dividendos los dividendos pagados durante el año 2021. Solo los grupos EBRO y VIS ofrecen dividendos y ofrecen cifras de más del 50%, (59% para VIS y 70% para EBRO) lo que implica un gran volumen de dividendos. El volumen de negociación es un factor que tiene gran peso a la hora de repartir dividendos ya que grupos con menores volúmenes pueden no tener aliciente para repartirlos porque no atraerían suficientes inversores y supondría un esfuerzo económico. En las empresas seleccionadas, OLE y RIO no reparten dividendos, en caso de OLE se explica en al Memoria que existe un préstamo sujeto a la condición de no repartir dividendos hasta que la deuda esté totalmente cancelada.

La evolución de la cotización de las acciones de cada grupo se presenta en el ANEXO VI, epígrafe 2. Todas presentan una tendencia bajista a excepción del grupo OLE que tiene una ligera tendencia alcista en este último año. En el grupo RIO podemos observar como hay una primera parte más alcista y a partir de su precio máximo va descendiendo. En cuanto al grupo OLE muestra dos escalones, un primero donde empieza llega a su precio máximo en abril del 2021 y a partir de ahí desciende hasta que en marzo del 2022 vuelve a crecer el precio de la acción pero no tanto. Continua descendiendo pero parece que sigue creciendo. El grupo EBRO tiene una clara tendencia descendiente a lo largo del último año. Finalmente el grupo VIS se ha mantenido en cierta manera constante durante 2021 pero en 2022 presenta una tendencia bajista alcanzó el precio mínimo de estos dos años en abril de 2022.

Uno de los indicadores que puede ser de gran utilidad para el análisis es el *Book-to-Market* de las compañías. Se calcula como el cociente entre el valor contable de la entidad y el valor de mercado de la misma. Así, podemos saber información acerca de lo sobrevalorado o infravalorada que está el grupo en el mercado bursátil. Podemos observar que los grupos RIO y OLE presentan un ratio superior a la unidad por lo que el valor

contable es superior al de mercado. Estos grupos se encuentran infravalorados en el mercado, y mucho más el grupo OLE que presenta un ratio superior a dos. Por otra parte, los grupo EBRO y VIS presentan ratios inferiores a la unidad por lo que el valor de mercado es superior al contable, estas empresas están sobrevaloradas en el mercado. Este dato podría verse como algo negativo dado que el accionista está pagando un precio más elevado por una acción de lo que realmente vale el grupo, sobre todo para el caso de VIS que tiene el menor ratio.

Finalmente, resulta muy interesante para el inversor el ratio del *PER* (*Price Earnings Ratio*) ya que le ayuda a saber si paga mucho por una acción o no. Podemos destacar el caso de RIO que presenta el PER más elevado, de modo que el precio de la acción a 31/12/2021 es casi 23 veces mayor que la proporción de beneficio neto que le corresponde a cada una de ellas. Llama la atención este caso, porque habíamos dicho que las acciones de RIO están infravaloradas en comparación con el valor contable y además su precio es demasiado elevado en comparación con los beneficios que ofrece. También hay que pensar que RIO no ha repartido dividendos por lo que también influye. Los grupos EBRO y VIS también tienen unos ratios elevados pero podría ser que esté influenciado por expectativas de futuro que se esperan del mercado. En términos del *PER-Cash Flow* VIS es el grupo que mayores expectativas genera y le sigue EBRO y después RIO. El grupo OLE es el que peor ratio presenta y es lógico debido a los problemas financieros que ha sufrido el grupo en los últimos años.

9. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS: MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

A continuación se estimarán el valor de los títulos de cada una de las empresas y para ello estaremos empleando el método de descuento de flujos de caja, donde mediremos la capacidad de los grupos para generar flujos para sus accionistas. Partimos de que la estimación del valor actual se realiza a fecha 1 de enero de 2022 y se estimarán Flujos de Caja para los cinco ejercicios siguientes a las Cuentas Anuales de 2021, quedando la estimación entre los años 2022 a 2026. El horizonte temporal es de cinco años dada la incertidumbre que se está viviendo en la economía mundial.

Para los flujos de caja, se tomarán los *Free Cash Flow* (FCF) o Flujos de Caja Libres. La tasa de descuento se calcula a través de *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) o Coste Medio Ponderado del Capital. También se tendrá en cuenta el Valor Residual de

cada grupo que se calcula a partir del último FCF (2026), multiplicado por una tasa de crecimiento perpetuo llamada “g” y descontado aplicando una tasa perpetua igual a la diferencia entre WACC y g.

Una vez que hemos obtenidos los FCF y el Valor Residual, restaremos el importe del endeudamiento con coste y sumaremos las inversiones financieras a largo y corto plazo. Así obtenemos el valor estimado de cada grupo en la fecha establecida. Ahora toca compararlo con el precio de cotización a 1 de enero de 2022. Para su cálculo se toma el valor que se ha obtenido y se divide entre en número de acciones de cada grupo obteniendo un valor que correspondería al que tendría la acción (valor intrínseco). Una vez que tenemos estos datos, siguiendo las expectativas del precio de las acciones podemos ofrecer una recomendación en cuanto a “comprar”, “vender” o “mantener” el título.

En el ANEXO II se detalla la estructura y los pasos realizados para la obtención de resultados. En cuanto a los resultados, éstos se detallan en el ANEXO VI, epígrafe 1 a modo de resumen, y los resultados para cada grupo se detallan en el ANEXO VI epígrafes 2 a 5.

Para la obtención de los resultados mencionados anteriormente es necesario calcular los FCF y para ello se han seguido los siguientes pasos:

- i. Para la estimación del RAIT partimos del Resultado Antes de Interés e Impuestos del ejercicio 2021 y aplicamos una tasa de crecimiento. La tasa de crecimiento se estima a partir de una tasa de variación interanual del RAIT entre los ejercicios 2016 y 2021 ponderada dando más peso a los últimos años. Las tasas obtenidas son: -6,24% para RIO, -36,41% para OLE, -0,54% para EBRO y 8,63% para VIS.
- ii. A continuación se calcula la cuota del Impuesto de Sociedades, y para ello se aplica el tipo de gravamen que corresponde que es del 25%. Una vez deducido la cuota del Impuesto de Sociedades obtendremos el Resultado del Ejercicio después de Impuestos, sin tener en cuenta el coste de financiación,
- iii. En tercer lugar se sumará la amortización dado que es un gasto pero que no supone una salida de efectivo. Así mismo, para su cálculo se sigue la misma dinámica que anteriormente en la que partimos de la amortización de 2021 y se le aplica una tasa de crecimiento. Esta tasa de crecimiento se trata de una media ponderada a

- partir de las variaciones interanuales de las cuotas de amortización de los últimos años en el que se le da más peso a los años más recientes.
- iv. A continuación hay que tratar las “Necesidades Operativas de Fondos”. En el cálculo de los FCF solo se ha tenido en cuenta los incrementos de las NFR dado que son grupos que están en funcionamiento desde hace años y la inversión inicial de estas necesidades ya se realizó en su momento por lo que solo se añadirán los incrementos. Para el cálculo de estos incrementos se ha calculado las NFR para el año 2021 a partir de los saldos medios de Existencias, Clientes, Proveedores y Tesorería. A estas necesidades se le ha aplicado una tasa de crecimiento ponderada a partir de la variación interanual del Capital Circulante de la Explotación⁹ con los datos entre 2016 y 2021 y se ha tomado la diferencia entre las necesidades que se esperaban entre año y año.
 - v. Por último hay que contar el con el crecimiento de ANC, que se refiere al volumen dedicado a reponer, adquirir o vender activos. Su cálculo sigue la misma dinámica que las anteriores, se calcula una tasa de crecimiento ponderada a partir de la variación interanual del ANC de los años 2016 a 2021.

Una vez realizado todo lo anterior se obtiene el *Free cash Flow (FCF)* que se descontará a partir del WACC tal y como se indica en el ANEXO II. Para su cálculo se emplea:

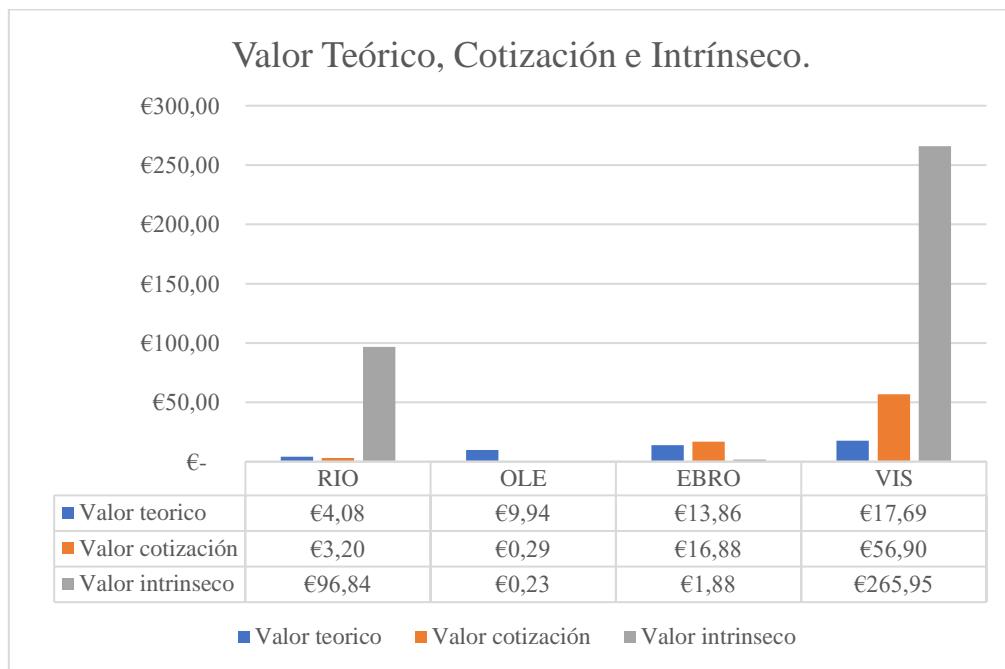
- i. El Valor de Capitalización Bursátil a 1 de enero de 2022 como fondos propios y los Pasivos Financieros Bancarios con Coste del último ejercicio como Fondos Ajenos.
- ii. La tasa de rentabilidad exigida a los Fondos Propios (ke) se calcula siguiendo el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Siguiendo la fórmula que se presenta en el ANEXO II:
 - a. La Beta se de cada grupo se ha obtenido a través de sitios web de información financiera.
 - b. Como rentabilidad de un título de renta fija se toma como referencia la rentabilidad del Bono español a 10 años.

⁹ El Capital Circulante de Explotación se calcula como la diferencia Tesorería de Explotación, Clientes y Existencia menos Proveedores y otros acreedores. Se consideran los fondos necesarios para financiar la actividad operativa de la empresa.

- c. Para la rentabilidad del mercado tomamos la “Prima de Riesgo” es decir la diferencia entre la rentabilidad del Bono español a 10 años y la rentabilidad del bono alemán a 10 años.
- iii. La tasa correspondiente a los fondos ajenos (kd) se obtiene a partir del cociente entre la media de los gastos financieros de los últimos tres años y el pasivo con coste el mismo empleado en los FCF.

Por último, en cuanto al Valor Residual, este se obtiene del último FCF, el de 2026, actualizado aplicando la formula de WACC y la tasa g que se explica en el ANEXO II

Una vez que hemos realizado los cálculos mencionados anteriormente, podemos pasar a analizar los resultados. A continuación se presenta un gráfico donde se compara el valor teórico (patrimonio neto entre nº de acciones), el valor de cotización y el valor intrínseco.



En el gráfico se puede observar como los grupos RIO y VIS son los que presentan un potencial interés de compra dado que se espera que su valor en el mercado aumente. En cuanto a OLE y EBRO observamos que las expectativas son negativas. Hay que recordar que las estimaciones de FCF son en la gran mayoría decrecientes. Es cierto que en los últimos años para la gran mayoría han ido decreciendo los resultados y esto unido a la situación económica que nos encontramos y que se espera que se mantenga, son resultados realistas. El grupo VIS es el que mejor valores presenta de cara a futuro y bien es cierto que es líder a nivel mundial en un nicho de mercado muy concreto y con un alto

desarrollo tecnológico por lo que muy posiblemente estas predicciones puedan llegar a cumplirse.

10. CONCLUSIONES

Comenzaremos con unas conclusiones a nivel individual para cada grupo:

- **BODEGAS RIOJANAS (RIO):** La situación del grupo no es la mejor sin lugar a duda. Preocupa sus niveles de endeudamiento dado que puede derivar en una situación más compleja. También es cierto que el grupo presenta una buena liquidez aunque debería de incrementar sus niveles de tesorería dado que apenas son existentes. Anteriormente se comentaba que el grupo reconoce un cierto riesgo ante los tipos de interés y aunque la mayor parte de sus deudas son en el largo plazo, se recomendaría controlar el endeudamiento.
- **DEOLEO (OLE):** La situación del grupo ha sido crítica, pero los responsables del grupo han sabido ejecutar medidas financieras que como se ha ido analizando y comentando han colocado al grupo de nuevo en una posición similar a la de sus competidores. El grupo ha logrado conseguir cifras positivas en cuanto a rentabilidad y prácticamente desaparecer los niveles de deuda que tenía en los años 2018 y 2019. Es un grupo en el que hay que observar como evoluciona y si sigue aplicando buenas políticas financieras.
- **EBRO FOODS (EBRO):** Se trata del grupo con mayor volumen de Activo y de capitalización dentro de las empresas seleccionadas en el sector. El grupo EBRO muestra en todos los análisis un buen equilibrio a lo largo del periodo mostrando su solidez frente al mercado. Es un grupo que presenta buenos datos financieros y de rentabilidad aun habiendo sufrido la crisis derivada por la pandemia. Así mismo, no presenta problemas en cuanto al endeudamiento o riesgo. Se presenta como una buena empresa para inversores dada la estabilidad que presenta y futuro crecimiento que se espera.
- **VISCOFAN (VIS):** Es un grupo que cada año genera mejores rendimientos dado que se ha convertido en líder mundial en el nicho de mercado en el que opera. Todos sus datos muestran que es un grupo con muy buenos datos en todos los

aspectos, liquidez, solvencia, rentabilidad etc. Se trata de un grupo con muy expectativas y cuyo título se encuentra muy bien considerado dentro del mercado español.

En cuanto a nivel general, EBRO y VIS proporcionan una imagen del sector bastante sólida y estable, con muchas expectativas de crecimiento. Este sector es considerado por algunos como defensivo ya que los inversores no suelen esperar rendimientos extraordinarios puede ser un buen sector para mantener inversiones en tiempos de incertidumbre. RIO podría unirse a la imagen que transmiten dichos grupos pero debería de mejorar lo destacado anteriormente. En cuanto a OLE tiene que seguir en la misma línea durante una temporada para poder demostrar que se ha convertido en una empresa tan sólida como podría ser EBRO y VIS.

Para finalizar, en cuanto al trabajo realizado señalar que he podido poner en práctica muchos de los conocimientos y prácticas adquiridas a lo largo de todo el Grado y obteniendo un resultado, a nivel personal, muy satisfactorio. Todo lo expuesto se ha realizado en base a los razonamientos y deducciones que me han permitido crear juicios de valor en mi opinión bastantes coherentes.

BIBLIOGRAFÍA

- AGRONEGOCIOS (2022) [online]. La industria de alimentación y bebidas celebra su Asamblea General 2020. Agronegocios. Accesible en: <https://www.agronegocios.es/la-industria-alimentaria-reclama-estabilidad-politica-y-medidas-para-impulsar-la-recuperacion/>. (consultado el 10 de junio de 2022).
- ANON. (2022). [online]. Prospectiva: 7 grandes avances en tecnología alimentaria. Accesible en: <https://www.ainia.es/ainia-news/prospectiva-7-grandes-avances-tecnologia-alimentaria/> (consultado el 8 de junio de 2022).
- AS, I. (2022) [online] Infront Analytics - Infront Analytics. Accesible en: <https://www.infrontanalytics.com/> (consultado el 10 de junio de 2022).
- BBVA (2022) [online]. Spain Economic Outlook 2Q22. Accesible en: https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2022/04/Spain_Economic_Outlook-2Q22.pdf (consultado el 14 de junio de 2022).
- BDE (2022). Boletín Económico 2/2022 [online] accesible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T2/Fich/be2202.pdf> (consultado el 8 de junio de 2022).
- Bodegas Riojanas (2022) [online] accesible en: <http://bodegasriojanas.com/es/> (consultado el 24 de marzo de 2022).
- Bolsa Madrid (2022) [online] accesible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx> (consultado el 8 de junio de 2022).
- Bolsa Madrid (2022). Índices: Composición histórica [online] accesible en: http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx (consultado el 8 de junio de 2022).
- CNMV (2022) [online] accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/Utilidades/BuscadorWeb.aspx> (consultado el 24 de marzo de 2022).
- DEOLEO (2022) [online] accesible en: <https://deoleo.com/> (consultado el 24 de marzo de 2022).

- EBRO FOODS (2022) [online], accesible en: <https://www.ebrofoods.es> (consultado el 24 de marzo de 2022).
- EL ECONOMISTA (2022) [online], accesible en: <https://www.eleconomista.es/retail-consumo/noticias/11816262/06/22/La-industria-alimentaria-crecio-un-53-en-2021-y-casi-esta-en-niveles-precovid.html>. (consultado el 8 de junio de 2022).
- EMPRESA ACTUAL (2022) [online], accesible en: <https://www.empresaactual.com/el-wacc/> (consultado el 10 de junio de 2022).
- EXPANSIÓN. Datos Macro. Deuda de España: Obligaciones del Estado a 10 años [online], accesible en: <https://datosmacro.expansion.com/deuda/espana/tesoro/obligaciones-10-anios> (consultado el 16 de junio de 2022).
- EXPANSIÓN. Datos Macro. Tipos de interés [online], accesible en: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes> (consultado el 16 de junio de 2022).
- FERNÁNDEZ, P., (2022). Métodos de valoración de empresas. IESE Business School [online] accesible en: <http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez//> (consultado el 14 de junio de 2022).
- FIAB (2022). Informe Económico 2021 [online], accesible en: https://fiab.es/es/archivos/documentos/Informe_Economico_2021.pdf
- GARCÍA DEL BARRIO, A., (2022). Los diferentes tipos de Cash Flows. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) [online] accesible en: <https://www.ieb.es/tipos-cash-flow/> (consultado el 14 de junio de 2022).
- INVESTING (2022) [online] accesible en <https://es.investing.com/> (consultado el 16 de junio de 2022).
- LA&HELLIP, E. (2022) [online] El valor residual y la tasa de crecimiento “g” accesible en: <https://actafinance.es/el-valor-residual-y-la-tasa-de-crecimiento-g-i/> / (consultado el 16 de junio de 2022).
- LA MONCLOA. (2022) [online] España remite a la Comisión Europea unas perspectivas macroeconómicas y fiscales marcadas por la máxima prudencia ante la

elevada incertidumbre de la guerra [Prensa/Actualidad/Asuntos Económicos y Transformación Digital].(2022). Accesible en: <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/asuntos-economicos/Paginas/2022/290422-programa-estabilidad.aspx> (consultado el 14 de junio de 2022).

- MARISCAL, I. (2022) [online] Periodo medio de maduración en una empresa y su importancia. Accesible en: <https://iciredimpagados.com/blog/periodo-medio-de-maduracion/> (consultado el 20 de junio de 2022).
- PÚBLICO. (2022) [online] Deoleo: el largo viacrucis de un gigante mundial del aceite de oliva. Accesible en: <https://www.publico.es/economia/deoleo-viacrucis-gigante-mundial-aceite-oliva.html#:~:text=El%20origen%20de%20Deoleo%20se,en%20empresas%20del%20sector%20alimentario.> (consultado el 24 de mayo de 2022).
- VISCOFAN (2022) [online] accesible en: <http://www.viscofan.com/es/> (consultado el 24 de marzo de 2022).

ANEXOS

ANEXO I. FÓRMULAS Y MARCO TEÓRICO

1. ANÁLISIS PATRIMONIAL

Relaciones Balance:

ACTIVO

PATRIMONIO NETO Y PASIVO

| | | | |
|---------------------|--------------------|------------------|---|
| Activo no Corriente | (Activo Fijo) | Recursos Propios | <i>Recursos Permanentes (Patrimonio Neto y Pasivo no Corriente)</i> |
| Activo Corriente | <i>Existencias</i> | Recursos Ajenos | <i>Recursos Corrientes</i> |
| | <i>Realizable</i> | | |
| | <i>Disponible</i> | | |

PyG Operativa:

| |
|--|
| Importe neto de la cifra de negocios |
| Otros ingresos de explotación |
| Variación de existencias productos terminados/en curso |
| Aprovisionamientos |
| Gastos de personal |
| Otros gastos de explotación |
| Resultados de inmovilizado |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) |
| Amortizaciones |
| Deterioros |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN |
| Ingresaos Financieros |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) |
| Gastos Financieros |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) |
| Impuesto sobre resultados ordinarios |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES |
| Impuesto sobre resultados excepcionales |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS |
| RESULTADO DEL EJERCICIO |

2. ANÁLISIS FINANCIERO CORTO PLAZO

| Indicador | Definición |
|-----------------------------------|--|
| LIQUIDEZ | Activo Corriente / Pasivo Corriente |
| LIQUIDEZ INMEDIATA | (Activo Corriente - Existencias) / Pasivo Corriente |
| TESORERÍA | Disponible / Pasivo Corriente |
| FONDO DE MANIOBRA | Activo Corriente - Pasivo Corriente |
| COEF. BÁSICO FINANCIACIÓN | (Fondos Propios + Pasivo no Corriente) / (Activo no Corriente + Fondo de Maniobra) |
| CAPITAL CIRCULANTE DE EXPLOTACIÓN | Existencias + Clientes + Tesorería - Proveedores |

| Periodo | Fórmula |
|------------------------------|--|
| COBRO | 360 x Saldo Medio Clientes / Ventas |
| PAGO | 360 x Saldo Medio Proveedores / Compras |
| ALMACÉN MATERIA PRIMA | 360 x Saldo Medio Materias Primas / Consumos |
| FABRICACIÓN | 360 x Saldo Medio Productos en Curso / Coste Industrial de Fabricación |
| ALMACÉN PRODUCTOS TERMINADOS | 360 x Saldo Medio Productos Terminados / Coste Industrial Ventas |
| MEDIO MADURACIÓN TÉCNICO | Materias Primas + Fabricación + Productos Terminados + Cobro |
| MEDIO MADURACIÓN FINANCIERO | Maduración Técnico - Proveedores |

| Concepto | Definición |
|---------------------------------|---|
| Consumos | Compras +/- Variación Existencias Materias Primas |
| Coste Industrial de Fabricación | Consumos + Otros Gastos Fabricación +/- Variación Existencias de Productos en Curso |
| Otros Gastos de Fabricación | Gastos Personal (80%) + OGE (60%) + Amortización (70%) |
| Coste Industrial de Ventas | Coste Industrial Fabricación +/- Variación Existencias de Productos Terminados |

3. ANÁLISIS FINANCIERO LARGO PLAZO

| Indicador | Definición |
|------------------------------|--|
| SOLVENCIA | Activo / Pasivo |
| SOLVENCIA AJUSTADA | (Activo - Fondo de Comercio) / Pasivo |
| ENDEUDAMIENTO | Pasivo / Patrimonio Neto |
| ENDEUDAMIENTO C/P | Pasivo Corriente / Patrimonio Neto |
| ENDEUDAMIENTO L/P | Pasivo no Corriente / Patrimonio Neto |
| COBERTURA INMOVILIZADO | Patrimonio Neto / Inmovilizado |
| COMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO | Pasivo no Corriente / Pasivo Corriente |
| COBERTURA CARGAS FINANCIERAS | RAIT / Gastos Financieros |
| CAPACIDAD DEVOLUCIÓN DEUDA | RAIT / Pasivo |

4. ANÁLISIS RENTABILIDAD

| Indicador | Definición |
|------------------------|-------------------------------------|
| Margen Bruto | (Ventas - Coste de Ventas) / Ventas |
| Margen Comercial | RAIT / Ventas |
| ROI antes de Impuestos | RAIT / Activo Medio |
| ROI | Resultado / Activo Medio |
| ROE antes de Impuestos | RAIT / Patrimonio Neto |
| ROE | Resultado / Activo Medio |
| L | Pasivo / Patrimonio Neto |
| c | Gastos Financieros / Pasivo |

5. ANÁLISIS BURSÁTIL

| Indicador | Definición |
|----------------------------|---|
| BENEFICIO POR ACCIÓN (BPA) | Resultado / nº acciones |
| PRICE EARNING RATIO (PER) | Precio / BPA |
| CASH FLOW POR ACCIÓN | Cash Flow / nº acciones |
| PER CASH FLOW | Precio / Cash Flow por acción |
| TASA VARIACIÓN | (Precio 1 - Precio 0) / Precio 0 |
| PAY-OUT | Dividendo Repartido / Resultado |
| BOOK TO MARKET | Valor Contable Compañía / Capitalización Bursátil |

ANEXO II. MÉTODO DE DESCUENTOS DE FLUJOS DE CAJA LIBRES

1. Planteamiento:

$$Valor \ empresa \ t = \sum_{j=1}^n \frac{FCF_j}{(1+k)^j} + \frac{VC_n}{(1+k)^n}$$

Siendo:

- FCF = Free Cash Flow
- VCn = Valor Residual en el último periodo
- K = tasa de descuento (WACC)

2. Estimación FCF:

| |
|---|
| BAIT |
| Impuesto sobre Sociedades (-) |
| RESULTADO DEL EJERCICIO |
| Amortizaciones (+) |
| Incremento Activos Fijos (AFN) (-) |
| Incremento Necesidades Operativas de Financiación (NOF) (-) |
| FREE CASH FLOW |

3. Cálculo del Coste Medio Ponderado DE Capital (WACC):

$$WACC = Ke \times \left(\frac{E}{D+E} \right) + Kd (1-t) \times \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

Siendo:

- E = Valor de Capitalización Bursátil
- D = Valor de Pasivo con Coste
- Ke = Rentabilidad exigida por los accionistas
- Kd = Coste del Pasivo

3.1.Cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas, modelo CAPM:

$$Ke = Rf + \beta \times Prima$$

Siendo:

- Rf = tasa de rentabilidad para un título sin riesgo
- β = beta de la acción
- Prima = prima de riesgo o diferencial entre un título sin riesgo (Rf) y la rentabilidad de mercado (Rm)

3.2. Cálculo del coste de la Deuda:

$$Kd = \text{Gastos Financieros medios 3 años} / \text{Pasivo con Coste medio 3 años}$$

4. Cálculo Valor Residual:

$$VC_n = \frac{FCF_n (1+g)}{(WACC - g)}$$

Donde n es el último ejercicio estimado (2026) y g la tasa de crecimiento a perpetuidad.

5. Cálculo del valor actual de los fondos propios de la empresa:

| |
|---------------------------------------|
| Sumatorio de los FCF descontados |
| Valor actual del Valor Residual |
| Valor actual del Pasivo con Coste (-) |
| Valor Actual de los Fondos Propios |
| (/) nº de acciones |
| Valor intrínseco del título |

ANEXO III. ESTADOS FINANCIEROS

1. BALANCE DE SITUACIÓN

Grupo “Bodegas Riojanas” o “RIO”

| en miles de € | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 16.174 | 16.766 | 17.377 | 17.970 | 17.646 | 17.203 | 15.790 | 13.276 | 12.508 | 12.875 |
| Inmovilizado Intangible | 58 | 68 | 84 | 171 | 298 | 426 | 556 | 1.203 | 991 | 1.019 |
| Inmovilizado Material | 13965 | 14.583 | 15.605 | 16.369 | 16.344 | 16.487 | 14.928 | 11.609 | 11.293 | 11.699 |
| Otros Activos | 2.151 | 2.115 | 1.688 | 1.430 | 1.004 | 290 | 306 | 464 | 224 | 157 |
| ACTIVO CORRIENTE | 33.807 | 32.125 | 32.699 | 33.709 | 36.075 | 40.940 | 40.908 | 40.475 | 39.879 | 40.140 |
| Existencias | 26353 | 26.472 | 26.512 | 27.184 | 25.867 | 31.249 | 29.273 | 28.516 | 27.800 | 28.032 |
| Realizable | 7.343 | 5.633 | 6.135 | 6.506 | 10.091 | 9.583 | 11.532 | 11.865 | 11.995 | 11.919 |
| Disponible | 111 | 20 | 52 | 19 | 117 | 108 | 103 | 94 | 84 | 189 |
| TOTAL ACTIVO | 49.981 | 48.891 | 50.076 | 51.679 | 53.721 | 58.143 | 56.698 | 53.751 | 52.387 | 53.015 |
| PATRIMONIO NETO | 20.608 | 20.023 | 19.866 | 19.866 | 21.250 | 23.773 | 25.554 | 25.106 | 24.876 | 24.819 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 11.618 | 13.536 | 10.519 | 13.764 | 16.010 | 17.350 | 14.209 | 7.079 | 7.392 | 8.114 |
| PASIVO CORRIENTE | 17.755 | 15.332 | 19.691 | 18.049 | 16.461 | 17.020 | 16.935 | 21.566 | 20.119 | 20.082 |
| TOTAL PASIVO | 29.373 | 28.868 | 30.210 | 31.813 | 32.471 | 34.370 | 31.144 | 28.645 | 27.511 | 28.196 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 49.981 | 48.891 | 50.076 | 51.679 | 53.721 | 58.143 | 56.698 | 53.751 | 52.387 | 53.015 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 32,36% | 34,29% | 34,70% | 34,77% | 32,85% | 29,59% | 27,85% | 24,70% | 23,88% | 24,29% |
| Inmovilizado Intangible | 0,12% | 0,14% | 0,17% | 0,33% | 0,55% | 0,73% | 0,98% | 2,24% | 1,89% | 1,92% |
| Inmovilizado Material | 27,94% | 29,83% | 31,16% | 31,67% | 30,42% | 28,36% | 26,33% | 21,60% | 21,56% | 22,07% |
| Otros Activos | 4,30% | 4,33% | 3,37% | 2,77% | 1,87% | 0,50% | 0,54% | 0,86% | 0,43% | 0,30% |
| ACTIVO CORRIENTE | 67,64% | 65,71% | 65,30% | 65,23% | 67,15% | 70,41% | 72,15% | 75,30% | 76,12% | 75,71% |
| Existencias | 52,73% | 54,14% | 52,94% | 52,60% | 48,15% | 53,75% | 51,63% | 53,05% | 53,07% | 52,88% |
| Realizable | 14,69% | 11,52% | 12,25% | 12,59% | 18,78% | 16,48% | 20,34% | 22,07% | 22,90% | 22,48% |
| Disponible | 0,22% | 0,04% | 0,10% | 0,04% | 0,22% | 0,19% | 0,18% | 0,17% | 0,16% | 0,36% |

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 41,23% | 40,95% | 39,67% | 38,44% | 39,56% | 40,89% | 45,07% | 46,71% | 47,49% | 46,82% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 23,24% | 27,69% | 21,01% | 26,63% | 29,80% | 29,84% | 25,06% | 13,17% | 14,11% | 15,31% |
| PASIVO CORRIENTE | 35,52% | 31,36% | 39,32% | 34,93% | 30,64% | 29,27% | 29,87% | 40,12% | 38,40% | 37,88% |
| TOTAL PASIVO | 58,77% | 59,05% | 60,33% | 61,56% | 60,44% | 59,11% | 54,93% | 53,29% | 52,51% | 53,18% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo “DEOLEO” u “OLE”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 607.189 | 605.734 | 581.431 | 583.914 | 903.940 | 914.743 | 1.096.757 | 1.144.226 | 1.246.673 | 1.210.088 |
| Inmovilizado Intangible | 469.991 | 480.901 | 465.978 | 462.374 | 769.330 | 779.878 | 907.217 | 951.456 | 964.263 | 930.393 |
| Inmovilizado Material | 57.943 | 57.512 | 59.331 | 67.734 | 71.547 | 73.076 | 121.897 | 129.697 | 139.545 | 134.615 |
| Otros Activos | 79.255 | 67.321 | 56.122 | 53.806 | 63.063 | 61.789 | 67.643 | 63.073 | 142.865 | 145.080 |
| ACTIVO CORRIENTE | 293.836 | 245.856 | 265.649 | 224.757 | 233.997 | 223.032 | 317.027 | 368.140 | 477.274 | 456.764 |
| Existencias | 119.745 | 107.397 | 83.179 | 92.783 | 109.790 | 102.794 | 140.085 | 121.151 | 112.381 | 150.622 |
| Realizable | 87.655 | 65.877 | 103.842 | 84.027 | 107.376 | 96.832 | 134.902 | 167.136 | 186.367 | 178.026 |
| Disponible | 86.436 | 72.582 | 78.628 | 47.947 | 16.831 | 23.406 | 42.040 | 79.853 | 178.526 | 128.116 |
| TOTAL ACTIVO | 901.025 | 851.590 | 847.080 | 808.671 | 1.137.937 | 1.137.775 | 1.413.784 | 1.512.366 | 1.723.947 | 1.666.852 |
| PATRIMONIO NETO | 496.821 | 432.211 | 26.506 | 35.310 | 299.831 | 328.858 | 506.271 | 565.963 | 625.358 | 560.650 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 244.061 | 324.552 | 667.129 | 687.215 | 711.248 | 722.888 | 742.436 | 764.300 | 813.141 | 905.966 |
| PASIVO CORRIENTE | 160.143 | 94.827 | 153.445 | 86.146 | 126.858 | 86.029 | 165.077 | 182.103 | 285.448 | 200.236 |
| TOTAL PASIVO | 404.204 | 419.379 | 820.574 | 773.361 | 838.106 | 808.917 | 907.513 | 946.403 | 1.098.589 | 1.106.202 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 901.025 | 851.590 | 847.080 | 808.671 | 1.137.937 | 1.137.775 | 1.413.784 | 1.512.366 | 1.723.947 | 1.666.852 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 67,39% | 71,13% | 68,64% | 72,21% | 79,44% | 80,40% | 77,58% | 75,66% | 72,32% | 72,60% |
| Inmovilizado Intangible | 52,16% | 56,47% | 55,01% | 57,18% | 67,61% | 68,54% | 64,17% | 62,91% | 55,93% | 55,82% |
| Inmovilizado Material | 6,43% | 6,75% | 7,00% | 8,38% | 6,29% | 6,42% | 8,62% | 8,58% | 8,09% | 8,08% |
| Otros Activos | 8,80% | 7,91% | 6,63% | 6,65% | 5,54% | 5,43% | 4,78% | 4,17% | 8,29% | 8,70% |
| ACTIVO CORRIENTE | 32,61% | 28,87% | 31,36% | 27,79% | 20,56% | 19,60% | 22,42% | 24,34% | 27,68% | 27,40% |
| Existencias | 13,29% | 12,61% | 9,82% | 11,47% | 9,65% | 9,03% | 9,91% | 8,01% | 6,52% | 9,04% |
| Realizable | 9,73% | 7,74% | 12,26% | 10,39% | 9,44% | 8,51% | 9,54% | 11,05% | 10,81% | 10,68% |
| Disponible | 9,59% | 8,52% | 9,28% | 5,93% | 1,48% | 2,06% | 2,97% | 5,28% | 10,36% | 7,69% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 55,14% | 50,75% | 3,13% | 4,37% | 26,35% | 28,90% | 35,81% | 37,42% | 36,27% | 33,64% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 27,09% | 38,11% | 78,76% | 84,98% | 62,50% | 63,54% | 52,51% | 50,54% | 47,17% | 54,35% |

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PASIVO CORRIENTE | 17,77% | 11,14% | 18,11% | 10,65% | 11,15% | 7,56% | 11,68% | 12,04% | 16,56% | 12,01% |
| TOTAL PASIVO | 44,86% | 49,25% | 96,87% | 95,63% | 73,65% | 71,10% | 64,19% | 62,58% | 63,73% | 66,36% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo “EBRO FOODS” o “EBRO”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 2.205.307 | 2.719.426 | 2.982.774 | 2.591.318 | 2.369.853 | 2.410.432 | 2.311.875 | 2.133.776 | 1.931.567 | 1.841.658 |
| Inmovilizado Intangible | 434.348 | 1.510.958 | 1.809.459 | 1.593.207 | 1.463.691 | 1.492.643 | 1.457.108 | 1.366.570 | 1.222.261 | 1.197.200 |
| Inmovilizado Material | 788.681 | 934.041 | 1.029.707 | 880.889 | 787.398 | 763.334 | 718.157 | 643.603 | 545.712 | 528.682 |
| Otros Activos | 982.278 | 274.427 | 143.608 | 117.222 | 118.764 | 154.455 | 136.610 | 123.603 | 163.594 | 115.776 |
| ACTIVO CORRIENTE | 1.733.315 | 1.316.236 | 1.398.230 | 1.241.107 | 1.293.280 | 1.235.046 | 1.091.801 | 1.028.292 | 841.113 | 890.154 |
| Existencias | 702.699 | 578.280 | 621.012 | 594.804 | 558.990 | 488.821 | 438.579 | 428.107 | 384.947 | 347.307 |
| Realizable | 491.377 | 669.444 | 525.146 | 474.853 | 464.879 | 454.885 | 441.584 | 407.906 | 361.852 | 369.107 |
| Disponible | 539.239 | 210.486 | 252.072 | 171.450 | 269.411 | 291.340 | 211.638 | 192.279 | 94.314 | 173.740 |
| TOTAL ACTIVO | 3.938.622 | 4.035.662 | 4.381.004 | 3.832.425 | 3.663.133 | 3.645.478 | 3.403.676 | 3.162.068 | 2.772.680 | 2.731.812 |
| PATRIMONIO NETO | 2.133.190 | 1.957.798 | 2.291.670 | 2.190.202 | 2.121.925 | 2.106.401 | 1.992.916 | 1.873.805 | 1.728.263 | 1.693.237 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 881.681 | 895.175 | 1.188.890 | 840.003 | 769.776 | 874.401 | 784.553 | 572.044 | 512.031 | 482.294 |
| PASIVO CORRIENTE | 923.751 | 1.165.216 | 900.444 | 802.220 | 771.432 | 664.676 | 626.207 | 716.219 | 532.386 | 556.281 |
| TOTAL PASIVO | 1.805.432 | 2.060.391 | 2.089.334 | 1.642.223 | 1.541.208 | 1.539.077 | 1.410.760 | 1.288.263 | 1.044.417 | 1.038.575 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 3.938.622 | 4.018.189 | 4.381.004 | 3.832.425 | 3.663.133 | 3.645.478 | 3.403.676 | 3.162.068 | 2.772.680 | 2.731.812 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 55,99% | 67,38% | 68,08% | 67,62% | 64,69% | 66,12% | 67,92% | 67,48% | 69,66% | 67,42% |
| Inmovilizado Intangible | 11,03% | 37,44% | 41,30% | 41,57% | 39,96% | 40,95% | 42,81% | 43,22% | 44,08% | 43,82% |
| Inmovilizado Material | 20,02% | 23,14% | 23,50% | 22,99% | 21,50% | 20,94% | 21,10% | 20,35% | 19,68% | 19,35% |
| Otros Activos | 24,94% | 6,80% | 3,28% | 3,06% | 3,24% | 4,24% | 4,01% | 3,91% | 5,90% | 4,24% |
| ACTIVO CORRIENTE | 44,01% | 32,62% | 31,92% | 32,38% | 35,31% | 33,88% | 32,08% | 32,52% | 30,34% | 32,58% |
| Existencias | 17,84% | 14,33% | 14,18% | 15,52% | 15,26% | 13,41% | 12,89% | 13,54% | 13,88% | 12,71% |
| Realizable | 12,48% | 16,59% | 11,99% | 12,39% | 12,69% | 12,48% | 12,97% | 12,90% | 13,05% | 13,51% |
| Disponible | 13,69% | 5,22% | 5,75% | 4,47% | 7,35% | 7,99% | 6,22% | 6,08% | 3,40% | 6,36% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 54,16% | 48,51% | 52,31% | 57,15% | 57,93% | 57,78% | 58,55% | 59,26% | 62,33% | 61,98% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 22,39% | 22,18% | 27,14% | 21,92% | 21,01% | 23,99% | 23,05% | 18,09% | 18,47% | 17,65% |
| PASIVO CORRIENTE | 23,45% | 28,87% | 20,55% | 20,93% | 21,06% | 18,23% | 18,40% | 22,65% | 19,20% | 20,36% |

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| TOTAL PASIVO | 45,84% | 51,05% | 47,69% | 42,85% | 42,07% | 42,22% | 41,45% | 40,74% | 37,67% | 38,02% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo “VISCOFAN” o “EBRO”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 562.335 | 523.793 | 564.865 | 527.555 | 515.713 | 477.457 | 416.188 | 413.178 | 411.963 | 373.261 |
| Inmovilizado Intangible | 17.179 | 19.268 | 19.635 | 22.915 | 19.293 | 16.425 | 18.334 | 13.550 | 16.022 | 16.342 |
| Inmovilizado Material | 498.267 | 459.548 | 494.994 | 479.479 | 469.799 | 431.910 | 382.025 | 380.963 | 380.607 | 344.536 |
| Otros Activos | 46.889 | 44.977 | 50.236 | 25.161 | 26.621 | 29.122 | 15.829 | 18.665 | 15.334 | 12.383 |
| ACTIVO CORRIENTE | 606.459 | 516.639 | 520.144 | 506.187 | 445.091 | 453.537 | 415.733 | 463.721 | 378.712 | 404.308 |
| Existencias | 303.380 | 273.193 | 277.390 | 284.341 | 238.530 | 229.578 | 208.637 | 189.085 | 202.989 | 197.837 |
| Realizable | 211.727 | 191.456 | 191.384 | 190.796 | 178.418 | 178.905 | 162.643 | 249.035 | 158.984 | 161.608 |
| Disponible | 91.352 | 51.990 | 51.370 | 31.050 | 28.143 | 45.054 | 44.453 | 25.601 | 16.739 | 44.863 |
| TOTAL ACTIVO | 1.168.794 | 1.040.432 | 1.085.009 | 1.033.742 | 960.804 | 930.994 | 831.921 | 876.899 | 790.675 | 777.569 |
| PATRIMONIO NETO | 822.776 | 736.246 | 784.366 | 757.626 | 727.681 | 708.081 | 633.199 | 575.867 | 521.617 | 498.569 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 126.947 | 118.563 | 145.123 | 102.422 | 119.567 | 103.996 | 82.539 | 99.866 | 94.830 | 83.377 |
| PASIVO CORRIENTE | 219.071 | 185.623 | 155.520 | 173.694 | 113.556 | 118.917 | 116.183 | 166.352 | 174.228 | 195.623 |
| TOTAL PASIVO | 346.018 | 304.186 | 300.643 | 276.116 | 233.123 | 222.913 | 198.722 | 266.218 | 269.058 | 279.000 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 1.168.794 | 1.040.432 | 1.085.009 | 1.033.742 | 960.804 | 930.994 | 831.921 | 842.085 | 790.675 | 777.569 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 48,11% | 50,34% | 52,06% | 51,03% | 53,68% | 51,28% | 50,03% | 47,12% | 52,10% | 48,00% |
| Inmovilizado Intangible | 1,47% | 1,85% | 1,81% | 2,22% | 2,01% | 1,76% | 2,20% | 1,55% | 2,03% | 2,10% |
| Inmovilizado Material | 42,63% | 44,17% | 45,62% | 46,38% | 48,90% | 46,39% | 45,92% | 43,44% | 48,14% | 44,31% |
| Otros Activos | 4,01% | 4,32% | 4,63% | 2,43% | 2,77% | 3,13% | 1,90% | 2,13% | 1,94% | 1,59% |
| ACTIVO CORRIENTE | 51,89% | 49,66% | 47,94% | 48,97% | 46,32% | 48,72% | 49,97% | 52,88% | 47,90% | 52,00% |
| Existencias | 25,96% | 26,26% | 25,57% | 27,51% | 24,83% | 24,66% | 25,08% | 21,56% | 25,67% | 25,44% |
| Realizable | 18,11% | 18,40% | 17,64% | 18,46% | 18,57% | 19,22% | 19,55% | 28,40% | 20,11% | 20,78% |
| Disponible | 7,82% | 5,00% | 4,73% | 3,00% | 2,93% | 4,84% | 5,34% | 2,92% | 2,12% | 5,77% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 70,40% | 70,76% | 72,29% | 73,29% | 75,74% | 76,06% | 76,11% | 65,67% | 65,97% | 64,12% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 10,86% | 11,40% | 13,38% | 9,91% | 12,44% | 11,17% | 9,92% | 11,39% | 11,99% | 10,72% |
| PASIVO CORRIENTE | 18,74% | 17,84% | 14,33% | 16,80% | 11,82% | 12,77% | 13,97% | 18,97% | 22,04% | 25,16% |
| TOTAL PASIVO | 29,60% | 29,24% | 27,71% | 26,71% | 24,26% | 23,94% | 23,89% | 30,36% | 34,03% | 35,88% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 96,03% | 100,00% | 100,00% |

2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Grupo “Bodegas Riojanas” o “RIO”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 18.250 | 16.817 | 20.283 | 19.212 | 21.836 | 18.557 | 17.537 | 17.036 | 16.940 | 16.739 |
| Otros ingresos de explotación | 466 | 899 | 607 | 470 | 586 | 461 | 647 | 698 | 484 | 552 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 18 | - 444 | - 855 | 1.262 | - 2.148 | 1.832 | 912 | 818 | - 184 | - 889 |
| Aprovisionamientos | - 9.597 | - 9.168 | - 8.936 | - 10.528 | - 8.194 | - 8.602 | - 7.564 | - 7.180 | - 5.987 | - 5.401 |
| Gastos de personal | - 4.002 | - 3.776 | - 3.957 | - 4.078 | - 4.003 | - 3.922 | - 3.597 | - 3.500 | - 3.286 | - 3.244 |
| Otros gastos de explotación | - 2.708 | - 2.450 | - 4.839 | - 5.658 | - 5.515 | - 5.171 | - 4.881 | - 4.670 | - 4.745 | - 4.499 |
| Resultados de inmovilizado | 2 | 6 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 2.429 | 1.884 | 2.303 | 680 | 2.562 | 3.155 | 3.054 | 3.202 | 3.222 | 3.258 |
| Amortizaciones | - 1.467 | - 1.463 | - 1.506 | - 1.349 | - 1.354 | - 1.306 | - 1.200 | - 1.161 | - 1.196 | - 1.223 |
| Deterioros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 962 | 421 | 797 | - 669 | 1.208 | 1.849 | 1.854 | 2.041 | 2.026 | 2.035 |
| Ingresos Financieros | 8 | 4 | 5 | 7 | 6 | 10 | 11 | 18 | 27 | - |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 970 | 425 | 802 | - 662 | 1.214 | 1.859 | 1.865 | 2.059 | 2.053 | 2.035 |
| Gastos Financieros | - 217 | - 202 | - 356 | - 416 | - 469 | - 535 | - 662 | - 949 | - 1.026 | - 1.058 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 753 | 223 | 446 | - 1.078 | 745 | 1.324 | 1.203 | 1.110 | 1.027 | 977 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | - 157 | - 31 | - 69 | 445 | - 107 | - 284 | - 215 | - 218 | - 196 | - 233 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 596 | 192 | 377 | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 596 | 192 | 377 | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 596 | 192 | 377 | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 |
| intereses minoritarios | - | 2 | 5 | 2 | 8 | 6 | - | - | - | - |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 2,55% | 5,35% | 2,99% | 2,45% | 2,68% | 2,48% | 3,69% | 4,10% | 2,86% | 3,30% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 0,10% | -2,64% | -4,22% | 6,57% | -9,84% | 9,87% | 5,20% | 4,80% | -1,09% | -5,31% |
| Aprovisionamientos | -52,59% | -54,52% | -44,06% | -54,80% | -37,53% | -46,35% | -43,13% | -42,15% | -35,34% | -32,27% |
| Gastos de personal | -21,93% | -22,45% | -19,51% | -21,23% | -18,33% | -21,13% | -20,51% | -20,54% | -19,40% | -19,38% |
| Otros gastos de explotación | -14,84% | -14,57% | -23,86% | -29,45% | -25,26% | -27,87% | -27,83% | -27,41% | -28,01% | -26,88% |
| Resultados de inmovilizado | 0,01% | 0,04% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 13,31% | 11,20% | 11,35% | 3,54% | 11,73% | 17,00% | 17,41% | 18,80% | 19,02% | 19,46% |
| Amortizaciones | -8,04% | -8,70% | -7,42% | -7,02% | -6,20% | -7,04% | -6,84% | -6,81% | -7,06% | -7,31% |

| | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Deterioros | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 5,27% | 2,50% | 3,93% | -3,48% | 5,53% | 9,96% | 10,57% | 11,98% | 11,96% | 12,16% |
| Ingresos Financieros | 0,04% | 0,02% | 0,02% | 0,04% | 0,03% | 0,05% | 0,06% | 0,11% | 0,16% | 0,00% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 5,32% | 2,53% | 3,95% | -3,45% | 5,56% | 10,02% | 10,63% | 12,09% | 12,12% | 12,16% |
| Gastos Financieros | -1,19% | -1,20% | -1,76% | -2,17% | -2,15% | -2,88% | -3,77% | -5,57% | -6,06% | -6,32% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 4,13% | 1,33% | 2,20% | -5,61% | 3,41% | 7,13% | 6,86% | 6,52% | 6,06% | 5,84% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -0,86% | -0,18% | -0,34% | 2,32% | -0,49% | -1,53% | -1,23% | -1,28% | -1,16% | -1,39% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 3,27% | 1,14% | 1,86% | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 3,27% | 1,14% | 1,86% | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 3,27% | 1,14% | 1,86% | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% |
| intereses minoritarios | 0,00% | 0,01% | 0,02% | 0,01% | 0,04% | 0,03% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Grupo “DEOLEO” u “OLE”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 703.082 | 665.614 | 561.953 | 605.557 | 692.332 | 695.213 | 817.284 | 773.242 | 812.989 | 828.868 |
| Otros ingresos de explotación | 16.706 | 25.141 | 26.261 | 9.268 | 9.594 | 7.861 | 5.203 | 3.780 | 10.851 | 11.779 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 4.587 | 22.059 | -5.910 | -15.993 | 5.272 | -18.398 | 16.900 | -510 | -35.804 | 15.681 |
| Aprovisionamientos | -514.217 | -463.061 | -393.187 | -447.501 | -544.649 | -500.392 | -651.446 | -551.009 | -560.313 | -600.380 |
| Gastos de personal | -45.457 | -49.364 | -52.740 | -44.078 | -47.606 | -58.196 | -50.699 | -47.481 | -48.202 | -62.637 |
| Otros gastos de explotación | -108.062 | -107.068 | -93.939 | -92.005 | -93.480 | -113.060 | -116.471 | -106.255 | -100.440 | -124.550 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | 216 | 3.498 | -2.718 | 293 | -576 | -41 | -28 |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 56.639 | 93.321 | 42.438 | 15.464 | 24.961 | 10.310 | 21.064 | 71.191 | 79.040 | 68.733 |
| Amortizaciones | -10.130 | -12.426 | -14.579 | -17.475 | -17.988 | -20.236 | -21.036 | -18.304 | -18.106 | -19.606 |
| Deterioros | - | - | - | -297.284 | -7.658 | -154.869 | -34.877 | -9.592 | -881 | -183.287 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 46.509 | 80.895 | 27.859 | -299.295 | -685 | -164.795 | -34.849 | 43.295 | 60.053 | -134.160 |
| Ingresos Financieros | 5.701 | 263.857 | 4.554 | 9.734 | 14.063 | 12.437 | 16.927 | 15.784 | 13.768 | 8.718 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 52.210 | 344.752 | 32.413 | -289.561 | 13.378 | -152.358 | -17.922 | 59.079 | 73.821 | -125.442 |
| Gastos Financieros | -16.681 | -50.863 | -37.916 | -42.197 | -39.490 | -46.848 | -51.854 | -63.375 | -37.472 | -37.694 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 35.529 | 293.889 | -5.503 | -331.758 | -26.112 | -199.206 | -69.776 | -4.296 | 36.349 | -163.136 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 25.795 | -3.819 | -5.103 | 40.693 | 7.756 | 19.842 | 8.455 | -66.784 | -16.438 | -82.429 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 61.324 | 290.070 | -10.606 | -291.065 | -18.356 | -179.364 | -61.321 | -71.080 | 19.911 | -245.565 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 61.324 | 290.070 | -10.606 | -291.065 | -18.356 | -179.364 | -61.321 | -71.080 | 19.911 | -245.565 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 61.324 | 290.070 | -10.606 | -291.065 | -18.356 | -179.364 | -61.321 | -71.080 | 19.911 | -245.565 |
| intereses minoritarios | - | - | - | - | - | - | -296 | -48 | -27 | 30 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 2,38% | 3,78% | 4,67% | 1,53% | 1,39% | 1,13% | 0,64% | 0,49% | 1,33% | 1,42% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 0,65% | 3,31% | -1,05% | -2,64% | 0,76% | -2,65% | 2,07% | -0,07% | -4,40% | 1,89% |
| Aprovisionamientos | -73,14% | -69,57% | -69,97% | -73,90% | -78,67% | -71,98% | -79,71% | -71,26% | -68,92% | -72,43% |
| Gastos de personal | -6,47% | -7,42% | -9,39% | -7,28% | -6,88% | -8,37% | -6,20% | -6,14% | -5,93% | -7,56% |
| Otros gastos de explotación | -15,37% | -16,09% | -16,72% | -15,19% | -13,50% | -16,26% | -14,25% | -13,74% | -12,35% | -15,03% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,04% | 0,51% | -0,39% | 0,04% | -0,07% | -0,01% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 8,06% | 14,02% | 7,55% | 2,55% | 3,61% | 1,48% | 2,58% | 9,21% | 9,72% | 8,29% |
| Amortizaciones | -1,44% | -1,87% | -2,59% | -2,89% | -2,60% | -2,91% | -2,57% | -2,37% | -2,23% | -2,37% |
| Deterioros | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -49,09% | -1,11% | -22,28% | -4,27% | -1,24% | -0,11% | -22,11% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 6,62% | 12,15% | 4,96% | -49,42% | -0,10% | -23,70% | -4,26% | 5,60% | 7,39% | -16,19% |
| Ingresos Financieros | 0,81% | 39,64% | 0,81% | 1,61% | 2,03% | 1,79% | 2,07% | 2,04% | 1,69% | 1,05% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 7,43% | 51,79% | 5,77% | -47,82% | 1,93% | -21,92% | -2,19% | 7,64% | 9,08% | -15,13% |
| Gastos Financieros | -2,37% | -7,64% | -6,75% | -6,97% | -5,70% | -6,74% | -6,34% | -8,20% | -4,61% | -4,55% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 5,05% | 44,15% | -0,98% | -54,79% | -3,77% | -28,65% | -8,54% | -0,56% | 4,47% | -19,68% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 3,67% | -0,57% | -0,91% | 6,72% | 1,12% | 2,85% | 1,03% | -8,64% | -2,02% | -9,94% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 8,72% | 43,58% | -1,89% | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 8,72% | 43,58% | -1,89% | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 8,72% | 43,58% | -1,89% | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% |
| intereses minoritarios | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,04% | -0,01% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Grupo “EBRO FOODS” o “EBRO”

| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 2.427.068 | 2.898.300 | 2.512.237 | 2.646.523 | 2.506.969 | 2.459.246 | 2.461.915 | 2.120.722 | 1.956.647 | 2.041.266 | 1.804.111 |
| Otros ingresos de explotación | 25.687 | 11.334 | 18.034 | 13.083 | 10.599 | 22.170 | 12.797 | 21.156 | 14.859 | 37.314 | 33.184 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 19.398 | 20.766 | -7.588 | 18.978 | 23.878 | 16.231 | 12.419 | 949 | 6.042 | -6.226 | 23.375 |
| Aprovisionamientos | 1.356.990 | 1.626.299 | 1.370.397 | 1.462.269 | 1.331.011 | 1.314.475 | 1.391.646 | 1.189.285 | 1.084.446 | 1.121.487 | -985.611 |
| Gastos de personal | -333.188 | -386.861 | -347.208 | -360.496 | -338.975 | -331.443 | -306.304 | -261.710 | -239.623 | -248.193 | -234.971 |
| Otros gastos de explotación | -484.595 | -562.415 | -513.911 | -553.598 | -529.353 | -520.160 | -484.188 | -416.521 | -382.439 | -397.785 | -362.435 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | 4.719 | 8.658 | 9.872 | 5.794 | 2.075 | -2.097 | 31.601 | -9.495 |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 297.380 | 354.825 | 291.167 | 306.940 | 350.765 | 341.441 | 310.787 | 277.386 | 268.943 | 336.490 | 268.158 |
| Amortizaciones | 94.565 | -112.202 | -100.025 | -88.812 | -79.686 | -76.833 | -68.410 | -60.009 | -56.036 | -57.281 | -49.084 |
| Deterioros | - | -35.104 | -3.684 | -1.429 | -181 | -183 | -4.213 | -11.325 | -177 | -178 | -176 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 202.815 | 207.519 | 187.458 | 216.699 | 270.898 | 264.425 | 238.164 | 206.052 | 212.730 | 279.031 | 218.898 |
| Ingresos Financieros | 32.130 | 41.977 | 24.692 | 27.879 | 39.795 | 31.788 | 34.741 | 34.455 | 17.563 | 14.593 | 27.837 |

| | | | | | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 234.945 | 249.496 | 212.150 | 244.578 | 310.693 | 296.213 | 272.905 | 240.507 | 230.293 | 293.624 | 246.735 |
| Gastos Financieros | 39.601 | -60.249 | -39.711 | -31.628 | -46.562 | -36.803 | -43.183 | -24.758 | -19.647 | -45.723 | -24.342 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 195.344 | 189.247 | 172.439 | 212.950 | 264.131 | 259.410 | 229.722 | 215.749 | 210.646 | 247.901 | 222.393 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 53.512 | -53.853 | -59.383 | -63.639 | -34.157 | -83.591 | -79.034 | -64.407 | -69.157 | -89.450 | -70.750 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 141.832 | 135.394 | 113.056 | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 151.342 | 141.489 | 158.451 | 151.643 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 141.832 | 135.394 | 113.056 | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 151.342 | 141.489 | 158.451 | 151.643 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | - | 2.223 | -7.507 | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 141.832 | 135.394 | 113.056 | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 149.119 | 133.982 | 158.451 | 151.643 |
| intereses minoritarios | 11.617 | 14.236 | 8.536 | 7.722 | 9.374 | 6.095 | 5.842 | 3.106 | 1.223 | -141 | 101 |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 1,06% | 0,39% | 0,72% | 0,49% | 0,42% | 0,90% | 0,52% | 1,00% | 0,76% | 1,83% | 1,84% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 0,80% | 0,72% | -0,30% | 0,72% | 0,95% | 0,66% | 0,50% | 0,04% | 0,31% | -0,31% | 1,30% |
| Aprovisionamientos | -55,91% | -56,11% | -54,55% | -55,25% | -53,09% | -53,45% | -56,53% | -56,08% | -55,42% | -54,94% | -54,63% |
| Gastos de personal | -13,73% | -13,35% | -13,82% | -13,62% | -13,52% | -13,48% | -12,44% | -12,34% | -12,25% | -12,16% | -13,02% |
| Otros gastos de explotación | -19,97% | -19,40% | -20,46% | -20,92% | -21,12% | -21,15% | -19,67% | -19,64% | -19,55% | -19,49% | -20,09% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,18% | 0,35% | 0,40% | 0,24% | 0,10% | -0,11% | 1,55% | -0,53% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 12,25% | 12,24% | 11,59% | 11,60% | 13,99% | 13,88% | 12,62% | 13,08% | 13,75% | 16,48% | 14,86% |
| Amortizaciones | -3,90% | -3,87% | -3,98% | -3,36% | -3,18% | -3,12% | -2,78% | -2,83% | -2,86% | -2,81% | -2,72% |
| Deterioros | 0,00% | -1,21% | -0,15% | -0,05% | -0,01% | -0,01% | -0,17% | -0,53% | -0,01% | -0,01% | -0,01% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 8,36% | 7,16% | 7,46% | 8,19% | 10,81% | 10,75% | 9,67% | 9,72% | 10,87% | 13,67% | 12,13% |
| Ingresos Financieros | 1,32% | 1,45% | 0,98% | 1,05% | 1,59% | 1,29% | 1,41% | 1,62% | 0,90% | 0,71% | 1,54% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 9,68% | 8,61% | 8,44% | 9,24% | 12,39% | 12,04% | 11,09% | 11,34% | 11,77% | 14,38% | 13,68% |
| Gastos Financieros | -1,63% | -2,08% | -1,58% | -1,20% | -1,86% | -1,50% | -1,75% | -1,17% | -1,00% | -2,24% | -1,35% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 8,05% | 6,53% | 6,86% | 8,05% | 10,54% | 10,55% | 9,33% | 10,17% | 10,77% | 12,14% | 12,33% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -2,20% | -1,86% | -2,36% | -2,40% | -1,36% | -3,40% | -3,21% | -3,04% | -3,53% | -4,38% | -3,92% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 5,84% | 4,67% | 4,50% | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,14% | 7,23% | 7,76% | 8,41% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 5,84% | 4,67% | 4,50% | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,14% | 7,23% | 7,76% | 8,41% |

| | | | | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,10% | -0,38% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 5,84% | 4,67% | 4,50% | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,03% | 6,85% | 7,76% | 8,41% |
| intereses minoritarios | 0,48% | 0,49% | 0,34% | 0,29% | 0,37% | 0,25% | 0,24% | 0,15% | 0,06% | -0,01% | 0,01% |

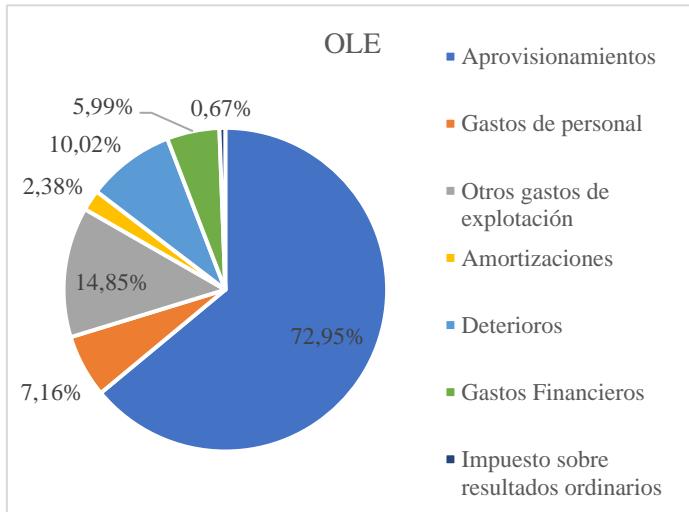
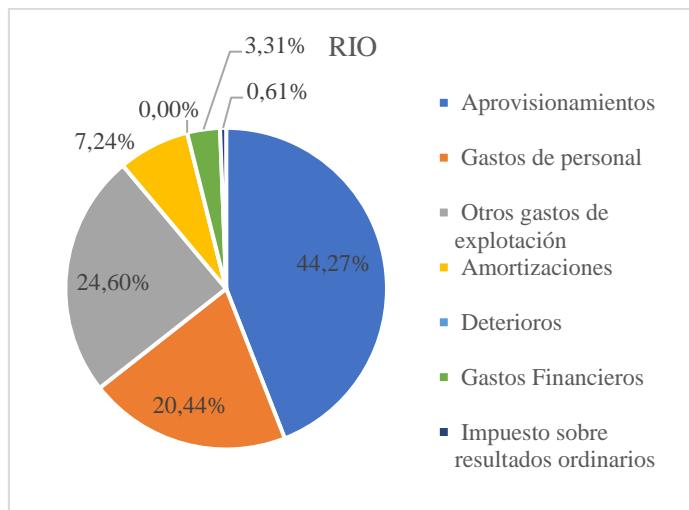
Grupo “VISCOFAN” o “EBRO”

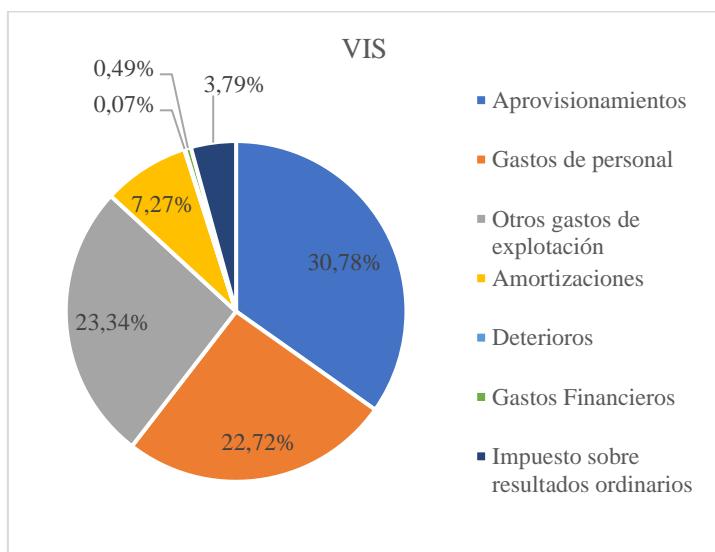
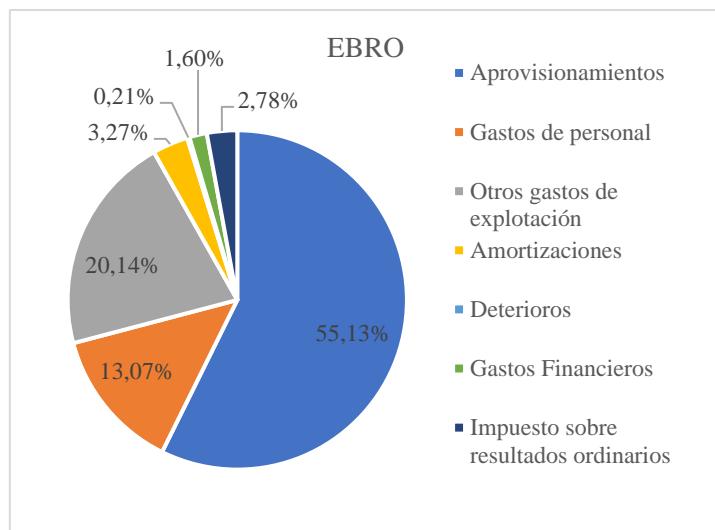
| (en miles de €) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 969.237 | 912.160 | 849.697 | 786.049 | 778.136 | 730.833 | 740.770 | 687.063 | 660.201 | 752.784 |
| Otros ingresos de explotación | 11.509 | 8.522 | 17.837 | 28.922 | 17.297 | 18.256 | 7.551 | 5.078 | 6.903 | 5.977 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 5.506 | 3.140 | -9.041 | 25.097 | 18.809 | 2.387 | 23.531 | 10.273 | 7.985 | 29.502 |
| Aprovisionamientos | -288.724 | -275.671 | -262.623 | -252.646 | -229.549 | -205.307 | -226.980 | -201.021 | -204.784 | -272.943 |
| Gastos de personal | -231.250 | -222.731 | -201.278 | -189.135 | -184.280 | -168.576 | -158.545 | -147.031 | -142.782 | -150.319 |
| Otros gastos de explotación | -218.526 | -190.401 | -190.023 | -189.208 | -189.889 | -173.412 | -172.362 | -168.570 | -156.727 | -179.578 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 247.752 | 235.019 | 204.569 | 209.079 | 210.524 | 204.181 | 213.965 | 185.792 | 170.796 | 185.423 |
| Amortizaciones | -72.281 | -71.526 | -70.674 | -62.438 | -56.382 | -49.699 | -53.049 | -49.163 | -45.142 | -45.010 |
| Deterioros | -1.082 | -586 | -3.840 | -320 | 711 | -116 | -122 | -369 | -159 | -390 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 174.389 | 162.907 | 130.055 | 146.321 | 154.853 | 154.366 | 160.794 | 136.260 | 125.495 | 140.023 |
| Ingresos Financieros | 628 | 524 | 597 | 309 | 279 | 431 | 694 | 322 | 443 | 691 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 175.017 | 163.431 | 130.652 | 146.630 | 155.132 | 154.797 | 161.488 | 136.582 | 125.938 | 140.714 |
| Gastos Financieros | -781 | -3.780 | -831 | 669 | -9.775 | 458 | -9.981 | -2.341 | -3.529 | -7.719 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 174.236 | 159.651 | 129.821 | 147.299 | 145.357 | 155.255 | 151.507 | 134.241 | 122.409 | 132.995 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -43.423 | -37.143 | -24.487 | -23.588 | -23.338 | -30.244 | -31.883 | -30.612 | -25.563 | -27.932 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 130.813 | 122.508 | 105.334 | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 119.624 | 103.629 | 96.846 | 105.063 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 130.813 | 122.508 | 105.334 | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 119.624 | 103.629 | 96.846 | 105.063 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | 411 | 2.823 | 4.674 |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 130.813 | 122.508 | 105.334 | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 120.035 | 106.452 | 101.520 | 105.063 |
| intereses minoritarios | - | - | - | - | -122 | -82 | -73 | 13 | - | - |

| Significatividad | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 1,19% | 0,93% | 2,10% | 3,68% | 2,22% | 2,50% | 1,02% | 0,74% | 1,05% | 0,79% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 0,57% | 0,34% | -1,06% | 3,19% | 2,42% | 0,33% | 3,18% | 1,50% | 1,21% | 3,92% |
| Aprovisionamientos | -29,79% | -30,22% | -30,91% | -32,14% | -29,50% | -28,09% | -30,64% | -29,26% | -31,02% | -36,26% |
| Gastos de personal | -23,86% | -24,42% | -23,69% | -24,06% | -23,68% | -23,07% | -21,40% | -21,40% | -21,63% | -19,97% |
| Otros gastos de explotación | -22,55% | -20,87% | -22,36% | -24,07% | -24,40% | -23,73% | -23,27% | -24,53% | -23,74% | -23,86% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 25,56% | 25,77% | 24,08% | 26,60% | 27,05% | 27,94% | 28,88% | 27,04% | 25,87% | 24,63% |
| Amortizaciones | -7,46% | -7,84% | -8,32% | -7,94% | -7,25% | -6,80% | -7,16% | -7,16% | -6,84% | -5,98% |

| | | | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Deterioros | -0,11% | -0,06% | -0,45% | -0,04% | 0,09% | -0,02% | -0,02% | -0,05% | -0,02% | -0,05% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 17,99% | 17,86% | 15,31% | 18,61% | 19,90% | 21,12% | 21,71% | 19,83% | 19,01% | 18,60% |
| Ingresos Financieros | 0,06% | 0,06% | 0,07% | 0,04% | 0,04% | 0,06% | 0,09% | 0,05% | 0,07% | 0,09% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 18,06% | 17,92% | 15,38% | 18,65% | 19,94% | 21,18% | 21,80% | 19,88% | 19,08% | 18,69% |
| Gastos Financieros | -0,08% | -0,41% | -0,10% | 0,09% | -1,26% | 0,06% | -1,35% | -0,34% | -0,53% | -1,03% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 17,98% | 17,50% | 15,28% | 18,74% | 18,68% | 21,24% | 20,45% | 19,54% | 18,54% | 17,67% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -4,48% | -4,07% | -2,88% | -3,00% | -3,00% | -4,14% | -4,30% | -4,46% | -3,87% | -3,71% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 13,50% | 13,43% | 12,40% | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,15% | 15,08% | 14,67% | 13,96% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 13,50% | 13,43% | 12,40% | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,15% | 15,08% | 14,67% | 13,96% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,06% | 0,41% | 0,71% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 13,50% | 13,43% | 12,40% | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,20% | 15,49% | 15,38% | 13,96% |
| intereses minoritarios | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,02% | -0,01% | -0,01% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

3. COMPOSICIÓN DEL GASTO





ANEXO IV. ANÁLISIS FINANCIERO

1. ANÁLISIS CORTO PLAZO: RATIOS DE LIQUIDEZ

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| RIO | | | | | | | | | | | |
| Ratio de liquidez | 1,94 | 2,00 | 1,98 | 1,88 | 2,42 | 2,41 | 2,19 | 1,87 | 1,66 | 2,10 | 1,90 |
| Liquidez Inmediata | 0,54 | 0,60 | 0,60 | 0,55 | 0,69 | 0,57 | 0,62 | 0,36 | 0,31 | 0,37 | 0,42 |
| Tesorería | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,01 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| OLE | | | | | | | | | | | |
| Ratio de liquidez | 2,46 | 2,28 | 1,67 | 2,02 | 1,92 | 2,59 | 1,84 | 2,61 | 1,73 | 2,59 | 1,83 |
| Liquidez Inmediata | 1,66 | 1,53 | 1,28 | 1,36 | 1,07 | 1,40 | 0,98 | 1,53 | 1,19 | 1,46 | 1,09 |
| Tesorería | 0,58 | 0,64 | 0,63 | 0,44 | 0,25 | 0,27 | 0,13 | 0,56 | 0,51 | 0,77 | 0,54 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBRO | Ratio de liquidez | 1,56 | 1,60 | 1,58 | 1,44 | 1,74 | 1,86 | 1,68 | 1,55 | 1,55 | 1,13 |
| | Liquidez Inmediata | 0,90 | 0,98 | 0,86 | 0,84 | 1,04 | 1,12 | 0,95 | 0,81 | 0,86 | 0,63 |
| | Tesorería | 0,18 | 0,31 | 0,18 | 0,27 | 0,34 | 0,44 | 0,35 | 0,21 | 0,28 | 0,18 |
| VIS | Ratio de liquidez | 2,10 | 2,07 | 2,17 | 2,79 | 3,58 | 3,81 | 3,92 | 2,91 | 3,34 | 2,78 |
| | Liquidez Inmediata | 1,04 | 1,06 | 1,01 | 1,65 | 1,78 | 1,88 | 1,82 | 1,28 | 1,56 | 1,31 |
| | Tesorería | 0,09 | 0,23 | 0,10 | 0,15 | 0,38 | 0,38 | 0,25 | 0,18 | 0,33 | 0,28 |
| MEDIA | Ratio de liquidez | 2,02 | 1,99 | 1,85 | 2,03 | 2,41 | 2,67 | 2,41 | 2,23 | 2,07 | 2,15 |
| | Liquidez Inmediata | 1,03 | 1,04 | 0,94 | 1,10 | 1,15 | 1,24 | 1,09 | 0,99 | 0,98 | 0,94 |
| | Tesorería | 0,21 | 0,30 | 0,23 | 0,22 | 0,25 | 0,27 | 0,18 | 0,24 | 0,28 | 0,31 |

2. ANÁLISIS CORTO PLAZO: FONDO DE MANIOBRA O CAPITAL CIRCULANTE

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| RIO | 20.058 | 19.760 | 18.909 | 23.973 | 23.920 | 19.614 | 15.660 | 13.008 | 16.793 | 16.052 |
| OLE | 256.528 | 191.826 | 186.037 | 151.950 | 137.003 | 107.139 | 138.611 | 112.204 | 151.029 | 133.693 |
| EBRO | 333.873 | 308.727 | 312.073 | 465.594 | 570.370 | 521.848 | 438.887 | 497.786 | 151.020 | 809.564 |
| VIS | 208.685 | 204.484 | 297.369 | 299.550 | 334.620 | 331.535 | 332.493 | 364.624 | 331.016 | 387.388 |

3. ANÁLISIS CORTO PLAZO: COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| RIO | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,81 | 0,8 | 0,81 | 0,76 | 0,66 | 0,69 | 0,65 |
| OLE | 1,05 | 1,09 | 1,06 | 1,03 | 1,03 | 1 | 1,07 | 1,84 | 1,91 | 1,73 |
| EBRO | 0,98 | 0,97 | 0,96 | 1,02 | 1,03 | 1 | 0,96 | 1,84 | 1,94 | 1,19 |
| VIS | 0,9 | 0,92 | 1,06 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 0,96 | 1,05 | 1,01 | 0,96 |

4. ANÁLISIS CORTO PLAZO: PERIODOS

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | |
|------|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RIO | Almacén Materia Prima | 89,32 | 95,07 | 75,16 | 64,91 | 56,97 | 64,23 | 51,77 | 37,21 | 37,88 | 49,58 |
| | Fabricación | 771,06 | 758,82 | 730,86 | 760,18 | 732,93 | 454,72 | 502,31 | 544,35 | 569,95 | 581,11 |
| | Almacén Productos Terminados | 10,23 | 10,9 | 14,08 | 12,32 | 10,4 | 9,55 | 19,17 | 37,53 | 36,18 | 25,85 |
| | Cobro | 236,78 | 242,02 | 232,72 | 215,84 | 187,85 | 145,44 | 136,69 | 102,98 | 114,14 | 119,11 |
| | Pago | 275,07 | 301,93 | 278,45 | 299,64 | 255,87 | 259,84 | 222,48 | 278,34 | 217,36 | 212,24 |
| | Medio Maduración Técnico | 1107,39 | 1106,82 | 1052,82 | 1053,25 | 988,15 | 673,94 | 709,94 | 722,07 | 758,14 | 775,64 |
| | Medio Maduración Financiero | 832,32 | 804,89 | 774,37 | 753,61 | 732,28 | 414,1 | 487,45 | 443,73 | 540,78 | 563,40 |
| OLE | Almacén Materia Prima | 28,46 | 19,35 | 22,26 | 22,2 | 23,4 | 16,29 | 20,22 | 39,10 | 39,78 | 19,75 |
| | Fabricación | 15,4 | 14,38 | 10,07 | 9,49 | 10,35 | 8,29 | 8,7 | 9,90 | 10,89 | 6,80 |
| | Almacén Productos Terminados | 37,84 | 36,2 | 33,87 | 32,92 | 39,29 | 37,65 | 40,54 | 63,13 | 73,03 | 43,27 |
| | Cobro | 74,95 | 65,88 | 67,73 | 55,03 | 47,57 | 43,04 | 46,5 | 44,05 | 26,66 | 23,67 |
| | Pago | 81,78 | 99,01 | 110,91 | 79,8 | 75,23 | 51,69 | 62,48 | 52,00 | 46,00 | 56,81 |
| | Medio Maduración Técnico | 156,65 | 135,81 | 133,94 | 119,65 | 120,61 | 105,28 | 115,96 | 156,18 | 150,35 | 93,49 |
| | Medio Maduración Financiero | 74,86 | 36,8 | 23,02 | 39,85 | 45,38 | 53,59 | 53,48 | 104,18 | 104,35 | 36,68 |
| EBRO | Almacén Materia Prima | 48,46 | 57,62 | 59,14 | 53,01 | 61,09 | 65,38 | 60,03 | 65,78 | 53,91 | 71,85 |
| | Fabricación | 7,94 | 25,53 | 18,59 | 3,45 | 3,94 | 3,92 | 4,56 | 5,58 | 5,00 | 7,37 |
| | Almacén Productos Terminados | 29,52 | 35,96 | 31,55 | 32,54 | 35,22 | 39,24 | 40,7 | 39,24 | 34,44 | 38,90 |
| | Cobro | 58,71 | 58,08 | 55,45 | 52,75 | 54,86 | 54,1 | 53,05 | 60,50 | 48,89 | 62,00 |
| | Pago | 94,61 | 96,27 | 99,08 | 96,89 | 106,2 | 110,03 | 104,92 | 88,42 | 83,86 | 90,01 |
| | Medio Maduración Técnico | 144,63 | 177,19 | 164,73 | 141,74 | 155,11 | 162,64 | 158,35 | 171,10 | 142,23 | 180,12 |
| | Medio Maduración Financiero | 50,02 | 80,92 | 65,65 | 44,84 | 48,91 | 52,61 | 53,43 | 82,68 | 58,37 | 90,11 |

| | | | | | | | | | | | |
|-----|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VIS | Almacén Materia Prima | 70,3 | 94,9 | 92,95 | 81,43 | 101,16 | 98,64 | 97,7 | 99,73 | 92,78 | 96,25 |
| | Fabricación | 26,41 | 34,93 | 35,8 | 35,38 | 43,55 | 40,89 | 38,69 | 37,45 | 34,35 | 31,58 |
| | Almacén Productos Terminados | 63,96 | 82,06 | 74,23 | 70,07 | 73,35 | 69,7 | 82,06 | 82,54 | 74,60 | 73,85 |
| | Cobro | 63,37 | 72 | 67,01 | 63,07 | 68,61 | 67,48 | 67,75 | 68,67 | 67,26 | 67,43 |
| | Pago | 82,55 | 117,54 | 117,76 | 95,11 | 107,03 | 107,64 | 97,71 | 41,25 | 37,80 | 41,92 |
| | Medio Maduración Técnico | 224,03 | 283,89 | 269,99 | 249,94 | 286,67 | 276,71 | 286,21 | 288,38 | 268,99 | 269,12 |
| | Medio Maduración Financiero | 141,48 | 166,35 | 152,22 | 154,84 | 179,64 | 169,07 | 188,49 | 247,13 | 231,18 | 227,20 |
| | | | | | | | | | | | |

5. ANÁLISIS LARGO PLAZO: COMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

| RIO | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Solvencia Ajustado | 1,88 | 1,9 | 1,88 | 1,82 | 1,69 | 1,65 | 1,62 | 1,66 | 1,69 | 1,70 |
| | Endeudamiento Total | 1,14 | 1,11 | 1,14 | 1,22 | 1,45 | 1,53 | 1,6 | 1,52 | 1,44 | 1,43 |
| | Endeudamiento c/p | 0,81 | 0,81 | 0,86 | 0,66 | 0,72 | 0,77 | 0,91 | 0,99 | 0,77 | 0,86 |
| | Endeudamiento l/p | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,53 | 0,68 | 0,56 |
| | Composición Endeudamiento | 0,4 | 0,37 | 0,33 | 0,84 | 1,02 | 0,97 | 0,76 | 0,53 | 0,88 | 0,65 |

| OLE | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|
| | Solvencia Ajustado | 1,42 | 1,48 | 1,49 | 1,45 | 1,33 | 1,28 | 1,02 | 1,01 | 1,98 | 2,19 |
| | Endeudamiento Total | 1,97 | 1,76 | 1,67 | 1,79 | 2,46 | 2,8 | 21,9 | 30,96 | 0,97 | 0,81 |
| | Endeudamiento c/p | 0,36 | 0,46 | 0,32 | 0,33 | 0,26 | 0,42 | 2,44 | 5,79 | 0,22 | 0,32 |
| | Endeudamiento l/p | 1,62 | 1,3 | 1,35 | 1,47 | 2,2 | 2,37 | 19,46 | 25,17 | 0,75 | 0,49 |
| | Composición Endeudamiento | 4,52 | 2,85 | 4,2 | 4,5 | 8,4 | 5,61 | 7,98 | 4,35 | 3,42 | 1,52 |

| EBRO | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Solvencia Ajustado | 1,84 | 1,84 | 1,73 | 1,71 | 1,7 | 1,71 | 1,63 | 1,51 | 1,44 | 1,73 |
| | Endeudamiento Total | 0,61 | 0,6 | 0,69 | 0,71 | 0,73 | 0,73 | 0,75 | 0,91 | 1,05 | 0,85 |
| | Endeudamiento c/p | 0,33 | 0,31 | 0,38 | 0,31 | 0,32 | 0,36 | 0,37 | 0,39 | 0,60 | 0,43 |
| | Endeudamiento l/p | 0,28 | 0,3 | 0,31 | 0,39 | 0,42 | 0,36 | 0,38 | 0,52 | 0,46 | 0,41 |
| | Composición Endeudamiento | 0,87 | 0,96 | 0,8 | 1,25 | 1,32 | 1 | 1,05 | 1,32 | 0,77 | 0,95 |

| | | | | | | | | | | | |
|-----|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| VIS | Solvencia Ajustado | 2,79 | 2,94 | 3,29 | 4,19 | 4,18 | 4,12 | 3,74 | 3,60 | 3,41 | 3,37 |
| | Endeudamiento Total | 0,56 | 0,52 | 0,46 | 0,31 | 0,31 | 0,32 | 0,36 | 0,38 | 0,41 | 0,42 |
| | Endeudamiento c/p | 0,39 | 0,33 | 0,29 | 0,18 | 0,17 | 0,16 | 0,23 | 0,20 | 0,25 | 0,27 |
| | Endeudamiento l/p | 0,17 | 0,18 | 0,17 | 0,13 | 0,15 | 0,16 | 0,14 | 0,19 | 0,16 | 0,15 |
| | Composición Endeudamiento | 0,43 | 0,54 | 0,6 | 0,71 | 0,87 | 1,05 | 0,59 | 0,93 | 0,64 | 0,58 |

| MEDIA | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Solvencia Ajustado | 1,98 | 2,04 | 2,10 | 2,29 | 2,23 | 2,19 | 2,00 | 1,94 | 2,13 | 2,25 |
| | Endeudamiento Total | 1,07 | 1,00 | 0,99 | 1,01 | 1,24 | 1,35 | 6,15 | 8,44 | 0,97 | 0,88 |
| | Endeudamiento c/p | 0,47 | 0,48 | 0,46 | 0,37 | 0,37 | 0,43 | 0,99 | 1,84 | 0,46 | 0,47 |
| | Endeudamiento l/p | 0,69 | 0,62 | 0,63 | 0,67 | 0,87 | 0,90 | 5,17 | 6,60 | 0,51 | 0,41 |
| | Composición Endeudamiento | 1,56 | 1,18 | 1,48 | 1,83 | 2,90 | 2,16 | 2,60 | 1,78 | 1,43 | 0,93 |

ANEXO V. ANÁLISIS RENTABILIDAD

1. RENTABILIDADES

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| RIO | | | | | | | | | | |
| ROI antes de impuestos | 1,85% | 1,95% | 2,09% | 2,18% | 2,31% | 1,33% | -2,05% | 1,58% | 0,86% | 1,96% |
| ROI | 1,41% | 1,58% | 1,68% | 1,79% | 1,81% | 1,14% | -1,20% | 0,74% | 0,39% | 1,21% |
| ROE antes de impuestos | 3,95% | 4,13% | 4,44% | 4,75% | 5,37% | 3,31% | -5,24% | 4,04% | 2,12% | 4,71% |
| ROE | 3,01% | 3,34% | 3,57% | 3,90% | 4,22% | 2,83% | -3,08% | 1,90% | 0,96% | 2,89% |
| L | 113,61% | 110,59% | 114,10% | 121,88% | 144,58% | 152,80% | 160,14% | 152,07% | 144,17% | 142,53% |
| c | 3,75% | 3,73% | 3,31% | 2,13% | 1,56% | 1,44% | 1,31% | 1,18% | 0,70% | 0,74% |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|--------|--------|
| OLE | ROI antes de impuestos | -8,93% | 2,14% | -0,27% | -4,77% | -15,61% | -2,29% | -34,09% | 3,92% | 40,59% | 5,96% |
| | ROI | -13,44% | 1,17% | -4,39% | -4,19% | -14,06% | -1,61% | -29,90% | -1,28% | 34,15% | 7,00% |
| | ROE antes de impuestos | -23,77% | 6,13% | -0,72% | -13,02% | -47,71% | -8,31% | -197,98% | 122,29% | 79,76% | 10,51% |
| | ROE | -35,78% | 3,36% | -11,93% | -11,44% | -42,95% | -5,84% | -173,70% | -40,01% | 67,11% | 12,34% |
| | L | 197,31% | 175,67% | 167,22% | 179,25% | 245,98% | 279,53% | 2190,20% | 3095,80% | 97,03% | 81,36% |
| | c | 3,41% | 3,41% | 6,70% | 5,71% | 5,79% | 4,71% | 5,46% | 4,62% | 12,13% | 4,13% |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| OLE | ROI antes de impuestos | 9,11% | 7,65% | 7,27% | 7,00% | 7,36% | 7,23% | 5,68% | 5,17% | 4,50% | 5,91% |
| | ROI | 5,82% | 4,87% | 5,03% | 4,59% | 4,99% | 6,29% | 3,98% | 2,75% | 3,22% | 3,57% |
| | ROE antes de impuestos | 15,11% | 12,31% | 11,98% | 11,88% | 12,66% | 12,49% | 9,88% | 9,26% | 12,74% | 11,01% |

| | | | | | | | | | | | |
|-------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| EBRO | ROE | 9,66% | 7,83% | 8,28% | 7,79% | 8,58% | 10,88% | 6,93% | 4,93% | 6,92% | 6,65% |
| | L | 61,34% | 60,43% | 68,75% | 70,79% | 73,07% | 72,63% | 74,98% | 91,17% | 105,24% | 84,64% |
| | c | 4,40% | 1,88% | 1,92% | 3,06% | 2,39% | 3,02% | 1,93% | 1,90% | 2,92% | 2,19% |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VIS | ROI antes de impuestos | 18,03% | 15,61% | 16,10% | 17,73% | 17,61% | 15,37% | 14,77% | 12,33% | 15,38% | 15,84% |
| | ROI | 14,25% | 12,95% | 12,77% | 14,05% | 14,18% | 12,90% | 12,40% | 9,94% | 11,53% | 11,84% |
| | ROE antes de impuestos | 28,06% | 24,00% | 24,46% | 25,06% | 23,15% | 20,25% | 19,83% | 16,66% | 22,20% | 21,27% |
| | ROE | 22,17% | 19,90% | 19,40% | 19,86% | 18,64% | 17,00% | 16,66% | 13,43% | 16,64% | 15,90% |
| | L | 55,96% | 51,58% | 46,23% | 31,38% | 31,48% | 32,04% | 36,44% | 38,33% | 41,32% | 42,05% |
| | c | 2,77% | 1,31% | 0,88% | 5,02% | -0,21% | 4,19% | -0,24% | 0,28% | 1,24% | 0,23% |

| | | | | | | | | | | | |
|--------------|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| MEDIA | ROI antes de impuestos | 5,43% | 6,74% | 6,35% | 6,34% | 4,73% | 5,75% | -1,33% | 5,75% | 15,33% | 7,42% |
| | ROI | 2,79% | 5,16% | 3,99% | 4,69% | 3,16% | 4,89% | -1,56% | 3,04% | 12,32% | 5,90% |
| | ROE antes de impuestos | 7,06% | 11,57% | 10,29% | 8,61% | 1,93% | 7,40% | -32,40% | 38,06% | 29,21% | 11,88% |
| | ROE | 1,81% | 8,76% | 5,54% | 6,19% | 0,10% | 6,46% | -28,87% | -4,94% | 22,91% | 9,45% |
| | L | 100,36% | 96,11% | 91,90% | 88,58% | 105,15% | 113,34% | 497,50% | 844,34% | 96,94% | 87,65% |
| | c | 3,08% | 2,33% | 2,81% | 3,28% | 1,95% | 2,70% | 1,73% | 1,99% | 4,25% | 1,82% |

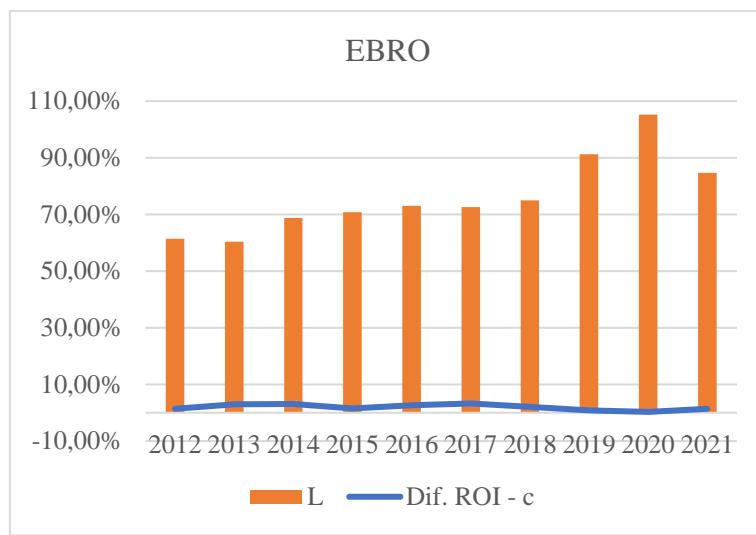
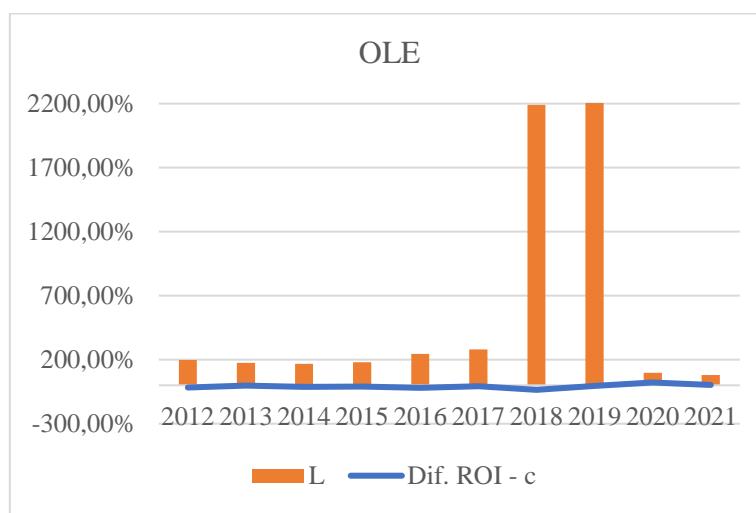
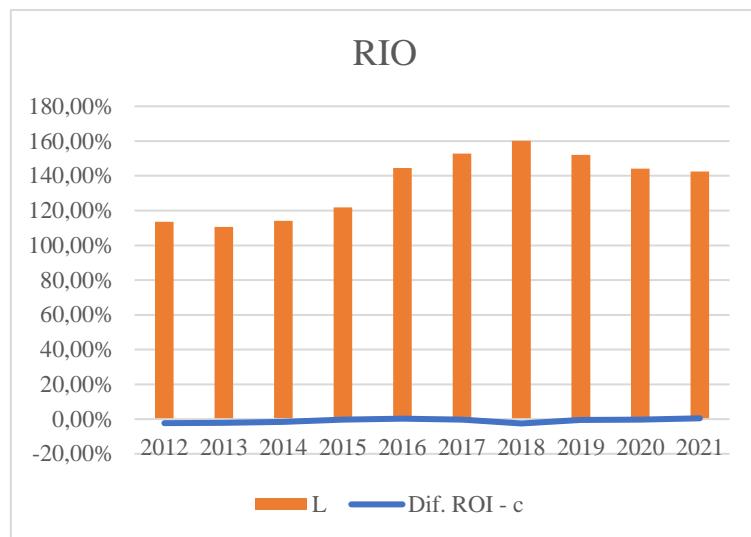
2. APALANCAMIENTO

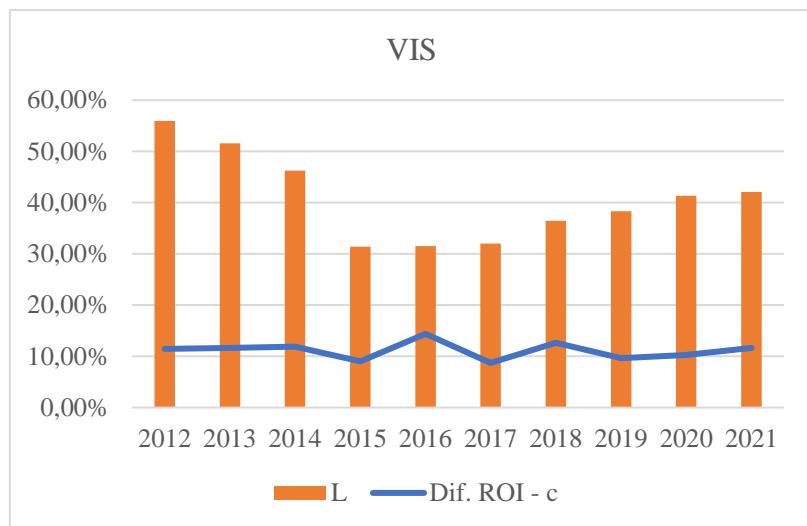
| RIO | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dif. ROI - c | -2,35% | -2,15% | -1,63% | -0,34% | 0,25% | -0,30% | -2,51% | -0,44% | -0,31% | 0,47% |
| | L | 113,61% | 110,59% | 114,10% | 121,88% | 144,58% | 152,80% | 160,14% | 152,07% | 144,17% | 142,53% |

| OLE | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dif. ROI - c | -16,85% | -2,24% | -11,09% | -9,91% | -19,85% | -6,33% | -35,36% | -5,90% | 22,02% | 2,87% |
| | L | 197,31% | 175,67% | 167,22% | 179,25% | 245,98% | 279,53% | 2190,20% | 3095,80% | 97,03% | 81,36% |

| EBRO | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dif. ROI - c | 1,42% | 2,99% | 3,10% | 1,53% | 2,60% | 3,27% | 2,06% | 0,85% | 0,29% | 1,37% |
| | L | 61,34% | 60,43% | 68,75% | 70,79% | 73,07% | 72,63% | 74,98% | 91,17% | 105,24% | 84,64% |

| VIS | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dif. ROI - c | 11,48% | 11,64% | 11,89% | 9,03% | 14,39% | 8,71% | 12,65% | 9,67% | 10,29% | 11,62% |
| | L | 55,96% | 51,58% | 46,23% | 31,38% | 31,48% | 32,04% | 36,44% | 38,33% | 41,32% | 42,05% |





ANEXO VI. ANÁLISIS BURSÁTIL

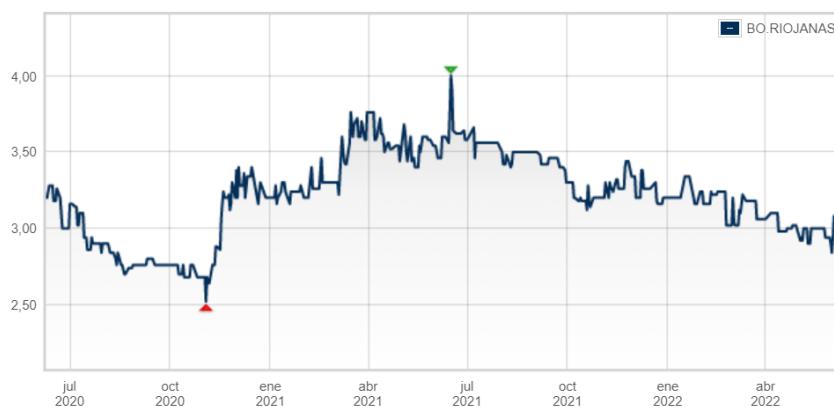
1. INDICADORES BURSÁTILES

| | Capitalización Bursátil (miles de euros) | BPA | Variación anual (07/06/2022-07/06/2021) | PER | Cash Flow por acción | PER Cash Flow | Pay-Out | Book to Market |
|-------------|--|-------|---|-------|----------------------|---------------|---------|----------------|
| RIO | 14.767 | 0,14 | -8,18% | 20,86 | 0,43 | 6,84 | 0% | 1,395544 |
| OLE | 182.500 | 0,062 | 25,86% | 5,89 | 0,14 | 2,55 | 0% | 2,722307 |
| EBRO | 2.578.784 | 1,551 | -0,71% | 10,81 | 2,24 | 7,48 | 70,09% | 0,827208 |
| VIS | 2.355.225 | 2,86 | -10,98% | 17,71 | 4,41 | 11,47 | 59,09% | 0,349341 |

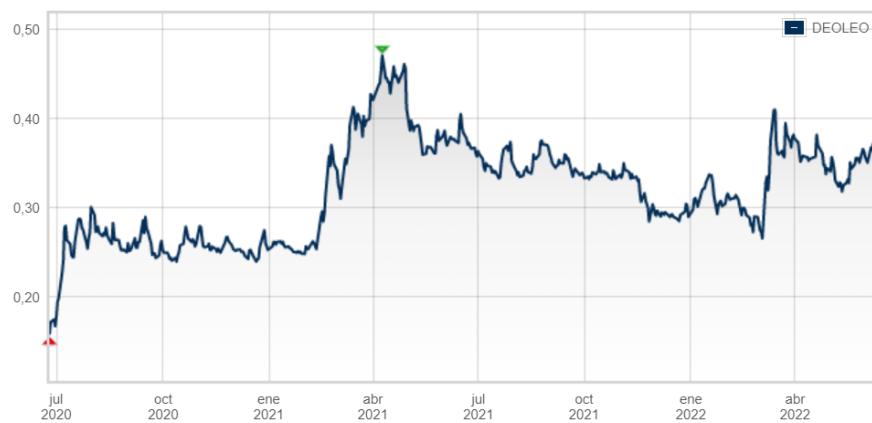
2. COTIZACIÓN ÚLTIMOS DOS AÑOS

Fuente: Bolsa Madrid

Bodegas Riojanas:



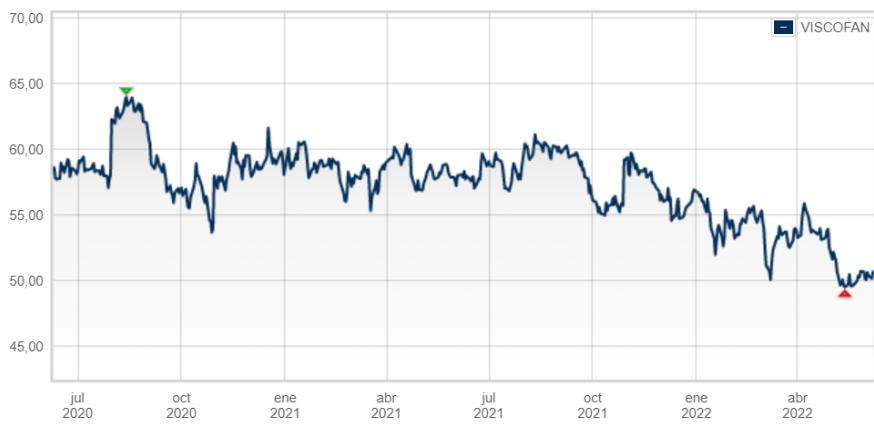
Deoleo:



Ebro Foods:



Viscofan:



ANEXO VI. VALORACIÓN DE EMPRESAS: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

1. RESUMEN DE DATOS

Tasas de crecimiento aplicadas y tipos de gravamen:

| | RIO | OLE | EBRO | VIS |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|-------|
| Tasa de crecimiento del RAIT | -6,24% | -36,41% | -0,54% | 8,63% |
| Tipo gravamen IS | 25% | 25% | 25% | 25% |
| Tasa crecimiento amortización | 0,67% | -14,71% | 0,30% | 4,47% |
| Tasa crecimiento NOF | -0,38% | -6,23% | 23,72% | 5,57% |
| Tasa crecimiento AFN | -2,37% | -3,04% | -7,71% | 2,39% |

Variables modelo CAPM, ke, kd:

| | RÍO | OLE | EBRO | VIS |
|----------------------|-------|--------|-------|-------|
| Rf | 2,75% | 2,75% | 2,75% | 2,75% |
| Rm | 1,18% | 1,18% | 1,18% | 1,18% |
| Total (Rf+Rm) | 3,93% | 3,93% | 3,93% | 3,93% |
| Beta | 0,11 | 1,34 | 0,05 | 0,57 |
| Ke | 2,88% | 4,33% | 2,81% | 3,42% |
| Kd | 1,23% | 17,30% | 4,45% | 1,54% |

Resultados:

| | RIO | OLE | EBRO | VIS |
|--|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Valoración según Capitalización | 16.183,00 € | 145.000,00 € | 2.597.248 € | 2.645.850 € |
| Valoración según FCF | 489.734 € | 113.227 € | 288.940 € | 12.366.896 € |
| Precio Cotización | 3,20 € | 0,29 € | 16,88 € | 56,90 € |
| Precio según FCF | 96,84 | 0,23 | 1,88 | 265,95 € |
| Margen | 2926,22% | -21,91% | -88,88% | 367,41% |

2. RIO

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT | 909,45 | 852,68 | 799,45 | 749,55 | 702,76 |
| Impuestos s/EBIT | - | - | - | - | - |
| Rdo operativo neto | 682,09 | 639,51 | 599,59 | 562,16 | 527,07 |
| Amortizaciones | 1.476,78 | 1.486,62 | 1.496,52 | 1.506,49 | 1.516,53 |
| Variación NFR | 38,78 | 38,63 | 38,48 | 38,33 | 38,19 |
| Inversión en ANC | 383,47 | 374,37 | 365,50 | 356,83 | 348,37 |
| FTL | 3.263,19 | 3.178,64 | 3.099,68 | 3.025,98 | 2.957,23 |
| VR | | | | | 546.235 |

| | |
|---|-----------|
| g | 1,40% |
| CMPC (WACC) | 1,95% |
| Valor Actual FTL | 14.671 € |
| Valor Actual VT | 495.981 € |
| Valor operativo de la empresa (Business value) | 510.652 € |
| Inversiones Financieras a L y C/P | 66 |
| Deuda Financiera | -20.984 |
| Valor PN (Equity) | 489.734 € |
| | |
| Nº DE ACCIONES | 5057 |
| VALOR DE LA ACCIÓN | 96,84 |

3. OLE

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EBIT | 33.199,22 | 21.110,67 | 13.423,82 | 8.535,92 | 5.427,81 |
| Impuestos s/EBIT | - | - | - | - | - |
| | 8.299,80 | 5.277,67 | 3.355,96 | 2.133,98 | 1.356,95 |
| Rdo operativo neto | 24.899,41 | 15.833,00 | 10.067,87 | 6.401,94 | 4.070,86 |
| Amortizaciones | 8.639,93 | 7.369,04 | 6.285,10 | 5.360,59 | 4.572,08 |
| Variación NFR | 4.813,13 | 4.513,45 | 4.232,42 | 3.968,89 | 3.721,77 |
| Inversión en ANC | 18.430,48 | 17.871,04 | 17.328,59 | 16.802,60 | 16.292,58 |
| FTL | 56.782,95 | 45.586,53 | 37.913,97 | 32.534,02 | 28.657,28 |
| VR | | | | | 276.816 |

| | |
|---|-----------|
| g | 1,40% |
| CMPC (WACC) | 11,90% |
| Valor Actual FTL | 151.302 € |
| Valor Actual VT | 157.794 € |
| Valor operativo de la empresa (Business value) | 309.096 € |
| Inversiones Financieras a L y C/P | 7388 |
| Deuda Financiera | -203.257 |
| Valor PN (Equity) | 113.227 € |
| | |
| Nº DE ACCIONES | 500000 |
| VALOR DE LA ACCIÓN | 0,23 |

4. EBRO

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 233.675,88 | 232.413,62 | 231.158,18 | 229.909,52 | 228.667,60 |
| Impuestos s/EBIT | - | - | - | - | - |
| | 58.418,97 | 58.103,41 | 57.789,55 | 57.477,38 | 57.166,90 |

| | | | | | |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Rdo operativo neto | 175.256,91 | 174.310,22 | 173.368,64 | 172.432,14 | 171.500,70 |
| Amortizaciones | 94.847,28 | 95.130,41 | 95.414,38 | 95.699,20 | 95.984,87 |
| Variación NFR | - | - | - | - | - |
| | 161.255,15 | 199.507,56 | 246.834,07 | 305.387,23 | 377.830,17 |
| Inversión en ANC | 170.105,92 | 156.984,84 | 144.875,84 | 133.700,87 | 123.387,88 |
| FTL | 278.954,97 | 226.917,91 | 166.824,78 | 96.444,98 | 13.043,28 |
| VR | | | | | 703.195 |

| | |
|---|-------------|
| g | 1,40% |
| CMPC (WACC) | 3,28% |
| Valor Actual FTL | 730.111 € |
| Valor Actual VT | 598.380 € |
| Valor operativo de la empresa (Business value) | 1.328.491 € |
| Inversiones Financieras a L y C/P | 4874 |
| Deuda Financiera | -1.044.425 |
| Valor PN (Equity) | 288.940 € |
| | |
| Nº DE ACCIONES | 153.865 |
| VALOR DE LA ACCIÓN | 1,88 |

5. VIS

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| EBIT | 190.124,99 | 206.537,15 | 224.366,06 | 243.734,01 | 264.773,86 |
| Impuestos s/EBIT | - | - | - | - | - |
| | 47.531,25 | 51.634,29 | 56.091,51 | 60.933,50 | 66.193,47 |
| Rdo operativo neto | 142.593,74 | 154.902,86 | 168.274,54 | 182.800,51 | 198.580,40 |
| Amortizaciones | 75.510,25 | 78.883,77 | 82.408,00 | 86.089,69 | 89.935,86 |
| Variación NFR | - | - | - | - | - |
| | 11.919,20 | 12.582,69 | 13.283,12 | 14.022,54 | 14.803,13 |
| Inversión en ANC | - | - | - | - | - |
| | 13.415,82 | 13.735,88 | 14.063,59 | 14.399,11 | 14.742,63 |
| FTL | 192.768,98 | 207.468,06 | 223.335,84 | 240.468,55 | 258.970,50 |
| VR | | | | | 13.514.869 |

| | |
|---|--------------|
| g | 1,40% |
| CMPC (WACC) | 3,34% |
| Valor Actual FTL | 1.013.689 € |
| Valor Actual VT | 11.465.848 € |
| Valor operativo de la empresa (Business value) | 12.479.538 € |

| | |
|--|--------------|
| Inversiones Financieras a L y C/P | 4109 |
| Deuda Financiera | -116.751 |
| Valor PN (Equity) | 12.366.896 € |
| | |
| Nº DE ACCIONES | 46.500 |
| VALOR DE LA ACCIÓN | 265,95 |