

## Trabajo Fin de Grado

Análisis y valoración de empresas cotizadas del  
sector de la alimentación y bebidas

Autor

Andrea Turrau Lostal

Director

José Ángel Ansón Lapeña

Facultad de Economía y Empresa  
Año 2017

**INFORMACIÓN DEL TRABAJO:**

**Autor del trabajo:** Andrea Turrau Lostal

**Director del Trabajo:** José Ángel Ansón Lapeña

**Título del trabajo:** Análisis y valoración de empresas cotizadas del sector de la alimentación y bebidas/ Analysis and valuation of listed companies in the food and beverage sector.

**Titulación a la que está vinculado:** Programa Conjunto Derecho-ADE

**RESUMEN:**

Con el aumento del consumo privado en el mercado español y el apoyo de esta industria en el mercado exterior, el sector de la alimentación y bebidas ha conseguido volver a las cifras previas a la actual crisis económica; consolidándose gracias a su alta competitividad como el primer sector industrial del país.

Este trabajo se basa en la realización de un estudio económico-financiero de este sector durante los últimos ejercicios a través de la comparación de empresas cotizadas en el mismo y cómo ha influido la crisis, así como la valoración de las mismas.

Para ello se va a proceder a realizar un estudio del entorno de la industria alimentaria, para posteriormente analizar la composición y evolución de la situación económica y financiera de las empresas objeto de estudio. Por último, se realizará un análisis fundamental de las empresas para facilitar una imagen más completa de la situación actual tanto de este sector como de las empresas que cotizan y que forman parte de ella.

**ABSTRACT:**

Because of increasing private consumption, in addition to the support that has had in the foreign market, the food and drink industry has been able to return to its pre-crisis numbers; in addition, it is also now the first industrial sector in our country.

This work contains an economical and financial study of this sector during the last years through the comparison of companies listed in it and how the crisis has affected them, as well as the valuation of that companies.

To end the study it was needed a fundamental analysis of the companies in the sector using valuation methods to facilitate a broader picture of the current situation of both the food and beverage industry and the listed companies that are part of it.

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| 1. INTRODUCCIÓN .....   | 3  |
| 2. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA.....   | 4  |
| 3. HISTORIA Y DATOS DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ESTUDIO. ANÁLISIS DEL SECTOR .....                          | 8  |
| 3.1 HISTORIA Y DATOS DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ESTUDIO .....  | 8  |
| 3.1.1 Bodegas Riojanas S.A.....   | 8  |
| 3.1.2 Deolo S.A.....  | 8  |
| 3.1.3 Ebro Foods S.A. ....  | 9  |
| 3.1.4 Natra S.A.....  | 9  |
| 3.1.5 Viscofan S.A. ....  | 10 |
| 3.2 ANÁLISIS DEL SECTOR .....   | 10 |
| 3.2.1 Análisis Interno. Análisis DAFO.....  | 10 |
| 3.2.2 Análisis externo.....   | 11 |
| 4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS DISTINTAS EMPRESAS DEL SECTOR ..... | 17 |
| 4.1 ANÁLISIS PATRIMONIAL .....  | 17 |
| 4.1.1 Balance: evolución y composición del activo, del pasivo y patrimonio neto.....                      | 17 |
| 4.1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias.....   | 21 |
| 4.1.3 Estados de flujos de efectivo .....   | 22 |
| 4.2 ANÁLISIS DE FINANCIACIÓN.....   | 23 |
| 4.2.1 Financiación a corto plazo .....  | 23 |
| 4.2.2 Financiación a largo plazo .....  | 24 |
| 4.3 ANÁLISIS ECONÓMICO .....  | 26 |
| 4.4 ANÁLISIS BURSÁTIL .....   | 28 |
| 5. VALORACIÓN: MODELO BASADO EN EL DESCUENTO DE FLUJOS ( <i>FREE CASH-FLOW</i> ) .....                    | 29 |
| 6. CONCLUSIONES .....   | 37 |
| 7. BLIBIOGRAFÍA Y WEGRAFÍA.....   | 39 |
| 7.1 BIBLIOGRAFÍA.....   | 39 |
| 7.2 WEBGRAFÍA.....  | 39 |
| 8. ANEXOS .....   | 42 |
| ANEXO I: FÓRMULAS .....   | 42 |
| ANEXO II: DAFO .....  | 44 |
| ANEXO III: CIFRAS Y RATIOS .....  | 45 |

## 1. INTRODUCCIÓN

La Bolsa de Madrid se compone de seis sectores, cada uno de los cuales se dividen a su vez en subsectores. De este modo, es dentro del sector de los bienes de consumo donde se encuentra el subsector de la alimentación y bebidas en el que se va a centrar el ámbito de este trabajo.

Como ya indicaba la Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB) en un artículo publicado a principios de 2016<sup>1</sup>, esta industria se ha convertido a lo largo de estos últimos años en el primer sector industrial de España. Con una facturación que supera los 93.000 millones de euros durante el ejercicio 2015, el peso de este sector supone casi el 3% del PIB nacional. Por otro lado, en el ámbito europeo, España se ha convertido en la sexta economía exportadora representando el 7'3% de las exportaciones del sector de la alimentación y bebidas en el marco de la UE.

Por tanto, es ahora ante el actual contexto macroeconómico con la depreciación del euro frente al dólar, la caída en los costes energéticos y la incipiente reactivación del consumo interno, cuando este sector se revela fundamental para la economía española. De ahí que el objetivo de este trabajo de fin de grado vaya a ser, principalmente, el análisis económico-financiero de algunas de las principales empresas de este sector en el mercado español, así como la valoración de sus empresas cotizadas en bolsa. No obstante, también se irán abordando otros ámbitos de dicho sector con la finalidad de conseguir un análisis mucho más completo.

Durante la última década, debido a la situación económica actual de España y a la crisis financiera de la que la economía mundial parece empezar a salir, los sectores españoles (y mundiales) han sufrido una reestructuración notoria como resultado de la evolución de las distintas fuerzas competitivas presentes en la economía en este período de recesión. Es por esto que resulta interesante y de utilidad conocer la situación actual de un sector de cierta importancia en España como es el aquí tratado, con la finalidad de conocer su evolución a través del análisis particular de algunas de sus empresas hasta erigirse como el sector industrial con más peso en nuestra economía.

---

<sup>1</sup><http://www.interempresas.net/Alimentaria/Articulos/150879-La-industria-de-alimentacion-y-bebidas-primer-sector-industrial-de-Espana.html>

En cuanto a la estructura del trabajo, lo primero que se presenta es el marco teórico y metodología a seguir, para después abordar la historia de cada una de las compañías. A continuación se distinguen dos partes: en un primer lugar, un análisis del sector tanto desde la perspectiva externa como interna del mismo; y, en segundo lugar, un análisis comparativo de la situación económica y financiera de las distintas empresas abordadas, centrado en el análisis patrimonial, de financiación, de rentabilidad y fundamental.

Y, finalmente, se plantearán las conclusiones derivadas de los distintos análisis del sector y de las empresas.

## **2. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA**

Los estados financieros son el conjunto de instrumentos que emiten las empresas con el objetivo de informar sobre su actividad económica: es decir, informar sobre el patrimonio de la compañía, su situación financiera y los resultados que ésta genera.

El análisis económico-financiero es el estudio que se hace de dicha información contable, mediante la utilización de indicadores y razones financieras, su análisis e interpretación. Su objetivo es conocer la situación de la empresa, delimitar las causas de dicha situación, establecer los equilibrios y actuaciones correctoras de desequilibrios y, finalmente, predecir la evolución de la empresa. En definitiva, su finalidad global es obtener datos que ayuden a valorar la situación de la empresa y faciliten la toma de decisiones por los usuarios de esa información contable.

A la hora de llevar a cabo el estudio e interpretación de las cuentas anuales, existen diversos instrumentos y técnicas de análisis. Una de las técnicas más utilizadas es la interpretación de datos, cuyo análisis puede ser diacrónico (de series temporales) o sincrónico (de serie transversal).

Respecto de los principales instrumentos de análisis, que además serán utilizados en este trabajo, se encuentran:

- Porcentajes verticales y horizontales. Útiles en estados contables de tamaño común. Así los porcentajes verticales permiten el análisis de la estructura, mientras que los horizontales permiten el estudio de la evolución de la empresa.

- Ratios. Se trata de relaciones o cocientes entre dos magnitudes que buscan ofrecer información complementaria y diferente a la proporcionada por sus componentes por separado. Para que el cociente sea útil debe comparar dos magnitudes que tengan alguna relación económico-financiera. Algunas de sus ventajas son la reducción del número de variables necesarias para el análisis o la mayor facilidad en la comparación; si bien no consiguen neutralizar totalmente las diferencias de tamaño y plantean problemas terminológicos.

Existen varios tipos de ratios, a saber en este trabajo ratios de análisis financiero a corto plazo (por ejemplo, la liquidez), ratios de análisis financiero a largo plazo (véase la solvencia o el endeudamiento), y ratios de análisis económico (como la rentabilidad).

No obstante, como indica el título de este trabajo, el objeto de este estudio no es sólo el análisis de las empresas en términos económico-financieros, sino también su valoración. A la hora de efectuar el análisis financiero de los mercados de valores y realizar la valoración de las empresas (en este caso, cotizadas) existen dos aproximaciones no excluyentes entre sí: el análisis técnico y el análisis fundamental; centrándonos en este segundo tipo en la realización de este estudio.

El análisis fundamental supone el estudio de la información financiera y no financiera disponible (análisis macroeconómico, sectorial y de la empresa respecto a reparto de dividendos, cambios de directivos...) con la finalidad de identificar los determinantes fundamentales del valor de la empresa, predecir su comportamiento futuro y, así, estimar el valor de la empresa y el riesgo y rentabilidad asociados a la inversión.

Respecto a los distintos métodos de valoración incluidos dentro del análisis fundamental existen varias clasificaciones. No obstante, este trabajo se ceñirá a los modelos basados en el descuento de flujos (*FREE CASH-FLOW*). El *Free Cash-Flow* pretende determinar el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (o *cash flows*) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento que refleje apropiadamente el riesgo de dichos flujos.

En cuanto a la metodología utilizada, el primer paso para la elaboración de este trabajo ha sido la definición del número de empresas a analizar del sector, el período a valorar y los estados contables a tener en cuenta.

Históricamente se han utilizado el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias como estados contables principales a la hora de realizar el análisis económico-financiero de una empresa. No obstante, con el tiempo se ha precisado la utilización de otras cuentas complementarias (e incluso otras fuentes de información) de cara a un análisis más fiel a la realidad. Por ello, para la realización de este trabajo se han utilizado:

1. El balance, que sintetiza los bienes y derechos que constituyen el activo y las obligaciones y fondos propios que constituyen su financiación.
2. La cuenta de pérdidas y ganancias muestra el beneficio o pérdida del ejercicio, permitiendo conocer el excedente económico, analizar su rentabilidad y conocer la capacidad de generar resultados en el futuro.
3. El estado de flujos de efectivo informa sobre el origen y la utilización de los activos monetarios representativos de efectivos y otros activos líquidos equivalentes, clasificando los movimientos por actividades.

Respecto del período objeto de análisis y con vistas a poder hacer un estudio lo más completo posible, se ha tomado como período de referencia el comprendido entre los ejercicios 2007 a 2015 (salvo en el caso de Deoleo S.A. por ausencia de información), incluyendo así los años de crisis económica, de modo que las conclusiones a las que lleguemos tengan en consideración los años de recesión económica que tanto han impactado en el ciclo de las empresas y en el sector objeto de estudio.

Y finalmente, en cuanto al número de empresas a analizar, la muestra de estudio se ha delimitado finalmente en cinco debido, entre otras cuestiones, a las limitaciones encontradas en la realización de este trabajo a la hora de encontrar información disponible sobre algunas de las compañías, así como que al tratarse de un sector en el que cotizan doce empresas en la Bolsa de Madrid, suponiendo cinco casi el 50% de este sector, lo cual supone un conjunto bastante representativo del esta industria.

Señalar que los estados contables con los que se ha trabajado son consolidados ya que se pretende mostrar una imagen lo más clara y global de este sector industrial, siendo grupos de empresas los que cotizan en la bolsa (a los que se remite a su búsqueda en [www.cnmv.es/ipps](http://www.cnmv.es/ipps) por falta de espacio en anexos).

Una vez determinadas estas cuestiones, se plantea a modo de pequeño resumen la historia de las compañías seleccionadas de este subsector con la finalidad de que el lector localice y se sitúe en el tiempo gracias a algunos datos de estas sociedades.

El siguiente paso realizado en este trabajo ha sido el análisis del sector, tanto externo (análisis PEST y de las cinco fuerzas competitivas de Porter) como interno (análisis DAFO).

Respecto al más estricto análisis económico-financiero, en primer lugar se ha procedido a realizar un análisis patrimonial de cada una de las compañías seleccionadas. Para ello se ha estudiado su composición, la estructura vertical y horizontal de la compañía y la evolución de las distintas masas a lo largo de los períodos elegidos. También se ha procedido en este punto a realizar el análisis de la cuenta de resultados sobre la base de estructuras operativas de cada una de ellas y de su evolución en el tiempo, que difiere de la estructura publicada por las distintas empresas en que la operativa realiza una reordenación de los ingresos y gastos, estructurando sus gastos por funciones. Por último, se ha hecho un breve análisis del estado de flujos de efectivo.

Tras el análisis patrimonial, se ha procedido al análisis de la financiación tanto en el corto como en el largo plazo. Así, al igual que en el apartado anterior, se ha procedido al cálculo de las ratios para cada una de las compañías objeto de estudio y su análisis a lo largo del tiempo, llevando a cabo una comparativa de estas en el sector. En el apartado de análisis económico se ha llevado a cabo el cálculo y estudio de sus rentabilidades económica y financiera, y su posterior comparación. Para finalizar se ha realizado un breve análisis bursátil de las distintas compañías.

Todos las ratios utilizadas se encuentran presentes en las tablas 2.1 a 2.8 del Anexo I.

Y, finalmente, en un paso anterior a la extracción de conclusiones del análisis económico-financiero realizado en este trabajo de fin de grado, se ha procedido a realizar un análisis fundamental de las compañías mediante el método del descuento de flujos de efectivo o *free cash-flow*.

### 3. HISTORIA Y DATOS DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ESTUDIO. ANÁLISIS DEL SECTOR

#### 3.1 HISTORIA Y DATOS DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ESTUDIO

##### 3.1.1 Bodegas Riojanas S.A.

Surge en 1890 cuando la familia Artacho decide fundar las bodegas a partir de la tradición vitivinícola de esta familia, siendo pionera de la Denominación. En 1930, tras años de crisis y cambios legislativos, la bodega pasó a ser una sociedad limitada y a denominarse "Román Artacho y Compañía, Sociedad Limitada", para una década después convertirse en sociedad anónima, tomando su denominación actual.

A lo largo de sus numerosos años de actividad, han tenido un gran auge sus exportaciones a América; destaca su expansión en 1970 creando un gran número de nuevas bodegas y dando la entrada de nuevos capitales extranjeros en varias bodegas, así como de los bancos; la introducción en los ochenta nuevas tecnologías: empieza a utilizarse la fermentación con control de temperaturas, se mejora la técnica de vinificación de los vinos tintos...

En los últimos años la sociedad se ha caracterizado por llevar a cabo reformas en sus instalaciones, sobre todo en relación con la restauración y acondicionamiento de la bodega original de 1890.

##### 3.1.2 Deolo S.A.

Nace en 1990 con el nombre de Grupo Industrial Arana, S.A., decidiendo enfocarse en sus primeros años en el negocio arrocero (dando lugar a SOS Arana Alimentación, S.A.) para con el comienzo de siglo expandir sus productos e introducirse en el sector galletero fusionándose en SOS Cuétara, S.A.

Sin embargo, fue a finales de 2001 cuando comenzó a adentrarse en el mercado aceitero con la compra de Koipe, S.A., y desde ese momento y hasta 2008 procedió a la adquisición de varias marcas italianas aceiteras hasta convertirse en el grupo de aceite de oliva más grande y con mejores marcas del mundo. Debido al aumento de su deuda financiera por esas últimas adquisiciones, procedió a la venta de su negocio galletero y

arrocero. Actualmente, toda la actividad del Grupo está centrada en el negocio de aceite con siete marcas aceiteras entre las que destacan Carbonell, Bertolli y Hojiblanca, entre otras

### **3.1.3 Ebro Foods S.A.**

La compañía surge en 2001 tras la fusión de Azucarera Ebro Agrícolas y Puleva. Tras su nacimiento el Grupo fue creciendo y adquirió marcas como Herba, Riviana y Minute Rice, orientadas al negocio arrocero, y Panzani y New Worl Past, dedicadas al negocio de la pasta.

En 2009, tras cerrar la compra de SunRice y de su rival nacional SOS, Ebro Foods se posicionó como el líder mundial en el negocio arrocero y el segundo operador internacional en pasta. Además, con esta operación el Grupo se hizo con el control del 80% de la comercialización de arroz en España, lo que supone una situación de monopolio de control agroalimentario.

Algunas de sus marcas más famosas son Brillante, Arroz SOS y La Cigala.

### **3.1.4 Natra S.A.**

Grupo de origen español que nace en 1943. Unos años más tarde, el Grupo amplió su actividad hacia la elaboración y comercialización de derivados del cacao, iniciándose también en la fabricación de coberturas de chocolate y en el producto final tras haberse dedicado hasta la fecha a la elaboración de derivados del cacao. Descadas más tarde, en 2005, Chocolaterie Jacali (Bélgica) pasó a formar parte de la familia, ampliando la gama de productos existente con bombones y especialidades de origen belga, y en 2007 se incorporó All Crump (Bélgica), creándose así la nueva unidad de negocio de cremas untables.

Finalmente, en los últimos años el Grupo ha apostado por un crecimiento de la división de productos de consumo, fuera de Europa, apostando por Estados Unidos y China.

### 3.1.5 Viscofan S.A.

El Grupo Viscofan surge en 1975, procediendo una década después y con el objetivo de diversificarse a la adquisición del Grupo Ian en 1988 y Naturin (Alemania) en 1990.

Con el comienzo del nuevo siglo el Grupo ha puesto en marcha nuevas oficinas comerciales por todo el mundo y ha adquirido nuevos negocios; acelerando desde 2011 sus planes de crecimiento con la instalación de nuevas líneas de producción *superfast* en Alemania, la ampliación del negocio de colágeno en España o la inauguración de nuevas plantas de extrusión en China (2013) y Uruguay (2014).

Actualmente, tras la venta del Grupo IAN en 2015, se posiciona como líder mundial de envolturas artificiales para productos cárnicos con distribución en más de 100 países de todo el mundo, y como único productor mundial con tecnología en los ámbitos de celulósica, colágeno, fibrosa y plástico.

## 3.2 ANÁLISIS DEL SECTOR

### 3.2.1 Análisis Interno. Análisis DAFO

El análisis DAFO es una técnica empresarial utilizada para realizar un diagnóstico fiable de la situación competitiva de una empresa dentro de su mercado y de las características internas de ésta. Así, esta herramienta distingue dos ámbitos: el externo (análisis de las oportunidades y amenazas que la empresa presenta), y el interno (estudio de las debilidades y fortalezas relativas a la empresa).

No obstante, esta técnica también puede ser empleada para el análisis de un sector, y como el objetivo principal de este trabajo es el análisis del sector de la alimentación y bebidas a través de la comparación de empresas cotizadas en el mismo, es más acorde a la finalidad de este trabajo y conforme a su extensión su análisis global frente a empresas separadas de características bastante distintas.

De este modo, y tras el examen de las oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades que acechan a las empresas de este sector y al sector en sí, el análisis DAFO quedaría planteado tal y como refleja la tabla 3.2.1 del Anexo II.

### 3.2.2 Análisis externo

#### 3.2.2.1 Análisis PEST (Entorno general)

Aquí se va a tratar de identificar qué variables externas van a tener un impacto significativo en la actividad de las empresas de la industria española y cuáles no. Para ello este análisis se articula en seis dimensiones del entorno significativas que hayan afectado o afecten a su actividad, a saber:

1º. **Factores político-legales.** Algunos factores políticos incidentes serían:

- Inestabilidad y nivel de actividad del Gobierno. Actualmente, España acaba de salir de un período en el que se encontraba sin Jefe de Estado ni Parlamento activo, propiciando una situación de desconcierto tanto político como económico y frenando el desarrollo y aprobación de numerosas leyes y reformas urgentes y necesarias.
- Déficit presupuestario. En España el déficit público es la tendencia a la que tienden las arcas del Estado, llegando en 2015 a los -55.163 millones de euros, un 5'13% del PIB de dicho período.

En cuanto a la legislación incidente, como se trata de productos alimentarios y bebidas, existen numerosas leyes que regulan su fabricación, distribución, conservación, envasado... ya que puede incidir claramente en la salud del consumidor. Así aquí se encontraría normativa aplicable a la calidad del producto, a la información alimentaria facilitada al consumidor y otras normas complementarias sobre el etiquetado de los alimentos, a las cantidades nominales para productos envasados y al control de su contenido efectivo, normativa aplicable a la conservación, almacenamiento y transporte de los alimentos, normativa aplicable en el sector vitivinícola y al transporte de los productos vitivinícolas y a los registros que se deben llevar en el sector vitivinícola...

No obstante, como se trata de un análisis del entorno general estudiando todos los factores que afectan a las empresas españolas, con independencia del sector en el que operan, la normativa aplicable a considerar aquí sería la aplicable al desarrollo de la actividad de las compañías como puede ser el Código de Comercio, el Código Civil, la Ley de Competencia Desleal o la Ley de Defensa de la Competencia.

2º. **Factores económicos.** A este respecto se observan varios elementos:

- La crisis económica. España se encuentra inmersa en una situación de recesión económica desde principios de 2008 de la que parece empezar a salir, tal y como reflejan algunos indicadores como el crecimiento del PIB en un 3,2% en 2015, gracias al consumo y la inversión, llegando a encadenarse diez trimestres consecutivos de crecimiento.

En línea con este crecimiento del PIB, puede añadirse aquí el dato de que el sector objeto de análisis de este trabajo representa un 2,7%<sup>2</sup> del PIB de España (en V.A.B.), representando un 16,8% del valor añadido bruto de la industria y habiendo alcanzado cifras cercanas a los 90.168 millones de euros (lo que supone un 20,5% de las ventas netas del conjunto de la industria española, ser el 4º en facturación en Europa, y 8º a nivel mundial).

- PIB per cápita. De acuerdo con las previsiones del INE, el PIB por habitante en España crecerá un 3'9% en 2016, llegando a alcanzar los 33.383 euros. Esto le permitirá subir al puesto 25 en el ranking mundial de este indicador de renta individual, superando a Italia por primera vez en la historia de nuestra economía. Además, de acuerdo con la estadísticas del FMI, no se trataría de un hecho puntual sino que se iría ampliando su crecimiento hasta 2020 llegando a un 6'2%.

De este modo, se observa que la posición de España en el ranking indicaría una vuelta a niveles anteriores a la crisis, si bien durante los 90 la posición del país era ligeramente mejor llegando a alcanzar el puesto 22.

- Tasa de desempleo. A pesar de su evolución negativa, las cifras de desempleo siguen siendo muy elevadas pese a la recuperación económica, manteniendo a España como el segundo país con peores cifras de toda la región Europea. No obstante, el sector de la alimentación y bebidas cuenta con 439.675 empleos, lo que supone un 20,2% del empleo industrial, con una tasa de paro inferior a la media del total de la economía.
- Peso del sector. Gracias a esta paulatina mejora de la situación económica del país, y como ya se indicó a comienzos de este trabajo, desde 2010 el número de empresas exportadoras del sector de la alimentación y bebidas ha crecido a una tasa media anual del 5,3%. En 2015, el crecimiento de las exportaciones

---

<sup>2</sup> Últimos datos actualizados del INE de 2012.

alcanzó cifras récord, colocando a esta industria española en el 7º puesto como exportador mundial de productos agroalimentarios, siendo también el primer país productor mundial de vino y el tercer país máximo exportador de este producto.

- Productividad del sector. El sector de alimentación y bebidas es el mayor sector productivo de la UE por delante de la industria química y la automoción, oscilando en la quinta posición de empleadores en el ranking europeo. De este modo, se observa que su balanza comercial en producción básica es positiva en frutas y vegetales y es negativa en cereales, soja y pesca. En cuanto a transformación, la balanza comercial es positiva en cárnicas, aceites y vinos.

3º. **Factores socio-culturales.** Como ya se ha comentado, España se encuentra inmersa aún en una situación económica en la que, como consecuencia de la crisis, se ha reducido el consumo de productos que no son de primera necesidad, además de abogarse por un mayor en productos de marca blanca de precios más bajos.

Así, si bien se ha mantenido el consumo de alimentos básicos como el pan, la leche y los cereales, el consumo de bebidas como la cerveza y el vino, o productos más caros como el marisco, ha caído de forma elevada tanto en la compra en superficies comerciales como en el consumo en hostelería debido al mayor consumo en el hogar como forma de ahorro. No obstante, debido a las mejoras experimentadas gracias a la evolución positiva de la economía española en los últimos años (mayor PIB y descenso moderado de la tasa de desempleo), estas tendencias parecen estar reencontrando un rumbo en pos del aumento del consumo de ciertos bienes de ocio o de segunda necesidad.

Por otro lado, la sociedad ha estado experimentando en la última década un cambio en la manera de alimentarse y cuidarse, adaptándose a un nuevo estilo de vida en el que se antepone la salud frente a la mala alimentación, estrés, vida sedentaria... Al nacimiento de esta nueva tendencia y concienciación ciudadana ha contribuido la reciente comercialización de productos ecológicos, llegando a ser el mercado productivo ecológico español uno de los más dinámicos a nivel mundial y principal productor europeo.

4º. **Factores tecnológicos.** En los últimos años los sectores industriales y procesos de producción se han renovado considerablemente gracias a los numerosos avances

tecnológicos del siglo XXI. En este siglo la inversión en I + D + i ha cobrado una especial relevancia ya que gracias a estas modernizaciones es posible obtener nuevos productos más baratos y eficientes, o innovadores frente a los existentes.

Además, el desarrollo de las TICs ha conllevado un significativo avance en el acceso a la información y la manera de comunicarse entre consumidores y empresarios o productores, ayudando tanto a los consumidores a poder elegir mejor entre los productos disponible en el mercado, como a la empresa a tener acceso a más información y desarrollar un *marketing* y *targeting* más especializados.

### 3.2.2.2 Análisis de las cinco fuerzas competitivas de Porter (Entorno específico)

Según Michael E. Porter, “la comprensión de las fuerzas competitivas, y sus causas subyacentes, revela los orígenes de la rentabilidad actual de un sector y brinda un marco para anticiparse a la competencia e influir en ella (y en la rentabilidad) en el largo plazo”<sup>3</sup>. Por tanto, la configuración de las cinco fuerzas competitivas varía según el sector, quedando en este caso establecido de la siguiente manera:

1. **Rivalidad entre los competidores existentes en el sector industrial.** Actualmente cotizan en la Bolsa de Madrid 12 empresas en el subsector de la Alimentación y bebidas, dentro del principal de Bienes de consumo, de las cuales 4 están orientadas a las bebidas mientras que el resto se dedica a la alimentación en sentido estricto.

En consecuencia, se puede afirmar que la competencia en la industria de la alimentación y bebidas se encuentra más cercana a la competencia perfecta que a la imperfecta, si bien existen casos especiales más cercanos a situaciones como el duopolio en el caso de Pepsi y Coca Cola (aunque Pepsi no cotiza en la bolsa de Madrid), u oligopolio como es el caso de los viñedos y sus bodegas.

Por tanto, la cuota de mercado no es suficiente para alentar una guerra de precios y así ganar más clientes, teniendo que buscar la ventaja competitiva a través de la reputación, diferenciación, base instalada...

2. **Amenaza de productos o servicios sustitutivos.** A este respecto, como se está analizando el sector, el nivel de amenaza es mínimo dado que los alimentos y

---

<sup>3</sup> PORTER, M.E. (2008): “Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia”. *Harvard Business Review*. Página 2.

bebidas no pueden ser sustituidos por otros productos que satisfagan necesidades tan esenciales como son estas necesidades fisiológicas.

No obstante, es evidente que si se estuviera haciendo un análisis de cada empresa por separado podrían tomarse como sustitutivos los productos de unas bodegas con otras (por ejemplo), pero a nivel de sector no se encuentra otro que sea capaz de proporcionar productos que satisfagan las mismas necesidades básicas.

3. **Amenaza de nuevos ingresos en el sector.** Aquí deben valorarse las barreras de entrada, tanto legislativas como de dimensión, lealtad a las empresas establecidas, gasto en publicidad, red de envasado y distribución...

Así, se puede observar que se trata de empresas grandes con dimensiones importantes que cuentan con estructuras productivas de elevados costes fijos debido a las elevadas inversiones necesarias para poner en marcha la actividad y, posteriormente, a los elevados costes de mantenimiento. En esta línea se situaría la posible existencia de economías de escala como resultado de alcanzar una cierta dimensión que les permita desarrollar estrategias de liderazgo en costes focalizándose en estrategias que les permitan este tipo de economías.

También se podría hablar de la presencia de economías de aprendizaje fruto del tiempo dedicado al desarrollo de la actividad en la industria (como comentaba algunas de ellas operan desde incluso el siglo XIX-finales del siglo XXVIII) o del acceso a los canales de distribución. Así se puede ver que en el canal de este sector algunos de los distribuidores cuentan con un elevado poder de negociación, lo cual para los ya instalados no suele suponer un gran problema por la existencia de contratos a largo plazo con las condiciones negociadas, pero sí para los potenciales competidores principiantes en este sector y con un inferior tamaño y/o reputación.

Por último, y como ya se ha indicado en el análisis PEST, también existirían numerosas restricciones a la entrada resultado de las limitaciones gubernamentales y administrativas derivadas de toda la legislación ya enumerada.

4. **Poder negociador de los clientes.** Aquí podríamos distinguir si estamos hablando de cadenas hoteleras o negocios dedicados a la hostelería, o si nos referimos a grandes cadenas de supermercados o grandes almacenes. En ambos casos es precisa la captación de clientela por parte de las empresas (ya sean hoteles, restaurantes, supermercados...) y su consiguiente venta a los consumidores finales.

Sin embargo, se puede ver como los clientes presentan un mayor (o más directo) poder de negociación en el caso de los supermercados ya que resulta más evidente cuando un producto no es del agrado de los consumidores, lo que lleva a una disminución de sus ventas y una menor adquisición por parte de estas superficies.

Esta reacción es mucho más obvia que en el caso de un hotel que oferta (por ejemplo) una serie de vinos en su carta y entre los cuales decide el comensal, sin más opción que consumir alguno de ellos dado que se encuentra sentado a la mesa en el transcurso de una comida ya solicitada.

Por tanto, si bien existe un cierto poder negociador de los clientes (tampoco muy elevado dada la dimensión de estas empresas), se observa que existen ciertas diferencias dependiendo del tipo de consumidor que se trate, siendo más alto en el caso de las grandes superficies, frente a los hoteles y restaurantes que es inferior.

5. **Poder negociador de los proveedores.** A este respecto se puede considerar que los proveedores de este sector pueden ser de muy diversos tipos, desde de proveedores de materias primas, de servicios de *marketing* a proveedores de *packaging*, de transporte o de equipos... No obstante, se observa en la industria un alto nivel de integración vertical tanto hacia delante como hacia atrás (además de una alta integración horizontal como ya se vio al tratar la historia de las empresas) que supone una disminución de la necesidad de acudir a estos.

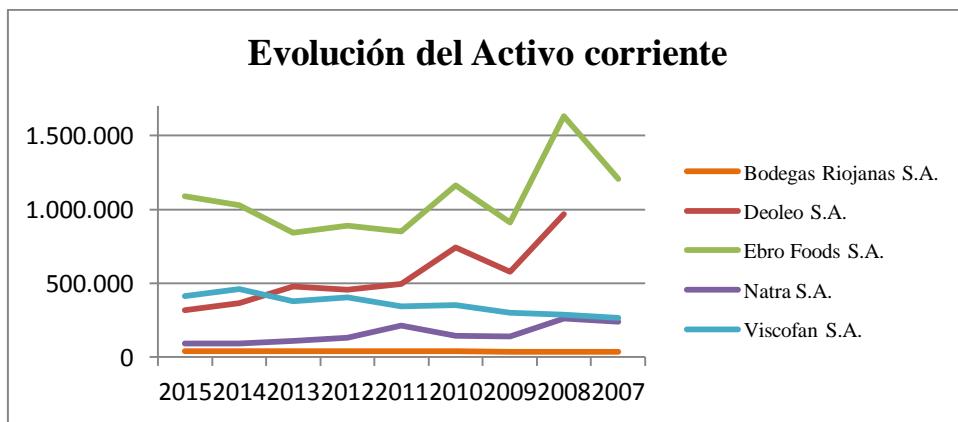
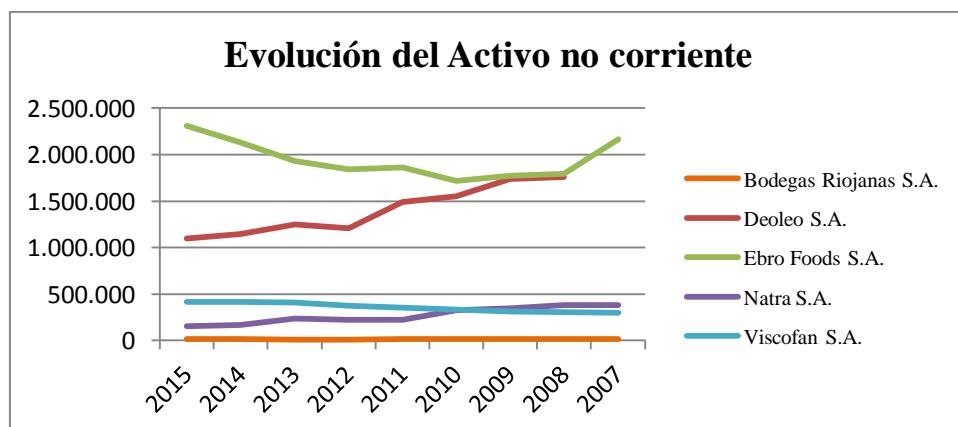
De esta manera, los principales proveedores requeridos serían los de materias primas (salvo en el caso de las bodegas que cuentan con viñedos), de equipos, de *packaging* y de transporte (entre otros menos importantes). Dado que la integración de las empresas de este sector ya está bastante avanzada, se demuestra que los directivos consideran bastante difícil una mayor integración vertical (más allá de las posibilidades particulares de cada empresa de tener, por ejemplo, su propia flota de reparto), lo cual conlleva que el poder negociador de estos se mantenga y sea bastante elevado (si bien la existencia de contratos a largo plazo suaviza su efecto).

## 4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS DISTINTAS EMPRESAS DEL SECTOR

### 4.1 ANÁLISIS PATRIMONIAL

#### 4.1.1 Balance: evolución y composición del activo, del pasivo y patrimonio neto

Empezando por analizar la evolución de las distintas masas de las compañías objeto de análisis de este trabajo, puede observarse la evolución durante el período analizado tanto del activo no corriente como del circulante en los siguientes gráficos:



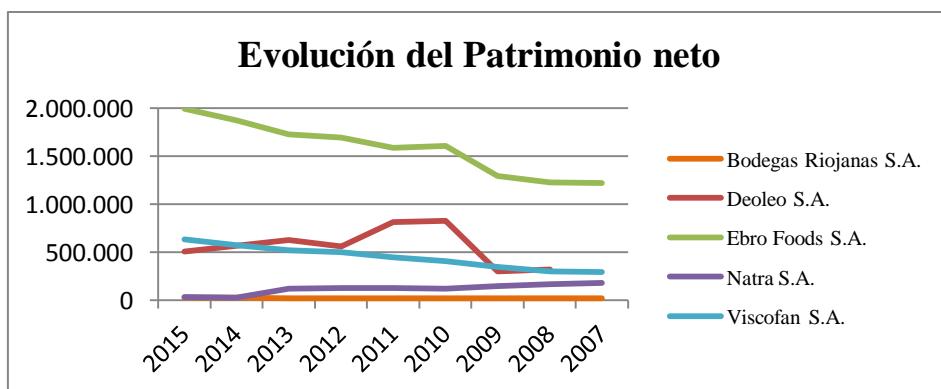
De este modo, atendiendo a las tablas 4.1.1.1 a 4.1.1.10 del Anexo II se puede observar la evolución más plana de Bodegas Riojanas S.A., Natra S.A. y Viscofan S.A., frente a unas variaciones más pronunciadas en el caso de Deoleo S.A. y Ebro Foods S.A. Respecto de las tres primeras destaca en los últimos años la vuelta del crecimiento de su activo fijo a porcentajes positivos que puede explicarse como resultado de la mejor

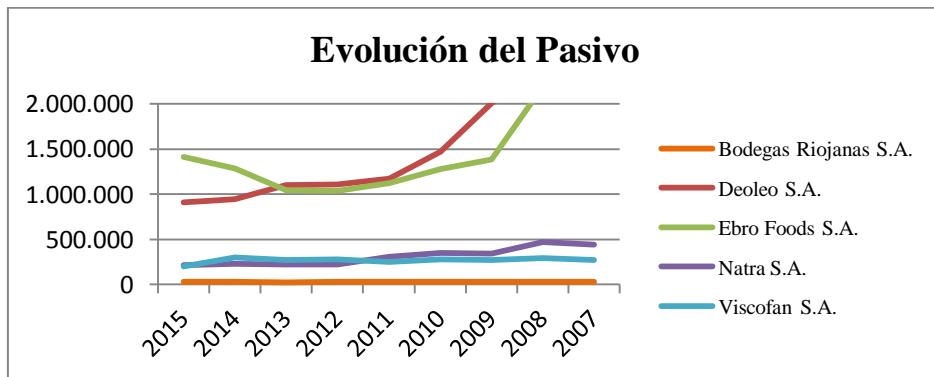
situación económica que atraviesa nuestro país y la sociedad en general, que permite realizar ciertas mejoras en sus instalaciones así como aumentar sus inversiones en activos financieros y el aseguramiento de sus inversiones en I+D (patentes, licencias, etc.). Así, la ligera disminución de sus cifras de activo corriente bien podría explicarse por los pagos realizados para llevar a cabo este aumento del activo no corriente.

En cuanto a Deoleo S.A., se observa una disminución más pronunciada en sus cifras tanto en términos de fijo como en circulante. No obstante, también presenta similitudes con algunas de las empresas ya que, por ejemplo, al igual que la compañía vinícola ha apostado por un aumento de los activos financieros no corrientes en los últimos ejercicios, sin duda como resultado de una mayor apuesta por la inversión debido a la mejora del panorama económico.

Respecto de Ebro Foods S.A., empresa que más parece alejarse de las tendencias presentadas en la evolución del activo del resto de compañías, en lo relativo a su activo fijo destaca el aumento de las cifras en activos intangibles, al igual que en las Bodegas, lo que viene a indicar una mayor inversión en patentes y en protección de su I+D. Sin embargo, destaca el descenso de sus cifras en activos financieros no corrientes, frente a la tendencia al alza que parecían reflejar las empresas previamente analizadas. En cuanto a la evolución de su activo circulante destaca el aumento de los valores de activos financieros corrientes, lo que viene a indicar que esta empresa ha apostado por inversiones financieras más a corto plazo que Bodegas Riojanas S.A. o Deoleo S.A., probablemente con el objetivo de obtener una rentabilidad y liquidez más inmediatas.

Continuando con el análisis de la evolución del patrimonio neto y pasivo, los gráficos presentados a continuación reafirman esas similitudes y diferencias ya puestas de manifiesto en el estudio de su activo corriente y fijo:

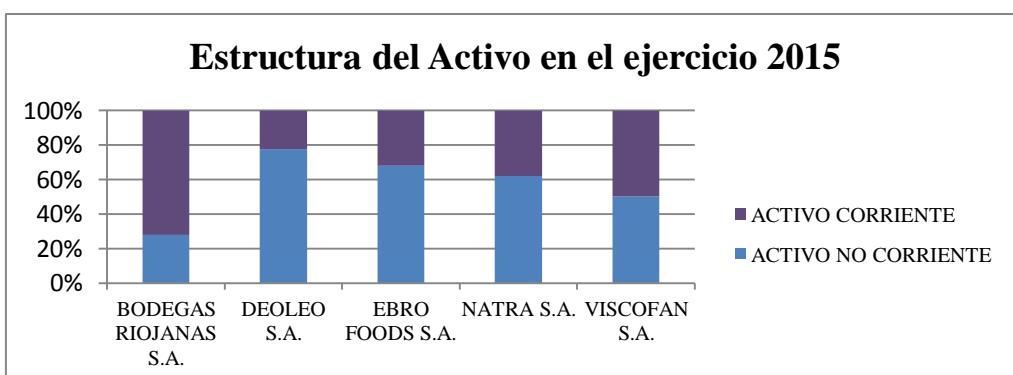




Acudiendo a las mismas tablas citadas anteriormente, en cuanto a la variación de las cifras de pasivo se puede observar una tendencia en los últimos años al desendeudamiento de las entidades tras unos mayores valores en los primeros años de la crisis (si bien las Bodegas presentan como hasta ahora una tendencia más plana). De esta senda del desendeudamiento parece separarse Ebro Foods S.A. que, como ya se verá más adelante, debido a su óptima situación económica y financiera ha procedido a un cambio de sus políticas de endeudamiento apostado por una mayor expansión.

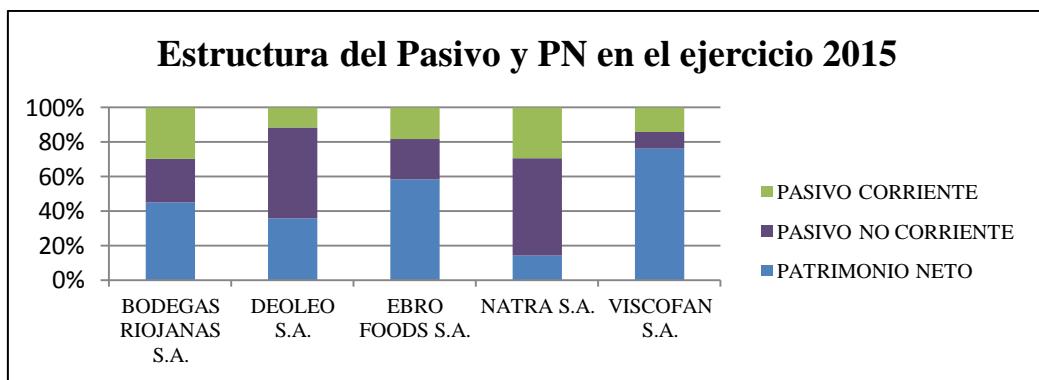
Por su parte, el patrimonio neto poco ha variado durante los años analizados en el caso de las Bodegas y Natra. En el caso de Deoleo lo que más destaca en sus fondos propios son los resultados negativos de la compañía que, si bien se han reducido después de llegar a un punto crítico en 2012, parecen ser una tendencia poco halagüeña que tiende a ir disminuyendo sus valores de patrimonio neto. En lo que respecta a Ebro Foods, la evolución de su patrimonio neto apunta a una tendencia al alza respaldada sobre todo por las reservas fruto de los resultados obtenidos. Y, finalmente, Viscofan presenta una tendencia más similar a la de Ebro Foods S.A., aunque más moderada.

Respecto del segundo de los aspectos en los que se centra este análisis económico-financiero de las empresas del sector de la alimentación y bebidas (tablas 4.1.1.11 a 4.1.1.15 del Anexo II), vemos que la estructura del activo de las compañías objeto de este trabajo es la que presenta el siguiente gráfico:



Así, se puede observar que en el caso de las Bodegas en torno a un 75% su activo es circulante frente al restante que es fijo, lo que vendría a indicar que se trata de una compañía de tipo más comercial sobre todo si se observa que más de la mitad del activo corriente lo componen las existencias. Esta compañía parece alejarse de la pauta que marcan el resto de sus compañeras aquí tratadas. Si las Bodegas eran una compañía de tipo más comercial, se puede afirmar que Deoleo S.A. tiene un corte más industrial con cifras de activo fijo que suponen hasta más del 75% de sus valores totales o Ebro Foods S.A. con más de un 60% de activo no corriente.

Pasando a analizar la estructura de pasivo y patrimonio neto de estas compañías, su distribución sería la que muestra el gráfico presentado a continuación:



Aquí no se puede hablar de unas pautas generalizadas aplicables a todas las empresas. Así, por ejemplo, se puede observar que en el caso de las Bodegas se distingue un reparto bastante igualitario entre fondos propios y fondos ajenos, mientras que Deoleo refleja un reparto no tan equilibrado suponiendo más de una sexta parte la deuda de la entidad. Por su parte, Ebro Foods presenta similitudes con Deoleo respecto de la distribución de su activo pero parece estar en mejor situación al presentar una proporción más equilibrada entre patrimonio y pasivo. Y no sólo eso, sino que de las tres compañías mencionadas es la única en la que sus fondos propios superan los ajenos, lo cual supone una situación ideal (sin llegar a caer en recursos ociosos).

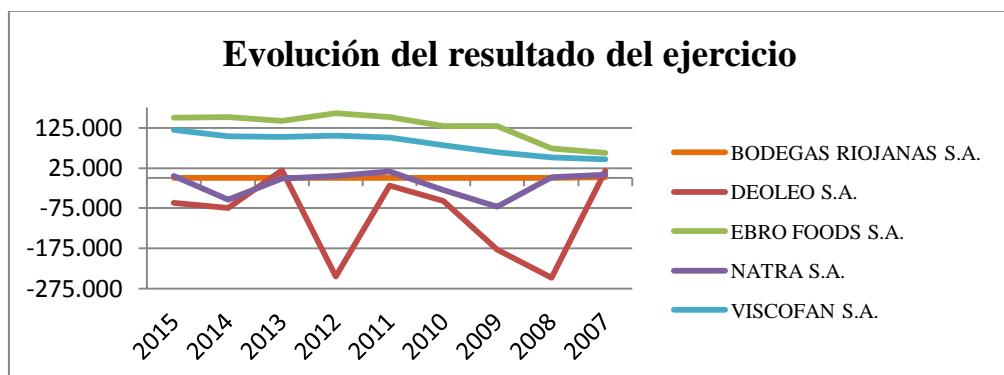
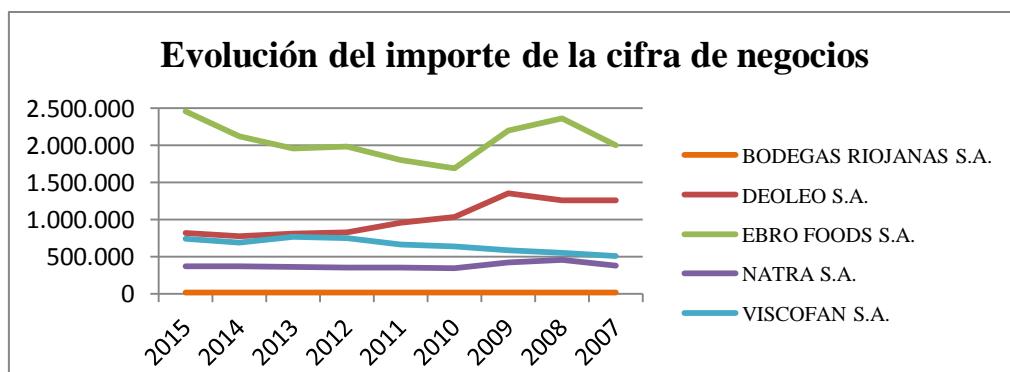
Por su parte, Natra presenta cierta desproporción bastante pronunciada entre pasivo y fondos propios que tras una tendencia positiva parece haber vuelto en los dos últimos ejercicios a rondar el 85-15 respectivamente, lo cual parece indicar un elevado endeudamiento de la compañía (como se contrastará posteriormente). Y, finalmente, en el caso de Viscofan se ve como la situación es similar a la de Ebro Foods, presentando una baja proporción de deuda externa frente a los fondos propios de la compañía.

(cuestión que se reflejará más tarde en sus relaciones lógicas) que no sólo se ha mantenido en el tiempo, sino que encima ha mejorado sus cifras.

#### 4.1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias

Acudiendo a las tablas 4.1.2.1 a 4.1.2.10 del Anexo II puede observarse como, a nivel general, el importe neto de la cifra de negocios de las compañías analizadas ha experimentado un crecimiento continuo desde su remontada tras los primeros años de la crisis. Esto señala la buena respuesta que tuvieron las compañías de este sector en años de tanta incertidumbre no sólo para mantenerse en ventas, sino conseguir crecer tras superar los primeros obstáculos. No obstante, se observa también una tendencia positiva en coste de las mismas (no sólo en aprovisionamientos, sino también en materia de personal y en algún caso en la partida de “otros gastos de explotación”) lo que ha conllevado a que el margen no haya experimentado siempre el mismo crecimiento.

Sin embargo, la mayoría de las compañías han conseguido mantenerse en la senda del crecimiento económico no sólo en ventas sino en última instancia en el resultado del ejercicio, para caer en los últimos ejercicios en un ligero estancamiento en su evolución, tal y como muestra el siguiente gráfico:



Debe hacerse especial mención de Deoleo S.A. debido a la mayor dificultad que parece haber experimentado esta empresa para mantenerse en la senda del crecimiento de su cifra neta de negocio durante estos años de recesión. Este hecho acompañado de una disminución en menor proporción de los gastos asociados ha derivado en que la empresa haya sufrido una disminución de su EBITDA en el último ejercicio de casi un 70%. En lo que concierne a otras partidas, llama la atención la continua disminución de los rendimientos de sus inversiones financieras (lo que debería alertar sobre las políticas inversionistas de la compañía), pero sobre todo debe observarse la pérdida en que deriva la entidad desde 2008 con la única salvedad de beneficios en 2013.

También destaca en el caso de Natra S.A. que, finalmente, ha conseguido obtener beneficios en 2015, rompiendo así con el camino de pérdidas que venía dejando atrás desde 2012 y también previamente en 2009 y 2010.

#### **4.1.3 Estados de flujos de efectivo**

Como puede observarse en su estado de flujos, no se puede hablar de una tendencia clara en los aumentos y disminuciones de efectivo de las compañías analizadas. No obstante, si centramos la atención en los flujos clasificados según sean de la explotación, de inversión o de financiación, sí que se puede afirmar una tendencia positiva de los flujos de actividad, reflejo de un buen desarrollo de sus funciones en los casos de la gran mayoría de las compañías (salvo por Deoleo); frente a una tendencia negativa de los flujos tanto de inversión como de financiación.

Si se analiza el EFE de Deoleo lo que más llama la atención es la casi constante disminución de su efectivo como resultado de, como ya se comentó, los resultados negativos de la compañía que, si bien se habían reducido después de llegar a un punto crítico, parecen seguir un camino poco favorable para la rentabilidad de la empresa.

En cuanto al análisis de la significatividad de los flujos respecto de su actividad (tablas 4.1.3.1 a 4.1.3.5 del Anexo II), es más variable según la compañía que se trate. En el caso de las Bodegas destaca el alto porcentaje que ha supuesto en el último año el flujo de inversión respecto del de actividad, que trae causa de las inversiones que la compañía ha estado realizando en inmovilizado tanto material (debido a reformas y reparaciones) como intangible (por la protección de sus gastos en I+D) al igual que Natra, si bien la

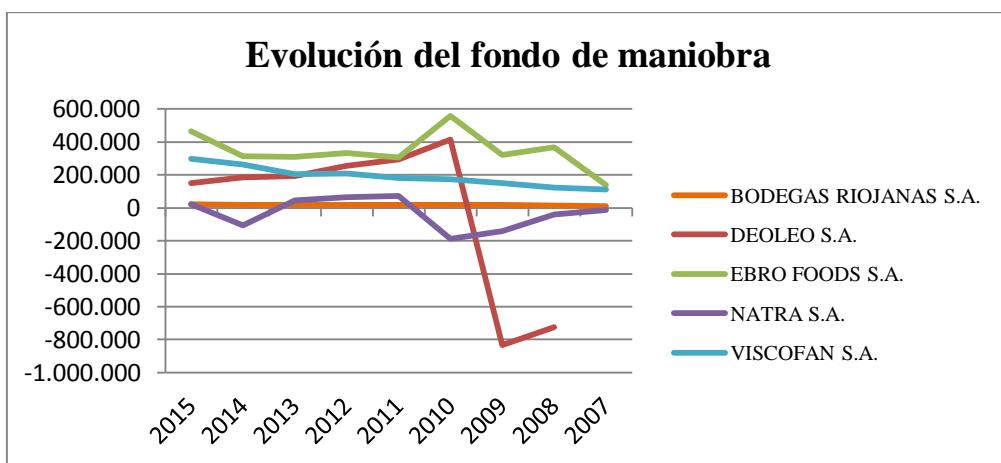
alta proporción en 2014 tanto de los flujos de inversión como de financiación viene explicada por las pérdidas experimentadas por la empresa en ese ejercicio.

Respecto de Ebro Foods señalar la disminución de la salida de efectivo en las actividades de financiación desde 2012 en adelante respecto de las actividades normales de la empresa, lo que puede ser otra razón por la que la compañía ha visto conveniente aumentar los niveles de endeudamiento en los últimos períodos. Finalmente, en el caso de Viscofan señalar el descenso en la proporción de los flujos de inversión, a diferencia de la financiación cuya proporción va en aumento.

## 4.2 ANÁLISIS DE FINANCIACIÓN

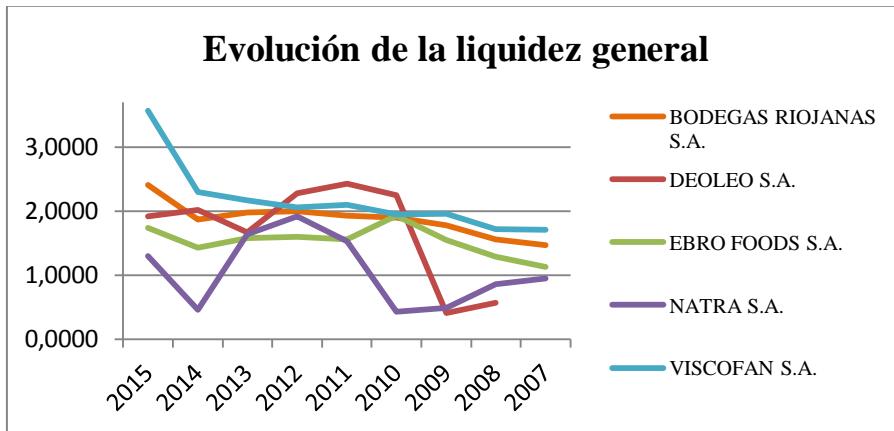
### 4.2.1 Financiación a corto plazo

Lo primero que se va a analizar en esta sección es el fondo de maniobra. Observando las tablas 4.2.1.1 a 4.2.1.5 del Anexo II, vemos que las compañías analizadas del sector de la alimentación y bebidas poseen un fondo de maniobra positivo que ha experimentado una evolución en general positiva a lo largo de los ejercicios analizados (salvo por el caso de Deoleo y la evolución mucho más cambiante en el caso de Natra, ya que aunque su capital circulante actualmente se encuentra en niveles positivos se observa que llegó a presentar cifras bastante preocupantes en años anteriores):



En cuanto al estado y evolución de la liquidez de las compañías objeto de estudio (tabla 4.2.1.6 del Anexo II), se puede abstraer la buena situación de éstas a la hora de disponer de activos líquidos para responder de sus compromisos. Así, destaca como en el último ejercicio las Bodegas han llegado a doblar sus cifras de activo circulante respecto del activo fijo, superando así su mayor cifra hasta el momento que se dio en 2012; o que,

siguiendo la mala racha del resto de sus indicadores, Deoleo parece haber disminuido en los últimos años su capacidad para afrontar los compromisos de pago a corto plazo. Por su parte Viscofan, como ya se ha venido indicado, presenta junto con Ebro Foods una de las estructuras más estables y equilibradas del sector; mientras que Natra también presenta a este respecto una evolución bastante oscilatoria:

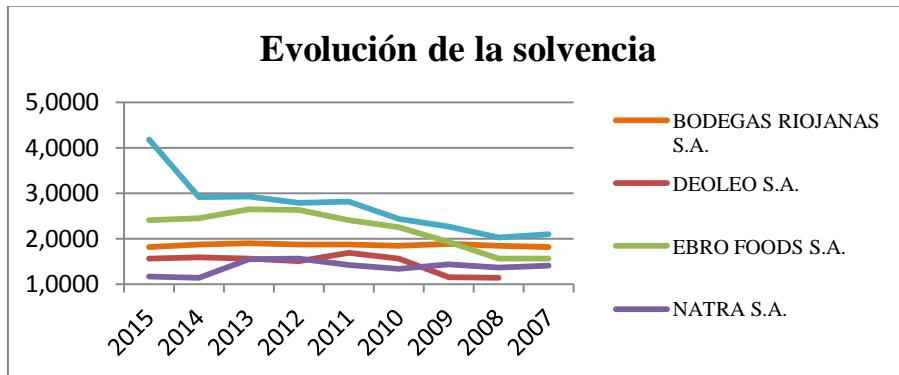


En lo que concierne a la evolución que ha experimentado la liquidez inmediata, sus valores se encuentran en la misma senda que la ratio anteriormente comentada; si bien respecto de los valores de las ratios de tesorería destaca el caso de Deoleo S.A., quien pese a sus bajos valores de capital circulante y liquidez y la evolución negativa de estos, presenta óptimos niveles en términos de tesorería ya que la empresa posee un 25% de su deuda a corto plazo en activos líquidos. No obstante, esto no quiere decir que el resto de compañías se encuentren en mala situación dado que, por ejemplo, actualmente la Bodegas se encuentra entre los valores más altos de los analizados en este estudio, o el hecho de que Ebro Foods S.A. también presenta una alta ratio de tesorería disponiendo del 33% de su deuda en activos líquidos.

#### 4.2.2 Financiación a largo plazo

Atendiendo a la tabla 4.2.2.1 del Anexo II, la primera cuestión a interpretar es la solvencia de las compañías. De esta manera se deduce que todas las compañías se encuentran en una buena situación a la hora de satisfacer sus deudas a largo plazo (al igual que como ya se comentaba en el corto plazo). Así se observa que las Bodegas casi han doblado la cuantía de su pasivo gracias a la evolución positiva de esta ratio a lo largo del período, que Ebro Foods presenta las mejores cifras hasta ahora analizadas y que Viscofan ha llegado a casi cuadruplicar sus valores en el transcurso de 10 ejercicios.

Lo que más llama la atención a este respecto es el empeoramiento de la situación de Natra a la hora de satisfacer sus deudas; que si bien sigue teniendo suficiente riqueza para cumplir con sus obligaciones, supone una señal de alerta para la empresa. De hecho, el descenso de sus valores se mantiene y se ha pronunciado más en los últimos años:



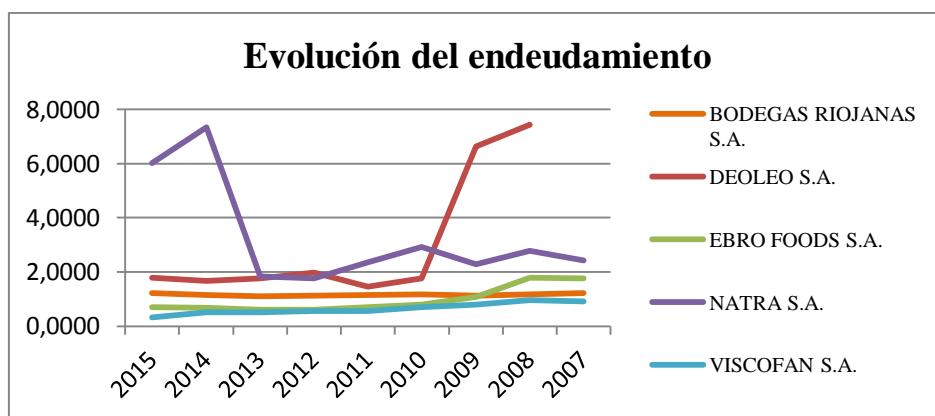
Prosiguiendo con el análisis de las ratios de estructura (ver tablas 4.2.2.2 a 4.2.2.6 del Anexo II), en lo relativo al análisis de la estructura de su activo se observa una mayor propensión a las inversiones a largo plazo que a corto plazo en la mayoría de las empresas analizadas (con la salvedad de las Bodegas). En lo que respecta a la estructura financiera, la cuestión varía más según la compañía analizada. De este modo, destaca que tanto Ebro Foods como Viscofan tienen una muy buena situación de endeudamiento, y que las Bodegas presentan una mayor utilización de fondos propios como fuente de financiación frente a una menor de fondos ajenos (al contrario que Deoleo y Natra). Finalmente, atendiendo a sus ratios de recursos permanentes, se puede ver como estas proporciones se mantienen.

Pasando a analizar las ratios de cobertura (datos en la tabla 4.2.2.7 del Anexo II), cocientes que explican la proporción de financiación propia y ajena que financia el inmovilizado, se observa que existe una cobertura total en ambos casos para las Bodegas y Viscofan, si bien el resto sólo cubren con recursos permanentes.

Y para terminar, atendiendo a las ratios de endeudamiento de las empresas aquí analizadas (información en las tablas 4.2.2.8 a 4.2.2.12 del Anexo II), sobresale la buena situación de las compañías Ebro Foods S.A. y Viscofan S.A. y de su política de financiación. De esta manera, se observa la menor presencia de pasivo frente a patrimonio neto, siendo además su proporción mayor en el largo plazo que en el corto, tal y como se observa en su ratio de composición para la primera de ellas, lo que

posterga su devolución. Además, en ambos casos, el endeudamiento ha tenido una tendencia a la baja moderante durante el período analizado, lo que sitúa a estas compañías en una situación óptima de cara a crecer y a responder de sus obligaciones; quizás incluso rozando la situación de recursos ociosos. Por su parte, Natra presenta unos niveles desorbitados de endeudamiento desde hace un par de ejercicios (posiblemente como consecuencia de las graves pérdidas sufridas en años anteriores), situándose así en una situación límite a la hora de devolver su deuda lo que acrecentará la gran oscilación ya presentada en la evolución de su liquidez.

La evolución de su endeudamiento a nivel general quedaría así plasmada de la siguiente manera:



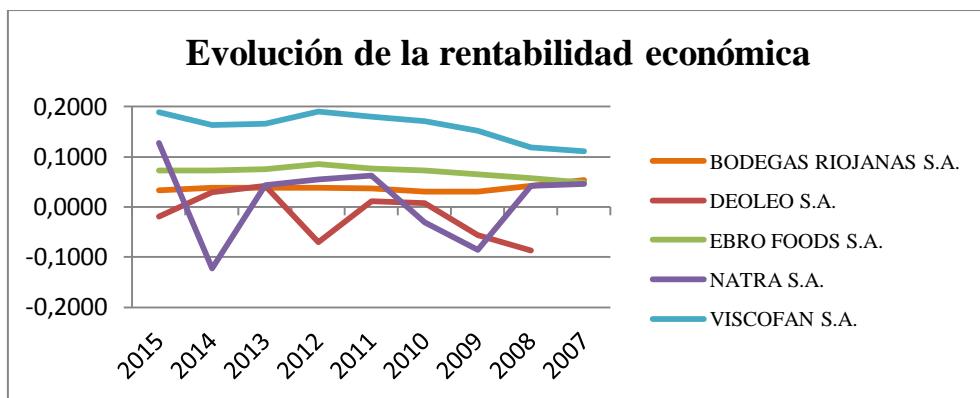
### 4.3 ANÁLISIS ECONÓMICO

Comenzando por el análisis de la rentabilidad económica de cada una de las empresas presentada en la tabla 4.3.1 del Anexo II, se observa que Bodegas Riojanas S.A. obtiene 33'8 euros de beneficio antes de intereses e impuestos por cada 100 euros de activos totales invertidos, Deoleo S.A. obtiene -1'97 euros de pérdidas (y además su rentabilidad va en descenso tras unos ejercicios de mejora, lo que hace prever un aumento de sus pérdidas en relación con su inversión en activo), Ebro Foods S.A. por cada 100 euros invertidos de activo total la compañía obtiene 7'24 euros de beneficio, Natra S.A. es capaz de generar 12'73 euros de beneficio antes de impuestos por cada 100 euros invertidos y, finalmente, Viscofan S.A. generó en el último ejercicio 18'9 euros de beneficio antes de impuestos por cada 100 euros de activo invertidos.

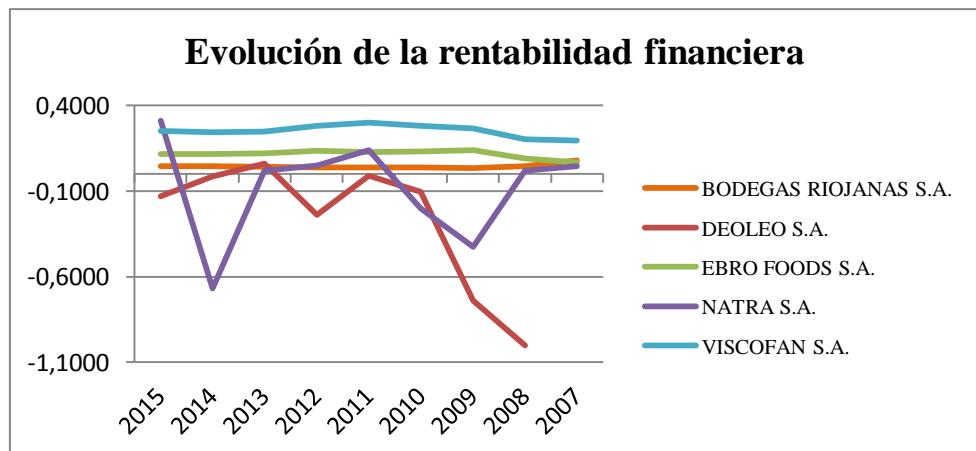
Por tanto, se puede ver que la mayoría de las empresas presentan buenos niveles de rentabilidad económica, situándose así entre los niveles más altos las Bodegas, Viscofan

y Natra; siendo la única que se separa de esta tesis Deoleo que, como ya se venía comentando, no se encuentran en sus mejores momentos.

En cuanto a la evolución de sus valores, tal y como muestra el gráfico aquí presentado, vemos que en su mayoría parecen seguir una tendencia positiva o al menos mantienen posiciones respecto a esta ratio, salvo el caso que ya se mencionaba de Deoleo S.A.:



En cuanto a la rentabilidad financiera de las compañías analizadas, se puede observar en la tabla 4.3.2 del Anexo II una evolución bastante similar en todos los casos destacando el hecho de que Ebro Foods presenta una situación mejor financiera que económica ya que como se dijo la compañía presenta un alto porcentaje de patrimonio neto,. En el caso de Natra destaca que ha pasado de niveles negativos en el ejercicio anterior a niveles altamente positivos, lo que puede venir explicado gracias a haber obtenido este año beneficios y no pérdidas como en 2014. Gráficamente, su evolución sería la siguiente:

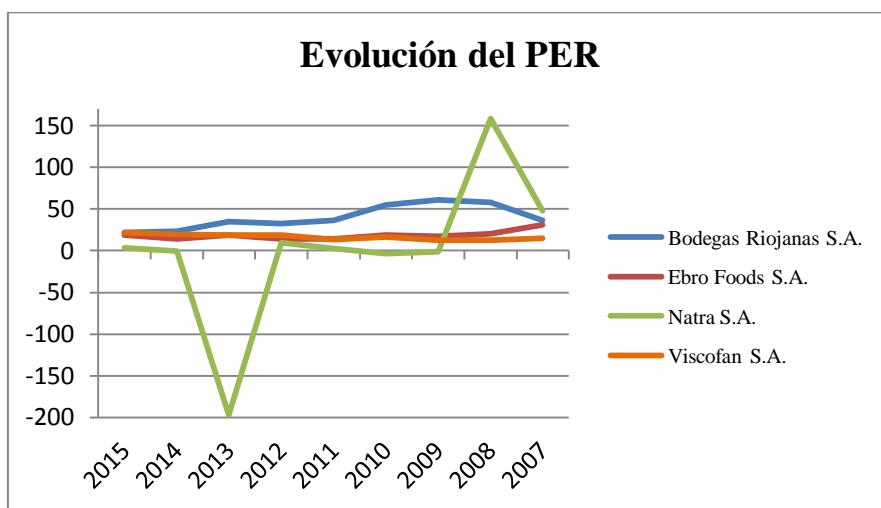


#### 4.4 ANÁLISIS BURSÁTIL

Por último se presentan en las tablas 4.4.1 a 4.4.5 del Anexo II las distintas ratios bursátiles para las distintas compañías. De las tablas señaladas, el BPA indica, del resultado generado, cuanto corresponde a cada socio por tener una acción; el *Cash-flow* por acción el efectivo que corresponde a cada una de las acciones en circulación; el PER cuantos años se tardaría en recuperar la inversión vía beneficios y el *book to market* es un indicador que, cuanto más bajo, mayor expectativa de beneficios presenta y menor riesgo asociado.

De este modo, se confirma la mejor situación de las compañías Ebro Foods y Viscofan al generar más beneficios por número de acciones, siendo su evolución paralela al de sus beneficios al no haber variado el número de acciones de estas. Por su parte Deoleo presenta BPAs negativos como consecuencia de las pérdidas obtenidas a lo largo de los períodos analizados.

En cuanto al *Cash-flow* viene a confirmar los baremos de liquidez de las distintas empresas sin mucho que reseñar. En lo relativo al PER se puede ver como las compañías aquí analizadas varían entre ellas, no habiéndose calculado en el caso de Deoleo debido a la existencia de pérdidas que dejaban sin sentido a la ratio. De esta manera, la mayoría de empresas tendrían unos plazos de recuperación superiores a dos décadas salvo por Natra quien con la mejora de sus resultados en el último ejercicio parece presentar una plazo bastante reducido. No obstante, dicho valor no parece fiable debido a su oscilante evolución tal y como muestra el siguiente gráfico:



Finalmente, se observan *book to market* muy variados, siendo mayor en las empresas que presentan peor situación a nivel global (como ya se ha venido indicando, Deoleo

S.A. y Natra S.A.) y más bajo en aquellas con mejor posición en el mercado. Respecto de la evolución de sus valores destaca el caso de Bodegas Riojanas S.A. quien ha llegado a triplicar sus valores durante el período analizado.

## 5. VALORACIÓN: MODELO BASADO EN EL DESCUENTO DE FLUJOS (*FREE CASH-FLOW*)

Para finalizar el estudio de este sector se va a realizar, tal y como se ha venido indicando a lo largo de este trabajo, la valoración de cada una de las empresas objeto de estudio a través del método de descuento de flujos o *free cash-flow*.

De este modo, aplicando este método se obtienen los siguientes resultados para cada una de las empresas analizadas:

### 1. Bodegas Riojanas S.A.

Lo primero que se presenta a continuación es el cálculo de los flujos de caja descontados para el año 2015 (año actual de análisis) y su proyección hasta 2020:

| BODEGAS RIOJANAS S.A.                               | 2015a        | 2016e        | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Resultado operativo</i>                          | 1.854        | 2.137        | 2.463        | 2.839        | 3.272        | 3.772        |
| <i>Impuesto</i>                                     | -546         | -381,913     | -440,197     | -507,375     | -584,806     | -674,053     |
| <b><i>Resultado operativo neto de impuestos</i></b> | <b>1.308</b> | <b>1.755</b> | <b>2.023</b> | <b>2.332</b> | <b>2.687</b> | <b>3.098</b> |
| <i>Amortización y deterioro</i>                     | 1.200        | 1.200        | 1.200        | 1.200        | 1.200        | 1.200        |
| <b><i>Flujo de caja bruto (Cash-flow bruto)</i></b> | <b>2.508</b> | <b>2.955</b> | <b>3.223</b> | <b>3.532</b> | <b>3.887</b> | <b>4.298</b> |
| <i>Necesidades operativas de financiación (NOF)</i> | -175         | -202         | -204         | -206         | -208         | -210         |
| <i>Inversiones netas</i>                            | -1.200       | -1.200       | -1.200       | -1.200       | -1.200       | -1.200       |
| <b><i>Flujo de caja libre (Free Cash-flow)</i></b>  | <b>1.133</b> | <b>1.553</b> | <b>1.819</b> | <b>2.125</b> | <b>2.479</b> | <b>2.887</b> |
| <b><i>FCF actualizados</i></b>                      | <b>1.039</b> | <b>1.307</b> | <b>1.404</b> | <b>1.506</b> | <b>1.611</b> | <b>1.722</b> |

Para esta compañía se presupone, en primer lugar, un incremento del resultado operativo del 15'26% en base a las variaciones de sus ventas observadas en el período analizado y a su situación patrimonial, así como a informes que la misma empresa publica en su página web corporativa. Respecto de las necesidades operativas de financiación se ha estimado una NOF del 1% sobre ventas ya que la empresa ha realizado numerosas inversiones en inmobiliario e intangibles en los últimos años, previéndose un estancamiento de estas. En lo relativo a las inversiones netas, para esta compañía así como para el resto de sus compañeras de sector se proyecta una necesidad igual a su última amortización. Finalmente, la tasa

de descuento o WACC utilizada para actualizar los distintos flujos de caja sería del 9%.

A modo resumen, los datos utilizados para el cálculo de los distintos flujos de caja sería la siguiente:

|  |        |
|--|--------|
| <i>Crecimiento del resultado operativo</i>             | 15,26% |
| <i>NOF sobre las ventas</i>                            | 1%     |
| <i>Tasa de descuento (WACC)</i>                        | 9,00%  |
| <i>Tasa de crecimiento a perpetuidad (g de Gordon)</i> | 1,86%  |

A continuación se ha procedido al cálculo de la valoración del negocio, utilizando para ello la tasa de descuento WACC (d) presentada en la anterior tabla, así como la tasa de crecimiento a perpetuidad de Gordon, obteniéndose lo siguiente resultados:

|   |                                     |                  |
|---|-------------------------------------|------------------|
| <i>Valor actual FCF</i>                   | Suma FCF actualizados               | 8.589,15         |
| VR  | FCDn x ( 1+ g ) / ( d – g )         | 24.559,45        |
| <i>Valor actual VR</i>                    | VR / (1+d) <sup>n</sup>             | 14.643,99        |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DEL NEGOCIO</b>       | Valor actual FCF + Valor actual FCF | <b>23.233,15</b> |
| - Deudas externa                          |                                     | 31               |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DE FONDOS PROPIOS</b> |                                     | <b>23.202,00</b> |
| <b>VALOR DE CADA ACCIÓN</b>               | Fondos propios/Nº acciones          | <b>4,36</b>      |
| <b>COTIZACIÓN ACTUAL (03/02/2017)</b>     |                                     | <b>4,35</b>      |

Pasando a analizar la situación de esta compañía, se puede observar en la primera de las tablas mostradas una tendencia al aumento de sus flujos de caja proyectados hasta 2020. Es por ello que tras calcular la valoración de cada acción en base a la valoración de los fondos propios de la compañía se obtiene un valor ligeramente superior al de su cotización actual así como a los precios finales de los dos últimos períodos analizados.

En definitiva, se trata de una empresa cuya previsión de valor parece estar bastante ajustada a la cotización actual en la Bolsa de Madrid, indicando ser una inversión bastante fiable.

## 2. Deoleo S.A.

Del mismo modo que en el caso anterior y para el resto de empresas, se muestra en la siguiente tabla el cálculo de los flujos de caja descontados para el año 2015 y su proyección hasta 2020:

| DEOLEO S.A.   | 2015a          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Resultado operativo</i>                          | -34.849        | -34.849        | -34.849        | -34.849        | -34.849        | -34.849        |
| <i>Impuesto</i>                                     | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b><i>Resultado operativo neto de impuestos</i></b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> |
| <i>Amortización y deterioro</i>                     | 47.481         | 47.481         | 47.481         | 47.481         | 47.481         | 47.481         |
| <b><i>Flujo de caja bruto (Cash-flow bruto)</i></b> | <b>12.632</b>  | <b>12.632</b>  | <b>12.632</b>  | <b>12.632</b>  | <b>12.632</b>  | <b>12.632</b>  |
| <i>Necesidades operativas de financiación (NOF)</i> | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <i>Inversiones netas</i>                            | -47.481        | -47.481        | -47.481        | -47.481        | -47.481        | -47.481        |
| <b><i>Flujo de caja libre (Free Cash-flow)</i></b>  | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> | <b>-34.849</b> |
| <b><i>FCF actualizados</i></b>                      | <b>-27.601</b> | <b>-21.860</b> | <b>-17.314</b> | <b>-13.713</b> | <b>-10.861</b> | <b>-8.602</b>  |

Para Deoleo S.A. se ha previsto un incremento del resultado operativo del 0% como medida preventiva debido a la gran oscilación de ventas en los últimos años y a las pérdidas que sufre la compañía. En cuanto a las necesidades operativas de financiación se ha estimado una NOF también del 0% sobre ventas examinando su tendencia al desendeudamiento, al estancamiento de sus políticas inversionistas y a la mala situación de la entidad a la hora de responder de sus compromisos. En lo que concierne a las inversiones netas, también se ha estimado una necesidad igual a su última amortización. Finalmente, la tasa de descuento o WACC utilizada para actualizar los distintos flujos de caja sería del 26'26%:

|   |        |
|---|--------|
| Crecimiento de ventas esperado                  | 0%     |
| NOF sobre las ventas                            | 0%     |
| Tasa de descuento (WACC)                        | 26,26% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad (g de Gordon) | 1,86%  |

A continuación, y como sistemática para el resto de empresa, se ha procedido al cálculo de la valoración del negocio del mismo modo que en el caso de las Bodegas pero con los datos presentados en la tabla anterior, obteniéndose la siguiente valoración:

|   |                                     |                    |
|---|-------------------------------------|--------------------|
| <i>Valor actual FCF</i>                   | Suma FCF actualizados               | -99.950,78         |
| VR  | FCDn x ( 1+ g ) / (d - g)           | -35.909,51         |
| <i>Valor actual VR</i>                    | VR / (1+d) <sup>n</sup>             | -8.863,69          |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DEL NEGOCIO</b>       | Valor actual FCF + Valor actual FCF | <b>-108.814,48</b> |
| - Deudas externa                          |                                     | 908                |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DE FONDOS PROPIOS</b> |                                     | <b>-109.721,99</b> |
| <b>VALOR DE CADA ACCIÓN</b>               | Fondos propios/Nº acciones          | <b>-20,63</b>      |
| <b>COTIZACIÓN ACTUAL (03/02/2017)</b>     |                                     | <b>0,26</b>        |

Las conclusiones que se pueden extraer de la valoración de esta compañía es su mala situación económica que sólo se prevé que mejorará tal y como muestra el descuento de flujos más arriba presentado si se mantienen los resultados operativos y se congela los gastos en inversión y en amortización. De hecho, se puede observar que la valoración de cada acción en base a la valoración de los fondos propios de la compañía es mucho más pesimista que la que refleja el mercado, no resultando recomendable realizar una inversión en esta compañía si se pretende rentabilizarla al menos en el corto plazo y si su panorama no varía.

### 3. Ebro Foods S.A.

Los flujos de caja descontados desde el año actual de análisis hasta su proyección a 5 años es la siguiente:

| EBRO FOODS S.A.                                     | 2015a          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Resultado operativo</i>                          | 237.117        | 245.416        | 254.006        | 262.896        | 272.097        | 281.621        |
| <i>Impuesto</i>                                     | -81.578        | -84.433        | -87.389        | -90.447        | -93.613        | -96.889        |
| <b>Resultado operativo neto de impuestos</b>        | <b>155.539</b> | <b>160.983</b> | <b>166.617</b> | <b>172.449</b> | <b>178.484</b> | <b>184.731</b> |
| <i>Amortización y deterioro</i>                     | 77.607         | 77.607         | 77.607         | 77.607         | 77.607         | 77.607         |
| <b>Flujo de caja bruto (Cash-flow bruto)</b>        | <b>233.146</b> | <b>238.590</b> | <b>244.224</b> | <b>250.056</b> | <b>256.091</b> | <b>262.338</b> |
| <i>Necesidades operativas de financiación (NOF)</i> | -49.238        | -50.962        | -51.981        | -53.020        | -54.081        | -55.163        |
| <i>Inversiones netas</i>                            | -77.607        | -77.607        | -77.607        | -77.607        | -77.607        | -77.607        |
| <b>Flujo de caja libre (Free Cash-flow)</b>         | <b>106.301</b> | <b>110.021</b> | <b>114.636</b> | <b>119.428</b> | <b>124.403</b> | <b>129.569</b> |
| <b>FCF actualizados</b>                             | <b>101.811</b> | <b>100.923</b> | <b>100.715</b> | <b>100.494</b> | <b>100.259</b> | <b>100.011</b> |

En el caso de Ebro Foods S.A. se ha previsto un incremento del resultado operativo del 3'5% en base al promedio de la variación de las ventas en el período analizado. En lo relativo a las necesidades operativas de financiación, como ya se venía comentando la buena disposición de la compañía de recursos propios, se ha

estimado una NOF bastante modesta del 2% sobre ventas; y, por último, las inversiones netas se estiman igualmente en la misma medida que su última amortización. La tasa de descuento o WACC utilizada para este caso es del 4'41%:

|   |       |
|---|-------|
| Crecimiento de ventas esperado                  | 3,50% |
| NOF sobre las ventas                            | 2%    |
| Tasa de descuento (WACC)                        | 4,41% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad (g de Gordon) | 1,86% |

De esta manera, el cálculo de la valoración del negocio utilizando los datos presentados en la tabla anterior sería el siguiente:

|   |                                     |                     |
|---|-------------------------------------|---------------------|
| Valor actual FCF                          | Suma FCF actualizados               | 604.212,57          |
| VR  | FCDn x ( 1+ g ) / (d - g)           | 3.994.949,92        |
| Valor actual VR                           | VR / (1+d)^n                        | 3.083.605,17        |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DEL NEGOCIO</b>       | Valor actual FCF + Valor actual FCF | <b>3.687.817,74</b> |
| - Deudas externa                          |                                     | 1.411               |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DE FONDOS PROPIOS</b> |                                     | <b>3.686.406,98</b> |
| <b>VALOR DE CADA ACCIÓN</b>               | Fondos propios/Nº acciones          | <b>23,96</b>        |
| <b>COTIZACIÓN ACTUAL (03/02/2017)</b>     |                                     | <b>19,03</b>        |

Procediendo al estudio de las cifras obtenidas, se puede ver en la primera de las tablas una ligera tendencia a la disminución de sus flujos de caja proyectados hasta 2020 fruto del efecto de depreciación del dinero. Si se atiende a la valoración de la compañía se observa como el valor en Bolsa estaría menospreciando su verdadera valoración en base a sus fondos propios.

Por lo tanto, Ebro Foods S.A. sería una inversión muy recomendable ya que lo que parece indicar su valoración es que el precio de las acciones va a subir, permitiendo rentabilizar la inversión más rápidamente que, por ejemplo, su compañera Bodegas Riojanas S.A.

#### 4. Natra S.A.

El descuento de flujos y la proyección para el caso concreto de esta compañía sería el presentado a continuación:

| NATRA S.A.  | 2015a         | 2016e         | 2017e         | 2018e         | 2019e         | 2020e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Resultado operativo</i>                          | 9.884         | 9.899         | 9.914         | 9.929         | 9.943         | 9.958         |
| <i>Impuesto</i>                                     | -5.640        | -5.648        | -5.657        | -5.665        | -5.674        | -5.682        |
| <b>Resultado operativo neto de impuestos</b>        | <b>4.244</b>  | <b>4.251</b>  | <b>4.257</b>  | <b>4.263</b>  | <b>4.270</b>  | <b>4.276</b>  |
| <i>Amortización y deterioro</i>                     | 11.211        | 11.211        | 11.211        | 11.211        | 11.211        | 11.211        |
| <b>Flujo de caja bruto (Cash-flow bruto)</b>        | <b>15.455</b> | <b>15.462</b> | <b>15.468</b> | <b>15.474</b> | <b>15.481</b> | <b>15.487</b> |
| <i>Necesidades operativas de financiación (NOF)</i> | -3.687        | -3.693        | -3.730        | -3.767        | -3.805        | -3.843        |
| <i>Inversiones netas</i>                            | -11.211       | -11.211       | -11.211       | -11.211       | -11.211       | -11.211       |
| <b>Flujo de caja libre (Free Cash-flow)</b>         | <b>557</b>    | <b>558</b>    | <b>527</b>    | <b>496</b>    | <b>465</b>    | <b>434</b>    |
| <b>FCF actualizados</b>                             | <b>501</b>    | <b>452</b>    | <b>385</b>    | <b>326</b>    | <b>275</b>    | <b>231</b>    |

Los datos utilizados para el cálculo de este método serían los que se muestran en la siguiente tabla, de manera que para Natra S.A. se ha previsto un incremento del resultado operativo del 0'15% también en base al promedio de la variación de las ventas en el período objeto de estudio. Respecto a las necesidades operativas de financiación se ha estimado una NOF del 1% sobre ventas ya que la compañía ya habría procedido previamente a un mayor endeudamiento que, además de no ser conveniente incrementarlo, permite realizar las inversiones necesarias; y, al igual que el resto de compañías, las inversiones netas se estiman también en la misma medida que su última amortización. La tasa de descuento o WACC utilizada para este caso es del 11'1%:

|   |        |
|---|--------|
| Crecimiento de ventas esperado                  | 0,15%  |
| NOF sobre las ventas                            | 1%     |
| Tasa de descuento (WACC)                        | 11,10% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad (g de Gordon) | 1,86%  |

Así, el cálculo de la valoración del negocio y de fondos propios utilizando los datos ya mencionados de la tabla anterior sería el que se muestra a continuación:

|   |                                     |                 |
|---|-------------------------------------|-----------------|
| <b>Valor actual FCF</b>                   | Suma FCF actualizados               | 2.169,16        |
| VR  | FCDn x ( 1+ g ) / ( d - g )         | 2.541,37        |
| <b>Valor actual VR</b>                    | VR / (1+d)^n                        | 1.351,40        |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DEL NEGOCIO</b>       | Valor actual FCF + Valor actual FCF | <b>3.520,56</b> |
| - Deudas externa                          |                                     | 214             |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DE FONDOS PROPIOS</b> |                                     | <b>3.306,77</b> |
| <b>VALOR DE CADA ACCIÓN</b>               | Fondos propios/Nº acciones          | <b>0,62</b>     |
| <b>COTIZACIÓN ACTUAL (03/02/2017)</b>     |                                     | <b>0,80</b>     |

Analizando los cálculos obtenidos, al igual que en el caso anterior se muestra en la primera de las tablas presentadas un descenso de los valores de los flujos de caja actualizados, fruto en este caso no sólo del efecto de depreciación del dinero si no a sus necesidades operativas de financiación, que con el incremento de ventas inciden a la baja en mayor proporción en Natra que en Ebro Foods. Respecto de la valoración de sus acciones, al igual que en Deoleo se observa como la Bolsa de Madrid le está dando un valor bastante superior al que la compañía obtiene por este método de valoración, por lo que no se prevé una situación tan halagüeña a la hora de invertir como en el caso de las Bodegas o de la arrocera.

## 5. Viscofan S.A.

Finalmente nos adentramos en la última de las compañías analizadas en este trabajo, siendo el cálculo de los descuentos de flujos el mostrado en la siguiente tabla:

| VISCOFAN S.A.                                       | 2015a          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Resultado operativo</i>                          | 160.794        | 169.075        | 177.782        | 186.938        | 196.565        | 206.688        |
| <i>Impuesto</i>                                     | -33.837        | -35.580        | -37.412        | -39.339        | -41.365        | -43.495        |
| <b>Resultado operativo neto de impuestos</b>        | <b>126.957</b> | <b>133.495</b> | <b>140.370</b> | <b>147.599</b> | <b>155.200</b> | <b>163.193</b> |
| <i>Amortización y deterioro</i>                     | 53.171         | 53.171         | 53.171         | 53.171         | 53.171         | 53.171         |
| <b>Flujo de caja bruto (Cash-flow bruto)</b>        | <b>180.128</b> | <b>186.666</b> | <b>193.541</b> | <b>200.770</b> | <b>208.371</b> | <b>216.364</b> |
| <i>Necesidades operativas de financiación (NOF)</i> | -90.744        | -95.418        | -107.106       | -120.227       | -134.955       | -151.487       |
| <i>Inversiones netas</i>                            | -53.171        | -53.171        | -53.171        | -53.171        | -53.171        | -53.171        |
| <b>Flujo de caja libre (Free Cash-flow)</b>         | <b>36.212</b>  | <b>38.077</b>  | <b>33.264</b>  | <b>27.372</b>  | <b>20.246</b>  | <b>11.707</b>  |
| <b>FCF actualizados</b>                             | <b>33.843</b>  | <b>33.258</b>  | <b>27.153</b>  | <b>20.882</b>  | <b>14.435</b>  | <b>7.801</b>   |

Aquí se prevé un incremento del resultado operativo del 5'15% en base al promedio de la variación de las ventas entre 2007 y 2015. Las necesidades operativas de financiación se estiman en una NOF del 12'3% tomando como referente el promedio de la variación de capital circulante durante el período analizado ya que el endeudamiento es más bajo que en el caso de Ebro Foods S.A. pudiendo permitirse su incremento y mayor crecimiento; y, al como el resto de compañías, las inversiones netas se estiman en la misma medida que su última amortización. La tasa de descuento o WACC utilizada para este caso será del 7%:

|   |       |
|---|-------|
| Crecimiento de ventas esperado                  | 5,15% |
| NOF sobre las ventas                            | 12,3% |
| Tasa de descuento (WACC)                        | 7,00% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad (g de Gordon) | 1,86% |

Siendo el cálculo del valor del negocio y de sus fondos propios la presenta a continuación:

|   |                                     |                   |
|---|-------------------------------------|-------------------|
| <i>Valor actual FCF</i>                   | Suma FCF actualizados               | 137.371,95        |
| VR  | FCDn x ( 1+ g ) / (d – g)           | 154.584,73        |
| <i>Valor actual VR</i>                    | VR / (1+d) <sup>n</sup>             | 103.006,33        |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DEL NEGOCIO</b>       | Valor actual FCF + Valor actual FCF | <b>240.378,28</b> |
| - Deudas externa                          |                                     | 199               |
| <b>TOTAL VALORACIÓN DE FONDOS PROPIOS</b> |                                     | <b>240.179,56</b> |
| <b>VALOR DE CADA ACCIÓN</b>               | Fondos propios/Nº acciones          | <b>45,16</b>      |
| <b>COTIZACIÓN ACTUAL (03/02/2017)</b>     |                                     | <b>47,28</b>      |

Pasando a analizar los resultados obtenidos, al igual que ya se comentaba en los últimos tres casos analizados, Viscofan S.A. presenta un descenso de sus flujos de caja actualizados para el período analizado. En este caso, la causa principal de esta disminución se debe a las políticas de financiación que presentan el porcentaje más alto de los ya hasta ahora presentados. Aquí debe recalarse que esta proyección se basa en una política de expansión para los próximos 5 años con un porcentaje constante sobre ventas, cuestión bastante improbable a la hora de llevarlo a la práctica por lo que, probablemente, el descenso de los flujos de caja sería mucho menos drástico en realidad (siempre y cuando la compañía optará realmente por una política de expansión y crecimiento).

En lo relativo a la valoración de sus acciones, es debido a este mayor endeudamiento que la compañía parece presentar una valoración ligeramente inferior a la que le da la Bolsa de Mercado por lo que, basándonos en lo anteriormente dicho, esto no la elimina como una buena inversión en este mercado ya que probablemente el precio estaría bastante más ajustado al de la Bolsa si no fuera por la NOF constante.

Finalizando con un análisis conjunto para un estudio más completo de este sector, objetivo del trabajo en todo momento, se puede observar la comparativa en la siguiente tabla:

| <b>COMPARATIVAS FCF</b>      | <b>Valor de cada acción (FCF)</b> | <b>Valor actual (03/02/2017)</b> |
|------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| <i>Bodegas Riojanas S.A.</i> | 4,36                              | 4,35                             |
| <i>Deoleo S.A.</i>           | -20,63                            | 0,26                             |
| <i>Ebro Foods S.A.</i>       | 23,96                             | 19,03                            |
| <i>Natra S.A.</i>            | 0,62                              | 0,80                             |
| <i>Viscofan S.A.</i>         | 45,16                             | 47,28                            |

Gracias a esta tabla se puede observar como las semejanzas entre compañías ya comentadas anteriormente se mantienen también en sus valoraciones. De este modo, las compañías que cotizan a mayor valor son Ebro Foods S.A. y Viscofan S.A., debido a la mejor situación económica y patrimonial de ambas. No obstante, Ebro Foods parece estar infravalorada en el mercado frente a Viscofan, lo que parece desvelar un mayor aumento de su cotización en el futuro posiblemente a raíz de una situación menos ociosa de sus recursos.

Como ya se venía señalando, Deoleo S.A. se encuentra en una precaria situación lo que se refleja igualmente en su cotización bursátil, mucho mayor de lo vendría a valer cada acción de acuerdo con el método de descuento de flujos y el valor de sus fondos propios, llegando a ser esta negativa.

Natra S.A. y Bodegas Riojanas S.A. supondrían la situación intermedia entre Deoleo y las dos grandes del sector, con cotizaciones más modestas. Sin embargo, tampoco aquí coinciden respecto de su valoración, estandolas Bodegas ligeramente infravaloradas en el mercado frente a la chocolatera, con un valor moderadamente inferior al que se le da en su cotización bursátil como consecuencia, probablemente, de su peor situación en términos de endeudamiento.

## 6. CONCLUSIONES

Una vez obtenidos los resultados de este estudio y analizado las principales características del sector, se pueden extraer las siguientes conclusiones.

En lo que respecta al del sector, internamente se observa que se trata de una industria con muchas oportunidades y fortalezas que otras no poseen, si bien las amenazas y

debilidades existentes están relacionadas sobre todo con la tesisura cambiante de la economía ante la implementación de las TICs y las aperturas de los mercados. Si nos fijamos en el análisis externo, se observa la presencia de numerosas trabas legislativas y económica al desarrollo del sector de la alimentación y bebidas, pese a lo que esta industria ha conseguido erigirse como 4º sector en facturación en Europa, y 8º a nivel mundial, aún tras comenzar a finalizar el período de crisis.

Pasando al análisis económico-financiero de las empresas objeto de este trabajo, se observan tendencias bastante similares en la evolución de su patrimonio salvo por casos aislados como son el de Deoleo S.A. y Ebro Foods S.A. en determinados aspectos. En general, salvo por la aceitera, todas las compañías presentan buenas estructuras de activo, pasivo y patrimonio; óptimas posiciones a la hora de responder de sus compromisos tanto a corto como a largo plazo en cuanto a liquidez y solvencia; y es en el endeudamiento donde más notorias son las diferencias. Así destaca el caso de Natra S.A. quien parece haber adoptado políticas drásticamente expansivas de sus valores de endeudamiento, frente a Deoleo S.A. quien parece haber tomado una postura más comedida a la hora de aumentar su pasivo frente a sus malas condiciones patrimoniales.

Finalmente, es en el estudio económico de las compañías objeto de análisis donde más diferencias se hallan. De este modo, aunque salvo por Deoleo S.A. todas consiguen rentabilizar el desarrollo de su actividad, destaca como Natra S.A. consigue la mayor rentabilidad financiera pese a su alto volumen de endeudamiento; mientras que Ebro Foods S.A. a pesar de estar en óptimas condiciones para crecer y expandirse (lo mismo se podría aplicar a Viscofan S.A.) apenas consigue en el tercer puesto de este ranking de ROI y ROE.

En definitiva, se observa que en general el sector de la alimentación y bebidas es una industria con una considerable capacidad de crecer en facturación (incluso con las dificultades que ha atravesado la demanda con la crisis económica), capacidad de muchas de las compañías de reducir deuda en el mismo período de recesión y la mejora generalizada de sus márgenes, lo que la sitúa como un sector que presenta muchas oportunidades para el crecimiento y expansión, y que apenas parece empezar a despuntar en la economía tanto de nuestro país como mundial.

Por todo ello, se puede observar como este estudio económico-financiero de las distintas empresas de la industria de la alimentación y bebidas ha permitido la realización de un análisis del sector, pudiendo así conocer la situación actual del sector y sus perspectivas.

## 7. BLIBIOGRAFÍA Y WEGRAFÍA

### 7.1 BIBLIOGRAFÍA

- BADENES, C. y SANTOS, J.M. (1999): *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Nota técnica de la División de Investigación del IESE.
- EQUIPO DE EXPERTOS DEL SECTOR DE CONSUMO DE KPMG y FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE INDUSTRIAS DE LA ALIMENTACIÓN Y BEBIDAS (FIAB) (2014): *Retos y perspectivas de la industria de alimentación y bebidas en España*.
- FERNÁNDEZ, P. (2005): *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Ed. Gestión 2000, Madrid.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2015): *Análisis de la empresa a través de su información económico financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Ed. Pirámide, Madrid.
- MARTÍNEZ CINESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *Valoración de empresas cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos*. Ed. AECA Monografías, Madrid.
- PALOMARES, J. y PESET, M.J. (2015): *Estados financieros. Interpretación y análisis*. Ed. Pirámide, Madrid.
- PORTER, M.E. (2008): “Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia”. *Harvard Business Review*. Página 2.

### 7.2 WEBGRAFÍA

- [www.alimarket.es/informe/191103/informe-2015-sobre-la--industria-de-alimentacion-y-bebidas-](http://www.alimarket.es/informe/191103/informe-2015-sobre-la--industria-de-alimentacion-y-bebidas-)

- [bodegasriojanas.com/es/](http://bodegasriojanas.com/es/)
- [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)
- [casajuntoalrio.wordpress.com/2012/08/12/los-centuriones-del-gran-capital-financiero-mundial-en-espana/](http://casajuntoalrio.wordpress.com/2012/08/12/los-centuriones-del-gran-capital-financiero-mundial-en-espana/)
- <https://ddd.uab.cat/pub/infanu/118900/iaNATRAa2013ispa.pdf>
- [deoleo.com](http://deoleo.com)
- [www.eaeprogramas.es/internacionalizacion/analisis-dafo-que-es-y-para-que-sirve#](http://www.eaeprogramas.es/internacionalizacion/analisis-dafo-que-es-y-para-que-sirve#)
- [www.elmundo.es/elmundo/2008/04/24/castillayleon/1209025780.html](http://www.elmundo.es/elmundo/2008/04/24/castillayleon/1209025780.html)
- [www.expansion.com/economia/2016/03/25/56e16ed922601d9c238b457e.html](http://www.expansion.com/economia/2016/03/25/56e16ed922601d9c238b457e.html)
- [finanzasenconfianza.com/metodo-de-valoracion-de-descuento-de-flujos-de-caja/](http://finanzasenconfianza.com/metodo-de-valoracion-de-descuento-de-flujos-de-caja/)
- [fmg.es/gestor/recursos/uploads/DAFO.pdf](http://fmg.es/gestor/recursos/uploads/DAFO.pdf)
- [www.fooddrinkeurope.eu/publication/data-trends-of-the-european-food-and-drink-industry-2016/](http://www.fooddrinkeurope.eu/publication/data-trends-of-the-european-food-and-drink-industry-2016/)
- [gestionalimentaria.wordpress.com/2008/01/09/el-analisis-dafo/](http://gestionalimentaria.wordpress.com/2008/01/09/el-analisis-dafo/)
- [www.interempresas.net/Alimentaria/Articulos/150879-La-industria-de-alimentacion-y-bebidas-primer-sector-industrial-de-Espana.html](http://www.interempresas.net/Alimentaria/Articulos/150879-La-industria-de-alimentacion-y-bebidas-primer-sector-industrial-de-Espana.html)
- [www.invertia.com](http://www.invertia.com)
- [www.mapama.gob.es/es/alimentacion/legislacion/recopilaciones-legislativas-monograficas/default.aspx](http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/legislacion/recopilaciones-legislativas-monograficas/default.aspx)
- [www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/Marco\\_Estrat%C3%A9gico\\_para\\_la\\_Industria\\_de\\_Alimentaci%C3%B3n\\_y\\_Bebidas\\_%2B...\\_tcm7-320057.pdf](http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/Marco_Estrat%C3%A9gico_para_la_Industria_de_Alimentaci%C3%B3n_y_Bebidas_%2B..._tcm7-320057.pdf)
- [www.natra.es](http://www.natra.es)
- [negocios.uncomo.com/como-calcular-la-tasa-de-descuento-wacc-2453.html](http://negocios.uncomo.com/como-calcular-la-tasa-de-descuento-wacc-2453.html)
- [pae.gencat.cat/web/.content/al\\_alimentacio/al01\\_pae/05\\_publicacions\\_material\\_referencia/arxius/2016\\_Informe\\_EcoLogical.pdf](http://pae.gencat.cat/web/.content/al_alimentacio/al01_pae/05_publicacions_material_referencia/arxius/2016_Informe_EcoLogical.pdf)
- [www.pascualparada.com/analisis-pestel-una-herramienta-de-estudio-del-entorno/](http://www.pascualparada.com/analisis-pestel-una-herramienta-de-estudio-del-entorno/)
- [www.rankia.com](http://www.rankia.com)

**Análisis y valoración de empresas cotizadas del sector de la alimentación y bebidas**

- [retos-directivos.eae.es/el-analisis-pest-una-herramienta-para-planificar-tu-estrategia/](http://retos-directivos.eae.es/el-analisis-pest-una-herramienta-para-planificar-tu-estrategia/)
- [www.r4.com/analisis/informes/vis25112013.pdf](http://www.r4.com/analisis/informes/vis25112013.pdf)
- [www.viscofan.com](http://www.viscofan.com)

## 8. ANEXOS

### ANEXO I: FÓRMULAS

**Tabla 2.1: Ratios de liquidez utilizados en el análisis financiero a corto plazo**

| INDICADOR                                     | DEFINICIÓN            |
|---|-----------------------|
| <i>Fondo de maniobra o capital circulante</i> | AC – PC               |
| <i>Liquidez general</i>                       | AC/PC                 |
| <i>Liquidez inmediata (Acid Test)</i>         | (AC – Existencias)/PC |
| <i>Ratio de tesorería</i>                     | Disponible/PC         |

**Tabla 2.2: Ratios de solvencia**

| INDICADOR        | DEFINICIÓN                  |
|------------------|-----------------------------|
| <i>Solvencia</i> | Activo total/Exigible total |

**Tabla 2.3: Ratios de estructura**

| INDICADOR                    | DEFINICIÓN                         |
|------------------------------|------------------------------------|
| <i>Estructura del activo</i> | Activo fijo/Activo total           |
|                              | Activo corriente/Activo total      |
|                              | Activo corriente/Activo fijo       |
|                              | Capital circulante/Activo fijo     |
| <i>Estructura financiera</i> | Pasivo/(PN + Pasivo)               |
|                              | PN/(PN + Pasivo)                   |
|                              | PC/(PN + Pasivo)                   |
|                              | Recursos permanentes/(PN + Pasivo) |

**Tabla 2.46: Ratios de cobertura**

| <b>INDICADOR</b>   | <b>DEFINICIÓN</b>                       |
|--|---|
| <i>Cobertura del inmovilizado con recursos propios</i>     | PN/Inmovilizado (ANC)                   |
| <i>Cobertura del inmovilizado con recursos permanentes</i> | Recursos permanentes/Inmovilizado (ANC) |

**Tabla 2.5: Ratios de endeudamiento**

| <b>INDICADOR</b>                   | <b>DEFINICIÓN</b> |
|------------------------------------|-------------------|
| <i>Endeudamiento</i>               | Pasivo/PN         |
| <i>Endeudamiento a largo plazo</i> | PNC/PN            |
| <i>Endeudamiento a corto plazo</i> | PC/PN             |

**Tabla 2.6: Ratios económicos de rentabilidad económica**

| <b>INDICADOR</b>                  | <b>DEFINICIÓN</b> |
|-----------------------------------|-------------------|
| <i>ROI (return of investment)</i> | RAIT/Activo medio |

**Tabla 2.7: Ratios económicos de rentabilidad financiera**

| <b>INDICADOR</b>              | <b>DEFINICIÓN</b> |
|-------------------------------|-------------------|
| <i>ROE (return on equity)</i> | RAT/PN medio      |

**Tabla 2.8: Ratios bursátiles**

| <b>INDICADOR</b>                  | <b>DEFINICIÓN</b>          |
|-----------------------------------|----------------------------|
| <i>BPA (Beneficio por acción)</i> | RDT/nº acciones            |
| <i>Cash-flow por acción</i>       | Cash-flow/nº acciones      |
| <i>PER</i>                        | Precio medio/BPA           |
| <i>Book to market</i>             | PN/Capitalización Bursátil |

## ANEXO II: DAFO

**Tabla 3.2.1: Análisis DAFO**

| DEBILIDADES   | FORTALEZAS   |
|---|--|
| <p><i>Análisis Interno</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Problemática relacionada con productos perecederos.</li> <li>2. Sector con poca inversión en I + D.</li> <li>3. Escasa modernización e implementación de las TICs.</li> <li>4. Escaso poder de negociación con la distribución (salvo integración).</li> <li>5. Infrautilización de la capacidad de las empresas del sector por sobredimensionamiento.</li> <li>6. Sector altamente competitivo.</li> <li>7. Efectos negativos de la crisis económica.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Productos esenciales y básicos en la sociedad.</li> <li>2. Menos sensible a los efectos de las recesiones económicas.</li> <li>3. Presencia de estructuras de apoyo a la industria agroalimentaria.</li> <li>4. Programas de ayuda propios a la industria alimentaria, además de los cofinanciados.</li> <li>5. Existencia y gran peso del “know-how”.</li> <li>6. Gran importancia en el dinamismo de las zonas rurales y más agrícolas.</li> <li>7. Primer sector industrial de España</li> </ul>  |
| AMENAZAS  | OPORTUNIDADES  |
| <p><i>Análisis Externo</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Globalización y apertura de mercados mundiales que aumenta la competitividad.</li> <li>2. Concentración del mercado en torno a las grandes empresas distribuidoras.</li> <li>3. Necesidades muy cambiantes que requieren cambios en los productos.</li> <li>4. Sector poco atractivo para la inversión financiera.</li> <li>5. Condicionantes externos que afectan a la industria alimentaria, como la volatilidad del precio de las materias primas.</li> <li>6. Sector más sensible a los desastres naturales.</li> <li>7. Envases empleados no siempre biodegradables.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Apertura de nuevos mercados y nuevas posibilidades de segmentación.</li> <li>2. Numerosas subvenciones y ayudas institucionales para la promoción y mejora del sector.</li> <li>3. Oportunidad de reorganización y de mejora en la cadena.</li> <li>4. Incremento de la demanda con la salida de la crisis.</li> <li>5. Incremento de los consumidores sensibles por el producto local.</li> <li>6. Tendencia creciente al consumo de productos ecológicos. Creación de una imagen sólida, abierta e internacional para producto de la industria alimentaria de España.</li> </ul> |

### ANEXO III: CIFRAS Y RATIOS<sup>4</sup>

**Tabla 4.1.1.1: Masas de Bodegas Riojanas S.A.**

|                     | 2015          | 2014          | 2013          | 2012          | 2011          | 2010          | 2009          | 2008          | 2007          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 15.790        | 13.276        | 12.508        | 12.875        | 13.377        | 13.903        | 14.163        | 15.138        | 15.804        |
| ACTIVO CORRIENTE    | 40.908        | 40.475        | 39.879        | 40.140        | 39.490        | 39.774        | 38.110        | 37.960        | 38.448        |
| Existencias         | 29.273        | 28.516        | 27.800        | 28.032        | 28.408        | 29.289        | 29.447        | 29.333        | 27.727        |
| Realizable          | 11.532        | 11.865        | 11.995        | 11.919        | 10.979        | 10.274        | 8.610         | 8.563         | 10.666        |
| Disponible          | 103           | 94            | 84            | 189           | 103           | 211           | 53            | 64            | 55            |
| <b>TOTAL</b>        | <b>56.698</b> | <b>53.751</b> | <b>52.387</b> | <b>53.015</b> | <b>52.867</b> | <b>53.677</b> | <b>52.273</b> | <b>53.098</b> | <b>54.252</b> |

|                     | 2015          | 2014          | 2013          | 2012          | 2011          | 2010          | 2009          | 2008          | 2007          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PATRIMONIO NETO     | 25.554        | 25.106        | 24.876        | 24.819        | 24.691        | 24.669        | 24.508        | 24.394        | 24.506        |
| PASIVO NO CORRIENTE | 14.209        | 7.079         | 7.392         | 8.114         | 7.772         | 8.086         | 6.434         | 4.431         | 3.546         |
| PASIVO CORRIENTE    | 16.935        | 21.566        | 20.119        | 20.082        | 20.404        | 20.922        | 21.331        | 24.273        | 26.200        |
| TOTAL PASIVO        | 31.144        | 28.645        | 27.511        | 28.196        | 28.176        | 29.008        | 27.765        | 28.704        | 29.746        |
| <b>TOTAL</b>        | <b>56.698</b> | <b>53.751</b> | <b>52.387</b> | <b>53.015</b> | <b>52.867</b> | <b>53.677</b> | <b>52.273</b> | <b>53.098</b> | <b>54.252</b> |

**Tabla 4.1.1.2: Masas de Deoleo S.A.**

|                     | 2015             | 2014             | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             | 2009             | 2008             |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 1.096.755        | 1.144.226        | 1.246.673        | 1.210.088        | 1.490.404        | 1.554.500        | 1.737.163        | 1.761.286        |
| ACTIVO CORRIENTE    | 317.029          | 368.140          | 477.274          | 456.764          | 497.747          | 744.104          | 577.704          | 967.330          |
| Existencias         | 140.085          | 121.151          | 112.381          | 150.622          | 161.035          | 176.823          | 232.377          | 403.437          |
| Realizable          | 134.904          | 167.136          | 186.367          | 178.026          | 218.485          | 423.752          | 329.198          | 486.189          |
| Disponible          | 42.040           | 79.853           | 178.526          | 128.116          | 118.227          | 143.529          | 16.129           | 77.704           |
| <b>TOTAL</b>        | <b>1.413.784</b> | <b>1.512.366</b> | <b>1.723.947</b> | <b>1.666.852</b> | <b>1.988.151</b> | <b>2.298.604</b> | <b>2.314.867</b> | <b>2.728.616</b> |

|                     | 2015             | 2014             | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             | 2009             | 2008             |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PATRIMONIO NETO     | 506.271          | 565.963          | 625.358          | 560.650          | 812.179          | 829.827          | 302.987          | 323.704          |
| PASIVO NO CORRIENTE | 742.436          | 764.300          | 813.141          | 905.966          | 971.574          | 1.138.886        | 599.421          | 712.938          |
| PASIVO CORRIENTE    | 165.077          | 182.103          | 285.448          | 200.236          | 204.398          | 329.891          | 1.412.459        | 1.691.974        |
| TOTAL PASIVO        | 907.513          | 946.403          | 1.098.589        | 1.106.202        | 1.175.972        | 1.468.777        | 2.011.880        | 2.404.912        |
| <b>TOTAL</b>        | <b>1.413.784</b> | <b>1.512.366</b> | <b>1.723.947</b> | <b>1.666.852</b> | <b>1.988.151</b> | <b>2.298.604</b> | <b>2.314.867</b> | <b>2.728.616</b> |

<sup>4</sup> Todas las cifras de partidas y masas se encuentran expresadas en miles de euros, salvo por los cocientes y ratios.

Tabla 4.1.1.3: Masas de Ebro Foods S.A.

|                     | 2015             | 2014             | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             | 2009             | 2008             | 2007             |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 2.311.875        | 2.133.776        | 1.931.567        | 1.841.658        | 1.860.861        | 1.720.693        | 1.771.185        | 1.791.364        | 2.168.398        |
| ACTIVO CORRIENTE    | 1.091.801        | 1.028.292        | 841.113          | 890.154          | 849.747          | 1.164.337        | 913.280          | 1.631.548        | 1.207.098        |
| Existencias         | 438.579          | 428.107          | 384.947          | 347.307          | 360.627          | 260.438          | 277.528          | 357.531          | 505.951          |
| Realizable          | 441.584          | 407.906          | 361.852          | 369.107          | 391.250          | 348.192          | 435.822          | 1.156.433        | 606.548          |
| Disponible          | 211.638          | 192.279          | 94.314           | 173.740          | 97.870           | 555.707          | 199.930          | 117.584          | 94.599           |
| <b>TOTAL</b>        | <b>3.403.676</b> | <b>3.162.068</b> | <b>2.772.680</b> | <b>2.731.812</b> | <b>2.710.608</b> | <b>2.885.030</b> | <b>2.684.465</b> | <b>3.422.912</b> | <b>3.375.496</b> |

|                     | 2015             | 2014             | 2013             | 2012             | 2011             | 2010             | 2009             | 2008             | 2007             |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PATRIMONIO NETO     | 1.992.916        | 1.873.805        | 1.728.263        | 1.693.237        | 1.588.460        | 1.607.446        | 1.298.160        | 1.228.686        | 1.222.238        |
| PASIVO NO CORRIENTE | 784.553          | 572.044          | 512.031          | 482.294          | 576.667          | 673.539          | 795.950          | 929.828          | 1.085.929        |
| PASIVO CORRIENTE    | 626.207          | 716.219          | 532.386          | 556.281          | 545.481          | 604.045          | 590.355          | 1.264.398        | 1.067.329        |
| TOTAL PASIVO        | 1.410.760        | 1.288.263        | 1.044.417        | 1.038.575        | 1.122.148        | 1.277.584        | 1.386.305        | 2.194.226        | 2.153.258        |
| <b>TOTAL</b>        | <b>3.403.676</b> | <b>3.162.068</b> | <b>2.772.680</b> | <b>2.731.812</b> | <b>2.710.608</b> | <b>2.885.030</b> | <b>2.684.465</b> | <b>3.422.912</b> | <b>3.375.496</b> |

Tabla 4.1.1.4.: Masas de Natra S.A.

|                     | 2015           | 2014           | 2013           | 2012           | 2011           | 2010           | 2009           | 2008           | 2007           |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 154.769        | 167.872        | 234.866        | 219.967        | 223.985        | 329.292        | 350.569        | 379.640        | 381.143        |
| ACTIVO CORRIENTE    | 94.558         | 92.948         | 110.995        | 132.983        | 213.377        | 143.175        | 139.909        | 260.789        | 240.024        |
| Existencias         | 54.223         | 47.312         | 48.961         | 52.604         | 57.595         | 50.466         | 52.741         | 101.960        | 101.281        |
| Realizable          | 35.256         | 39.009         | 51.255         | 75.229         | 153.240        | 86.648         | 83.113         | 120.352        | 104.778        |
| Disponible          | 5.079          | 6.627          | 10.779         | 5.150          | 2.542          | 6.061          | 4.055          | 38.477         | 33.965         |
| <b>TOTAL</b>        | <b>249.327</b> | <b>260.820</b> | <b>345.861</b> | <b>352.950</b> | <b>437.362</b> | <b>472.467</b> | <b>490.478</b> | <b>640.429</b> | <b>621.167</b> |

|                     | 2015           | 2014           | 2013           | 2012           | 2011           | 2010           | 2009           | 2008           | 2007           |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PATRIMONIO NETO     | 35.541         | 31.277         | 122.065        | 128.010        | 130.576        | 120.148        | 149.401        | 169.642        | 180.922        |
| PASIVO NO CORRIENTE | 141.097        | 28.860         | 156.360        | 155.665        | 167.086        | 19.575         | 58.216         | 169.393        | 186.872        |
| PASIVO CORRIENTE    | 72.689         | 200.683        | 67.436         | 69.275         | 139.700        | 332.744        | 282.861        | 301.394        | 253.373        |
| TOTAL PASIVO        | 213.786        | 229.543        | 223.796        | 224.940        | 306.786        | 352.319        | 341.077        | 470.787        | 440.245        |
| <b>TOTAL</b>        | <b>249.327</b> | <b>260.820</b> | <b>345.861</b> | <b>352.950</b> | <b>437.362</b> | <b>472.467</b> | <b>490.478</b> | <b>640.429</b> | <b>621.167</b> |

Tabla 4.1.1.5: Masas de Viscofan S.A.

|                     | 2015           | 2014           | 2013           | 2012           | 2011           | 2010           | 2009           | 2008           | 2007           |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 416.188        | 413.178        | 411.963        | 373.261        | 351.831        | 334.421        | 313.338        | 306.785        | 299.630        |
| ACTIVO CORRIENTE    | 415.733        | 463.721        | 378.712        | 404.308        | 345.465        | 354.750        | 302.651        | 289.682        | 266.150        |
| Existencias         | 208.637        | 189.085        | 202.989        | 197.837        | 175.076        | 159.258        | 150.045        | 156.540        | 143.013        |
| Realizable          | 162.643        | 249.035        | 158.984        | 161.608        | 155.641        | 138.191        | 126.843        | 119.128        | 106.030        |
| Disponible          | 44.453         | 25.601         | 16.739         | 44.863         | 14.748         | 57.301         | 25.763         | 14.014         | 17.107         |
| <b>TOTAL</b>        | <b>831.921</b> | <b>876.899</b> | <b>790.675</b> | <b>777.569</b> | <b>697.296</b> | <b>689.171</b> | <b>615.989</b> | <b>596.467</b> | <b>565.780</b> |

|                     | 2015           | 2014           | 2013           | 2012           | 2011           | 2010           | 2009           | 2008           | 2007           |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PATRIMONIO NETO     | 633.199        | 575.867        | 521.617        | 498.569        | 449.436        | 406.369        | 345.206        | 303.275        | 295.807        |
| PASIVO NO CORRIENTE | 82.539         | 99.866         | 94.830         | 83.377         | 83.656         | 101.271        | 116.711        | 124.978        | 114.385        |
| PASIVO CORRIENTE    | 116.183        | 201.166        | 174.228        | 195.623        | 164.204        | 181.531        | 154.072        | 168.214        | 155.588        |
| TOTAL PASIVO        | 198.722        | 301.032        | 269.058        | 279.000        | 247.860        | 282.802        | 270.783        | 293.192        | 269.973        |
| <b>TOTAL</b>        | <b>831.921</b> | <b>876.899</b> | <b>790.675</b> | <b>777.569</b> | <b>697.296</b> | <b>689.171</b> | <b>615.989</b> | <b>596.467</b> | <b>565.780</b> |

Tabla 4.1.1.6: Evolución de las masas de Bodegas Riojanas S.A.

|                     | 2015-14   | 2014-13   | 2013-12    | 2012-11   | 2011-10    | 2010-09   | 2009-08    | 2008-07    |
|---------------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 18,94%    | 6,14%     | -2,85%     | -3,75%    | -3,78%     | -1,84%    | -6,44%     | -4,21%     |
| ACTIVO CORRIENTE    | 1,07%     | 1,49%     | -0,65%     | 1,65%     | -0,71%     | 4,37%     | 0,40%      | -1,27%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>5%</b> | <b>3%</b> | <b>-1%</b> | <b>0%</b> | <b>-2%</b> | <b>3%</b> | <b>-2%</b> | <b>-2%</b> |

|                     | 2015-14   | 2014-13   | 2013-12    | 2012-11   | 2011-10    | 2010-09   | 2009-08    | 2008-07    |
|---------------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|
| PATRIMONIO NETO     | 1,78%     | 0,92%     | 0,23%      | 0,52%     | 0,09%      | 0,66%     | 0,47%      | -0,46%     |
| PASIVO NO CORRIENTE | 100,72%   | -4,23%    | -8,90%     | 4,40%     | -3,88%     | 25,68%    | 45,20%     | 24,96%     |
| PASIVO CORRIENTE    | -21,47%   | 7,19%     | 0,18%      | -1,58%    | -2,48%     | -1,92%    | -12,12%    | -7,35%     |
| TOTAL PASIVO        | 8,72%     | 4,12%     | -2,43%     | 0,07%     | -2,87%     | 4,48%     | -3,27%     | -3,50%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>5%</b> | <b>3%</b> | <b>-1%</b> | <b>0%</b> | <b>-2%</b> | <b>3%</b> | <b>-2%</b> | <b>-2%</b> |

Tabla 4.1.1.7: Evolución de las masas de Deoleo S.A.

|                     | 2015-14    | 2014-13     | 2013-12   | 2012-11     | 2011-10     | 2010-09    | 2009-08     |
|---------------------|------------|-------------|-----------|-------------|-------------|------------|-------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | -4,15%     | -8,22%      | 3,02%     | -18,81%     | -4,12%      | -10,52%    | -1,37%      |
| ACTIVO CORRIENTE    | -13,88%    | -22,87%     | 4,49%     | -8,23%      | -33,11%     | 28,80%     | -40,28%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>-7%</b> | <b>-12%</b> | <b>3%</b> | <b>-16%</b> | <b>-14%</b> | <b>-1%</b> | <b>-15%</b> |

|                     | 2015-14    | 2014-13     | 2013-12   | 2012-11     | 2011-10     | 2010-09    | 2009-08     |
|---------------------|------------|-------------|-----------|-------------|-------------|------------|-------------|
| PATRIMONIO NETO     | -10,55%    | -9,50%      | 11,54%    | -30,97%     | -2,13%      | 173,88%    | -6,40%      |
| PASIVO NO CORRIENTE | -2,86%     | -6,01%      | -10,25%   | -6,75%      | -14,69%     | 90,00%     | -15,92%     |
| PASIVO CORRIENTE    | -9,35%     | -36,20%     | 42,56%    | -2,04%      | -38,04%     | -76,64%    | -16,52%     |
| TOTAL PASIVO        | -4,11%     | -13,85%     | -0,69%    | -5,93%      | -19,94%     | -26,99%    | -16,34%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>-7%</b> | <b>-12%</b> | <b>3%</b> | <b>-16%</b> | <b>-14%</b> | <b>-1%</b> | <b>-15%</b> |

**Tabla 4.1.1.8: Evolución de las masas de Ebro Foods S.A.**

|                     | 2015-14   | 2014-13    | 2013-12   | 2012-11   | 2011-10    | 2010-09   | 2009-08     | 2008-07   |
|---------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-------------|-----------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 8,35%     | 10,47%     | 4,88%     | -1,03%    | 8,15%      | -2,85%    | -1,13%      | -17,39%   |
| ACTIVO CORRIENTE    | 6,18%     | 22,25%     | -5,51%    | 4,76%     | -27,02%    | 27,49%    | -44,02%     | 35,16%    |
| <b>TOTAL</b>        | <b>8%</b> | <b>14%</b> | <b>1%</b> | <b>1%</b> | <b>-6%</b> | <b>7%</b> | <b>-22%</b> | <b>1%</b> |

|                     | 2015-14   | 2014-13    | 2013-12   | 2012-11   | 2011-10    | 2010-09   | 2009-08     | 2008-07   |
|---------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-------------|-----------|
| PATRIMONIO NETO     | 6,36%     | 8,42%      | 2,07%     | 6,60%     | -1,18%     | 23,82%    | 5,65%       | 0,53%     |
| PASIVO NO CORRIENTE | 37,15%    | 11,72%     | 6,17%     | -16,37%   | -14,38%    | -15,38%   | -14,40%     | -14,37%   |
| PASIVO CORRIENTE    | -12,57%   | 34,53%     | -4,30%    | 1,98%     | -9,70%     | 2,32%     | -53,31%     | 18,46%    |
| TOTAL PASIVO        | 9,51%     | 23,35%     | 0,56%     | -7,45%    | -12,17%    | -7,84%    | -36,82%     | 1,90%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>8%</b> | <b>14%</b> | <b>1%</b> | <b>1%</b> | <b>-6%</b> | <b>7%</b> | <b>-22%</b> | <b>1%</b> |

**Tabla 4.1.1.9: Evolución de las masas de Natra S.A.**

|                     | 2015-14    | 2014-13     | 2013-12    | 2012-11     | 2011-10    | 2010-09    | 2009-08     | 2008-07   |
|---------------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-----------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | -7,81%     | -28,52%     | 6,77%      | -1,79%      | -31,98%    | -6,07%     | -7,66%      | -0,39%    |
| ACTIVO CORRIENTE    | 1,73%      | -16,26%     | -16,53%    | -37,68%     | 49,03%     | 2,33%      | -46,35%     | 8,65%     |
| <b>TOTAL ACTIVO</b> | <b>-4%</b> | <b>-25%</b> | <b>-2%</b> | <b>-19%</b> | <b>-7%</b> | <b>-4%</b> | <b>-23%</b> | <b>3%</b> |

|                     | 2015-14    | 2014-13     | 2013-12    | 2012-11     | 2011-10    | 2010-09    | 2009-08     | 2008-07   |
|---------------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-----------|
| PATRIMONIO NETO     | 13,63%     | -74,38%     | -4,64%     | -1,97%      | 8,68%      | -19,58%    | -11,93%     | -6,23%    |
| PASIVO NO CORRIENTE | 388,90%    | -81,54%     | 0,45%      | -6,84%      | 753,57%    | -66,38%    | -65,63%     | -9,35%    |
| PASIVO CORRIENTE    | -63,78%    | 197,59%     | -2,65%     | -50,41%     | -58,02%    | 17,64%     | -6,15%      | 18,95%    |
| TOTAL PASIVO        | -6,86%     | 2,57%       | -0,51%     | -26,68%     | -12,92%    | 3,30%      | -27,55%     | 6,94%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>-4%</b> | <b>-25%</b> | <b>-2%</b> | <b>-19%</b> | <b>-7%</b> | <b>-4%</b> | <b>-23%</b> | <b>3%</b> |

**Tabla 4.1.1.10: Evolución de las masas de Viscofan S.A.**

|                     | 2015-14    | 2014-13    | 2013-12   | 2012-11    | 2011-10   | 2010-09    | 2009-08   | 2008-07   |
|---------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 0,73%      | 0,29%      | 10,37%    | 6,09%      | 5,21%     | 6,73%      | 2,14%     | 2,39%     |
| ACTIVO CORRIENTE    | -10,35%    | 22,45%     | -6,33%    | 17,03%     | -2,62%    | 17,21%     | 4,48%     | 8,84%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>-5%</b> | <b>11%</b> | <b>2%</b> | <b>12%</b> | <b>1%</b> | <b>12%</b> | <b>3%</b> | <b>5%</b> |

|                     | 2015-14    | 2014-13    | 2013-12   | 2012-11    | 2011-10   | 2010-09    | 2009-08   | 2008-07   |
|---------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| PATRIMONIO NETO     | 9,96%      | 10,40%     | 4,62%     | 10,93%     | 10,60%    | 17,72%     | 13,83%    | 2,52%     |
| PASIVO NO CORRIENTE | -17,35%    | 5,31%      | 13,74%    | -0,33%     | -17,39%   | -13,23%    | -6,61%    | 9,26%     |
| PASIVO CORRIENTE    | -42,25%    | 15,46%     | -10,94%   | 19,13%     | -9,54%    | 17,82%     | -8,41%    | 8,12%     |
| TOTAL PASIVO        | -33,99%    | 11,88%     | -3,56%    | 12,56%     | -12,36%   | 4,44%      | -7,64%    | 8,60%     |
| <b>TOTAL</b>        | <b>-5%</b> | <b>11%</b> | <b>2%</b> | <b>12%</b> | <b>1%</b> | <b>12%</b> | <b>3%</b> | <b>5%</b> |

**Tabla 4.1.1.11: Estructura en porcentaje de las masas de Bodegas Riojanas S.A.**

**Tabla 4.1.1.12: Estructura en porcentaje de las masas de Deoleo S.A.**

**Tabla 4.1.1.13: Estructura en porcentaje de las masas de Ebro Foods S.A.**

**Tabla 4.1.1.14: Estructura en porcentaje de las masas de Natra S.A.**

**Tabla 4.1.1.15: Estructura en porcentaje de las masas de Viscofan S.A.**

Tabla 4.1.2.1: Cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Bodegas Riojanas S.A.

| <b>BODEGAS RIOJANAS S.A.: ESTRUCTURA OPERATIVA</b>       | <b>2015</b>  | <b>2014</b>  | <b>2013</b>  | <b>2012</b>  | <b>2011</b>  | <b>2010</b>  | <b>2009</b>  | <b>2008</b>  | <b>2007</b>  |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 17.537       | 17.036       | 16.940       | 16.739       | 16.105       | 15.297       | 13.517       | 14.933       | 17.062       |
| Variación de existencias de PT y PC                      | 912          | 766          | -154         | -889         | -973         | -234         | 323          | 1.533        | -61          |
| Otros ingresos de explotación                            | 647          | 698          | 484          | 552          | 544          | 458          | 189          | 181          | 438          |
| Aprovisionamientos                                       | -7.564       | -7.128       | -6.017       | -5.401       | -5.673       | -6.126       | -5.140       | -6.993       | -7.330       |
| Gastos de personal                                       | -3.597       | -3.500       | -3.286       | -3.244       | -3.040       | -3.131       | -2.975       | -2.882       | -2.941       |
| Otros gastos de explotación                              | -4.881       | -4.669       | -4.745       | -4.499       | -3.819       | -3.408       | -2.972       | -3.237       | -3.111       |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | <b>3.054</b> | <b>3.203</b> | <b>3.222</b> | <b>3.258</b> | <b>3.144</b> | <b>2.856</b> | <b>2.942</b> | <b>3.535</b> | <b>4.057</b> |
| Amortizaciones y deterioros                              | -1.200       | -1.161       | -1.196       | -1.223       | -1.204       | -1.259       | -1.314       | -1.278       | -1.164       |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | <b>1.854</b> | <b>2.042</b> | <b>2.026</b> | <b>2.035</b> | <b>1.940</b> | <b>1.597</b> | <b>1.628</b> | <b>2.257</b> | <b>2.893</b> |
| Resultados de inversiones financieras                    | 11           | 18           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 3            | 13           |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | <b>1.865</b> | <b>2.060</b> | <b>2.026</b> | <b>2.035</b> | <b>1.940</b> | <b>1.597</b> | <b>1.628</b> | <b>2.260</b> | <b>2.906</b> |
| Gastos financieros                                       | -662         | -949         | -999         | -1.058       | -1.015       | -690         | -771         | -1.140       | -1.011       |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | <b>1.203</b> | <b>1.111</b> | <b>1.027</b> | <b>977</b>   | <b>925</b>   | <b>907</b>   | <b>857</b>   | <b>1.120</b> | <b>1.895</b> |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | -215         | -218         | -196         | -233         | -195         | -208         | -177         | -252         | -531         |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | <b>988</b>   | <b>893</b>   | <b>831</b>   | <b>744</b>   | <b>730</b>   | <b>699</b>   | <b>680</b>   | <b>868</b>   | <b>1.364</b> |
| Resultados excepcionales                                 | 0            | -1           | 0            | 0            | 0            | 0            | -26          | -76          | -39          |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 5            | 17           | 11           |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | <b>988</b>   | <b>892</b>   | <b>831</b>   | <b>744</b>   | <b>730</b>   | <b>699</b>   | <b>659</b>   | <b>809</b>   | <b>1.336</b> |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | <b>988</b>   | <b>892</b>   | <b>831</b>   | <b>744</b>   | <b>730</b>   | <b>699</b>   | <b>659</b>   | <b>809</b>   | <b>1.336</b> |

Tipo de gravamen efectivo -17,87% -19,64% -19,08% -23,85% -21,08% -22,93% -20,70% -22,51% -28,02%

**Tabla 4.1.2.2: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Bodegas Riojanas S.A.**

| <b>BODEGAS RIOJANAS S.A.: EVOLUCIÓN</b>                | <b>2015-14</b> | <b>2014-13</b> | <b>2013-12</b> | <b>2012-11</b> | <b>2011-10</b> | <b>2010-09</b> | <b>2009-08</b> | <b>2008-07</b> |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                  | 2,9%           | 0,6%           | 1,2%           | 3,9%           | 5,3%           | 13,2%          | -9,5%          | -12,5%         |
| Variación de existencias de PT y PC                    | 19,06%         | -597,40%       | -82,68%        | -8,63%         | 315,81%        | -172,45%       | -78,93%        | -2613,11%      |
| Otros ingresos de explotación                          | -7,31%         | 44,21%         | -12,32%        | 1,47%          | 18,78%         | 142,33%        | 4,42%          | -58,68%        |
| Aprovisionamientos                                     | 6,12%          | 18,46%         | 11,41%         | -4,79%         | -7,39%         | 19,18%         | -26,50%        | -4,60%         |
| Gastos de personal                                     | 2,77%          | 6,51%          | 1,29%          | 6,71%          | -2,91%         | 5,24%          | 3,23%          | -2,01%         |
| Otros gastos de explotación                            | 4,54%          | -1,60%         | 5,47%          | 17,81%         | 12,06%         | 14,67%         | -8,19%         | 4,05%          |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>            | <b>-4,65%</b>  | <b>-0,59%</b>  | <b>-1,10%</b>  | <b>3,63%</b>   | <b>10,08%</b>  | <b>-2,92%</b>  | <b>-16,78%</b> | <b>-12,87%</b> |
| Amortizaciones y deterioros                            | 3,36%          | -2,93%         | -2,21%         | 1,58%          | -4,37%         | -4,19%         | 2,82%          | 9,79%          |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                             | <b>-9,21%</b>  | <b>0,79%</b>   | <b>-0,44%</b>  | <b>4,90%</b>   | <b>21,48%</b>  | <b>-1,90%</b>  | <b>-27,87%</b> | <b>-21,98%</b> |
| Resultados de inversiones financieras                  | -38,89%        |                |                |                |                |                | -100,00%       | -76,92%        |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b> | <b>-9,5%</b>   | <b>1,7%</b>    | <b>-0,4%</b>   | <b>4,9%</b>    | <b>21,5%</b>   | <b>-1,9%</b>   | <b>-28,0%</b>  | <b>-22,2%</b>  |
| Gastos financieros                                     | -30,24%        | -5,01%         | -5,58%         | 4,24%          | 47,10%         | -10,51%        | -32,37%        | 12,76%         |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>    | <b>8,28%</b>   | <b>8,18%</b>   | <b>5,12%</b>   | <b>5,62%</b>   | <b>1,98%</b>   | <b>5,83%</b>   | <b>-23,48%</b> | <b>-40,90%</b> |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                   | -1,46%         | 11,32%         | -15,88%        | 19,49%         | -6,25%         | 17,26%         | -29,64%        | -52,52%        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>           | <b>10,66%</b>  | <b>7,44%</b>   | <b>11,69%</b>  | <b>1,92%</b>   | <b>4,43%</b>   | <b>2,85%</b>   | <b>-21,69%</b> | <b>-36,37%</b> |
| Resultados excepcionales                               | -100%          |                |                |                |                | -100%          | -66%           | 95%            |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                | -100,00%       |                |                |                |                | -100,00%       | -68,54%        | 56,56%         |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>            | <b>10,76%</b>  | <b>7,34%</b>   | <b>11,69%</b>  | <b>1,92%</b>   | <b>4,43%</b>   | <b>6,07%</b>   | <b>-18,54%</b> | <b>-39,45%</b> |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                         | <b>10,76%</b>  | <b>7,34%</b>   | <b>11,69%</b>  | <b>1,92%</b>   | <b>4,43%</b>   | <b>6,07%</b>   | <b>-18,54%</b> | <b>-39,45%</b> |

Tabla 4.1.2.3: Cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Deoleo S.A.

| <b>DEOLEO S.A.: ESTRUCTURA OPERATIVA</b>                 | <b>2015</b>    | <b>2014</b>    | <b>2013</b>   | <b>2012</b>     | <b>2011</b>    | <b>2010</b>    | <b>2009</b>     | <b>2008</b>     | <b>2007</b>   |
|--|----------------|----------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 817.284        | 773.242        | 812.989       | 828.868         | 960.806        | 1.033.557      | 1.357.789       | 1.259.537       | 1.258.195     |
| Variación de existencias de PT y PC                      | 21.191         | -510           | -35.804       | 15.681          | -38.250        | -17.029        | -25.316         | 23.955          | 13.508        |
| Otros ingresos de explotación                            | 5.189          | 3.829          | 10.851        | 11.983          | 9.790          | 19.161         | 16.997          | 19.933          | 10.619        |
| Aprovisionamientos                                       | -655.737       | -551.009       | -560.313      | -600.380        | -671.286       | -754.154       | -983.263        | -1.023.985      | -958.661      |
| Gastos de personal                                       | -50.699        | -47.481        | -48.202       | -62.637         | -60.601        | -85.041        | -102.556        | -81.257         | -77.432       |
| Otros gastos de explotación                              | -116.431       | -109.248       | -100.440      | -121.837        | -113.757       | -183.256       | -281.706        | -375.565        | -177.820      |
| Resultados de inmovilizado                               |                |                |               |                 |                |                |                 |                 |               |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | <b>20.797</b>  | <b>68.823</b>  | <b>79.081</b> | <b>71.678</b>   | <b>86.702</b>  | <b>13.238</b>  | <b>-18.055</b>  | <b>-177.382</b> | <b>68.409</b> |
| Amortizaciones y deterioros                              | -55.646        | -28.528        | -19.028       | -205.838        | -64.537        | -42.533        | -82.896         | -14.291         | -19.379       |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | <b>-34.849</b> | <b>40.295</b>  | <b>60.053</b> | <b>-134.160</b> | <b>22.165</b>  | <b>-29.295</b> | <b>-100.951</b> | <b>-191.673</b> | <b>49.030</b> |
| Resultados de inversiones financieras                    | 6.092          | 8.091          | 11.519        | 5.563           | 3.176          | 48.195         | -40.398         | -44.107         | 21.410        |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | <b>-28.757</b> | <b>48.386</b>  | <b>71.572</b> | <b>-128.597</b> | <b>25.341</b>  | <b>18.900</b>  | <b>-141.349</b> | <b>-235.780</b> | <b>70.440</b> |
| Gastos financieros                                       | -41.019        | -55.844        | -35.329       | -34.573         | -34.396        | -78.070        | -90.426         | -86.573         | -69.880       |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | <b>-69.776</b> | <b>-7.296</b>  | <b>36.349</b> | <b>-163.136</b> | <b>-9.058</b>  | <b>-59.630</b> | <b>-231.725</b> | <b>-324.248</b> | <b>-638</b>   |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | 8.455          | -66.784        | -16.438       | -82.429         | -10.081        | 2.762          | 53.325          | 76.305          | 18.134        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | <b>-61.321</b> | <b>-74.080</b> | <b>19.911</b> | <b>-245.565</b> | <b>-19.139</b> | <b>-56.868</b> | <b>-178.400</b> | <b>-247.943</b> | <b>17.496</b> |
| Resultados excepcionales                                 | 0              | 0              | 0             | 0               | 0              | 0              | 0               | 0               | 0             |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  | 0              | 0              | 0             | 0               | 0              | 0              | 0               | 0               | 0             |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | <b>-61.321</b> | <b>-74.080</b> | <b>19.911</b> | <b>-245.565</b> | <b>-19.139</b> | <b>-56.868</b> | <b>-178.400</b> | <b>-247.943</b> | <b>17.496</b> |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos | 0              | 0              | 0             | 0               | 0              | 0              | 0               | 0               | 0             |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | <b>-61.321</b> | <b>-74.080</b> | <b>19.911</b> | <b>-245.565</b> | <b>-19.139</b> | <b>-56.868</b> | <b>-178.400</b> | <b>-247.943</b> | <b>17.496</b> |
| Tipo de gravamen efectivo                                | -12,12%        | 915,35%        | -45,22%       | 50,53%          | 111,29%        | -4,63%         | -23,01%         | -23,53%         | -2842,32%     |

**Tabla 4.1.2.4: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Deoleo S.A.**

| <b>DEOLEO S.A.: EVOLUCIÓN</b>                            | <b>2015-14</b> | <b>2014-13</b> | <b>2013-12</b> | <b>2012-11</b> | <b>2011-10</b> | <b>2010-09</b> | <b>2009-08</b> | <b>2008-07</b> |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 5,7%           | -4,9%          | -1,9%          | -13,7%         | -7,0%          | -23,9%         | 7,8%           | 0,1%           |
| Variación de existencias de PT y PC                      | -4255,10%      | -98,58%        | -328,33%       | -141,00%       | 124,62%        | -32,73%        | -205,68%       | 77,34%         |
| Otros ingresos de explotación                            | 35,52%         | -64,71%        | -9,45%         | 22,40%         | -48,91%        | 12,73%         | -14,73%        | 87,71%         |
| Aprovisionamientos                                       | 19,01%         | -1,66%         | -6,67%         | -10,56%        | -10,99%        | -23,30%        | -3,98%         | 6,81%          |
| Gastos de personal                                       | 6,78%          | -1,50%         | -23,05%        | 3,36%          | -28,74%        | -17,08%        | 26,21%         | 4,94%          |
| Otros gastos de explotación                              | 6,57%          | 8,77%          | -17,56%        | 7,10%          | -37,92%        | -34,95%        | -24,99%        | 111,21%        |
| Resultados de inmovilizado                               |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | -69,78%        | -12,97%        | 10,33%         | -17,33%        | 554,95%        | -173,32%       | -89,82%        | -359,30%       |
| Amortizaciones y deterioros                              | 95,06%         | 49,93%         | -90,76%        | 218,95%        | 51,73%         | -48,69%        | 480,06%        | -26,26%        |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | -186,48%       | -32,90%        | -144,76%       | -705,28%       | -175,66%       | -70,98%        | -47,33%        | -490,93%       |
| Resultados de inversiones financieras                    | -24,71%        | -29,76%        | 107,06%        | 75,16%         | -93,41%        | -219,30%       | -8,41%         | -306,01%       |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | -159,4%        | -32,4%         | -155,7%        | -607,5%        | 34,1%          | -113,4%        | -40,1%         | -434,7%        |
| Gastos financieros                                       | -26,55%        | 58,07%         | 2,19%          | 0,51%          | -55,94%        | -13,66%        | 4,45%          | 23,89%         |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | 856,36%        | -120,07%       | -122,28%       | 1701,02%       | -84,81%        | -74,27%        | -28,53%        | 50722,57%      |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | -112,66%       | 306,28%        | -80,06%        | 717,67%        | -464,99%       | -94,82%        | -30,12%        | 320,78%        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | -17,22%        | -472,06%       | -108,11%       | 1183,06%       | -66,34%        | -68,12%        | -28,05%        | -1517,14%      |
| Resultados excepcionales                                 |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | -17,22%        | -472,06%       | -108,11%       | 1183,06%       | -66,34%        | -68,12%        | -28,05%        | -1517,14%      |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | -17,22%        | -472,06%       | -108,11%       | 1183,06%       | -66,34%        | -68,12%        | -28,05%        | -1517,14%      |

Tabla 4.1.2.5: Cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Ebro Foods S.A.

| <b>EBRO FOODS S.A.: ESTRUCTURA OPERATIVA</b>             | <b>2015</b>    | <b>2014</b>    | <b>2013</b>    | <b>2012</b>    | <b>2011</b>    | <b>2010</b>    | <b>2009</b>    | <b>2008</b>    | <b>2007</b>    |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 2.461.915      | 2.120.722      | 1.956.647      | 1.981.130      | 1.804.111      | 1.688.957      | 2.197.731      | 2.367.902      | 2.004.182      |
| Variación de existencias de PT y PC                      | 12.419         | 949            | 6.042          | -5.903         | 23.375         | -5.944         | -25.236        | 18.140         | 27.061         |
| Otros ingresos de explotación                            | 10.919         | 14.873         | 9.172          | 10.477         | 11.289         | 9.613          | 17.607         | 20.820         | 22.281         |
| Aprovisionamientos                                       | -1.391.646     | -1.189.285     | -1.084.446     | -1.088.686     | -985.611       | -828.338       | -1.166.594     | -1.423.864     | -1.156.655     |
| Gastos de personal                                       | -306.304       | -261.710       | -239.623       | -239.940       | -234.971       | -238.680       | -273.120       | -275.694       | -260.603       |
| Otros gastos de explotación                              | -472.579       | -398.298       | -365.400       | -357.852       | -345.087       | -358.129       | -446.891       | -437.523       | -411.346       |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | <b>314.724</b> | <b>287.251</b> | <b>282.392</b> | <b>299.226</b> | <b>273.106</b> | <b>267.479</b> | <b>303.497</b> | <b>269.781</b> | <b>224.920</b> |
| Amortizaciones y deterioros                              | -77.607        | -85.324        | -74.744        | -43.122        | -72.069        | -70.176        | -107.704       | -75.853        | -68.367        |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | <b>237.117</b> | <b>201.927</b> | <b>207.648</b> | <b>256.104</b> | <b>201.037</b> | <b>197.303</b> | <b>195.793</b> | <b>193.928</b> | <b>156.553</b> |
| Resultados de inversiones financieras                    | 446            | 15.539         | 648            | -21.927        | 14.345         | 6.986          | 4.257          | 3.287          | 5.810          |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | <b>237.563</b> | <b>217.466</b> | <b>208.296</b> | <b>234.177</b> | <b>215.382</b> | <b>204.289</b> | <b>200.050</b> | <b>197.215</b> | <b>162.363</b> |
| Gastos financieros                                       | -12.517        | -7.827         | -5.911         | -10.531        | -12.305        | -16.088        | -24.764        | -72.973        | -73.240        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | <b>228.675</b> | <b>211.624</b> | <b>205.564</b> | <b>225.329</b> | <b>204.532</b> | <b>189.961</b> | <b>174.612</b> | <b>109.950</b> | <b>84.654</b>  |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | -78.674        | -63.176        | -67.489        | -80.494        | -65.068        | -62.693        | -43.762        | -31.404        | -21.078        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | <b>150.001</b> | <b>148.448</b> | <b>138.075</b> | <b>144.835</b> | <b>139.464</b> | <b>127.268</b> | <b>130.850</b> | <b>78.546</b>  | <b>63.576</b>  |
| Resultados excepcionales                                 | 1.047          | 4.125          | 5.082          | 25.109         | 17.861         | 2.543          | -1.621         | -6.496         | -1.803         |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  | -360           | -1.231         | -1.668         | -8.970         | -5.682         | -839           | 406            | 1.855          | 449            |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | <b>150.688</b> | <b>151.342</b> | <b>141.489</b> | <b>160.974</b> | <b>151.643</b> | <b>128.972</b> | <b>129.635</b> | <b>73.905</b>  | <b>62.222</b>  |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | <b>150.688</b> | <b>151.342</b> | <b>141.489</b> | <b>160.974</b> | <b>151.643</b> | <b>128.972</b> | <b>129.635</b> | <b>73.905</b>  | <b>62.222</b>  |
| Tipo de gravamen efectivo                                | -34,40%        | -29,85%        | -32,83%        | -35,72%        | -31,81%        | -33,00%        | -25,06%        | -28,56%        | -24,90%        |

**Tabla 4.1.2.6: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Ebro Foods S.A.**

| <b>EBRO FOODS S.A.: EVOLUCIÓN</b>                      | 2015-14  | 2014-13  | 2013-12  | 2012-11  | 2011-10  | 2010-09  | 2009-08  | 2008-07 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                  | 16,1%    | 8,4%     | -1,2%    | 9,8%     | 6,8%     | -23,1%   | -7,2%    | 18,1%   |
| Variación de existencias de PT y PC                    | 1208,64% | -84,29%  | -202,35% | -125,25% | -493,25% | -76,45%  | -239,12% | -32,97% |
| Otros ingresos de explotación                          | -26,59%  | 62,16%   | -12,46%  | -7,19%   | 17,43%   | -45,40%  | -15,43%  | -6,56%  |
| Aprovisionamientos                                     | 17,02%   | 9,67%    | -0,39%   | 10,46%   | 18,99%   | -29,00%  | -18,07%  | 23,10%  |
| Gastos de personal                                     | 17,04%   | 9,22%    | -0,13%   | 2,11%    | -1,55%   | -12,61%  | -0,93%   | 5,79%   |
| Otros gastos de explotación                            | 18,65%   | 9,00%    | 2,11%    | 3,70%    | -3,64%   | -19,86%  | 2,14%    | 6,36%   |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>            | 9,56%    | 1,72%    | -5,63%   | 9,56%    | 2,10%    | -11,87%  | 12,50%   | 19,95%  |
| Amortizaciones y deterioros                            | -9,04%   | 14,15%   | 73,33%   | -40,17%  | 2,70%    | -34,84%  | 41,99%   | 10,95%  |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                             | 17,43%   | -2,76%   | -18,92%  | 27,39%   | 1,89%    | 0,77%    | 0,96%    | 23,87%  |
| Resultados de inversiones financieras                  | -97,13%  | 2297,99% | -102,96% | -252,85% | 105,34%  | 64,11%   | 29,51%   | -43,43% |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b> | 9,2%     | 4,4%     | -11,1%   | 8,7%     | 5,4%     | 2,1%     | 1,4%     | 21,5%   |
| Gastos financieros                                     | 59,92%   | 32,41%   | -43,87%  | -14,42%  | -23,51%  | -35,03%  | -66,06%  | -0,36%  |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>    | 8,06%    | 2,95%    | -8,77%   | 10,17%   | 7,67%    | 8,79%    | 58,81%   | 29,88%  |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                   | 24,53%   | -6,39%   | -16,16%  | 23,71%   | 3,79%    | 43,26%   | 39,35%   | 48,99%  |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>           | 1,05%    | 7,51%    | -4,67%   | 3,85%    | 9,58%    | -2,74%   | 66,59%   | 23,55%  |
| Resultados excepcionales                               | -75%     | -18,83%  | -79,76%  | 40,58%   | 602,36%  | -257%    | -75%     | 260%    |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                | -70,75%  | -26,19%  | -81,40%  | 57,86%   | 577,04%  | -306,58% | -78,10%  | 313,30% |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>            | -0,43%   | 6,96%    | -12,10%  | 6,15%    | 17,58%   | -0,51%   | 75,41%   | 18,78%  |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                         | -0,43%   | 6,96%    | -12,10%  | 6,15%    | 17,58%   | -0,51%   | 75,41%   | 18,78%  |

**Tabla 4.1.2.7: Cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Natra S.A.**

| <b>NATRA S.A.: ESTRUCTURA OPERATIVA</b>                  | <b>2015</b>   | <b>2014</b>    | <b>2013</b>   | <b>2012</b>   | <b>2011</b>   | <b>2010</b>    | <b>2009</b>    | <b>2008</b>   | <b>2007</b>   |
|--|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 368.708       | 368.920        | 360.996       | 355.540       | 356.541       | 340.501        | 420.769        | 455.928       | 380.869       |
| Variación de existencias de PT y PC                      | 4.280         | 1.429          | 3.643         | -5.184        | -1.039        | -2.275         | -3.498         | 6.249         | 3.216         |
| Otros ingresos de explotación                            | 936           | 1.197          | 2.797         | 1.227         | 2.502         | 1.228          | 3.041          | 3.492         | 3.212         |
| Aprovisionamientos                                       | -251.058      | -241.918       | -225.237      | -205.560      | -214.157      | -205.443       | -242.347       | -259.066      | -208.628      |
| Gastos de personal                                       | -49.504       | -56.688        | -53.874       | -56.831       | -60.411       | -54.333        | -75.283        | -71.501       | -62.069       |
| Otros gastos de explotación                              | -52.267       | -62.349        | -61.607       | -59.743       | -64.060       | -70.915        | -97.846        | -95.670       | -77.754       |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | <b>21.095</b> | <b>10.591</b>  | <b>26.718</b> | <b>29.449</b> | <b>19.376</b> | <b>8.763</b>   | <b>4.836</b>   | <b>39.432</b> | <b>38.846</b> |
| Amortizaciones y deterioros                              | -11.211       | -39.803        | -11.697       | -11.571       | -24.309       | -25.519        | -21.911        | -19.045       | -13.559       |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | <b>9.884</b>  | <b>-29.212</b> | <b>15.021</b> | <b>17.878</b> | <b>-4.933</b> | <b>-16.756</b> | <b>-17.075</b> | <b>20.387</b> | <b>25.287</b> |
| Resultados de inversiones financieras                    | 22.579        | -7.911         | 350           | 3.640         | 33.558        | 2.090          | -31.281        | 6.221         | 1.144         |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | <b>32.463</b> | <b>-37.123</b> | <b>15.371</b> | <b>21.518</b> | <b>28.625</b> | <b>-14.666</b> | <b>-48.356</b> | <b>26.608</b> | <b>26.431</b> |
| Gastos financieros                                       | -23.129       | -14.216        | -12.794       | -15.156       | -16.794       | -17.787        | -19.274        | -23.335       | -16.290       |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | <b>10.396</b> | <b>-51.339</b> | <b>2.577</b>  | <b>6.362</b>  | <b>17.613</b> | <b>-26.870</b> | <b>-67.630</b> | <b>3.273</b>  | <b>8.537</b>  |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | -5.932        | -3.140         | -3.110        | -1.941        | -1.553        | -3.742         | -4.277         | -2.065        | -386          |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | <b>4.464</b>  | <b>-54.479</b> | <b>-533</b>   | <b>4.421</b>  | <b>16.060</b> | <b>-30.612</b> | <b>-71.907</b> | <b>1.208</b>  | <b>8.151</b>  |
| Resultados excepcionales                                 | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | <b>4.464</b>  | <b>-54.479</b> | <b>-533</b>   | <b>4.421</b>  | <b>16.060</b> | <b>-30.612</b> | <b>-71.907</b> | <b>1.208</b>  | <b>8.151</b>  |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | <b>4.464</b>  | <b>-54.479</b> | <b>-533</b>   | <b>4.421</b>  | <b>16.060</b> | <b>-30.612</b> | <b>-71.907</b> | <b>1.208</b>  | <b>8.151</b>  |

|                           |         |       |          |         |        |        |       |         |        |
|---------------------------|---------|-------|----------|---------|--------|--------|-------|---------|--------|
| Tipo de gravamen efectivo | -57,06% | 6,12% | -120,68% | -30,51% | -8,82% | 13,93% | 6,32% | -63,09% | -4,52% |
|---------------------------|---------|-------|----------|---------|--------|--------|-------|---------|--------|

**Tabla 4.1.2.8: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Natra S.A.**

| NATRA S.A.: EVOLUCIÓN                                  | 2015-14  | 2014-13   | 2013-12  | 2012-11  | 2011-10  | 2010-09  | 2009-08   | 2008-07 |
|--|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                  | -0,1%    | 2,2%      | 1,5%     | -0,3%    | 4,7%     | -19,1%   | -7,7%     | 19,7%   |
| Variación de existencias de PT y PC                    | 199,51%  | -60,77%   | -170,27% | 398,94%  | -54,33%  | -34,96%  | -155,98%  | 94,31%  |
| Otros ingresos de explotación                          | -21,80%  | -57,20%   | 127,95%  | -50,96%  | 103,75%  | -59,62%  | -12,92%   | 8,72%   |
| Aprovisionamientos                                     | 3,78%    | 7,41%     | 9,57%    | -4,01%   | 4,24%    | -15,23%  | -6,45%    | 24,18%  |
| Gastos de personal                                     | -12,67%  | 5,22%     | -5,20%   | -5,93%   | 11,19%   | -27,83%  | 5,29%     | 15,20%  |
| Otros gastos de explotación                            | -16,17%  | 1,20%     | 3,12%    | -6,74%   | -9,67%   | -27,52%  | 2,27%     | 23,04%  |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>            | 99,18%   | -60,36%   | -9,27%   | 51,99%   | 121,11%  | 81,20%   | -87,74%   | 1,51%   |
| Amortizaciones y deterioros                            | -71,83%  | 240,28%   | 1,09%    | -52,40%  | -4,74%   | 16,47%   | 15,05%    | 40,46%  |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                             | -133,84% | -294,47%  | -15,98%  | -462,42% | -70,56%  | -1,87%   | -183,75%  | -19,38% |
| Resultados de inversiones financieras                  | -385,41% | -2360,29% | -90,38%  | -89,15%  | 1505,65% | -106,68% | -602,83%  | 443,79% |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b> | -187,4%  | -341,5%   | -28,6%   | -24,8%   | -295,2%  | -69,7%   | -281,7%   | 0,7%    |
| Gastos financieros                                     | 62,70%   | 11,11%    | -15,58%  | -9,75%   | -5,58%   | -7,72%   | -17,40%   | 43,25%  |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>    | -120,25% | -2092,20% | -59,49%  | -63,88%  | -165,55% | -60,27%  | -2166,30% | -61,66% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                   | 88,92%   | 0,96%     | 60,23%   | 24,98%   | -58,50%  | -12,51%  | 107,12%   | 434,97% |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>           | -108,19% | 10121,20% | -112,06% | -72,47%  | -152,46% | -57,43%  | -6052,57% | -85,18% |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>            | -108,19% | 10121,20% | -112,06% | -72,47%  | -152,46% | -57,43%  | -6052,57% | -85,18% |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                         | -108,19% | 10121,20% | -112,06% | -72,47%  | -152,46% | -57,43%  | -6052,57% | -85,18% |

Tabla 4.1.2.9: Cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Viscofan S.A.

| <b>VISCOFAN S.A.: ESTRUCTURA OPERATIVA</b>               | <b>2015</b>    | <b>2014</b>    | <b>2013</b>    | <b>2012</b>    | <b>2011</b>    | <b>2010</b>    | <b>2009</b>    | <b>2008</b>    | <b>2007</b>   |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                    | 740.770        | 687.063        | 765.337        | 752.784        | 666.812        | 633.726        | 583.414        | 551.818        | 506.024       |
| Variación de existencias de PT y PC                      | 23.531         | 10.273         | 9.938          | 29.502         | 4.093          | -8.298         | 12.702         | -2.143         | 6.346         |
| Otros ingresos de explotación                            | 7.551          | 5.078          | 7.580          | 5.978          | 10.692         | 9.851          | 8.010          | 6.871          | 4.562         |
| Aprovisionamientos                                       | -226.980       | -201.021       | -269.202       | -272.943       | -184.905       | -161.201       | -176.630       | -167.088       | -154.296      |
| Gastos de personal                                       | -158.545       | -147.031       | -154.845       | -150.319       | -137.635       | -136.213       | -134.047       | -128.291       | -130.093      |
| Otros gastos de explotación                              | -172.362       | -168.570       | -180.565       | -179.579       | -196.874       | -183.701       | -163.828       | -155.974       | -134.097      |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>              | <b>213.965</b> | <b>185.792</b> | <b>178.243</b> | <b>185.423</b> | <b>162.183</b> | <b>154.164</b> | <b>129.621</b> | <b>105.193</b> | <b>98.446</b> |
| Amortizaciones y deterioros                              | -53.171        | -49.532        | -48.302        | -45.400        | -42.091        | -43.779        | -38.356        | -37.342        | -37.970       |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                               | <b>160.794</b> | <b>136.260</b> | <b>129.941</b> | <b>140.023</b> | <b>120.092</b> | <b>110.385</b> | <b>91.265</b>  | <b>67.851</b>  | <b>60.476</b> |
| Resultados de inversiones financieras                    | 694            | 322            | 457            | 691            | 4.715          | 1.489          | 680            | 1.066          | 1.876         |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>   | <b>161.488</b> | <b>136.582</b> | <b>130.398</b> | <b>140.714</b> | <b>124.807</b> | <b>111.874</b> | <b>91.945</b>  | <b>68.917</b>  | <b>62.352</b> |
| Gastos financieros                                       | -9.981         | -2.341         | -3.783         | -7.719         | 3.157          | -6.238         | -5.966         | -8.636         | -7.201        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>      | <b>151.507</b> | <b>134.241</b> | <b>126.615</b> | <b>132.995</b> | <b>127.884</b> | <b>105.713</b> | <b>85.962</b>  | <b>60.281</b>  | <b>55.151</b> |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                     | -31.883        | -30.612        | -25.095        | -27.932        | -26.639        | -24.367        | -21.703        | -8.878         | -8.973        |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>             | <b>119.624</b> | <b>103.629</b> | <b>101.520</b> | <b>105.063</b> | <b>101.245</b> | <b>81.346</b>  | <b>64.259</b>  | <b>51.403</b>  | <b>46.178</b> |
| Resultados excepcionales                                 | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| Impuesto sobre resultados excepcionales                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>              | <b>119.624</b> | <b>103.629</b> | <b>101.520</b> | <b>105.063</b> | <b>101.245</b> | <b>81.346</b>  | <b>64.259</b>  | <b>51.403</b>  | <b>46.178</b> |
| Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                           | <b>119.624</b> | <b>103.629</b> | <b>101.520</b> | <b>105.063</b> | <b>101.245</b> | <b>81.346</b>  | <b>64.259</b>  | <b>51.403</b>  | <b>46.178</b> |

|   |
|---|
| Tipo de gravamen efectivo -21,04% -22,80% -19,82% -21,00% -20,83% -23,05% -25,25% -14,73% -16,27% |
|---|

**Tabla 4.1.2.10: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa de Viscofan S.A.**

| <b>VISCOFAN S.A.: EVOLUCIÓN</b>                        | <b>2015-14</b> | <b>2014-13</b> | <b>2013-12</b> | <b>2012-11</b> | <b>2011-10</b> | <b>2010-09</b> | <b>2009-08</b> | <b>2008-07</b> |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Importe neto de la cifra de negocios.                  | 7,8%           | -10,2%         | 1,7%           | 12,9%          | 5,2%           | 8,6%           | 5,7%           | 9,0%           |
| Variación de existencias de PT y PC                    | 129,06%        | 3,37%          | -66,31%        | 620,79%        | -149,33%       | -165,33%       | -692,72%       | -133,77%       |
| Otros ingresos de explotación                          | 48,70%         | -33,01%        | 26,80%         | -44,09%        | 8,54%          | 22,98%         | 16,58%         | 50,61%         |
| Aprovisionamientos                                     | 12,91%         | -25,33%        | -1,37%         | 47,61%         | 14,70%         | -8,74%         | 5,71%          | 8,29%          |
| Gastos de personal                                     | 7,83%          | -5,05%         | 3,01%          | 9,22%          | 1,04%          | 1,62%          | 4,49%          | -1,39%         |
| Otros gastos de explotación                            | 2,25%          | -6,64%         | 0,55%          | -8,78%         | 7,17%          | 12,13%         | 5,04%          | 16,31%         |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>            | <b>15,16%</b>  | <b>4,24%</b>   | <b>-3,87%</b>  | <b>14,33%</b>  | <b>5,20%</b>   | <b>18,93%</b>  | <b>23,22%</b>  | <b>6,85%</b>   |
| Amortizaciones y deterioros                            | 7,35%          | 2,55%          | 6,39%          | 7,86%          | -3,86%         | 14,14%         | 2,72%          | -1,65%         |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                             | <b>18,01%</b>  | <b>4,86%</b>   | <b>-7,20%</b>  | <b>16,60%</b>  | <b>8,79%</b>   | <b>20,95%</b>  | <b>34,51%</b>  | <b>12,19%</b>  |
| Resultados de inversiones financieras                  | 115,53%        | -29,54%        | -33,86%        | -85,34%        | 216,66%        | 118,97%        | -36,21%        | -43,18%        |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b> | <b>18,2%</b>   | <b>4,7%</b>    | <b>-7,3%</b>   | <b>12,7%</b>   | <b>11,6%</b>   | <b>21,7%</b>   | <b>33,4%</b>   | <b>10,5%</b>   |
| Gastos financieros                                     | 326,36%        | -38,12%        | -50,99%        | -344,50%       | -150,61%       | 4,56%          | -30,92%        | 19,93%         |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>    | <b>12,86%</b>  | <b>6,02%</b>   | <b>-4,80%</b>  | <b>4,00%</b>   | <b>20,97%</b>  | <b>22,98%</b>  | <b>42,60%</b>  | <b>9,30%</b>   |
| Impuesto sobre resultados ordinarios                   | 4,15%          | 21,98%         | -10,16%        | 4,85%          | 9,32%          | 12,27%         | 144,46%        | -1,06%         |
| <b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>           | <b>15,43%</b>  | <b>2,08%</b>   | <b>-3,37%</b>  | <b>3,77%</b>   | <b>24,46%</b>  | <b>26,59%</b>  | <b>25,01%</b>  | <b>11,31%</b>  |
| <b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>            | <b>15,43%</b>  | <b>2,08%</b>   | <b>-3,37%</b>  | <b>3,77%</b>   | <b>24,46%</b>  | <b>26,59%</b>  | <b>25,01%</b>  | <b>11,31%</b>  |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>                         | <b>15,43%</b>  | <b>2,08%</b>   | <b>-3,37%</b>  | <b>3,77%</b>   | <b>24,46%</b>  | <b>26,59%</b>  | <b>25,01%</b>  | <b>11,31%</b>  |

Tabla 4.1.3.1: Significatividad en el Estado de flujos de efectivos de Bodegas Riojanas S.A.

| BODEGAS RIOJANAS S.A.: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.<br>SIGNIFICATIVIDAD | SIGNIFICATIVIDAD |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|  | 2015             | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | 2010    | 2009    | 2008    | 2007    |
| A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION                  | 100,00%          | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION                    | -159,50%         | -76,39% | -30,80% | -40,72% | -19,42% | -56,17% | -35,27% | -22,83% | -33,47% |
| C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION                 | 59,89%           | -23,11% | -73,46% | -54,93% | -83,75% | -34,49% | -65,98% | -76,78% | -66,48% |
| E)AUMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES (A + B + C)    | 0,38%            | 0,49%   | -4,26%  | 4,35%   | -3,17%  | 9,33%   | -1,25%  | 0,40%   | 0,05%   |
| F) EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO                     | 4,02%            | 4,14%   | 7,67%   | 5,21%   | 6,19%   | 3,13%   | 7,28%   | 2,41%   | 1,35%   |
| G) EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINAL DEL EJERCICIO (E + F)                 | 4,40%            | 4,63%   | 3,41%   | 9,56%   | 3,02%   | 12,46%  | 6,03%   | 2,81%   | 1,41%   |

Tabla 4.1.3.2: Significatividad en el Estado de flujos de efectivos de Deoleo S.A.

| DEOLEO S.A.: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.<br>SIGNIFICATIVIDAD | SIGNIFICATIVIDAD |         |         |         |          |         |          |          |             |
|--|------------------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|-------------|
|  | 2015             | 2014    | 2013    | 2012    | 2011     | 2010    | 2009     | 2008     | 2007        |
| A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION        | 100,00%          | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00%  | 100,00% | 100,00%  | 100,00%  | 100,00%     |
| B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION          | 13,90%           | -45,44% | -7,99%  | -9,90%  | 59,25%   | -5,10%  | -12,43%  | 131,40%  | 122459,52%  |
| C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION       | 1,37%            | 331,80% | -55,39% | -74,22% | -183,64% | 181,76% | -131,91% | -221,12% | -278,57%    |
| D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO            |                  |         |         |         |          | -5,46%  | 0,42%    | 1,63%    | -7254,76%   |
| E)AUMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES      | 115,28%          | 386,36% | 36,62%  | 15,88%  | -24,39%  | 271,20% | -43,92%  | 11,91%   | 115026,19%  |
| F) EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO           | 243,44%          | 699,03% | 93,06%  | 189,88% | 138,36%  | 34,33%  | 55,43%   | -29,88%  | -422716,67% |
| G) EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINAL DEL EJERCICIO               | 128,16%          | 312,67% | 129,68% | 205,76% | 113,97%  | 305,54% | 11,50%   | -17,96%  | -307690,48% |

Tabla 4.1.3.3: Significatividad en el Estado de flujos de efectivos de Ebro Foods S.A.

| EBRO FOODS. S.A.: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.<br>SIGNIFICATIVIDAD | SIGNIFICATIVIDAD |         |          |         |          |          |          |         |         |
|---|------------------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|
|   | 2015             | 2014    | 2013     | 2012    | 2011     | 2010     | 2009     | 2008    | 2007    |
| A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION             | 100,00%          | 100,00% | 100,00%  | 100,00% | 100,00%  | 100,00%  | 100,00%  | 100,00% | 100,00% |
| B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION               | -57,78%          | -28,49% | -101,76% | -16,78% | -433,64% | 266,24%  | 121,49%  | -48,77% | -36,29% |
| C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION            | -38,65%          | -31,41% | -43,74%  | -48,04% | -453,10% | -192,66% | -189,75% | -36,24% | -54,71% |
| D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO                 | 4,05%            | 6,27%   | -3,79%   | -0,81%  | 4,06%    | 4,76%    | -0,19%   | 1,00%   | -0,54%  |
| E)AUMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES           | 7,62%            | 46,37%  | -49,30%  | 34,37%  | -782,68% | 178,34%  | 31,54%   | 15,99%  | 8,46%   |
| F) EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO                | 75,66%           | 44,64%  | 107,83%  | 44,34%  | 949,99%  | 100,22%  | 49,79%   | 65,83%  | 32,51%  |
| G) EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINAL DEL EJERCICIO                    | 83,28%           | 91,01%  | 58,54%   | 78,71%  | 167,31%  | 278,56%  | 81,34%   | 81,82%  | 40,96%  |

Tabla 4.1.3.4: Significatividad en el Estado de flujos de efectivos de Natra S.A.

| NATRA S.A.: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO. SIGNIFICATIVIDAD | SIGNIFICATIVIDAD |           |         |          |           |          |          |          |          |
|--|------------------|-----------|---------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
|  | 2015             | 2014      | 2013    | 2012     | 2011      | 2010     | 2009     | 2008     | 2007     |
| A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION    | 100,00%          | 100,00%   | 100,00% | 100,00%  | 100,00%   | 100,00%  | 100,00%  | 100,00%  | 100,00%  |
| B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION      | -160,89%         | 2141,53%  | -23,29% | 613,04%  | 1246,52%  | 20,80%   | 3,59%    | -124,69% | -743,83% |
| C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION   | 26,60%           | -1750,97% | -52,65% | -686,63% | -1473,51% | -131,25% | -224,60% | 56,56%   | 715,48%  |
| D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO        | -12,98%          | 46,57%    | -1,50%  | -1,81%   |           |          |          |          |          |
| E)AUMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES  | -47,27%          | 537,13%   | 22,56%  | 24,60%   | -126,99%  | -10,44%  | -121,00% | 31,87%   | 71,66%   |
| F) EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO       | 202,35%          | -1394,44% | 20,64%  | 23,98%   | 218,73%   | -21,11%  | 135,26%  | 239,90%  | 242,14%  |
| G) EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINAL DEL EJERCICIO           | 155,08%          | -857,31%  | 43,21%  | 48,58%   | 91,74%    | -31,55%  | 14,25%   | 271,77%  | 313,79%  |

Tabla 4.1.3.5: Significatividad en el Estado de flujos de efectivos de Viscofan S.A.

| VISCOFAN S.A.: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO.<br>SIGNIFICATIVIDAD | SIGNIFICATIVIDAD |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
|--|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
|  | 2015             | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | 2010    | 2009    | 2008    | 2007    |  |
| A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION          | 100,00%          | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |  |
| B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION            | -2,25%           | -47,24% | -81,41% | -55,93% | -63,65% | -50,34% | -38,06% | -81,41% | -44,24% |  |
| C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION         | -86,20%          | -43,31% | -41,48% | -15,14% | -74,22% | -25,24% | -51,89% | -18,73% | -51,31% |  |
| D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO              | 2,14%            | -1,96%  | 0,17%   | -0,02%  | -0,05%  | 1,54%   | -0,57%  | -5,40%  | 2,64%   |  |
| E)AUMENTO / (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES        | 13,69%           | 7,49%   | -22,72% | 28,90%  | -37,91% | 25,96%  | 9,47%   | -5,54%  | 7,09%   |  |
| F) EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO             | 18,59%           | 14,15%  | 36,24%  | 14,15%  | 51,05%  | 21,21%  | 11,30%  | 30,63%  | 17,79%  |  |
| G) EFECTIVO Y EQUIVALENTE AL FINAL DEL EJERCICIO                 | 32,28%           | 21,64%  | 13,52%  | 43,05%  | 13,14%  | 47,17%  | 20,78%  | 25,09%  | 24,87%  |  |

Tabla 4.2.1.1: Capital circulante de Bodegas Riojanas S.A.

| CAPITAL CIRCULANTE  | 2015   | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | 2010    | 2009    | 2008    | 2007    |
|---|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| $CC_{global} = AC - PC = (Existencias + Realizable + Disponible) - PC$      | 23.973 | 18.909  | 19.760  | 20.058  | 19.086  | 18.852  | 16.779  | 13.687  | 12.248  |
| CC de la explotación = AC (Expl.) - PC (Expl.)                              | 33.103 | 33.342  | 33.246  | 34.179  | 34.189  | 34.771  | 33.540  | 31.764  | 31.096  |
| CC de fuera de la explotación = AC (Fuera expl.) - PC (Fuera expl.)         | -9.130 | -14.433 | -13.486 | -14.121 | -15.103 | -15.919 | -16.761 | -18.077 | -18.848 |
| $CC = CC \text{ de la explotación} + CC \text{ de fuera de la explotación}$ | 23.973 | 18.909  | 19.760  | 20.058  | 19.086  | 18.852  | 16.779  | 13.687  | 12.248  |
| Tesorería Neta  | -9.130 | -14.433 | -13.486 | -14.121 | -15.103 | -15.919 | -16.761 | -18.077 | -18.848 |

|                            | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AC de la explotación       | 40.718 | 40.300 | 39.205 | 39.677 | 39.074 | 39.209 | 37.751 | 37.723 | 38.279 |
| AC fuera de la explotación | 190    | 175    | 674    | 463    | 416    | 565    | 359    | 237    | 169    |
| PC de la explotación       | 7.615  | 6.958  | 5.959  | 5.498  | 4.885  | 4.438  | 4.211  | 5.959  | 7.183  |
| PC fuera de la explotación | 9.320  | 14.608 | 14.160 | 14.584 | 15.519 | 16.484 | 17.120 | 18.314 | 19.017 |

**Tabla 4.2.1.2: Capital circulante de Deoleo S.A.**

| <b>CAPITAL CIRCULANTE</b>   | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>CC global = AC - PC = (Existencias + Realizable + Disponible) - PC</i> | 151.952     | 186.037     | 191.826     | 256.528     | 293.349     | 414.213     | -834.755    | -724.644    |
| CC de la explotación = AC (Expl.) - PC (Expl.)                            | 163.316     | 190.023     | 257.005     | 309.818     | 333.399     | 347.538     | 309.989     | 646.646     |
| CC de fuera de la explotación = AC (Fuera expl.) - PC (Fuera expl.)       | -28.798     | -21.803     | -95.680     | -78.835     | -58.165     | -143.563    | -1.261.577  | -1.420.634  |
| <i>CC = CC de la explotación + CC de fuera de la explotación</i>          | 134.518     | 168.220     | 161.325     | 230.983     | 275.234     | 203.975     | -951.588    | -773.988    |
| Tesorería Neta  | -11.364     | -3.986      | -65.179     | -53.290     | -40.050     | 66.675      | -1.144.744  | -1.371.290  |

|                            | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AC de la explotación       | 298.779     | 349.255     | 446.357     | 430.324     | 478.376     | 532.258     | 458.205     | 916.564     |
| AC fuera de la explotación | 816         | 1.068       | 416         | 895         | 1.256       | 1.608       | 2.666       | 1.422       |
| PC de la explotación       | 135.463     | 159.232     | 189.352     | 120.506     | 144.977     | 184.720     | 148.216     | 269.918     |
| PC fuera de la explotación | 29.614      | 22.871      | 96.096      | 79.730      | 59.421      | 145.171     | 1.264.243   | 1.422.056   |

**Tabla 4.2.1.3: Capital circulante de Ebro Foods S.A.**

| <b>CAPITAL CIRCULANTE</b>   | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>CC global = AC - PC = (Existencias + Realizable + Disponible) - PC</i> | 465.594     | 312.073     | 308.727     | 333.873     | 304.266     | 560.292     | 322.925     | 367.150     | 139.769     |
| CC de la explotación = AC (Expl.) - PC (Expl.)                            | 651.018     | 633.742     | 498.406     | 563.830     | 513.442     | 758.608     | 542.587     | 484.630     | 488.399     |
| CC de fuera de la explotación = AC (Fuera expl.) - PC (Fuera expl.)       | -192.950    | -326.882    | -201.688    | -235.889    | -214.953    | -221.303    | -244.196    | -771.893    | -365.810    |
| <i>CC = CC de la explotación + CC de fuera de la explotación</i>          | 458.068     | 306.860     | 296.718     | 327.941     | 298.489     | 537.305     | 298.391     | -287.263    | 122.589     |
| Tesorería Neta  | -185.424    | -321.669    | -189.679    | -229.957    | -209.176    | -198.316    | -219.662    | -117.480    | -348.630    |

|                            | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AC de la explotación       | 1.074.015   | 1.015.356   | 821.015     | 878.248     | 840.065     | 1.135.906   | 884.505     | 961.996     | 1.168.412   |
| AC fuera de la explotación | 10.260      | 7.723       | 8.089       | 5.974       | 3.905       | 5.444       | 4.241       | 15.139      | 21.506      |
| PC de la explotación       | 422.997     | 381.614     | 322.609     | 314.418     | 326.623     | 377.298     | 341.918     | 477.366     | 680.013     |

|                            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PC fuera de la explotación | 203.210 | 334.605 | 209.777 | 241.863 | 218.858 | 226.747 | 248.437 | 787.032 | 387.316 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|

Tabla 4.2.1.4: Capital circulante de Natra S.A.

| CAPITAL CIRCULANTE   | 2015    | 2014     | 2013    | 2012    | 2011    | 2010     | 2009     | 2008     | 2007     |
|--|---------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| $CC_{global} = AC - PC = (Existencias + Realizable + Disponible) - PC$ | 21.869  | -107.735 | 43.559  | 63.708  | 73.677  | -189.569 | -142.952 | -40.605  | -13.349  |
| CC de la explotación = AC (Expl.) - PC (Expl.)                         | 43.315  | 43.350   | 51.388  | 63.154  | 62.842  | 65.351   | 58.026   | 161.811  | 152.633  |
| CC de fuera de la explotación = AC (Fuera expl.) - PC (Fuera expl.)    | -23.716 | -153.556 | -11.007 | -24.258 | -82.955 | -269.550 | -212.647 | -221.323 | -168.225 |
| $CC = CC_{de\ la\ explotación} + CC_{de\ fuera\ de\ la\ explotación}$  | 19.599  | -110.206 | 40.381  | 38.896  | -20.113 | -204.199 | -154.621 | -59.512  | -15.592  |
| Tesorería Neta   | -21.446 | -151.085 | -7.829  | 554     | 10.835  | -254.920 | -200.978 | -202.416 | -165.982 |
|  | 2015    | 2014     | 2013    | 2012    | 2011    | 2010     | 2009     | 2008     | 2007     |
| AC de la explotación   | 91.918  | 89.891   | 105.175 | 107.278 | 119.343 | 128.225  | 127.432  | 240.208  | 231.602  |
| AC fuera de la explotación   | 370     | 586      | 2.642   | 893     | 244     | 320      | 808      | 1.674    | 6.179    |
| PC de la explotación   | 48.603  | 46.541   | 53.787  | 44.124  | 56.501  | 62.874   | 69.406   | 78.397   | 78.969   |
| PC fuera de la explotación   | 24.086  | 154.142  | 13.649  | 25.151  | 83.199  | 269.870  | 213.455  | 222.997  | 174.404  |

Tabla 4.2.1.5: Capital circulante de Viscofan S.A.

| CAPITAL CIRCULANTE   | 2015    | 2014     | 2013    | 2012     | 2011    | 2010    | 2009    | 2008    | 2007     |
|--|---------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| $CC_{global} = AC - PC = (Existencias + Realizable + Disponible) - PC$ | 299.550 | 262.555  | 204.484 | 208.685  | 181.261 | 173.219 | 148.579 | 121.468 | 110.562  |
| CC de la explotación = AC (Expl.) - PC (Expl.)                         | 331.568 | 294.265  | 286.847 | 308.920  | 241.836 | 264.865 | 226.871 | 212.682 | 220.443  |
| CC de fuera de la explotación = AC (Fuera expl.) - PC (Fuera expl.)    | -33.232 | -122.842 | -88.300 | -103.646 | -72.092 | -98.376 | -81.292 | -91.826 | -111.094 |
| $CC = CC_{de\ la\ explotación} + CC_{de\ fuera\ de\ la\ explotación}$  | 298.336 | 171.423  | 198.547 | 205.274  | 169.744 | 166.489 | 145.579 | 120.856 | 109.349  |
| Tesorería Neta   | -32.018 | -31.710  | -82.363 | -100.235 | -60.575 | -91.646 | -78.292 | -91.214 | -109.881 |

|                            | 2015    | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | 2010    | 2009    | 2008    | 2007    |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AC de la explotación       | 412.386 | 370.083 | 370.126 | 398.597 | 331.294 | 345.827 | 299.604 | 288.898 | 264.937 |
| AC fuera de la explotación | 2.133   | 2.506   | 2.649   | 2.300   | 2.654   | 2.193   | 47      | 172     | 0       |
| PC de la explotación       | 80.818  | 75.818  | 83.279  | 89.677  | 89.458  | 80.962  | 72.733  | 76.216  | 44.494  |
| PC fuera de la explotación | 35.365  | 125.348 | 90.949  | 105.946 | 74.746  | 100.569 | 81.339  | 91.998  | 111.094 |

**Tabla 4.2.1.6: Ratios de liquidez**

| RATIOS DE LIQUIDEZ           |                    | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|------------------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Bodegas Riojanas S.A.</i> | Liquidez general   | 2,4156 | 1,8768 | 1,9822 | 1,9988 | 1,9354 | 1,9011 | 1,7866 | 1,5639 | 1,4675 |
|                              | Liquidez inmediata | 0,6870 | 0,5545 | 0,6004 | 0,6029 | 0,5431 | 0,5011 | 0,4061 | 0,3554 | 0,4092 |
|                              | Ratio de tesorería | 0,0061 | 0,0044 | 0,0042 | 0,0094 | 0,0050 | 0,0101 | 0,0025 | 0,0026 | 0,0021 |
| <i>Deoleo S.A.</i>           | Liquidez general   | 1,9205 | 2,0216 | 1,6720 | 2,2811 | 2,4352 | 2,2556 | 0,4090 | 0,5717 |        |
|                              | Liquidez inmediata | 1,0719 | 1,3563 | 1,2783 | 1,5289 | 1,6473 | 1,7196 | 0,2445 | 0,3333 |        |
|                              | Ratio de tesorería | 0,2547 | 0,4385 | 0,6254 | 0,6398 | 0,5784 | 0,4351 | 0,0114 | 0,0459 |        |
| <i>Ebro Foods S.A.</i>       | Liquidez general   | 1,7435 | 1,4357 | 1,5799 | 1,6002 | 1,5578 | 1,9276 | 1,5470 | 1,2904 | 1,1310 |
|                              | Liquidez inmediata | 1,0431 | 0,8380 | 0,8568 | 0,9759 | 0,8967 | 1,4964 | 1,0769 | 1,0076 | 0,6569 |
|                              | Ratio de tesorería | 0,3380 | 0,2685 | 0,1772 | 0,3123 | 0,1794 | 0,9200 | 0,3387 | 0,0930 | 0,0886 |
| <i>Natra S.A.</i>            | Liquidez general   | 1,3009 | 0,4632 | 1,6459 | 1,9196 | 1,5274 | 0,4303 | 0,4946 | 0,8653 | 0,9473 |
|                              | Liquidez inmediata | 0,5549 | 0,2274 | 0,9199 | 1,1603 | 1,1151 | 0,2786 | 0,3082 | 0,5270 | 0,5476 |
|                              | Ratio de tesorería | 0,0699 | 0,0330 | 0,1598 | 0,0743 | 0,0182 | 0,0182 | 0,0143 | 0,1277 | 0,1341 |
| <i>Viscofan S.A.</i>         | Liquidez general   | 3,5783 | 2,3052 | 2,1737 | 2,0668 | 2,1039 | 1,9542 | 1,9643 | 1,7221 | 1,7106 |
|                              | Liquidez inmediata | 1,7825 | 1,3652 | 1,0086 | 1,0555 | 1,0377 | 1,0769 | 0,9905 | 0,7915 | 0,7914 |
|                              | Ratio de tesorería | 0,3826 | 0,1273 | 0,0961 | 0,2293 | 0,0898 | 0,3157 | 0,1672 | 0,0833 | 0,1100 |

**Tabla 4.2.2.1: Ratios de solvencia**

| SOLVENCIA             | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bodegas Riojanas S.A. | 1,8205 | 1,8765 | 1,9042 | 1,8802 | 1,8763 | 1,8504 | 1,8827 | 1,8498 | 1,8238 |
| Deoleo S.A.           | 1,5579 | 1,5980 | 1,5692 | 1,5068 | 1,6906 | 1,5650 | 1,1506 | 1,1346 |        |
| Ebro Foods S.A.       | 2,4127 | 2,4545 | 2,6548 | 2,6303 | 2,4156 | 2,2582 | 1,9364 | 1,5600 | 1,5676 |
| Natra S.A.            | 1,1662 | 1,1363 | 1,5454 | 1,5691 | 1,4256 | 1,3410 | 1,4380 | 1,3603 | 1,4110 |
| Viscofan S.A.         | 4,1864 | 2,9130 | 2,9387 | 2,7870 | 2,8133 | 2,4369 | 2,2748 | 2,0344 | 2,0957 |

**Tabla 4.2.2.2: Ratios de estructura de Bodegas Riojanas S.A.**

| RATIOS DE ESTRUCTURA                      | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ESTRUCTURA DEL ACTIVO</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| AF/AT                                     | 0,2785 | 0,2470 | 0,2388 | 0,2429 | 0,2530 | 0,2590 | 0,2709 | 0,2851 | 0,2913 |
| AC/AT                                     | 0,7215 | 0,7530 | 0,7612 | 0,7571 | 0,7470 | 0,7410 | 0,7291 | 0,7149 | 0,7087 |
| AC/AF                                     | 2,5908 | 3,0487 | 3,1883 | 3,1177 | 2,9521 | 2,8608 | 2,6908 | 2,5076 | 2,4328 |
| CC/AF                                     | 1,5182 | 1,4243 | 1,5798 | 1,5579 | 1,4268 | 1,3560 | 1,1847 | 0,9041 | 0,7750 |
| <b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| P/(PN+P)                                  | 0,5493 | 0,5329 | 0,5251 | 0,5318 | 0,5330 | 0,5404 | 0,5312 | 0,5406 | 0,5483 |
| PN/(PN+P)                                 | 0,4507 | 0,4671 | 0,4749 | 0,4682 | 0,4670 | 0,4596 | 0,4688 | 0,4594 | 0,4517 |
| PC/(PN+P)                                 | 0,2987 | 0,4012 | 0,3840 | 0,3788 | 0,3859 | 0,3898 | 0,4081 | 0,4571 | 0,4829 |
| (PN+PNC)/(PN+P)                           | 0,7013 | 0,5988 | 0,6160 | 0,6212 | 0,6141 | 0,6102 | 0,5919 | 0,5429 | 0,5171 |
| <b>ESTRUCTURA DE RECURSOS PERMANENTES</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PN/(PN+PNC)                               | 0,6427 | 0,7801 | 0,7709 | 0,7536 | 0,7606 | 0,7531 | 0,7921 | 0,8463 | 0,8736 |
| PNC/(PN+PNC)                              | 0,3573 | 0,2199 | 0,2291 | 0,2464 | 0,2394 | 0,2469 | 0,2079 | 0,1537 | 0,1264 |

**Tabla 4.2.2.3: Ratios de estructura de Deoleo S.A.**

| RATIOS DE ESTRUCTURA                      | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009    | 2008    |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>ESTRUCTURA DEL ACTIVO</b>              |        |        |        |        |        |        |         |         |
| AF/AT                                     | 0,7758 | 0,7566 | 0,7232 | 0,7260 | 0,7496 | 0,6763 | 0,7504  | 0,6455  |
| AC/AT                                     | 0,2242 | 0,2434 | 0,2768 | 0,2740 | 0,2504 | 0,3237 | 0,2496  | 0,3545  |
| AC/AF                                     | 0,2891 | 0,3217 | 0,3828 | 0,3775 | 0,3340 | 0,4787 | 0,3326  | 0,5492  |
| CC/AF                                     | 0,1385 | 0,1626 | 0,1539 | 0,2120 | 0,1968 | 0,2665 | -0,4805 | -0,4114 |
| <b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>              |        |        |        |        |        |        |         |         |
| P/(PN+P)                                  | 0,6419 | 0,6258 | 0,6373 | 0,6636 | 0,5915 | 0,6390 | 0,8691  | 0,8814  |
| PN/(PN+P)                                 | 0,3581 | 0,3742 | 0,3627 | 0,3364 | 0,4085 | 0,3610 | 0,1309  | 0,1186  |
| PC/(PN+P)                                 | 0,1168 | 0,1204 | 0,1656 | 0,1201 | 0,1028 | 0,1435 | 0,6102  | 0,6201  |
| (PN+PNC)/(PN+P)                           | 0,8832 | 0,8796 | 0,8344 | 0,8799 | 0,8972 | 0,8565 | 0,3898  | 0,3799  |
| <b>ESTRUCTURA DE RECURSOS PERMANENTES</b> |        |        |        |        |        |        |         |         |
| PN/(PN+PNC)                               | 0,4054 | 0,4255 | 0,4347 | 0,3823 | 0,4553 | 0,4215 | 0,3358  | 0,3123  |
| PNC/(PN+PNC)                              | 0,5946 | 0,5745 | 0,5653 | 0,6177 | 0,5447 | 0,5785 | 0,6642  | 0,6877  |

**Tabla 4.2.2.4: Ratios de estructura de Ebro Foods S.A.**

| RATIOS DE ESTRUCTURA                      | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ESTRUCTURA DEL ACTIVO</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| AF/AT                                     | 0,6792 | 0,6748 | 0,6966 | 0,6742 | 0,6865 | 0,5964 | 0,6598 | 0,5233 | 0,6424 |
| AC/AT                                     | 0,3208 | 0,3252 | 0,3034 | 0,3258 | 0,3135 | 0,4036 | 0,3402 | 0,4767 | 0,3576 |
| AC/AF                                     | 0,4723 | 0,4819 | 0,4355 | 0,4833 | 0,4566 | 0,6767 | 0,5156 | 0,9108 | 0,5567 |
| CC/AF                                     | 0,2014 | 0,1463 | 0,1598 | 0,1813 | 0,1635 | 0,3256 | 0,1823 | 0,2050 | 0,0645 |
| <b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| P/(PN+P)                                  | 0,4145 | 0,4074 | 0,3767 | 0,3802 | 0,4140 | 0,4428 | 0,5164 | 0,6410 | 0,6379 |
| PN/(PN+P)                                 | 0,5855 | 0,5926 | 0,6233 | 0,6198 | 0,5860 | 0,5572 | 0,4836 | 0,3590 | 0,3621 |
| PC/(PN+P)                                 | 0,1840 | 0,2265 | 0,1920 | 0,2036 | 0,2012 | 0,2094 | 0,2199 | 0,3694 | 0,3162 |
| (PN+PNC)/(PN+P)                           | 0,8160 | 0,7735 | 0,8080 | 0,7964 | 0,7988 | 0,7906 | 0,7801 | 0,6306 | 0,6838 |
| <b>ESTRUCTURA DE RECURSOS PERMANENTES</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PN/(PN+PNC)                               | 0,7175 | 0,7661 | 0,7714 | 0,7783 | 0,7337 | 0,7047 | 0,6199 | 0,5692 | 0,5295 |
| PNC/(PN+PNC)                              | 0,2825 | 0,2339 | 0,2286 | 0,2217 | 0,2663 | 0,2953 | 0,3801 | 0,4308 | 0,4705 |

**Tabla 4.2.2.5: Ratios de estructura de Natra S.A.**

| RATIOS DE ESTRUCTURA                      | 2015   | 2014    | 2013   | 2012   | 2011   | 2010    | 2009    | 2008    | 2007    |
|---|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>ESTRUCTURA DEL ACTIVO</b>              |        |         |        |        |        |         |         |         |         |
| AF/AT                                     | 0,6207 | 0,6436  | 0,6791 | 0,6232 | 0,5121 | 0,6970  | 0,7147  | 0,5928  | 0,6136  |
| AC/AT                                     | 0,3793 | 0,3564  | 0,3209 | 0,3768 | 0,4879 | 0,3030  | 0,2853  | 0,4072  | 0,3864  |
| AC/AF                                     | 0,6110 | 0,5537  | 0,4726 | 0,6046 | 0,9526 | 0,4348  | 0,3991  | 0,6869  | 0,6297  |
| CC/AF                                     | 0,1413 | -0,6418 | 0,1855 | 0,2896 | 0,3289 | -0,5757 | -0,4078 | -0,1070 | -0,0350 |
| <b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>              |        |         |        |        |        |         |         |         |         |
| P/(PN+P)                                  | 0,8575 | 0,8801  | 0,6471 | 0,6373 | 0,7014 | 0,7457  | 0,6954  | 0,7351  | 0,7087  |
| PN/(PN+P)                                 | 0,1425 | 0,1199  | 0,3529 | 0,3627 | 0,2986 | 0,2543  | 0,3046  | 0,2649  | 0,2913  |
| PC/(PN+P)                                 | 0,2915 | 0,7694  | 0,1950 | 0,1963 | 0,3194 | 0,7043  | 0,5767  | 0,4706  | 0,4079  |
| (PN+PNC)/(PN+P)                           | 0,7085 | 0,2306  | 0,8050 | 0,8037 | 0,6806 | 0,2957  | 0,4233  | 0,5294  | 0,5921  |
| <b>ESTRUCTURA DE RECURSOS PERMANENTES</b> |        |         |        |        |        |         |         |         |         |
| PN/(PN+PNC)                               | 0,2012 | 0,5201  | 0,4384 | 0,4513 | 0,4387 | 0,8599  | 0,7196  | 0,5004  | 0,4919  |
| PNC/(PN+PNC)                              | 0,7988 | 0,4799  | 0,5616 | 0,5487 | 0,5613 | 0,1401  | 0,2804  | 0,4996  | 0,5081  |

**Tabla 4.2.2.6: Ratios de estructura de Viscofan S.A.**

| RATIOS DE ESTRUCTURA         | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ESTRUCTURA DEL ACTIVO</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| AF/AT                        | 0,5003 | 0,4712 | 0,5210 | 0,4800 | 0,5046 | 0,4853 | 0,5087 | 0,5143 | 0,5296 |
| AC/AT                        | 0,4997 | 0,5288 | 0,4790 | 0,5200 | 0,4954 | 0,5147 | 0,4913 | 0,4857 | 0,4704 |
| AC/AF                        | 0,9989 | 1,1223 | 0,9193 | 1,0832 | 0,9819 | 1,0608 | 0,9659 | 0,9443 | 0,8883 |
| CC/AF                        | 0,7197 | 0,6355 | 0,4964 | 0,5591 | 0,5152 | 0,5180 | 0,4742 | 0,3959 | 0,3690 |
| <b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| P/(PN+P)                     | 0,2389 | 0,3433 | 0,3403 | 0,3588 | 0,3555 | 0,4104 | 0,4396 | 0,4915 | 0,4772 |

|   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PN/(PN+P)                                 | 0,7611 | 0,6567 | 0,6597 | 0,6412 | 0,6445 | 0,5896 | 0,5604 | 0,5085 | 0,5228 |
| PC/(PN+P)                                 | 0,1397 | 0,2294 | 0,2204 | 0,2516 | 0,2355 | 0,2634 | 0,2501 | 0,2820 | 0,2750 |
| (PN+PNC)/(PN+P)                           | 0,8603 | 0,7706 | 0,7796 | 0,7484 | 0,7645 | 0,7366 | 0,7499 | 0,7180 | 0,7250 |
| <b>ESTRUCTURA DE RECURSOS PERMANENTES</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PN/(PN+PNC)                               | 0,8847 | 0,8522 | 0,8462 | 0,8567 | 0,8431 | 0,8005 | 0,7473 | 0,7082 | 0,7211 |
| PNC/(PN+PNC)                              | 0,1153 | 0,1478 | 0,1538 | 0,1433 | 0,1569 | 0,1995 | 0,2527 | 0,2918 | 0,2789 |

**Tabla 4.2.2.7: Ratios de cobertura**

| <b>RATIOS DE COBERTURA</b>   |              | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Bodegas Riojanas S.A.</i> | Rec. Propios | 1,6184      | 1,8911      | 1,9888      | 1,9277      | 1,8458      | 1,7744      | 1,7304      | 1,6114      | 1,5506      |
|                              | Rec. Ptes.   | 2,5182      | 2,4243      | 2,5798      | 2,5579      | 2,4268      | 2,3560      | 2,1847      | 1,9041      | 1,7750      |
| <i>Deoleo S.A.</i>           | Rec. Propios | 0,4616      | 0,4946      | 0,5016      | 0,4633      | 0,5449      | 0,5338      | 0,1744      | 0,1838      |             |
|                              | Rec. Ptes.   | 1,1385      | 1,1626      | 1,1539      | 1,2120      | 1,1968      | 1,2665      | 0,5195      | 0,5886      |             |
| <i>Ebro Foods S.A.</i>       | Rec. Propios | 0,8620      | 0,8782      | 0,8947      | 0,9194      | 0,8536      | 0,9342      | 0,7329      | 0,6859      | 0,5637      |
|                              | Rec. Ptes.   | 1,2014      | 1,1463      | 1,1598      | 1,1813      | 1,1635      | 1,3256      | 1,1823      | 1,2050      | 1,0645      |
| <i>Natra S.A.</i>            | Rec. Propios | 0,2296      | 0,1863      | 0,5197      | 0,5820      | 0,5830      | 0,3649      | 0,4262      | 0,4468      | 0,4747      |
|                              | Rec. Ptes.   | 1,1413      | 0,3582      | 1,1855      | 1,2896      | 1,3289      | 0,4243      | 0,5922      | 0,8930      | 0,9650      |
| <i>Viscofan S.A.</i>         | Rec. Propios | 1,5214      | 1,3938      | 1,2662      | 1,3357      | 1,2774      | 1,2151      | 1,1017      | 0,9886      | 0,9872      |
|                              | Rec. Ptes.   | 1,7197      | 1,6355      | 1,4964      | 1,5591      | 1,5152      | 1,5180      | 1,4742      | 1,3959      | 1,3690      |

**Tabla 4.2.2.8: Ratios de endeudamiento de Bodegas Riojanas S.A.**

| <b>RATIOS DE ENDEUDAMIENTO</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Endeudamiento                  | 1,2188      | 1,1410      | 1,1059      | 1,1361      | 1,1411      | 1,1759      | 1,1329      | 1,1767      | 1,2138      |
| Endeudamiento a l/p            | 0,5560      | 0,2820      | 0,2972      | 0,3269      | 0,3148      | 0,3278      | 0,2625      | 0,1816      | 0,1447      |
| Endeudamiento a c/p            | 0,6627      | 0,8590      | 0,8088      | 0,8091      | 0,8264      | 0,8481      | 0,8704      | 0,9950      | 1,0691      |

**Tabla 4.2.2.9: Ratios de endeudamiento de Deoleo S.A.**

| <b>RATIOS DE ENDEUDAMIENTO</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Endeudamiento                  | 1,7925      | 1,6722      | 1,7567      | 1,9731      | 1,4479      | 1,7700      | 6,6402      | 7,4294      |
| Endeudamiento a l/p            | 1,4665      | 1,3504      | 1,3003      | 1,6159      | 1,1963      | 1,3724      | 1,9784      | 2,2024      |
| Endeudamiento a c/p            | 0,3261      | 0,3218      | 0,4565      | 0,3571      | 0,2517      | 0,3975      | 4,6618      | 5,2269      |

**Tabla 4.2.2.10: Ratios de endeudamiento de Ebro Foods S.A.**

| <b>RATIOS DE ENDEUDAMIENTO</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Endeudamiento                  | 0,7079      | 0,6875      | 0,6043      | 0,6134      | 0,7064      | 0,7948      | 1,0679      | 1,7858      | 1,7617      |
| Endeudamiento a l/p            | 0,3937      | 0,3053      | 0,2963      | 0,2848      | 0,3630      | 0,4190      | 0,6131      | 0,7568      | 0,8885      |
| Endeudamiento a c/p            | 0,3142      | 0,3822      | 0,3080      | 0,3285      | 0,3434      | 0,3758      | 0,4548      | 1,0291      | 0,8733      |

**Tabla 4.2.2.11: Ratios de endeudamiento de Natra S.A.**

| RATIOS DE ENDEUDAMIENTO | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endeudamiento           | 6,0152 | 7,3390 | 1,8334 | 1,7572 | 2,3495 | 2,9324 | 2,2830 | 2,7752 | 2,4333 |
| Endeudamiento a l/p     | 3,9700 | 0,9227 | 1,2810 | 1,2160 | 1,2796 | 0,1629 | 0,3897 | 0,9985 | 1,0329 |
| Endeudamiento a c/p     | 2,0452 | 6,4163 | 0,5525 | 0,5412 | 1,0699 | 2,7695 | 1,8933 | 1,7766 | 1,4005 |

**Tabla 4.2.2.12: Ratios de endeudamiento de Viscofan S.A.**

| RATIOS DE ENDEUDAMIENTO | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  | 2007  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Endeudamiento           | 0,314 | 0,523 | 0,516 | 0,560 | 0,551 | 0,696 | 0,784 | 0,967 | 0,913 |
| Endeudamiento a l/p     | 0,130 | 0,173 | 0,182 | 0,167 | 0,186 | 0,249 | 0,338 | 0,412 | 0,387 |
| Endeudamiento a c/p     | 0,183 | 0,349 | 0,334 | 0,392 | 0,365 | 0,447 | 0,446 | 0,555 | 0,526 |

**Tabla 4.3.1: Rentabilidad económica**

| ROI                   | 2015   | 2014    | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   | 2007   |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bodegas Riojanas S.A. | 3,38%  | 3,88%   | 3,84%  | 3,84%  | 3,64%  | 3,01%  | 3,09%  | 4,21%  | 5,32%  |
| Deoleo S.A.           | -1,97% | 2,99%   | 4,22%  | -7,04% | 1,18%  | 0,82%  | -5,61% | -8,64% |        |
| Ebro Foods S.A.       | 7,24%  | 7,33%   | 7,57%  | 8,61%  | 7,70%  | 7,34%  | 6,55%  | 5,80%  | 4,82%  |
| Natra S.A.            | 12,73% | -12,24% | 4,40%  | 5,45%  | 6,29%  | -3,05% | -8,55% | 4,22%  | 4,65%  |
| Viscofan S.A.         | 18,90% | 16,38%  | 16,63% | 19,08% | 18,00% | 17,14% | 15,17% | 11,86% | 11,09% |

**Tabla 4.3.2: Rentabilidad financiera**

| ROE                   | 2015    | 2014    | 2013   | 2012    | 2011   | 2010    | 2009    | 2008     | 2007   |
|-----------------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|----------|--------|
| Bodegas Riojanas S.A. | 4,75%   | 4,45%   | 4,13%  | 3,95%   | 3,75%  | 3,69%   | 3,50%   | 4,58%    | 7,80%  |
| Deoleo S.A.           | -13,02% | -1,22%  | 6,13%  | -23,77% | -1,10% | -10,53% | -73,95% | -100,17% |        |
| Ebro Foods S.A.       | 11,83%  | 11,75%  | 12,02% | 13,73%  | 12,80% | 13,08%  | 13,82%  | 8,97%    | 6,95%  |
| Natra S.A.            | 31,12%  | -66,96% | 2,06%  | 4,92%   | 14,05% | -19,94% | -42,40% | 1,87%    | 4,63%  |
| Viscofan S.A.         | 25,06%  | 24,46%  | 24,82% | 28,06%  | 29,89% | 28,13%  | 26,51%  | 20,12%   | 19,56% |

**Tabla 4.4.1: Ratios bursátiles de Bodegas Riojanas S.A.**

| INDICADORES BURSÁTILES     | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  | 2007  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| BPA (Beneficio por acción) | 0,186 | 0,166 | 0,154 | 0,138 | 0,136 | 0,128 | 0,121 | 0,149 | 0,246 |
| Cash-flow por acción       | 0,019 | 0,017 | 0,016 | 0,035 | 0,019 | 0,039 | 0,010 | 0,012 | 0,010 |
| PER                        | 22    | 24    | 35    | 33    | 36    | 55    | 61    | 58    | 37    |
| Book to market             | 1,186 | 1,186 | 0,860 | 1,024 | 0,928 | 0,639 | 0,610 | 0,521 | 0,501 |

**Tabla 4.4.2: Ratios bursátiles de Deoleo S.A.**

| <b>INDICADORES BURSÁTILES</b>     | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>BPA (Beneficio por acción)</i> | -0,053      | -0,064      | 0,017       | -0,213      | -0,017      | -0,049      | -0,155      | -0,215      |
| <i>Cash-flow por acción</i>       | 0,036       | 0,069       | 0,155       | 0,111       | 0,102       | 0,124       | 0,014       | 0,067       |
| <i>Book to market</i>             | 1,906       | 1,307       | 1,152       | 1,766       | 1,636       | 0,691       | 0,120       | 0,025       |

**Tabla 4.4.3: Ratios bursátiles de Ebro Foods S.A.**

| <b>INDICADORES BURSÁTILES</b>     | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>BPA (Beneficio por acción)</i> | 0,979       | 1,250       | 0,613       | 1,129       | 0,636       | 3,612       | 1,299       | 0,764       | 0,615       |
| <i>Cash-flow por acción</i>       | 1,375       | 0,510       | 0,640       | 0,480       | 0,630       | 0,530       | 0,700       | 0,380       | 0,360       |
| <i>PER</i>                        | 19          | 14          | 19          | 14          | 15          | 19          | 17          | 20          | 31          |
| <i>Book to market</i>             | 0,713       | 1,186       | 0,860       | 1,024       | 0,928       | 0,639       | 0,610       | 0,521       | 0,501       |

**Tabla 4.4.4: Ratios bursátiles de Natra S.A.**

| <b>INDICADORES BURSÁTILES</b>     | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>BPA (Beneficio por acción)</i> | 0,094       | -1,147      | -0,011      | 0,093       | 0,338       | -0,645      | -1,515      | 0,025       | 0,172       |
| <i>Cash-flow por acción</i>       | 0,107       | 0,140       | 0,227       | 0,108       | 0,054       | 0,128       | 0,085       | 0,810       | 0,715       |
| <i>PER</i>                        | 3           | -1          | -197        | 10          | 3           | -3          | -2          | 159         | 48          |
| <i>Book to market</i>             | 2,339       | 1,029       | 1,163       | 2,979       | 3,056       | 1,223       | 1,368       | 0,884       | 0,465       |

**Tabla 4.4.5: Ratios bursátiles de Viscofan S.A.**

| <b>INDICADORES BURSÁTILES</b>     | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>BPA (Beneficio por acción)</i> | 2,567       | 2,224       | 2,178       | 2,254       | 2,172       | 1,745       | 1,379       | 1,103       | 0,991       |
| <i>Cash-flow por acción</i>       | 0,954       | 0,549       | 0,359       | 0,963       | 0,316       | 1,230       | 0,553       | 0,301       | 0,367       |
| <i>PER</i>                        | 22          | 20          | 19          | 19          | 13          | 16          | 13          | 13          | 15          |
| <i>Book to market</i>             | 0,244       | 0,280       | 0,271       | 0,250       | 0,336       | 0,307       | 0,417       | 0,463       | 0,438       |