

Trabajo Fin de Grado

Análisis y Valoración de empresas cotizadas del sector de alimentación y bebidas en España

Autora

Marina Sanz Aranda

Director

Jose Ángel Ansón Lapeña

Facultad de Economía y Empresa

Año 2018

INFORMACIÓN DEL TRABAJO:

Autor del trabajo: Marina Sanz Aranda

Director del trabajo: José Ángel Ansón Lapeña

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

Titulación a la que está vinculado: Programa conjunto Derecho-ADE

RESUMEN:

El sector de alimentación y bebidas es un sector de notoria relevancia en nuestro país, que ha sufrido una apreciable mejora tras el empeoramiento experimentado a raíz de la crisis económica, erigiéndose en la actualidad como uno de los pilares básicos de nuestra economía.

Tras un estudio de los principales condicionantes del sector, se va a realizar un análisis económico-financiero y bursátil del mismo, tomando como base cinco empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, en el citado subsector. En un paso ulterior, se procederá a valorar las empresas mediante el método de descuento de flujos de caja, lo cual permitirá predecir la evolución futura de las empresas mediante la estimación del valor de las acciones que componen las mismas.

La confrontación de los resultados obtenidos en las diversas áreas analizadas permitirá esclarecer en mayor medida la evolución reciente de las principales empresas que operan en el mismo, objetivo último del trabajo, comprobando si los resultados son concordantes, o por el contrario se aprecian divergencias entre los mismos.

ABSTRACT:

The food and beverage sector, which has an extremely importance in our country, has suffered a noticeable improvement after the deterioration experimented because of the economic crisis. Currently is one of the basic pillars of our economy.

After an study of the principal conditionals of the sector, an economic, financial and stock market analysis is going to be carried out, using five listed companies of the Madrid stock-market as an example. Afterwards the companies are going to be valued using the

discount cash flows method. This method is used to predict the future development of the companies throughout knowing the stock value of the companies.

The confrontation of the results obtained in the different areas analysed will clarify the recent development of the principal companies of the sector, ultimate goal of the assignment, checking if the results are concordant or, on the contrary, divergences appear among them.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. MARCO TEÓRICO	7
3. METODOLOGÍA.....	11
4. NORMATIVA.....	13
5. PRESENTACIÓN EMPRESAS A ANALIZAR	14
6. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR	17
6.1 ANÁLISIS PEST	17
6.1.1 Factores económicos.....	17
6.1.2. Factores tecnológicos	19
6.1.3 Factores políticos.....	19
6.1.4 Factores sociales y demográficos	20
6.1.5 Factores medioambientales	21
6.2 ANÁLISIS DE LAS CINCO FUERZAS COMPETITIVAS (PORTER).....	21
6.2.1 Rivalidad de los competidores	21
6.2.2 La amenaza de nuevos entrantes (barreras de entrada).....	22
6.2.3 El poder de negociación de los clientes	22
6.2.4 El poder de negociación de los proveedores	23
6.2.5 Productos sustitutivos.....	24
7. ANÁLISIS PATRIMONIAL	25
7.1 BALANCE.....	25
7.2 CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	27
7.3 ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	29
8. ANÁLISIS FINANCIERO.....	30
8.1 ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO.....	30
8.2 ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO	33
9. ANÁLISIS ECONÓMICO.....	35
10. ANÁLISIS BURSÁTIL	38
11. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS: MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS	40
12. CONCLUSIONES.....	44
13. BIBLIOGRAFÍA	46
14. ANEXOS	51
ANEXO 1. DATOS DE LA INDUSTRIA AGROALIMENTARIA	51

ANEXO 2. FÓRMULAS Y RATIOS UTILIZADOS EN EL ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS.....	58
ANEXO 3. FÓRMULAS UTILIZADAS EN EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO.....	62
ANEXO 4. ESTADOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS	64
4.1 BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO.....	64
4.2 CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	67
4.3 ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO CONSOLIDADO.....	72
ANEXO 5. ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO.....	73
ANEXO 6. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO	74
ANEXO 7. ANÁLISIS ECONÓMICO	76
ANEXO 8. ANÁLISIS BURSÁTIL.....	76
ANEXO 9. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA	77
9.1. HIPÓTESIS BÁSICAS.....	77
9.2. APLICACIÓN DEL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS.....	78

1. INTRODUCCIÓN

En España, la industria de alimentación y bebidas es la principal rama industrial, según la última Encuesta Industrial de Empresas del INE¹, suponiendo el 20,5% de las ventas netas de dicho sector y el 15,5% del valor añadido, lo que representa el 1,9% del PIB español, una décima más de lo que representaba en 2014. Tomando en consideración el número de personas ocupadas, el sector de alimentación y bebidas representa un 18,3% del total de personas ocupadas en el sector industrial, suponiendo el 2% de las 17.569.100 personas totales ocupadas según la Encuesta de Población Activa (EPA). Por su parte, atendiendo al número de empresas, supone el 14,3% del total de empresas del sector industrial español.

Estos datos revelan la importancia que el sector de alimentación ostenta en nuestro país; importancia que trasciende nuestras fronteras puesto que, en la UE, la industria alimentaria supone la principal actividad de la industria manufacturera, representando el 14,6% de las ventas totales de dicho ámbito espacial.

En cuanto a la evolución experimentada por dicho sector cabe señalar que se ha producido un incremento del valor de las ventas netas de producto y de la compra de materias primas respecto al año 2013²; incremento que se ha experimentado tanto en el total de la industria como en la industria alimentaria, lo que muestra la recuperación económica que se está experimentando desde el año 2014. Al respecto, véase la tabla 1.1 del ANEXO 1.

Por su parte, la inversión neta en activos materiales del sector, que supone un 17,8% del sector industrial, se ha incrementado considerablemente, invirtiéndose en este sector más del doble que en el total del sector industrial.

Finalmente, en este breve apunte sobre la evolución reciente del sector hay que indicar que de acuerdo con el informe de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (en adelante, FIAB) de 2016 en la actualidad esta industria aporta un 16,8% de

¹ Datos obtenidos *del Informe Anual de la industria alimentaria para los años 2014-2016*, elaborado por la Subdirección General de Fomento Industrial e Innovación [online]. Disponible a través del siguiente enlace: http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/informeanualindustriaalimentaria2014-2016_tcm7-203254.pdf

² Los principales indicadores de la industria alimentaria se han obtenido de los datos proporcionados por en la Encuesta Industrial Anual de Empresas 2014 y 2013 del INE.

valor añadido bruto, representando un 2,9% del PIB³. A ello cabe añadir que, de acuerdo con el citado informe del FIAB de 2016 en los últimos años ha aumentado la cifra de personas ocupadas en el sector de alimentación y bebidas, alcanzándose a finales del 2016 la cifra de 480.000 personas ocupadas (según la Encuesta de Población Activa, lo cual supone un 20,67% del total de la industria).

Tanto la importancia del sector de alimentación y bebidas, como la esperanzadora evolución que está sufriendo en los últimos años, hacen que cobre especial interés el estudio de dicho sector mediante el análisis y valoración de las empresas que operan en el mismo, objeto del presente trabajo.

En concreto, el análisis se va a centrar en el estudio de cinco empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, en el subsector 3.1, de alimentación y bebidas. Atendiendo al criterio de la cotización bursátil (véase la tabla 1.2 del ANEXO 1), se han elegido las empresas que poseían una cotización bursátil mayor, habiéndose descartado previamente a COCA-COLA EUROPEAN PARTERS PLC, debido a la ausencia de información sobre la misma (no aparición de las cuentas anuales consolidadas en la página oficial de la Comisión del Mercado Nacional del Mercado de Valores, en adelante, CNMV), así como a NATURHOUSE HEALTH, S.A., TELEPIZZA GROUP, S.A., y BORGES AGRICULTURAL & INDUST. NUTS, S.A., debido a la falta de información financiera para un periodo de 10 años, con las dificultades de comparabilidad que ello supondría. Por ello, las empresas finalmente elegidas son EBRO FOODS, S.A, VISCOFAN, S.A., BARÓN DE LEY, S.A., DEOLEO, S.A. y BODEGAS RIOJANAS, S.A. (en adelante se les denominará omitiendo la referencia a S.A.).

En lo que respecta a la estructura del trabajo en primer lugar se darán unas nociones teóricas básicas, que servirán como punto de partida y base conceptual del trabajo, y se explicará brevemente la metodología a utilizar. En segundo lugar, un apunte sobre el marco normativo en que se inserta la formulación de las cuentas anuales de las sociedades cotizadas, junto con el análisis estratégico del sector, servirán para enfocar el tema, enmarcando el contexto (jurídico y económico) en el que operan las empresas objeto de estudio. En tercer lugar, y previamente al análisis en sus diferentes vertientes (patrimonial, financiero, económico y bursátil), se presentarán someramente las empresas

³ Datos actualizados a 2016 obtenidos del *Informe económico del año 2016* de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (FIAB) [online]. Disponible a través del siguiente enlace: http://fiab.es/microsite/info_eco_17/fiab.html#p=3

objeto de estudio. Tras el análisis económico-financiero de las empresas se procederá a valorar las mismas mediante el método basado en el descuento de flujos. Finalizará el trabajo con unas breves conclusiones vertidas acerca de los resultados obtenidos.

Este trabajo tiene una utilidad que no puede ser considerada únicamente personal, sino también externa, dado que contiene información útil de cara al público en general, así como para el ámbito universitario en concreto, máxime teniendo en cuenta el peso que el sector de alimentación tiene en nuestra economía. De un lado, este trabajo me ha ayudado a profundizar en conocimientos ya adquiridos previamente a lo largo de la carrera; de otro lado, contiene un análisis con cierto grado de detalle y actualizado de cinco empresas cotizadas, lo cual puede servir de utilidad a cualquier interesado en su lectura, y más en concreto a estudiantes en la realización de trabajos o prácticas de la carrera.

2. MARCO TEÓRICO

El **análisis estratégico**⁴ del sector tiene como finalidad detectar los acontecimientos y tendencias claves del pasado, presente y futuro de la sociedad (entorno general) y del sector concreto en el que opera la empresa (entorno específico). Para el análisis del entorno general una de las herramientas más utilizadas es el análisis PEST, que examina el impacto de factores externos, ajenos al control de la empresa, pero que son susceptibles de influir en el futuro. Dichos factores son: factores Político-legales, Económicos, Socioculturales y Tecnológicos. En los últimos años se viene considerando también el medio ambiente como un factor diferenciado (análisis PESTA).

En el análisis del entorno específico la metodología más usada para examinar el entorno competitivo es el modelo de las cinco fuerzas competitivas de Porter (1987). Las cinco fuerzas (amenaza de entrada de nuevos entrantes, poder de negociación de clientes y proveedores, amenaza de productos y servicios sustitutivos e intensidad de la rivalidad entre los competidores) influyen sobre el grado de atractivo de una industria, determinando la rentabilidad potencial de un sector, puesto que las mismas actúan en contra de la rentabilidad del sector.

⁴ En el análisis estratégico del sector se ha tomado como referentes básicos a VENTURA VICTORIA. J. (2009): *Análisis estratégico de la empresa*, y a MARTÍNEZ PEDRÓS, D. y MILLA GUTIÉRREZ, A. (2012): *Análisis del entorno*.

El **análisis de estados financieros** es el conjunto de técnicas y herramientas, que, junto con su interpretación, proporciona información útil en la toma de decisiones⁵. En este sentido, no se pretenden encontrar respuestas absolutas, sino únicamente servir de guía en la toma de decisiones por los usuarios de la información financiera. De acuerdo con URIAS (1995): “*El contable interpreta los hechos, los traduce al lenguaje contable, los registra y los recopila. El analista recorre el camino inverso, se enfrenta a unos datos y ha de interpretar cuáles fueron los hechos que dieron lugar a los mismos, enjuiciándolos*”.

Existen diversos instrumentos de análisis financiero, que podrían ser agrupados en tres modalidades diferentes:

1) **Análisis intraempresa**: dentro del mismo se distinguen el *análisis horizontal o dinámico*, que tiene como finalidad el estudio de la evolución de las magnitudes contenidas en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias en un periodo de tiempo determinado (en este caso 10 años), y el *análisis vertical o análisis estático* que, en el caso del balance, permite determinar el peso relativo de cada una de las distintas fuentes de financiación, así como informar sobre la composición porcentual del activo; por su parte, su aplicación a la cuenta de resultados permite determinar el porcentaje de ganancia o pérdida que la empresa obtiene en cada uno de los resultados intermedios.

2) **Análisis de ratios**: el cálculo de ratios permite la comparabilidad de los estados financieros, dado que eliminan el factor tamaño de las magnitudes absolutas. Dentro de dicho análisis se distinguen:

2.1) **Análisis financiero**: su finalidad reside en la investigación de los recursos financieros empleados, su coste y su adecuación con la estructura del capital. Una estructura financiera óptima es aquella en la que el desarrollo de la sociedad se consigue con el menor coste posible; coste que dependerá de las fuentes de financiación concretas a las que haya recurrido la empresa. Se subdivide a su vez en dos:

2.1.1.) Análisis de la situación financiera a corto plazo: tiene como finalidad determinar la capacidad de la empresa para atender a sus compromisos financieros en el

⁵ Para el análisis de empresas se han seguido básicamente a PALOMARES, J. y PESET, M.J. (2015): *Estados financieros. Interpretación y análisis*, y a JUEZ MARTEL, P. (2010): *Manual de contabilidad para juristas: funcionamiento, análisis y valoración de empresas, detección de prácticas perniciosas y relación con las distintas áreas del Derecho*.

corto plazo, centrándose para ello en el análisis de las partidas de activos y pasivos corrientes. En una primera aproximación, puede concluirse que si el total de activos corrientes es mayor que el de pasivos corrientes (fondo de maniobra positivo) la situación financiera a corto plazo es buena, dado que los pagos podrán ser atendidos con los activos corrientes, bien líquidos, o bien susceptibles de convertirse en efectivo en un corto periodo de tiempo. El análisis de diversos ratios de liquidez complementarios determinará si esta conclusión inicial es acertada o, por el contrario, necesita ser matizada. Asimismo, las conclusiones obtenidas deben ponerse en relación con el sector en el que opera la empresa.

2.1.2) Análisis de la situación financiera a largo plazo: en contraposición al anterior, se centra en la capacidad de la empresa de atender a sus compromisos financieros en el largo plazo, siendo en este caso la variable fundamental la generación de beneficios. En este análisis existen diferentes ratios que podrían englobarse en los siguientes bloques: ratio de solvencia, ratios de estructura del activo, ratios de estructura financiera, ratios de cobertura, ratios de endeudamiento, y ratios de autofinanciación.

2.2) **Análisis económico**: se centra en el estudio de la rentabilidad de la empresa, así como sus costes y productividad. Teniendo como finalidad conocer el modo en que la empresa genera resultados, el punto de partida básico va a ser la cuenta de pérdidas y ganancias y, en concreto, los resultados ordinarios. En este análisis destacan dos ratios fundamentales. El primero de ellos es el *ratio de rentabilidad económica o rentabilidad de los activos (ROA)*, que indica los resultados que obtiene la empresa con la inversión que se ha realizado previamente en activos, sin tener en cuenta la estructura de financiación de la empresa. Por su parte la *rentabilidad financiera o rentabilidad de los fondos propios (ROE)* relaciona lo que es capaz de generar la empresa a través de su cuenta de resultados con los recursos que han empleado los accionistas. Por tanto, indica la rentabilidad obtenida por los socios u accionistas propietarios de la misma.

2.3) **Análisis bursátil**⁶: cobra sentido en el ámbito de una empresa que cotice en Bolsa (como es el caso de las empresas objeto del presente trabajo), dado que pretende evaluar la rentabilidad que los accionistas de una empresa obtienen de la tenencia de sus

⁶ Para el análisis bursátil, junto con PALOMARES, J. y PESET, M.J. (2015): *Estados financieros. Interpretación y análisis*, se ha tenido en cuenta también a JIMÉNEZ NAHARRO, F. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. (2017): *Valoración de empresas y análisis bursátil*.

títulos en el mercado secundario. Cabe destacar en este caso el ratio PER (*price earning ratio*), que indica lo que está dispuesto a pagar un inversor por un porcentaje de la empresa a cambio de tener derecho a un porcentaje de los beneficios de la empresa, es decir, muestra la relación entre el valor de mercado de una empresa y el beneficio total de la misma, o el ratio precio sobre valor contable o *market-to-book*, que muestra el importe que los inversores están dispuestos a pagar por los activos de una empresa en relación al valor contable de los mismos.

3) **Análisis interempresas:** se trata de un análisis complementario de los dos anteriores, puesto que la interpretación de los resultados obtenidos en el análisis intraempresa y en el análisis de ratios requiere su comparación con los obtenidos por otras empresas del sector. En concreto, la comparación de los ratios de diversas empresas del sector permitirá evaluar tanto su tendencia como su situación relativa en el sector, resultando de gran utilidad el cálculo del promedio del sector.

Junto con el análisis de empresas, es objeto también del presente trabajo su **valoración** mediante el recurso al **análisis fundamental**⁷, método que analiza el valor de la empresa mediante la predicción del comportamiento de los factores relevantes que sirven para determinar el valor intrínseco de una sociedad, sector o mercado, recurriendo al uso de técnicas que comparan flujos de renta con riesgo de la inversión. Tras este análisis se compara el valor obtenido de la compañía con la cotización de las acciones en el mercado, con el fin de esclarecer las opciones de compra o venta de acciones existentes.

Dentro del análisis fundamental existen diversos **métodos de valoración**, siendo el más usado en la actualidad el *descuento de flujos de efectivo (Free Cash-flow)*. En este método el valor de la empresa se determina a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a la tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos⁸. Se considera el método más

⁷ Siguiéndose a JUEZ MARTEL, P. (2010): *Manual de contabilidad para juristas: funcionamiento, análisis y valoración de empresas, detección de prácticas perniciosas y relación con las distintas áreas del Derecho*; a JIMÉNEZ NAHARRO, F. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. (2017): *Valoración de empresas y análisis bursátil*. y a MARTÍNEZ CONESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *Valoración de Empresas Cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles, estudio mediante casos*.

⁸ Para la implantación de este método se han utilizado los siguientes manuales: MARTÍNEZ CONESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *Valoración de Empresas Cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles, estudio mediante casos*, y FERNÁNDEZ, P. (2005): *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*.

apropiado para valorar una empresa porque el valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero para los accionistas. Por ello, es el método elegido en el trabajo para realizar la valoración de las empresas. Un análisis detallado del proceso de aplicación de este método se contiene en el siguiente apartado.

3. METODOLOGÍA

Previamente a la elaboración de los análisis pertinentes se procedió a la selección de la submuestra de empresas del sector de alimentación y bebidas objeto del presente trabajo mediante el recurso al criterio de la cotización bursátil disponible en la página web de la Bolsa de Madrid⁹, tal y como se ha comentado previamente. En esta elección tuvo trascendencia también el acceso a las cuentas anuales consolidadas de las empresas objeto de estudio durante un periodo de 10 años (de 2007 a 2016 concretamente), procediéndose a la descarga de los ficheros de los informes anuales a través de la página web de la CNMV¹⁰. Se debe tener en cuenta que en este trabajo han sido objeto de análisis las cuentas anuales consolidadas elaboradas por los grupos de empresa que cotizan en Bolsa.

En la realización del **análisis del sector** se ha recurrido a informes proporcionados por el Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medioambiente (en adelante MAPAMA) así como por Mercasa, a los que se han seguido informes sectoriales elaborados por la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (en adelante, FIAB) y por el Instituto Superior de Medio Ambiente (proporcionados a través de la Comunidad ISM, punto de encuentro del sector ambiental). Junto a ello, se ha consultado el Boletín Oficial del Estado (BOE) en la búsqueda de legislación atinente al sector; asimismo ha resultado de utilidad acudir a noticias de actualidad.

En la realización del **análisis de las empresas**, el recurso a la hoja Excel como herramienta de trabajo ha resultado fundamental en el cálculo de las diversas magnitudes. En el caso del análisis patrimonial (o análisis intraempresa) mediante el uso del programa Excel se han calculado las variaciones de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, junto con el porcentaje de participación de cada partida. En el caso de los

⁹ BOLSA DE MADRID (2017). *Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores*. [online] Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx?sector=03>

¹⁰ CNMV (2017). *CNMV - Búsqueda por entidades*. [online] Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx>

análisis financiero, económico y bursátil se han calculado los ratios más relevantes, para cada una de las empresas objeto de estudio durante el periodo analizado, así como la media del sector. Las fórmulas empleadas pueden consultarse en las tablas 3.1 a 3.4 del ANEXO 2.

En la aplicación del método de **descuento de flujos** la primera cuestión a tener en cuenta es el *horizonte temporal de la proyección*. Habitualmente se suele elegir un número de años que oscila entre 3 y 5 años, pudiéndose llegar a un número mayor de años en caso de empresas muy consolidadas, con notoria antigüedad y con una clientela estable. En este trabajo, teniendo en cuenta lo anterior, se ha decidido proceder a descontar los flujos de caja en un período de 5 años; por ello, partiendo del último año de estudio (año 2016) se han calculado los flujos de caja de manera prospectiva hasta el año 2021.

Para el cálculo de los *flujos de caja libres* (que serán flujos previstos) debe partirse del resultado neto de la empresa, al que se sumarán las amortizaciones (por no suponer flujo de caja), y se restarán las Necesidades Operativas de Financiación (NOF), así como las cantidades destinadas a inversión en activos fijos (también denominados AFN, Activos Fijos Netos), que dado que son flujos de los que dispone la empresa en el desarrollo de su actividad. En la estimación de dichas partidas se ha recurrido básicamente a los Estados Financieros Consolidados de las empresas.

Tras el cálculo de dichos flujos de caja, la tasa de descuento nos permitirá obtener el valor actual de los flujos futuros. La *tasa de descuento* refleja el riesgo o probabilidad de conseguir los flujos; así incorpora por un lado el riesgo al que puede estar sometida la inversión y por otro lado el coste de oportunidad que sufre el inversor como consecuencia de su operación. En este caso se va a utilizar como tasa de actualización el *coste medio ponderado de capital*, también denominado WACC (Weighted Average Cost of Capital) que se obtiene como la media ponderada entre el coste de los recursos propios y el coste de la deuda de la empresa. Para estimar los valores que intervienen en dicha tasa se ha consultado tanto información económico-financiera de las empresas como estudios acerca de las variables bursátiles que intervienen en la fórmula.

En un paso posterior, debe determinarse el valor residual de la empresa en el año 2021. Existen diversos métodos para determinar el *valor residual*, habiéndose optado en este caso por suponer que las empresas crecen a una tasa constante g . Dicho valor residual será actualizado asimismo mediante el recurso a la tasa de descuento previamente calculada.

El Cash Flow libre calculado representa los fondos que genera la empresa en un periodo determinado y que están disponibles para la devolución del endeudamiento y para la remuneración del capital, propio y ajeno. Una vez determinado el valor de la empresa, a los flujos de caja obtenidos se les debe restar el endeudamiento actual de la empresa, para obtener el valor de los recursos propios de la empresa. Posteriormente, para calcular el valor de cada acción se deben dividir los recursos propios entre el número de acciones de la empresa.

Las diferentes fórmulas utilizadas para el cálculo de los Free Cash-flow pueden consultarse en el ANEXO 3.

4. NORMATIVA

El *proceso de normalización contable* desarrollado por la Unión Europea desde la década de los setenta del pasado siglo con el objetivo de conseguir el máximo grado posible de comparabilidad de la información emitida por las compañías europeas ha supuesto la coexistencia en la actualidad de diversas normas:

-El **Plan General de Contabilidad**, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, que surge con la finalidad de adaptar el plan de 1990 a las NIC/ NIIF, y de acuerdo con el cual deben elaborarse las **cuentas anuales individuales**, ya sean de empresas individuales o de grupos de empresas que cotizan o no en Bolsa.

-El **Plan General de contabilidad para PYMES**, aprobado por el Real Decreto 1515/2007.

-Las **Normas para la formulación de Cuentas Anuales Consolidadas**, (en adelante NOFCAC) aprobadas por el Real Decreto 1159/2010, y por las cuales pueden optar los grupos no cotizados en la formulación de sus cuentas consolidadas.

-Las **NIC/ NIIF**, aplicadas directamente a las cuentas consolidadas de los grupos de empresas que cotizan en Bolsa.

Teniendo en cuenta que el presente trabajo se centra en el análisis de empresas que cotizan en Bolsa, se debe hacer mención a dos particularidades aplicables a las empresas cotizadas en mercados españoles o empresas españolas que coticen en el mercado de la UE. En primer lugar, estas empresas están obligadas a publicar **información financiera intermedia**, que se compone de dos informes financieros semestrales y de dos

declaraciones intermedias. Esta obligación fue cumplimentada en España mediante la aprobación del Real Decreto 1362/2007, normativa que ha sido desarrollada por la CNMV, a través de la Circular 1/2008, que contiene los modelos de información a presentar por las entidades cotizadas y, en concreto, aquellos relativos a la información semestral y trimestral. Junto con dicha normativa nacional se encuentra la NIC 34 *sobre información financiera intermedia* (adoptada por el IASB en 2012).

La segunda particularidad alude al hecho de que, de acuerdo con la Disposición Adicional Primera de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2011, están obligadas a presentar **informe de auditoría**, entre otras, las empresas que emitan valores admitidos a negociación en mercados regulados¹¹.

5. PRESENTACIÓN EMPRESAS A ANALIZAR

En este epígrafe se va a realizar una breve presentación de las cinco empresas a analizar, que tal y como se ha comentado anteriormente, son: EBRO FOODS, VISCOFAN, BARÓN DE LEY, DEOLEO, y BODEGAS RIOJANAS.

EBRO FOODS es una compañía multinacional del sector de alimentación que ejerce sus actividades en los sectores de arroz, pasta y salsas. Su sede se ubica en España, pero tiene presencia comercial e industrial a través de una extensa red de marcas (más de 60) y compañías filiales en más de 25 países ubicados en cuatro continentes diferentes: Europa, Norteamérica, Asia y África.¹²

El embrión de EBRO FOODS nació en el año 2000 de la fusión de la compañía Azucarera Ebro Agrícolas y de la empresa láctea Puleva, lo cual dio lugar al nacimiento de “Ebro Puleva”, empresa que fue creciendo a través de la compra de otras compañías del sector del arroz y la pasta. Tras la venta de la parte de su negocio como azucarera en 2008 a AFB y de su negocio lácteo en 2010 a Lactalis, se transformó definitivamente en “Ebro Foods”. Siendo estos los negocios principales de las empresas con las que se fundó la

¹¹ Para la elaboración de este apartado se ha seguido a ÁLVAREZ MELCÓN, S. y CORONA ROMERO, E. (2016): *Cuentas anuales consolidadas*; a JUEZ MARTEL, P. (2010): *Manual de contabilidad para juristas: funcionamiento, análisis y valoración de empresas, detección de prácticas perniciosas y relación con las distintas áreas del Derech*, y a PALOMARES, J. y PESET, M.J. (2015): *Estados financieros. Interpretación y análisis*.

¹² EBRO FOODS (2017) [online] Disponible en: <http://www.ebrofoods.es/>

actual compañía, lo cierto es que con el tiempo se convirtieron en las áreas menos rentables¹³. Actualmente es el líder mundial en el sector del arroz y el segundo fabricante mundial de pasta.

VISCOFAN se dedica a la fabricación y comercialización de envolturas artificiales de celulósica, colágeno (de pequeño y de gran calibre), fibrosa y plásticos para productos cárnicos, que comercializa sus productos en más de 100 países de todo el mundo¹⁴.

El Grupo Viscofan se fundó en 1975, comenzando a cotizar en Bolsa en 1986. Su historia ha estado marcada por un continuo crecimiento basado en una estrategia de expansión internacional mediante la que ha procedido a la adquisición de diversos grupos (como el Grupo IAN en 1988, vendido en 2015, Naturin en 1990, Gamex en 1995, Teepak en 2006, o las empresas Vector en USA y Europa en 2016) a lo que se ha unido la construcción de plantas de fabricación en diversas partes del mundo (como Brasil en 1991, México en 2003, China en 2009 o Uruguay en 2012), así como de oficinas comerciales.

Actualmente es el líder mundial en la producción de envolturas para productos cárnicos y es el único productor mundial con capacidad para fabricar las cuatro tecnologías existentes en el mercado de envolturas artificiales (celulósica, colágeno, fibrosa y plásticos).

La bodega BARÓN DE LEY fundada en el año 1985, y ubicada en la finca de Imas (Navarra) que alberga un monasterio benedictino del siglo XVI, comenzó su actividad comercial en 1990, con el lanzamiento al mercado del vino Barón de Ley Reserva¹⁵. Un año después con la adquisición de la bodega el Coto de Rioja se crea el Grupo Barón de Ley, comenzando a cotizar en Bolsa en 1997. Es a partir del año 2000 cuando la bodega inicia un proceso de desarrollo del producto mediante la elaboración de vinos con nuevas denominaciones, sumándose a la Denominación de Origen Calificada Rioja la Denominación de Origen Cigales (mediante la construcción de las Bodega Finca

¹³ INVERTIR EN DIVIDENDOS (2017). *Análisis Ebro Foods 2017 (EBRO)*. [online] Disponible en: <http://invertirendividendos.com/analisis-ebro-foods-2017-ebro/>

¹⁴ VISCOFAN (2017). *Viscofan - Meat Casings - Cellulose Collagen Fibrous Plastic*. [online] Disponible en: <http://www.viscofan.com/Pages/home.aspx>

¹⁵ BARÓN DE LEY (2017). *Bienvenidos a Grupo Barón de Ley*. [online] Disponible en: <http://www.barondeleygrupo.com/>

Museum). En esa misma fecha se construye asimismo Bodegas Máximo centrada en la elaboración de vinos varietales.

Uno de los hitos más importantes en la historia de la compañía es la creación de Dehesa Barón de Ley en 2004, dedicada a la elaboración de productos ibéricos de bellota bajo la Denominación de Origen Dehesa de Extremadura. En esta misma fecha se crea Viñedos Barón de Ley, una empresa dedicada a la gestión de las explotaciones vitícolas del grupo. En la actualidad es uno de los grupos vitivinícolas más importantes de España, con una destacada presencia en el mercado internacional.

BODEGAS RIOJANAS se fundó en 1890 en Cenicero (La Rioja)¹⁶. En 1892 se crea la estación enológica de Haro, comenzando las exportaciones a América en 1930 (anteriormente ya se exportaba a Francia). En las décadas posteriores se acometieron diversas ampliaciones de la bodega. Dejaron de vender vino a granel en 1960, y comenzaron a dar importancia al proceso de crianza en botella. A comienzos de 1970 se construyeron un gran número de bodegas, continuando las ampliaciones en décadas posteriores, así como las innovaciones técnicas, duplicándose la capacidad de la bodega en 1990. En 1997 la compañía sale a Bolsa, y en 1999 crea Bodegas Torredueiro, adquiriendo la Denominación de Origen Toro, que se suma a la Denominación de Origen Calificada Rioja, que la compañía ya poseía desde su creación en 1925 (si bien no adquirió la cualificación de Calificada hasta la creación del nuevo reglamento regulador de la D.O. en 1991).

En 2015 la Bodega ha celebrado su 125 aniversario, disponiendo en la actualidad de diversas Denominaciones de Origen, entre las que cabe citar Rueda (elaborada en las bodegas Viore), Rías Baixas (que se elabora en la bodega Veiga Naúm, fundada en 2004), Ribera del Duero, Penedes, Cava y Champagne, además de las ya citadas anteriormente.

DEOLEO es una empresa multinacional con presencia directa en Norte América y Europa, ubicándose sus centros productivos en España e Italia¹⁷. La compañía nació en 1990 centrada en el sector arrocero, mediante la fusión con Hijos de J. Sos Borrás, S.A., y la posterior compra de diversas compañías arroceras. En el año 2000 se introdujo en el sector galletero mediante la compra de Cuétara S.A., compañía con la que terminó

¹⁶ BODEGAS RIOJANAS (2017). *Bodegas Riojanas - Desde 1890* - [online] Disponible en: <http://bodegasriojanas.com/es/>

¹⁷ DEOLEO (2017). *Deoleo | Deoleo*. [online] Disponible en: <http://deoleo.com/deoleo/?lang=es>

fusionándose. En el año 2001 se introdujo asimismo en el sector aceitero mediante la compra de Koipe, S.A., compañía con la que también acabó fusionándose.

La compañía siguió creciendo en el sector del aceite de oliva con la compra de diversas marcas italianas de prestigio como CARBONELL, BERTOLLI, CARAPELLI O SASSO. Un ulterior proceso de reestructuración (que culminó a finales de 2010) supuso la venta de sus negocios galletero y arrocerero, centrándose la actividad del grupo en el negocio del aceite. Posteriormente se han centrado en la apertura de nuevos mercados. En la actualidad es líder mundial en la venta de aceite embotellado.

6. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR

6.1 ANÁLISIS PEST

En un primer estadio se van a analizar los factores del entorno general que pueden incidir de manera específica en el sector de alimentación y bebidas.

6.1.1 Factores económicos

El **PIB español** ha experimentado un crecimiento del 3,3% en 2016¹⁸, muy similar al experimentado a finales del 2015, lo cual es indicativo de que la recuperación de la economía española se está afianzando (al respecto, véase el gráfico 6.1 del ANEXO 1). Por su parte, la Industria de alimentación y bebidas aportó a la economía nacional unos 29.400 millones de euros en términos de valor añadido bruto, lo que supone prácticamente el 3% del PIB y cerca del 21% del total de la industria manufacturera española. En 2012, dicha aportación era de 27.673 millones de euros lo cual muestra que, en sintonía con el crecimiento a nivel nacional, la industria de alimentación y bebidas está experimentando en los últimos años un crecimiento nada desdeñable, si bien ligeramente inferior al experimentado en el conjunto de la economía.

Ahora bien, la economía española todavía arrastra unos niveles de **déficit público** elevados, presentando un saldo deficitario del 4,5% de su PIB en 2016. Habiéndose mejorado la situación respecto al año anterior, todavía queda mucho camino por recorrer, como demuestra el informe elaborado por la Autoridad Independiente de Responsabilidad

¹⁸ FIAB (2016). Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas. *Informe económico 2016* [online] Disponible en: http://fiab.es/microsite/info_eco_17/fiab.html#p=25

Fiscal (AIReF), que ha estimado que hasta el año 2037 no se alcanzará el objetivo de que la deuda pública suponga un 60% del PIB¹⁹ (objetivo marcado inicialmente para el 2020). En consecuencia, en la actualidad todavía siguen teniendo un papel fundamental las políticas de control de gasto, con las repercusiones que ello puede acarrear para los diferentes sectores económicos en materia de ayudas e inversiones públicas.

Otro de los grandes problemas de la economía española en la actualidad es la reducción de las elevadas **tasas de paro**, que en 2016 se redujeron hasta un 19,6% del PIB, frente al 24,4% que representaba en 2014 (Véase gráfico 6.2 del ANEXO 1). En este sentido, destaca la aportación del 2,6% al empleo nacional por parte de la Industria de Alimentación y Bebidas, frente a niveles de aportación del 2,5% en 2012²⁰.

Cabe hacer mención también a la evolución experimentada por los **precios de los insumos**, y en concreto de las materias primas, dada la importancia que ostentan en el sector de alimentación y bebidas (presentando en 2014 una significatividad del 61,1% respecto de las ventas en la industria de alimentación y bebidas, siendo la misma del 57,5% en el total de la industria²¹). Desde mediados de 2014 el precio de las materias primas (combustibles y no combustibles) ha experimentado una reducción que se ha intensificado en 2015²². Se espera que esta caída de los precios se estabilice en los próximos años (en concreto se prevé que en 2017 el índice de precios agrícolas se mantendrá estable dado que la reducción del precio de los cereales se compensará con el aumento de precio de las oleaginosas)²³. Por su parte se espera una elevación de productos cárnicos, productos lácteos y pescado (véanse gráficos 6.3 y 6.4 del ANEXO 1).

¹⁹ EUROPA PRESS. Mercado financiero (2017). *España tardará 20 años en alcanzar el objetivo de deuda pública del 60% del PIB, según la AIReF*. [online] (publicado el 11/04/2017) Disponible en: <http://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-espana-tardara-20-anos-alcanzar-objetivo-deuda-publica-60-pib-airef-20170411133105.html>

²⁰ Datos obtenidos del *Informe económico 2016* de la Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas. Disponible en: http://fiab.es/microsite/info_eco_17/fiab.html#p=25

²¹ MAPAMA (2016) *Informe Anual de la industria alimentaria para los años 2014-2016*. [online]. Disponible en: http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/informeanualindustriaalimentaria2014-2016_tcm7-203254.pdf

²² FIAB (2015). Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas. *Informe económico 2015* [online]. Disponible en: <http://www.fiab.es/es/industria/industria.asp>

²³ OECD/FAO (2014), OCDE-FAO. *Perspectivas Agrícolas 2014*, OECD Publishing [online] Disponible en : <http://www.fao.org/3/a-i3818s.pdf>

6.1.2. Factores tecnológicos

Durante el período de crisis la tendencia a la realización de **actividades de I+D** es negativa en el conjunto de la economía española, si bien en el sector de alimentación y bebidas se ha seguido innovando durante esta época, habiéndose incrementado el número de actividades de I+D realizadas en los años 2009, 2012 y 2014 (véanse gráficos 6.5 y 6.6 del ANEXO 1). En este sentido, merece hacer especial hincapié a la influencia de las nuevas tecnologías en los procesos de elaboración y conservación de alimentos, dado que están permitiendo alargar la vida útil y disponibilidad de los alimentos.

Es todavía escasa la utilización de Internet en nuestro país como método de realización de compras alimentarias (como avalan los datos, dado que es utilizado en alguna ocasión por un 10,8% de los consumidores, siendo dicha cifra del 22,7% para jóvenes menores de 35 años y reduciéndose al 6,1% para mayores de 55 años)²⁴; ahora bien, se han incrementado las cifras de **compra online** tanto en la industria alimentaria como en el total de la economía (en la actualidad un tercio de la población española efectúa sus compras a través de internet)²⁵. Por lo que se refiere a **venta online**, España es el cuarto país europeo a nivel de facturación en el campo del comercio electrónico B2C (“*business to consumer*”), destacando la labor del Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX) en el apoyo del uso de los mercados electrónicos.

6.1.3 Factores políticos

En el **plano legislativo**, cabe señalar que el marco regulatorio de las empresas alimentarias se caracteriza por la superposición de niveles normativos (a nivel europeo, nacional y autonómico). En este sentido, la aprobación de la Ley de Garantía de la Unidad de mercado el 9 de diciembre de 2013 supuso un avance, que ha sido completado posteriormente mediante la aprobación de la Ley 28/2015, de 30 de julio, para la defensa de la calidad alimentaria, que, en línea con los objetivos de la regulación precedente, pretende homogeneizar el ejercicio del control de calidad y de la aplicación del régimen sancionador en el ámbito de las empresas alimentarias.

²⁴ MERCASA (2016). *Informe Anual sobre Alimentación en España 2016 elaborado por MERCASA* (Mercados Centrales de Abastecimientos SA). [online] Disponible en: <http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion-2016/pdfs/Alimentacion-en-Espana-web-2016-150px.pdf>

²⁵ WOMENALIA (2017). *E-commerce España 2017: los datos que muestran su potencial*. [online] Disponible en: <https://www.womenalia.com/es/womenat/367-e-commerce/9606-e-commerce-espana-datos-2017>

Junto a lo anterior, existen **ayudas e incentivos** proporcionados a la industria en general (contenidos en la “*Guía dinámica de incentivos y ayudas para el sector agroalimentario*”), así como ayudas destinadas a diversos sectores específicos, como por ejemplo al sector vitivinícola, las cuales se regulan en el *Real Decreto 1079/2014, de 19 de diciembre, para la aplicación de las medidas del programa de apoyo 2014-2018 al sector vitivinícola*²⁶.

No es posible finalizar este apartado sin hacer alusión a las **incertidumbres políticas** que asolan la economía mundial. En concreto, la implantación de políticas proteccionistas por parte de Donald Trump tendría efectos para la economía global y en particular para la española, máxime teniendo en cuenta que en 2015 las exportaciones a EEUU representaron un 20,84%²⁷ sobre el total de exportaciones españolas, de las cuales un 5,6% correspondieron al sector de alimentación y bebidas.

6.1.4 Factores sociales y demográficos

A nivel global cabe destacar el incremento de la población mundial, que se estima que en 2050 llegará a los 9.000 millones. Junto a ello, se producirá un notable incremento de la clase media. En Europa, y en concreto en España, destaca el **envejecimiento de la población**, estimándose que en 2050 un 30% de la población española será mayor de 65 años, con las consecuencias que ello implicará en las necesidades y demanda de los consumidores.

En cuanto al **consumo alimentario** merece prestar atención al incremento de gasto que se ha producido a partir de 2015, tras la contracción de demanda experimentada en el periodo anterior (véase gráfico 6.7 del ANEXO 1). Atendiendo a los **hábitos de consumo** ha cobrado especial auge la calidad del producto como criterio prioritario por encima del nivel de precios y de la proximidad de establecimientos (siendo determinante para un 66% de los consumidores, frente al 48% que prioriza el precio y el 56% que prioriza la ubicación)²⁸, lo cual demuestra la importancia de la apuesta por la calidad en el momento

²⁶ La diversa normativa citada puede consultarse en el BOE, accesible a través del siguiente enlace: https://www.boe.es/diario_boe/

²⁷ ICEX (2017). *ICEX España Exportación e Inversiones >> En Cifras*. [online]. Disponible en: <https://www.icex.es/icex/es/Navegacion-zona-contacto/revista-el-exportador/en-cifras/index.html#seccion7>

²⁸ MERCASA (2016). *Informe Anual sobre Alimentación en España 2016 elaborado por MERCASA* (Mercados Centrales de Abastecimientos SA). [online] Disponible en: http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2016/pdfs/Alimentacion_en_Espana_web_2016_150px.pdf

actual. Junto a ello, destaca el auge de **nuevos estilos de vida saludables**, que tienen una repercusión directa en la cesta de compra. Por citar un ejemplo, en 2005 se aprobó el *Código PAOS de correulación de la publicidad de alimentos y bebidas dirigido a menores, prevención de la obesidad y salud*, implantado de acuerdo con los Principios de la Publicidad de Alimentos y Bebidas de la Confederación de Industrias Agroalimentarias de la UE (FoodDrinkEurope).

6.1.5 Factores medioambientales

En paralelo al incremento de la preocupación de los consumidores por la nutrición equilibrada y saludable, se ha producido también un notable incremento de la preocupación por el medioambiente (siendo la sostenibilidad y el respecto al medio ambiente uno de los atributos más valorados para el 54% de los consumidores). Dicha preocupación ambiental ha venido acompañada por una serie de regulaciones medioambientales que inciden directamente sobre la industria alimentaria, entre las que cabe citar como ejemplos las siguientes²⁹: la Ley 26/2007, de Responsabilidad medioambiental (aplicable a cualquier tipo de actividad económica); la Ley 11/1997, de Envases y Residuos de Envases o la Ley 1/2005, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero (GEI).

6.2 ANÁLISIS DE LAS CINCO FUERZAS COMPETITIVAS (PORTER)

Tras el análisis del entorno general, se hace necesario el estudio del entorno específico, dado que a través de este se analizan en profundidad los factores con mayor capacidad para afectar a los resultados de las empresas que operan en un sector específico.

6.2.1 Rivalidad de los competidores

El sector de alimentación y bebidas se caracteriza por presentar una **estructura muy atomizada**, dado que el 96,22% de sus empresas cuenta con menos de 50 empleados, y de ellas casi un 80% son microempresas que tienen menos de 10 trabajadores³⁰ (véase

²⁹ COMUNIDAD ISM. (2015). *10 leyes ambientales que toda empresa debería conocer*. [online] Disponible en: <http://www.comunidadism.es/blogs/10-leyes-ambientales-que-toda-empresa-deberia-conocer>

³⁰Datos obtenidos *del Informe Anual de la industria alimentaria para los años 2014-2016*, a través de la información proporcionada por el Directorio General de Empresas (DIRCE) a 1 de enero de 2016.

tabla 6.8 del ANEXO 1). Ahora bien, en la actualidad están teniendo procesos de concentración empresarial que darán como resultado un incremento de la dimensión de las empresas que compiten en el mismo. Por su parte, las empresas de más de 500 empleados, que suponen solo un 2% (y entre las cuales únicamente cabe incluir a VISCOFAN), facturan el 50,3% de la industria, mientras que el 49,7% restante se reparte entre el resto de las empresas (que suponen el 99,8% del total de empresas). Ello es indicativo del elevado grado de rivalidad existente en la industria, especialmente entre empresas de reducida dimensión.

Asimismo, en general el producto ofrecido es **poco diferenciado**, a excepción de los productos con D.O. (como sería el caso de los vinos) o de marcas de renombre (como sería el caso de marcas como Carbonell o Bertolli, pertenecientes a DEOLEO).

Aun teniendo en cuenta que el sector tiene **margen de mejora** (como avala el incremento de producción en 2016 en un 1,8%, según datos del FIAB) (véase gráfico 6.9 del ANEXO 1 al respecto), atendiendo al resto de factores analizados, se concluye que el grado de rivalidad es elevado.

6.2.2 La amenaza de nuevos entrantes (barreras de entrada)

Como ya se señaló en la introducción la **inversión neta en activos materiales** del sector se incrementó considerablemente en el período 2013/2014, invirtiéndose en este sector más del doble que en el total del sector industrial (véase el gráfico 6.10 del ANEXO 1). Lo dicho anteriormente es indicativo de que las necesidades de capital son elevadas, suponiendo una barrera de entrada importante para el sector.

Además, existen competidores con **fuerte imagen de marca** que suponen igualmente una barrera de entrada a tener en cuenta. A ello se añade que la mecanización en la realización de las tareas ha propiciado un mayor aprovechamiento de las **economías de escala**.

En consecuencia, se concluye que la amenaza de nuevos entrantes es reducida.

6.2.3 El poder de negociación de los clientes

Los clientes del sector de alimentación y bebidas se dividen en dos grandes grupos, según el consumo se realice fuera del hogar (sector de hostelería y restauración, que representa el 32,3% del consumo total, según datos aportados por los Paneles de Consumo Alimentario elaborados por MAPAMA) o dentro del hogar (suponiendo el restante 67,7% del consumo total). Por lo que respecta al **sector de hostelería**, las grandes cadenas

hoteleras y de restauración tienen un poder de negociación elevado, no siendo así en el caso de pequeños restaurantes y hoteles. Por lo que atañe al **consumo dentro del hogar**, prepondera la distribución organizada (que abarca un 72,2% de la cuota de mercado), reuniendo cinco operadores casi el 57% de las ventas del sector (véase gráfico 6.11 del ANEXO 1). Los datos anteriores avalan la conclusión de que el poder negociador de los clientes es elevado en este sector.

Por su parte, aun existiendo productos diferenciados, como se ha señalado anteriormente, las **marcas blancas o marcas de distribuidor** (MDD) engloban ya el 41,5% de sus ventas, lo que refuerza la conclusión obtenida anteriormente.

En definitiva, se puede afirmar que el poder negociador de los clientes es elevado.

6.2.4 El poder de negociación de los proveedores

En el sector de alimentación y bebidas la materia prima principal proviene del sector agrícola. En este análisis debe descartarse de antemano a las empresas vitivinícolas que operan en el mismo, como BARÓN DE LEY o BODEGAS RIOJANAS, que siguen una estrategia de integración vertical hacia atrás, obteniendo así su materia prima principal, la uva, a través de las plantaciones de vid que poseen.

El sector agrario está muy atomizado y sus empresas tienen reducidas dimensiones, siendo el factor tamaño un condicionante de su bajo poder de negociación. Si a ello se une que las empresas compradoras en algunos casos (como por ejemplo DEOLEO) tienen un peso en el sector elevado³¹, esta capacidad de negociación todavía se ve más mermada. Como contrapunto, cabe señalar la importancia que los precios de las materias primas representan en el sector, pudiendo condicionar en gran medida el resultado de las empresas que en el compiten, como ocurrió con DEOLEO y la subida del precio del aceite de oliva, su materia prima principal³².

En consecuencia, la conclusión es que el poder negociador de los proveedores es bajo.

³¹ DIARIO JAÉN (2014). *Las aceiteras jiennenses se la juegan con Deoleo*. [online] Disponible en: <http://www.diariojaen.es/historico/las-aceiteras-jiennenses-se-la-juegan-con-deoleo-XXDJ65880>

³² J.D., P. and S.L., U. (2017). *Las pérdidas de Deoleo se disparan un 57% en el primer trimestre por el alto coste de la materia prima*. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2016/05/05/572bac66e2704e1f2a8b45fc.html>

6.2.5 Productos sustitutivos

En principio en el sector de alimentación y bebidas podría pensarse que no existen productos sustitutivos directos, al menos en lo que respecta a los productos básicos (como sería el caso del arroz y pasta, sector en el que opera EBRO FOODS). Ahora bien, otros productos, como las envolturas artificiales de productos cárnicos fabricadas por VISCOFAN tendrían un sustituto directo, la envoltura de tripa natural³³. Por su parte, en el mercado de aceites la sustitución se produce entre unos aceites y otros (por ejemplo, de oliva o de girasol)³⁴, lo mismo que ocurre en el sector de vinos, en el que la alternativa se produce entre las variedades de vino existentes.

En definitiva, existen productos sustitutivos en determinados subsectores del mercado que supondrían una merma en su rentabilidad, que no cabe considerar demasiado elevada debido a que la sustitución no existe para todos los productos y para los que existe en numerosos casos la calidad del producto ofrecido (caso de las D.O. o de las marcas de renombre) supone un distintivo importante que minora las posibilidades de entrada de productos sustitutivos en el sector.

Como conclusión al análisis realizado cabe afirmar que el sector de alimentación y bebidas presenta un **atractivo elevado** dado que, si bien el poder negociador de los clientes es elevado, y la rivalidad existente es relativamente elevada, la amenaza de entrada de nuevos competidores es reducida, el poder de negociación de los proveedores es bajo, y la amenaza de productos sustitutivos es baja.

³³ VISCOFAN (2014). [online] Disponible en: <http://www.informeannual2014.viscofan.com/estrategia-be-more.html>

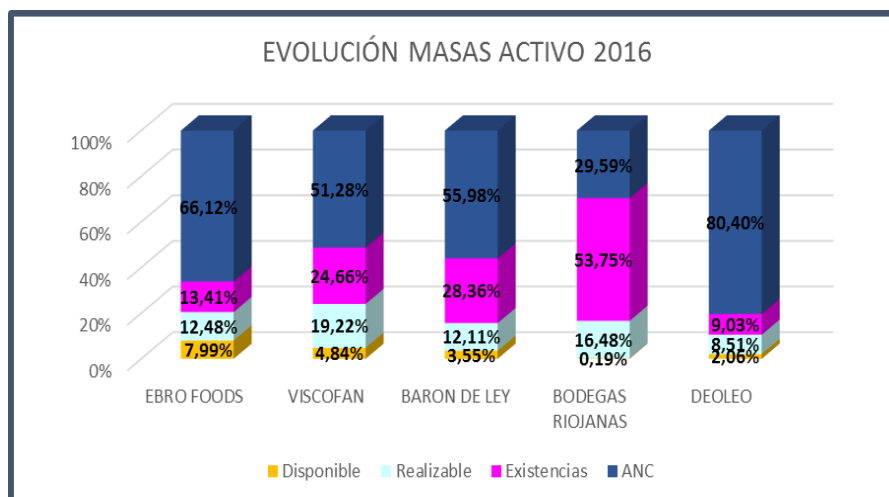
³⁴ MAPAMA (2003). *Diagnóstico y análisis estratégico del sector agroalimentario español: análisis de la cadena de producción y distribución del sector del aceite*. [online] Disponible en: http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/informe_aceite_tcm7-7940.pdf

7. ANÁLISIS PATRIMONIAL

7.1 BALANCE

Lo primero que cabe poner de manifiesto es el elevado peso que ostenta en 2016 el *activo no corriente* para la práctica totalidad de empresas analizadas (exceptuando BODEGAS RIOJANAS), tal y como puede apreciarse en el gráfico inferior.

Gráfico 7.1.1.



Mientras que en EBRO FOODS el peso del activo no corriente ya era elevado al principio del periodo, en el caso de BARÓN DE LEY se ha producido un incremento notorio desde 2012 debido al aumento de los activos financieros con vencimiento a largo plazo. En el caso de DEOLEO también se aprecia un incremento del activo no corriente (en el cual destaca el peso de los activos intangibles, preponderando dentro de los mismos el valor de las marcas que la empresa posee) frente a un detrimento del activo corriente ocasionado en gran medida por la disminución de efectivo experimentada (como se aprecia en el Estado de Flujos de Efectivo), así como por la disminución del realizable (debido principalmente a la reducción de las ventas) y de las existencias, en línea con el proceso de reestructuración llevado a cabo por la empresa, tratando de ajustar su capacidad productiva a la demanda del mercado. En este sentido, es relevante señalar que en el año 2016 la empresa ha vendido su planta de Antequera y ha cerrado la de Inveruno³⁵. En VISCOFAN el peso del activo corriente y no corriente son similares.

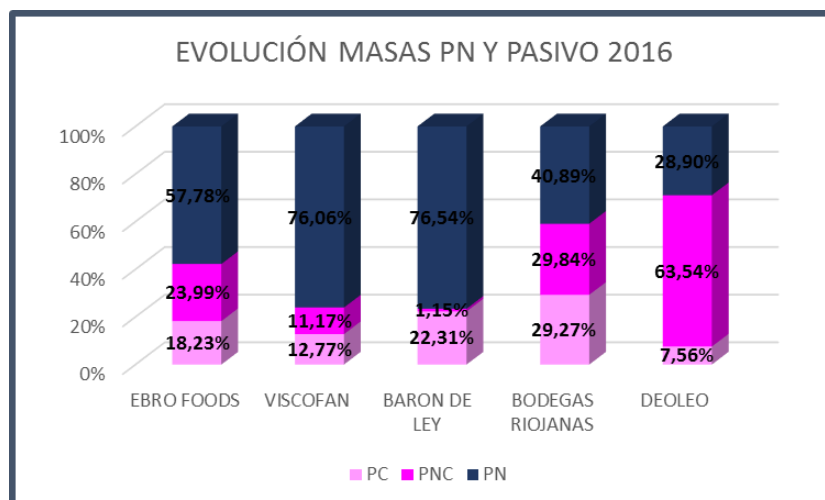
³⁵ BAYÓN, Á. (2017). *Portela tiene un plan para salvar Deoleo: una operación acordeón*. [online] Cinco Días. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458_445539.html

Dentro del *activo corriente*, destaca el peso de las *existencias*, peso especialmente relevante en el caso de BODEGAS RIOJANAS, con los inconvenientes que ello puede acarrear respecto a la gestión de inventarios y el problema de liquidez que podría generarse en caso de una hipotética insolvencia de los deudores. Por su parte, BARÓN DE LEY ha experimentado una apreciable reducción de existencias debido principalmente a la disminución de existencias de productos en curso. El *disponible* es la partida menos relevante del activo corriente (especialmente en el caso de BODEGAS RIOJANAS), habiendo incrementado su significatividad en todas las empresas excepto en DEOLEO y BARÓN DE LEY. Este hecho puede ser debido al periodo de incertidumbre que se ha vivido en la economía en el periodo analizado, y que desincentiva la utilización de fondos para invertir por parte de las empresas, adoptando las mismas un comportamiento más precavido.

En cuanto a la *evolución del activo*, se puede afirmar que en términos generales ha aumentado en todas las empresas, excepto en el caso de DEOLEO, principalmente debido a la fuerte reducción experimentada por el activo corriente, como se ha comentado previamente. En el caso de EBRO FOODS el mismo ha aumentado a pesar del proceso de reestructuración llevado a cabo por la empresa, con la venta de sus negocios lácteo, azucarero y de la pasta (en Alemania), puesto que también se ha producido alguna inversión importante, como la compra del negocio de arroz en 2010 cuya titularidad hasta el momento era de DEOLEO, o la adquisición del control de diversas sociedades.

Por lo que respecta al recurso al *patrimonio neto* como vía de financiación se aprecian mayores divergencias entre las empresas analizadas (véase al respecto el gráfico inferior).

Gráfico 7.1.2.



En el caso de EBRO FOODS y DEOLEO, partiendo ambas empresas de una situación parecida, los caminos tomados por cada una son muy divergentes; mientras que en EBRO FOODS se ha producido un incremento notable del patrimonio neto, y consecuentemente de su peso, (con la consiguiente reducción del pasivo), en el caso de DEOLEO, como consecuencia de la refinanciación de la deuda efectuada por la empresa, se ha producido un incremento del pasivo, (y una correlativa disminución del patrimonio neto), motivo por el cual DEOLEO en 2016 tiene un peso de la financiación ajena notoriamente superior al del resto de empresas (lo que no impide que en términos globales el pasivo también se haya reducido por el reajuste a nivel de tamaño que la empresa está efectuando a consecuencia de la situación coyuntural existente). Una evolución similar a la de EBRO FOODS ha experimentado VISCOFAN, empresa en la que también se aprecia un incremento notorio del peso del patrimonio neto en el conjunto de la financiación de la empresa.

Por su parte, BARÓN DE LEY es la empresa con un mayor peso del patrimonio neto tanto a principios como a final del periodo, ostentando el *pasivo no corriente* un peso notoriamente inferior al del resto de empresas. En el caso de BODEGAS RIOJANAS se aprecia un notable incremento del pasivo no corriente, razón por la cual en esta empresa la financiación vía terceros tiene un peso relativo superior al del resto de empresas (siendo superada únicamente por DEOLEO).

Como tendencia generalizada cabe señalar la drástica reducción que ha experimentado el *pasivo corriente* (a excepción de BARÓN DE LEY, donde se mantiene en términos similares), prefiriéndose por las empresas el recurso a la financiación ajena a largo plazo (BODEGAS RIOJANAS o DEOLEO) o a financiación propia (EBRO FOODS y VISCOFAN, además de BARÓN DE LEY, como se ha señalado previamente).

Al respecto, véanse los diversos ratios financieros a largo plazo, contenidos en la tabla 8.2.1 del ANEXO 6, que corroboran las conclusiones aquí vertidas.

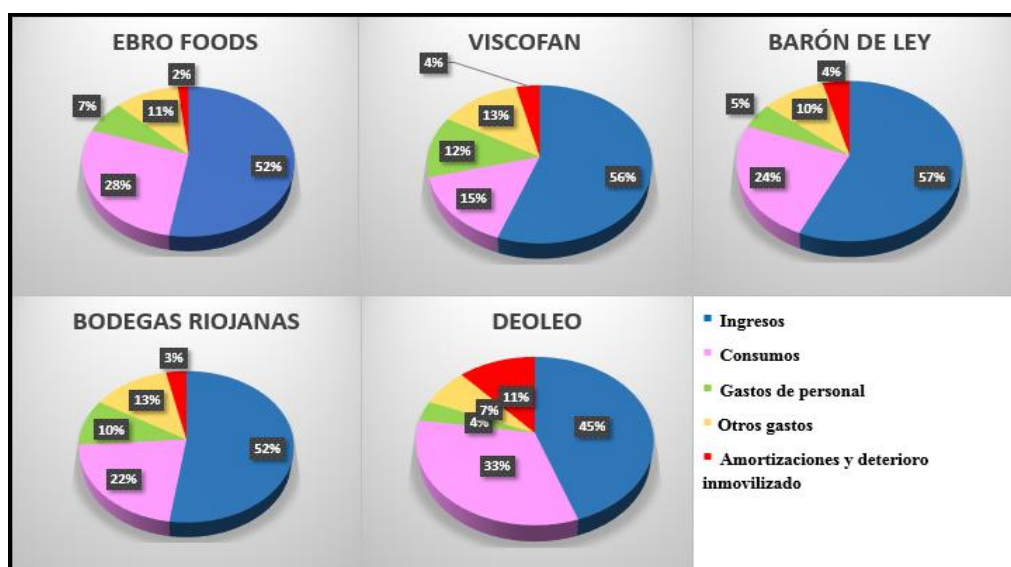
7.2 CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Como apreciación inicial cabe señalar que tanto VISCOFAN como EBRO FOODS han experimentado un incremento importante del resultado del ejercicio en el período analizado, siendo el aumento experimentado por BARÓN DE LEY mucho menor en términos globales y habiendo sufrido BODEGAS RIOJANAS una ligera disminución de

su resultado (debido a que, tras la drástica reducción de su resultado experimentada en 2008, la empresa todavía no ha conseguido alcanzar resultados similares a los de 2007). Por su parte, DEOLEO a lo largo de la práctica totalidad del período analizado experimenta pérdidas.

Entrando a analizar en profundidad las partidas que han contribuido a la generación del resultado del ejercicio lo primero que hay que poner de relieve es que en la totalidad de los casos la partida con mayor significatividad respecto de las ventas son los *gastos de aprovisionamiento*, circunstancia lógica teniendo en cuenta que se trata de empresas pertenecientes al sector de alimentación (al respecto, véase lo señalado *supra* en el análisis del sector). El gráfico inferior permite apreciar la significatividad de las diversas partidas de ingresos y gastos de explotación en el año 2016.

Gráfico 7.2.1.



EBRO FOODS y VISCOFAN presentan una evolución similar, habiéndose incrementado el peso que el EBITDA³⁶ ostenta en el conjunto del resultado de la empresa, mientras que el peso de los ingresos y gastos financieros es bastante reducido en ambas empresas, y se ha reducido en el periodo considerado (excepto en el caso de los ingresos de EBRO FOODS que han seguido representando un peso similar).

En BARÓN DE LEY destaca el hecho de que las partidas de *gastos de personal* y *amortizaciones* tienen una significatividad muy similar (en media un 8,7% frente a un

³⁶ El resultado operativo o EBITDA hace referencia al resultado del ejercicio sin incluir deterioros, amortizaciones, resultado de actividades financieras e impacto de los impuestos sobre el beneficio.

7,8%). Además, en esta empresa el EBITDA ha disminuido su significatividad, mientras que el EBIT³⁷ en la actualidad contribuye en mayor medida a la generación del resultado de esta empresa, debido al incremento de los ingresos financieros obtenidos por la empresa a partir de 2013.

Finalmente, en DEOLEO es significativo el hecho de que el peso de los *gastos financieros* sea similar al de gastos de personal (con una significatividad en media del 7,6%, frente al 5,7%, respectivamente, siendo superados únicamente en significatividad por los gastos de aprovisionamiento, junto con otros gastos de explotación). Este elevado peso de los gastos financieros, superior al del resto de empresas, se relaciona con los acuerdos de refinanciación adoptados por la compañía. Si bien en la mayoría de los ejercicios en los que la empresa registra pérdidas las mismas provienen mayormente del incremento de gastos financieros, tanto en el año 2009, como en el 2012 y el 2016 provienen básicamente del resultado de explotación, debido al ostensible incremento de la partida de deterioro de valor, principalmente como consecuencia de que los activos intangibles de la empresa estaban sobrevalorados y había que ajustar su valor.

7.3 ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

En líneas generales, el efectivo de las empresas aumenta en el periodo considerado, a excepción de DEOLEO (debido a la situación generalizada de pérdidas que atraviesa) y de BARÓN DE LEY (que disminuye ligeramente).

Tanto en el caso de EBRO FOODS como de VISCOFAN y BODEGAS RIOJANAS durante la práctica totalidad del período son las actividades de explotación las que financian las actividades de inversión y financiación, lo cual es positivo, dado que muestra que a pesar de la situación de crisis en que se inserta el presente análisis estas empresas han sabido sobreponerse y seguir generando beneficios positivos provenientes de su actividad principal que se traducen en entradas de caja. Además, en VISCOFAN en la totalidad de periodos analizados (exceptuando el año 2015), se ha destinado un mayor número de flujos a invertir que a hacer frente a pagos derivados de actuaciones de financiación, evolución acorde con la disminución de pasivo que dicha empresa ha experimentado a lo largo del periodo.

³⁷ El EBIT o BAIT es el resultado antes de intereses e impuestos, es decir, el resultado proveniente de las actividades de explotación, al que se añaden los ingresos financieros.

En el caso de BARÓN DE LEY la tendencia no es tan clara, dado que a partir de 2011 la empresa también recurre a financiación externa vía emisión de deuda para financiar las actividades de inversión, destacando el hecho de que en el periodo 2014-2016 no se destinan flujos de caja a la inversión, sino al contrario.

Finalmente cabe señalar que en DEOLEO hasta el periodo 2013 son las actividades de explotación las que financian a la empresa (exceptuando los años 2008 y 2010), destinándose la práctica totalidad de flujos obtenidos a hacer frente al elevado nivel de deudas de la empresa. A partir de 2013 esta empresa no genera flujos de caja positivos.

Pueden consultarse las tablas resuntivas de los Estados Financieros de las empresas en el ANEXO 4, tablas 7.1.1 a 7.3.5.

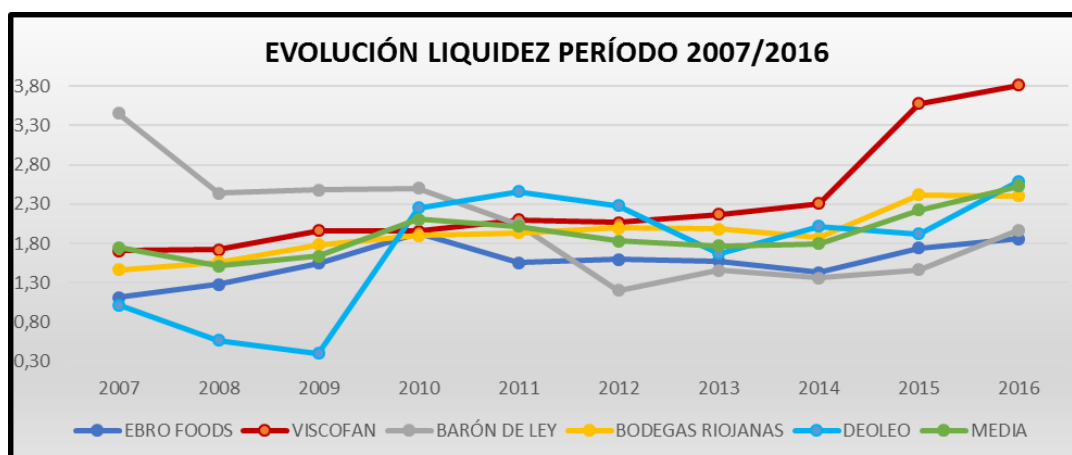
8. ANÁLISIS FINANCIERO

8.1 ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

La totalidad de empresas analizadas muestran en el periodo considerado un fondo de maniobra positivo y consecuentemente, un *ratio de liquidez* superior a la unidad, lo cual a priori lleva a concluir que la generación de liquidez es adecuada en el conjunto de empresas. Ahora bien, un exceso de liquidez puede conllevar la pérdida de oportunidades de expansión, al destinarse recursos financieros a largo plazo a inversiones a corto plazo. En este sentido, EBRO FOODS y BARÓN DE LEY tienen una generación de liquidez adecuada, a pesar de estar por debajo de la media del sector³⁸, puesto que dicha media se ve distorsionada por la existencia de empresas, como VISCOFAN, BODEGAS RIOJANAS o DEOLEO, con un exceso de liquidez notorio, por encima de los estándares establecidos (el valor ideal del ratio de liquidez está entre 1,5 y 2); exceso especialmente notorio en el caso de VISCOFAN, tal y como puede apreciarse en el gráfico adjunto inmediatamente a continuación.

³⁸ La media del sector ha sido calculada como media de las cinco empresas analizadas en el presente trabajo. Sirva esta indicación para el resto de las referencias posteriores a la misma.

Gráfico 8.1.1.



El análisis del *ratio de tesorería o liquidez a corto plazo* muestra igualmente un exceso de liquidez en el caso de VISCOFAN o DEOLEO, conclusión que no puede mantenerse en el caso de BODEGAS RIOJANAS, que muestra un ratio interior al óptimo (estimado en un valor ideal de 1), como consecuencia del elevado peso de las existencias, como ya se aventuró en el análisis patrimonial. Por su parte, mientras que EBRO FOODS mantiene una adecuada generación de liquidez eliminando las existencias, en el caso de BARÓN DE LEY esta generación de liquidez no es tan elevada, pero la tendencia es creciente.

Finalmente, el análisis del *ratio de disponibilidad inmediata* sirve para matizar en mayor medida las conclusiones anteriores, dado que EBRO FOODS y VISCOFAN muestran un valor del mismo excesivamente elevado (al ser superior al valor ideal del 0,3), lo cual muestra el exceso de liquidez que estas empresas mantienen en tesorería. Por su parte BARÓN DE LEY y BODEGAS RIOJANAS tienen un déficit de liquidez en tesorería, especialmente acusado en el caso de esta última empresa, como revelaba la escasa significatividad de dicha partida. DEOLEO tras periodos oscilantes se ha estabilizado, mostrando una generación de liquidez a corto plazo adecuada.

Por tanto descomponiendo el ratio de liquidez en sus diversos componentes se concluye que VISCOFAN tiene un exceso de liquidez en general, que podría ser utilizado en recursos a priori más rentables, EBRO FOODS y BARÓN DE LEY tienen una generación de liquidez adecuada (apreciándose únicamente divergencias en el ratio de disponibilidad inmediata), BODEGAS RIOJANAS tiene un exceso de liquidez concentrado básicamente en las existencias y DEOLEO tiene un exceso de liquidez no materializado en los recursos más líquidos de la empresa.

En este análisis de liquidez conviene hacer mención al *coeficiente básico de financiación*, que muestra valores cercanos a la unidad en las diversas empresas (a excepción de BODEGAS RIOJANAS, donde es ligeramente inferior), lo cual es indicativo de que las necesidades de recursos provienen básicamente de la actividad de explotación de la empresa.

Tan importante como el análisis de la composición de las partidas generadoras de liquidez, es el estudio de su calidad, que se traduce en el estudio de los periodos de cobro a clientes y pago a proveedores. El *plazo de cobro a clientes* se ha reducido (excepto en el caso de VISCOFAN, que aumenta ligeramente), lo cual es positivo, dado que el potencial de generación de liquidez por los mismos es mayor. Idéntica evolución se aprecia en el caso del *plazo de pago a proveedores* (a excepción de DEOLEO, en el que el mismo ha aumentado de manera natural, al ser excesivamente bajo en los periodos iniciales), lo cual en principio es negativo al suponer una menor generación de liquidez. Ahora bien, dicha disminución no se debe a un mayor poder negociador de proveedores, que es reducido en este sector (al respecto, véase lo analizado supra en el apartado 6), sino que se ha producido de manera acorde con la fijación de un plazo máximo de pago a proveedores por parte del legislador³⁹. Al final del periodo, siguen teniendo un plazo de cobro a clientes reducido y menor al plazo de pago a proveedores EBRO FOODS y DEOLEO, mientras que BARÓN DE LEY y BODEGAS RIOJANAS tienen un plazo similar. Por su parte, en VISCOFAN a pesar del ligero incremento del plazo de cobro a clientes se ha producido una considerable reducción del plazo de pago a proveedores, especialmente acusada en los últimos periodos, que supone un plazo notoriamente inferior de pago frente al plazo de cobro, circunstancia que debería ser analizada por la empresa, replanteándose si su actual política de aprovisionamientos es adecuada (téngase en cuenta no obstante que si se añaden los restantes acreedores comerciales el plazo de pago supera con creces el plazo de cobro, lo cual muestra que no cabe obtener conclusiones precipitadas sin un previo análisis detallado). En el caso de las bodegas, convendría igualmente que ajustasen los plazos de cobro a clientes, que son relativamente elevados, sobre todo teniendo en cuenta que una reducción de los plazos de pago a proveedores hasta el máximo legal conllevaría para estas empresas soportar unos plazos de cobro

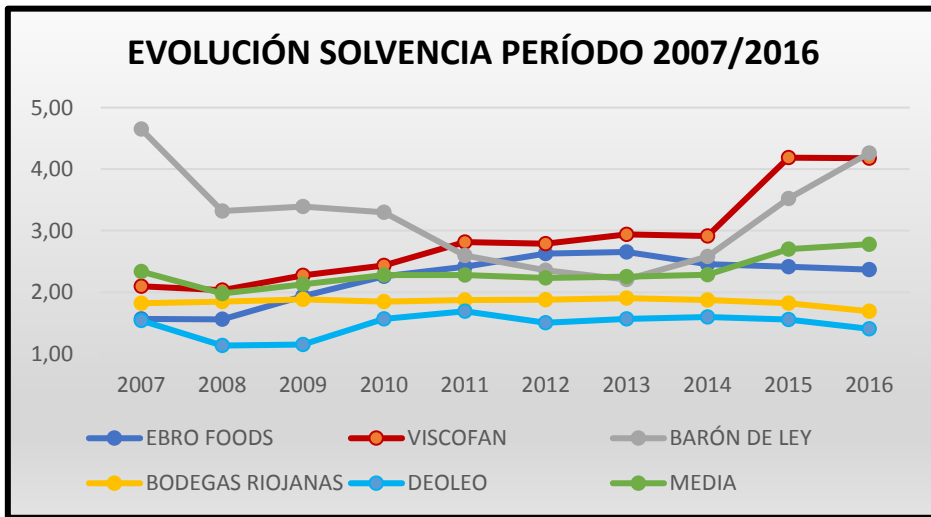
³⁹ Al respecto, véase la Disposición Adicional 1ª de la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, que señala un plazo de pago máximo a proveedores de productos agroalimentarios de 60 días.

mayores a los plazos de pago. Al respecto véanse las tablas 8.1.1. y 8.1.2. del ANEXO 5.

8.2 ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

Ninguna de las empresas analizadas tiene problemas para hacer frente al pago de sus deudas, como muestra el hecho de que el *ratio de solvencia* sea superior a la unidad. Mientras que en el caso de VISCOFAN y BARÓN DE LEY se aprecia un notorio incremento en los últimos períodos, DEOLEO y BODEGAS RIOJANAS han sufrido una ligera disminución, situándose estas últimas empresas por debajo de la media del sector. Por su parte EBRO FOODS tras un periodo de subida constante ha experimentado una ligera disminución en el último periodo (véase el gráfico inferior).

Gráfico 8.2.1.

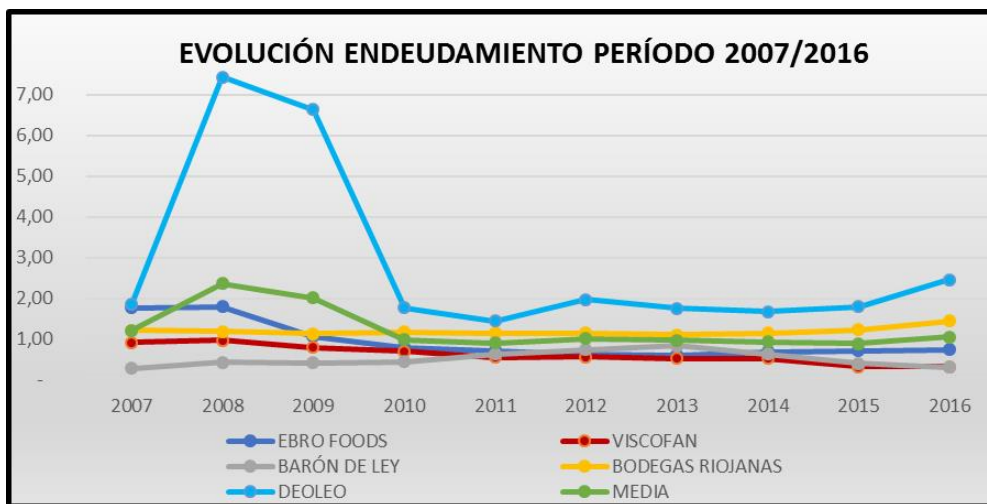


De manera acorde con las conclusiones obtenidas del análisis patrimonial, se aprecia como las empresas con un mayor patrimonio neto, VISCOFAN y BARÓN DE LEY financian el activo no corriente íntegramente con fondos propios. En el caso de EBRO FOODS los fondos propios financian un 80% del inmovilizado, y en el caso de DEOLEO, como era de esperar, dicha financiación es mínima. Únicamente llama la atención el caso de BODEGAS RIOJANAS, que, a pesar de tener un elevado nivel de deuda, financia su activo no corriente con fondos propios íntegramente, debido al escaso peso que el mismo ostenta en el conjunto de la empresa. Lo que no se puede negar es el hecho de que en todas las empresas el inmovilizado es financiado con recursos permanentes, circunstancia lógica teniendo en cuenta que el capital circulante es positivo para todas las empresas a

lo largo del período considerado (exceptuando los años 2008 y 2009 en el caso de DEOLEO).

Las empresas con un menor *endeudamiento*, como son EBRO FOODS, VISCOFAN y BARÓN DE LEY, muestran una mayor capacidad de autofinanciación. Conviene señalar que dicho endeudamiento se ha reducido a lo largo del periodo considerado, alcanzando niveles excesivamente reducidos en el caso de las dos últimas empresas. Por su parte, BODEGAS RIOJANAS y DEOLEO, empresas que han mostrado preferencia por el recurso a fondos ajenos como vía de financiación, han sufrido un incremento de su ratio de endeudamiento, situándose por encima de la media del sector, tal y como revela el gráfico inferior. Destaca especialmente el elevado peso del endeudamiento a largo plazo de DEOLEO en el año 2016, mostrando una composición más igualitaria BODEGAS RIOJANAS. En el caso de las empresas con mayor capacidad de autofinanciación se aprecia como BARÓN DE LEY tiene un endeudamiento a largo plazo muy reducido.

Gráfico 8.2.2.



Por su parte, todas las empresas, a excepción de DEOLEO, tienen recursos suficientes para hacer frente a los *gastos financieros* ocasionados por el recurso a financiación ajena a largo plazo, lo cual muestra que el excesivo endeudamiento de DEOLEO tiene consecuencias negativas en el conjunto de la empresa.

El análisis de los *ratios de autofinanciación* revela que existen dos empresas que no reparten dividendos, DEOLEO y BARÓN DE LEY, bien por restricciones impuestas en la concesión de deudas o bien por tratarse de una política de la compañía, respectivamente, existiendo de otro lado empresas como BODEGAS RIOJANAS que tienen una política activa de reparto de dividendos, permaneciendo en la empresa menos

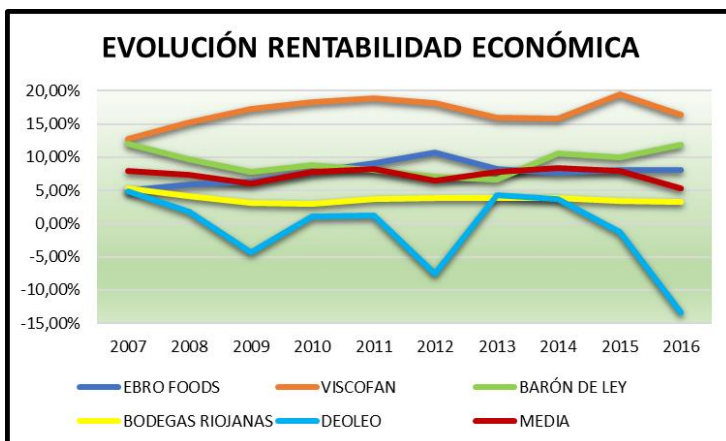
de la tercera parte del resultado producido. El patrimonio neto de las diversas empresas, nuevamente a excepción de DEOLEO, se incrementa prácticamente en su totalidad vía resultados generados por las empresas, siendo VISCOFAN y BARÓN DE LEY las empresas con mayor incremento de la cifra de reservas por acumulación de resultados en los últimos periodos. En definitiva, este análisis permite determinar como el notorio incremento de patrimonio neto producido en EBRO FOODS y VISCOFAN es debido principalmente a la acumulación de resultados (puesto que estas empresas reparten en torno a la mitad del resultado producido, permaneciendo el resto en la empresa).

Los diversos ratios utilizados en este análisis pueden encontrarse en las tablas 8.2.1. y 8.2.2 del ANEXO 6.

9. ANÁLISIS ECONÓMICO

Las empresas analizadas muestran en general una *rentabilidad económica* positiva, que al final del período se ha incrementado en el caso de EBRO FOODS y VISCOFAN, tras un periodo de fluctuaciones, mientras que en BARÓN DE LEY se ha mantenido en términos similares al inicio del período considerado, tras una época de descenso constante, y BODEGAS RIOJANAS ha sufrido un ligero descenso. Por su parte, en DEOLEO es negativa a lo largo de la práctica totalidad del período analizado, habiéndose reducido considerablemente en los últimos años, como consecuencia de la situación generalizada de pérdidas sufrida por esta empresa. En concreto, la empresa con mayor rentabilidad a lo largo del período considerado es VISCOFAN, que se sitúa más de 10 puntos porcentuales por encima de la media del sector, como se aprecia en el gráfico ubicado justo a continuación.

Gráfico 9.1.



Un análisis en detalle de la rentabilidad económica lleva a analizar la *rotación de activos* y el *margen sobre ventas* de las diversas empresas. En BARÓN DE LEY se concluye que la rentabilidad económica positiva obtenida por la empresa se debe

al incremento del *margen comercial*, habiéndose reducido la rotación de los activos de la empresa. Es decir, un número similar de ventas con mayor margen permiten a la empresa mantener un nivel de rentabilidad económica similar a la del comienzo del periodo, tras un periodo de descenso, debido tanto a una disminución de las ventas como a una disminución del margen comercial de la empresa. Cabe destacar no obstante que dicha mejora en el margen comercial ha sido debida en gran medida al incremento de ingresos financieros obtenidos a través de las inversiones que la empresa posee, como muestra el hecho de que el *margen bruto* de la empresa se haya visto reducido en los últimos periodos, lo cual ya se vislumbró en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias.

De manera similar, en el caso de VISCOFAN el incremento en la rentabilidad económica se ha debido a un apreciable incremento del margen comercial, habiéndose reducido la rotación de los activos de la empresa. Por el contrario, en el caso de EBRO FOODS el incremento de la rentabilidad económica se ha debido tanto a una mayor rotación de activos, es decir, a un mayor número de unidades vendidas con unos recursos similares en volumen a los poseídos por la empresa al inicio del periodo, como al incremento del margen comercial. En estas dos empresas, de manera acorde con el incremento del margen comercial, se ha incrementado asimismo el margen bruto. Ello implica que, a pesar del incremento del coste de ventas ocasionado como consecuencia del incremento de las ventas, la empresa ha conseguido un mayor beneficio por las unidades vendidas⁴⁰.

En el caso de BODEGAS RIOJANAS el descenso en la rentabilidad económica se ha debido a la reducción del margen comercial (reducción ya apreciada en el margen bruto), manteniéndose constante la cifra de rotación de activos. DEOLEO, tras un periodo de disminución de la rotación de activos, ha incrementado la rotación mediante la reducción del activo empleado en la obtención de resultados, en línea con la reestructuración de los recursos de la empresa y el ajuste de tamaño que la misma está llevando a cabo. No obstante, la rotación tiene margen de mejora, lográndose principalmente a través del incremento de la cifra de ventas, que se sitúa al final del período en la mitad del volumen vendido al comienzo de este. Asimismo, la empresa debería tratar de incrementar su margen comercial, que en la actualidad es negativo, mediante la reducción de costes. Ahora bien, teniendo en cuenta que el margen bruto es positivo, los resultados obtenidos no son tan desesperanzadores, puesto que muestran que las pérdidas no provienen de la

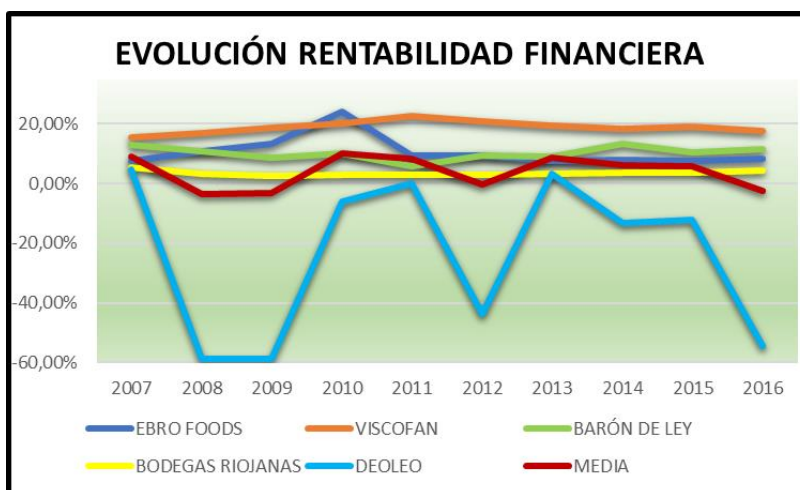
⁴⁰ Se ha adoptado como hipótesis que el coste de ventas está compuesto por las partidas de variación de existencias, aprovisionamientos y gastos de personal.

actividad principal de la empresa, sino que tienen su origen en otros costes, como el deterioro, que deben ser ajustados por la empresa en la medida de lo posible. En definitiva, la empresa tiene que tratar de incrementar la eficiencia en el uso de los recursos que posee, como vía de incremento del margen sobre ventas, a la par que incrementar la cifra de ventas mediante el recurso a nuevos mercados, en caso de saturación de los ya existentes.

No cabe finalizar el análisis económico sin realizar un breve estudio de *la rentabilidad financiera* de las empresas.

Las empresas que han experimentado un incremento de la rentabilidad económica, EBRO FOODS y VISCOFAN, han aumentado asimismo su rentabilidad financiera, obteniendo los socios incluso una rentabilidad superior a la rentabilidad obtenida con el uso de los activos. BARÓN DE LEY tiene una rentabilidad financiera similar a la del comienzo del período, y BODEGAS RIOJANAS ha sufrido nuevamente un ligero descenso. Por su parte, y como era de esperar, DEOLEO tiene en la actualidad una rentabilidad financiera negativa, que distorsiona la media del sector. Al respecto, véase el gráfico inferior.

Gráfico 9.2.



Pueden consultarse los ratios utilizados en el ANEXO 7.

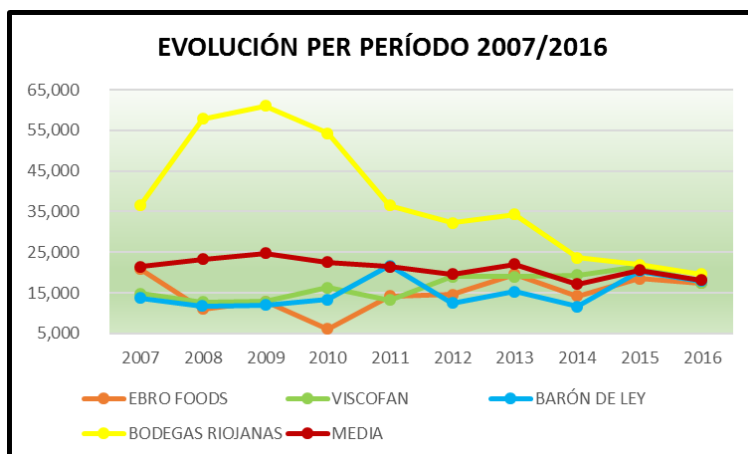
10. ANÁLISIS BURSÁTIL

El primer indicador que se va a analizar en este epígrafe es el *beneficio por acción* (en adelante, BPA), que muestra qué parte del resultado obtenido corresponde a cada una de las acciones que componen el capital social de las empresas, y que es notoriamente elevado en el caso de BARÓN DE LEY, habiéndose incrementado en gran medida a partir de 2014 como consecuencia de la reducción del número de acciones de la compañía. Alcanza niveles también elevados en VISCOFAN y EBRO FOODS, empresa que tras un periodo de descenso ha vuelto a sufrir incrementos en el BPA, destacando por su parte el reducido beneficio obtenido por BODEGAS RIOJANAS, aunque se aprecia una ligera tendencia al alza. Semejante evolución ha experimentado el cash-flow por acción en las diversas empresas, si bien en el caso de BARÓN DE LEY, a pesar de la reducción en el número de acciones, el mismo ha disminuido en los últimos periodos debido al menor flujo de efectivo obtenido por esta empresa en su actividad principal.

En definitiva, los resultados de este primer análisis corroboran cómo las empresas mejor posicionadas obtienen unos resultados más satisfactorios. Cabe destacar la ausencia de DEOLEO en este análisis, al tener resultados negativos la mayoría de los ejercicios incluidos en el período analizado.

Se aprecia una confluencia de todas las empresas en lo que al *Price Earning Ratio* (en adelante, PER) respecta (véase gráfico inferior). En este sentido, a pesar de los elevados niveles mostrados por BODEGAS RIOJANAS al comienzo del período, en la actualidad se sitúa en niveles cercanos a la media del mercado, habiendo experimentado una apreciable mejora.

Gráfico 10.1.

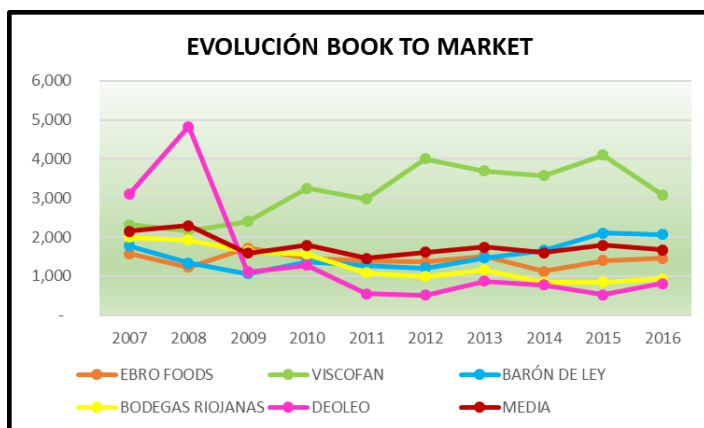


El resto de empresas muestran valores muy cercanos, siendo menores en el caso de EBRO FOODS y VISCOFAN. EBRO FOODS, partiendo de una situación de PER más elevado, ha visto reducido el mismo, mientras que en el

caso de VISCOFAN y BARÓN DE LEY se partía de niveles más reducidos que se han incrementado, si bien en la actualidad la tendencia es decreciente. Esta tendencia es positiva, dado que evidencia que el potencial de crecimiento asignado por el mercado a las empresas analizadas en el presente trabajo (exceptuando DEOLEO) se ha incrementado, es decir, que el plazo medio de recuperación de la inversión es menor en el conjunto del sector, si bien todavía se mantiene en niveles que cabe considerar elevados. En definitiva, una lectura positiva de los datos mostraría un entorno propicio a la inversión en las empresas estudiadas, idea sobre la que se profundizará más adelante.

Como complemento al análisis del ratio anterior, se hace necesario el estudio del *book to market*, notoriamente elevado en el caso de VISCOFAN, y en términos semejantes a la media del mercado en el caso de EBRO FOODS y BARÓN DE LEY. En las tres empresas este ratio es superior a la unidad, mostrando que el mercado valora en mayor medida a las empresas que lo que refleja su valor contable, es decir, que un inversor estaría dispuesto a pagar un valor mayor al reflejado en libros. Por tanto, la evolución de este ratio en el caso de las tres empresas permite concluir lo ya auspiciado por el análisis del PER, que la inversión en dichas empresas es recomendable (véase al respecto el gráfico inferior).

Gráfico 10.2.



VISCOFAN ha experimentado una reducción que cabe considerar positiva, dado que los elevados niveles alcanzados en períodos anteriores podían dar pie a considerar que la acción estaba sobrevalorada. En el caso de BODEGAS

RIOJANAS tras un período inicial en el que el mercado valoraba positivamente la inversión, se ha producido un descenso desde 2011, habiéndose experimentado una reducción de la cotización de sus acciones, que a partir de 2013 muestra una tendencia alcista, motivo por el cual en la actualidad la valoración del mercado y la valoración en libros están bastante igualadas, si bien la primera no ha alcanzado a la segunda. Por tanto, parece que las expectativas del mercado sobre la empresa son favorables; no obstante, un análisis más detallado de la cuestión requiere el análisis de las perspectivas de futuro,

para lo cual se ha empleado el método de descuento de flujos, que se describe en el siguiente epígrafe.

Véanse los valores de los ratios en el ANEXO 8.

11. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS: MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS

En primer lugar, se han estimado los flujos de caja mediante el recurso a diversas hipótesis. En el caso de la *variación del BAIT*, se ha atendido tanto al promedio de evolución de las ventas como a los resultados previsionales obtenidos por las empresas en 2017. En EBRO FOODS se ha previsto un incremento del EBIT del 0,6% en 2017, y posteriormente un incremento constante del 2,53%. En VISCOFAN del promedio de evolución de ventas se ha obtenido un crecimiento del 4,42%, inferior al previsto en 2017, por lo que se ha estimado un crecimiento del BAIT del 5,6%, atendiendo a las previsiones de la empresa. En BARÓN DE LEY los resultados previsionales del tercer trimestre de 2017 muestran unas cifras de ventas menores a las del mismo periodo en 2016, por lo que se ha previsto un modesto incremento del BAIT del 0,24%. En BODEGAS RIOJANAS el incremento de las ventas ha sido notorio en 2017, por lo que se supone un aumento del BAIT del 7,5%. Actualmente DEOLEO se encuentra en una situación de reducción de pérdidas, razón por la cual se va a considerar que el BAIT no se incrementa a lo largo del periodo estimado.

En el caso de la *amortización* se ha atendido fundamentalmente a su evolución a lo largo del periodo considerado. Únicamente se ha previsto un descenso de la amortización en el caso de BARÓN DE LEY, atendiendo al promedio histórico y a las renovaciones efectuadas por la empresa en períodos recientes.

Las *Necesidades Operativas de Financiación* (NOF), que informan de la variación en capital circulante, se han estimado mediante la variación de las siguientes partidas: existencias + deudores – acreedores, moderándose el resultado obtenido en empresas con recursos ociosos como VICOFAN.

Finalmente, los AFN, que informan de la variación en activos fijos, se han estimado mediante la diferencia entre pagos por adquisiciones y cobros por enajenaciones de activos fijos, atemperando el resultado obtenido en función de la situación particular de

cada empresa. Así, por ejemplo, en el caso de EBRO FOODS y VISCOFAN atendiendo al promedio histórico y a las posibilidades de inversión de la empresa se ha previsto un incremento elevado (del 8,82% y del 9%, respectivamente). Teniendo en cuenta las importantes inversiones efectuadas por BARÓN DE LEY en inmovilizado en 2017, y que se prevé que continúen en 2018, se ha previsto un incremento de los AFN del 30% para dichos periodos; a partir de dicha fecha se prevé un incremento notoriamente inferior, del 4%, suponiendo que la empresa no acometerá inversiones de gran calado tras las efectuadas. En el caso de BODEGAS RIOJANAS teniendo en cuenta el montante de dinero destinado por esta compañía a inversiones en años precedentes (por ejemplo, las relacionadas con el enoturismo), se prevé un reducido incremento de la inversión en activos fijos de un 1,5%. En DEOLEO no se prevé incremento de los AFN dado que en la actualidad la empresa está acometiendo un proceso de reestructuración que ha conllevado una reducción de los activos fijos que la misma posee.

Pueden consultarse las estimaciones utilizadas en la tabla 11.1. del ANEXO 9.

Dichos flujos de caja se han actualizado mediante el recurso al coste medio ponderado de capital. Para el cálculo de la rentabilidad exigida a los accionistas se ha partido del modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model), utilizando como datos base la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años, que en la fecha de la última subasta consultada (7/12/2017) es del 1,54%⁴¹ y una prima de riesgo del mercado del 6,5%⁴², datos que se mantienen constantes en todas las empresas. Por su parte, la beta de las empresas se ha estimado mediante el recurso a la información financiera publicada en diversas páginas bursátiles⁴³.

⁴¹ Tesoro.es. (2018). *Resultados Últimas Subastas / Tesoro Público*. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

⁴² Para la obtención de la prima de riesgo se ha consultado el informe de FERNÁNDEZ P. titulado “La prima de riesgo del mercado según 100 libros” publicado por el IESE Business School de la Universidad de Navarra (septiembre 2009), disponible en el siguiente enlace: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0823.pdf>, corrigiendo el valor a la baja teniendo en cuenta la evolución más reciente de la misma: <https://www.infobolsa.es/prima-riesgo/espa%C3%B1a>

⁴³ En concreto, se ha recurrido a las siguientes páginas:

<https://www.ahorro.com/acnet/home/home.acnet/>; o <https://www.infobolsa.es/>.

Hay que señalar que tanto en el caso de BARÓN DE LEY como de BODEGAS RIOJANAS los valores eran muy bajos, y teniendo en cuenta que “*las empresas con poco volumen de negociación suelen tener betas calculadas muy bajas y sin ningún sentido económico*” FERNÁNDEZ P. en Valoración de empresas (página 853) se ha estimado una tasa superior a la prevista en páginas bursátiles atendiendo a las estimaciones realizadas en estudios recientes (concretamente un Trabajo de Fin de Máster y un AnálisisInResearch de la Bolsa de Madrid disponibles en los siguientes enlaces:

<http://eprints.ucm.es/40487/1/Alejandro%20L%C3%B3pez%20S%C3%A1nchez-Casas.pdf>

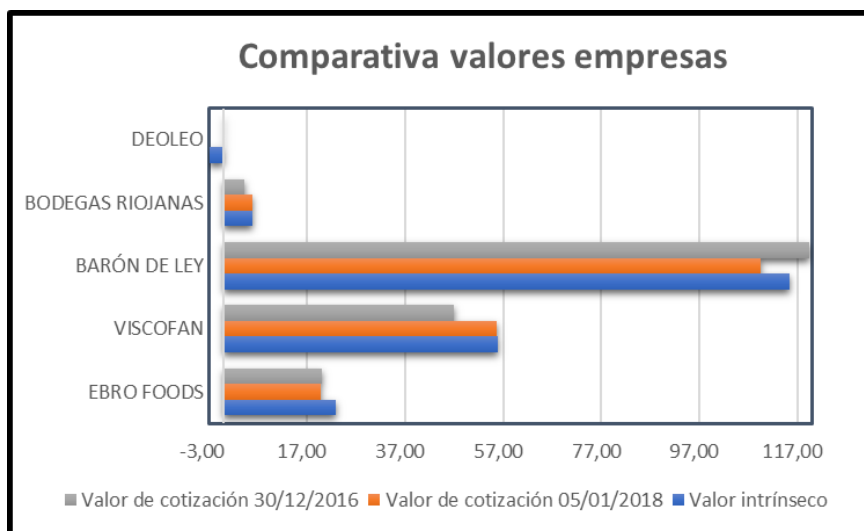
Para el cálculo del coste de la deuda se han tenido en cuenta los gastos financieros promedios del periodo 2007/2016 y la deuda neta media existente en 2016. Por simplificación, se va a suponer que la proporción entre la deuda y los recursos propios permanece constante a lo largo de los años, dando lugar a un WACC constante. Pueden consultarse las principales magnitudes en las tablas 11.2. y 11.3. del ANEXO 9.

Por último, para el cálculo del valor residual se ha estimado como tasa de crecimiento a perpetuidad (“g”) un valor de 1,6%, teniendo en cuenta tanto las previsiones positivas de crecimiento del sector de alimentación y bebidas como la estimación de la misma en algunas de las Memorias de las empresas analizadas.

La aplicación de las previsiones mencionadas en cada una de las empresas valoradas puede consultarse en las tablas 11.4. a 11.8. del ANEXO 9.

La siguiente tabla resumen muestra la comparativa entre las diversas empresas:

TABLA RESUMEN	EBRO FOODS	VISCOFAN	BARÓN DE LEY	BODEGAS RIOJANAS	DEOLEO
Valor teórico (31/12/2016)	13,69	15,19	57,78	4,47	0,28
Valor intrínseco	22,78	55,99	115,35	5,93	2,87
Valor de cotización 05/01/2018	19,66	55,70	109,50	5,90	0,18
Valor de cotización 30/12/2016	19,91	46,85	119,50	4,18	0,23



<http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/docsSubidos/InResearch/AnalisisInresearchBodegasRiojanasJunio2013>).

En EBRO FOODS se aprecia un ligero distanciamiento del valor calculado respecto del valor de cotización, que ha sufrido un ligero descenso, tras un periodo de aumento constante. Esta evolución reciente muestra que, si bien en la actualidad atendiendo al precio de la empresa sería recomendable invertir en la misma, la disminución de su valor bursátil plantea dudas sobre la rentabilización de la inversión a corto plazo. Ahora bien, teniendo en cuenta la mejora de la situación de la empresa en todos los ámbitos analizados, puede preverse una revalorización de su valor en el medio plazo, no debiéndose descartar por tanto de antemano la inversión en esta empresa.

VISCOFAN muestra un panorama de inversión más favorable que EBRO FOODS puesto que frente a una tendencia alcista de las cotizaciones, el valor de la empresa en la actualidad sigue siendo superior al precio bursátil, indicando que es un momento idóneo para invertir, máxime teniendo en cuenta las perspectivas favorables de evolución de la empresa (ya adelantadas en el análisis bursátil). A ello se añade el hecho de que los valores están bastante ajustados, lo cual muestra que la valoración otorgada a la empresa por el mercado es fiable.

Se aprecian diferencias entre los valores en el caso de BARÓN DE LEY, habiendo sufrido la empresa en la actualidad un descenso del valor de su cotización apreciable. En principio el valor obtenido muestra el potencial de crecimiento por la empresa, por lo que la inversión en la empresa no queda descartada, lo único que sí cabe poner de manifiesto que se trata de una inversión más arriesgada que la apuesta por EBRO FOODS, sobre todo teniendo en cuenta que la valoración otorgada a la empresa es inferior a la efectuada por el mercado en el año 2016.

BODEGAS RIOJANAS muestra una tendencia creciente en su cotización, estando bastante ajustados tanto su valor de cotización en la actualidad como el valor obtenido de la valoración, lo cual la convierte en una inversión recomendable. Es reseñable destacar como a pesar de que el análisis patrimonial revela una situación de peor calidad que la de BARÓN DE LEY en la actualidad la Bolsa muestra una valoración creciente y positiva de la misma, mientras que la valoración otorgada a BARÓN DE LEY ha empeorado.

Finalmente, DEOLEO no se muestra como una inversión rentable, dada la tendencia bajista en las cotizaciones, a lo que se añade un valor otorgado por el descuento de flujos de caja negativo, que muestra la delicada situación en la que se encuentra la empresa. Como se ha comentado previamente, la empresa tiene posibilidad de mejora, pero aun así no se recomienda una inversión en la misma, exceptuando quizás el caso de inversores

muy propensos al riesgo, dado que el margen de mejora del que dispone la empresa no se ha materializado todavía en la actualidad, por lo cual la misma viene sufriendo un constante descenso de su valor de cotización.

12. CONCLUSIONES

El sector de alimentación y bebidas es un **sector en crecimiento**, cuya importancia en el conjunto de la economía española se ha acentuado en los últimos años, siendo un sector de notoria relevancia en la actualidad, que está contribuyendo muy positivamente al afianzamiento de la recuperación económica. El análisis del sector específico refuerza la conclusión anteriormente señalada, dado que muestra el elevado atractivo que presenta esta industria. Asimismo, las innovaciones tecnológicas y los cambios sociales suponen nuevos e interesantes nichos de mercado (como podrían ser el comercio por internet o nuevas líneas de productos centradas en estilos de vida saludables) a tener en consideración por las empresas que operan en el mismo.

El análisis de empresas ha revelado la existencia de empresas, como VISCOFAN, con elevadas cifras de liquidez y solvencia, que disponen de recursos ociosos que podrían ser empleados en actividades de inversión que generasen mayor rentabilidad a la empresa, a lo que se añade la existencia de un bajísimo ratio de endeudamiento. De lo anterior se concluye que a la empresa le interesa crecer endeudándose, máxime teniendo en cuenta que la rentabilidad financiera en este caso es mayor que la rentabilidad económica, lo cual muestra que la empresa tiene suficientes recursos para afrontar el pago de los gastos financieros que pudiesen generarse por un mayor endeudamiento a largo plazo. A idéntica conclusión se llegaría con EBRO FOODS y BARÓN DE LEY, que tienen igualmente cifras elevadas de solvencia, a lo que se une la existencia de un margen de endeudamiento, y una relación positiva entre rentabilidad financiera y económica. La opción de BODEGAS RIOJANAS de crecer mediante el endeudamiento se revela como adecuada, siendo el apalancamiento financiero de la empresa superior a la unidad. Únicamente se aprecia una situación más complicada en DEOLEO, que si bien presenta unos ratios de liquidez y solvencia adecuados, tiene un endeudamiento excesivo que repercute negativamente en el resultado de la empresa, a lo que se añade las pérdidas que esta empresa viene arrastrando a lo largo de diversos ejercicios, por lo que la mejora del resultado se revela como condición necesaria de la supervivencia de la empresa.

El análisis bursátil, junto con la valoración por el método de descuento de flujos de la empresa, refuerza las conclusiones obtenidas en el caso de VISCOFAN, mostrándose como una empresa con perspectivas favorables en la que se recomienda fehacientemente invertir. En el caso de EBRO FOODS y BARÓN DE LEY, tanto el análisis económico-financiero como la valoración muestran una situación propensa a la inversión, si bien la dispersión de valores y la tendencia bajista de las cotizaciones matizan la conclusión anterior en lugar de reforzarla, revelándose como empresas en las que la inversión no es tan recomendable como en el caso de VISCOFAN. En sentido contrario actúa el análisis bursátil en conjunción con la valoración en el caso de BODEGAS RIOJANAS, puesto que, si bien se mostraba como una empresa con excesivo endeudamiento y una rentabilidad inferior a la del resto de empresas, la valoración muestra una situación favorable a la inversión, avalada por la evolución reciente de las cotizaciones. En el caso de DEOLEO los resultados obtenidos no dejan lugar a dudas, se trata de una empresa que está atravesando una grave situación, y aun existiendo expectativas de mejora no se recomendaría la inversión en la misma en la actualidad.

Como **limitación**, o más bien condicionante, en la realización del análisis del entorno específico cabe destacar la gran diversidad de subsectores presentes en el mercado de alimentación y bebidas (sector vitivinícola, de arroces y pastas, aceitero y de envolturas en este trabajo). En consecuencia, los condicionantes en cada uno de ellos pueden diferir notablemente, habiéndose hecho especial hincapié en las empresas a las que va dirigida este trabajo, por lo que hay que tener cautela en la extrapolación de los resultados a todas las empresas del sector.

Asimismo cabe añadir el recurso a diversas hipótesis tanto en el análisis de los Estados Financieros (por ejemplo, estimando como incluidas dentro del Capital Circulante de explotación únicamente las partidas de acreedores y deudores comerciales, junto con existencias, o la estimación del coste de ventas como suma de las partidas de variación de existencias, gastos de personal y aprovisionamiento) como en la valoración de las empresas (estimación de los parámetros que sirven para determinar la rentabilidad exigida a los accionistas o de los determinantes de los flujos de caja futuros). Se debe poner de manifiesto la relevancia de dichas hipótesis en los resultados obtenidos y por ende, la necesidad de interpretar los mismos con el debido cuidado, teniendo en cuenta la posibilidad de obtención de resultados diferentes en caso de cambio de las hipótesis.

A pesar de las limitaciones y condicionantes que siempre se manifiestan en estudios de este tipo, el trabajo llevado a cabo ha permitido, a partir de cinco empresas tomadas como ejemplo, un análisis de la evolución reciente de sector de alimentación y bebidas en España, que puede servir como referente en posteriores estudios. Además de su utilidad para el público en general y para el ámbito universitario, puede tener trascendencia asimismo en un entorno empresarial, como punto de partida de análisis más específicos.

13. BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

ÁLVAREZ MELCÓN, S. y CORONA ROMERO, E. (2016): *Cuentas anuales consolidadas*. Ed. Pirámide, Madrid.

FERNÁNDEZ, P. (2005): *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Ed. Gestión 2000.

JIMÉNEZ NAHARRO, F. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. (2017): *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Ed. Pirámide, Madrid.

JUEZ MARTEL, P. (2010): *Manual de contabilidad para juristas: funcionamiento, análisis y valoración de empresas, detección de prácticas perniciosas y relación con las distintas áreas del Derecho*. Ed. La Ley, Madrid.

MARTÍNEZ CONESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *Valoración de Empresas Cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles, estudio mediante casos*. Ed. AECA monografías, Madrid.

MARTÍNEZ PEDRÓS, D. y MILLA GUTIÉRREZ, A. (2012): *Análisis del entorno*. Ed. Díaz de Santos, Madrid.

PALOMARES, J. y PESET, M.J. (2015): *Estados financieros. Interpretación y análisis*. Ed Pirámide, Madrid.

VENTURA VICTORIA. J. (2009): *Análisis estratégico de la empresa*. Ed. Paraninfo, Madrid.

WEBGRAFÍA

AHORRO CORPORACIÓN (2018). [online] Disponible en: <https://www.ahorro.com/acnet/home/home.acnet>

BARÓN DE LEY (2017). *Bienvenidos a Grupo Barón de Ley*. [online] Disponible en: <http://www.barondeleygrupo.com/>

BARÓN DE LEY (30 de octubre de 2017). *Información trimestral (Declaración intermedia o informe financiero trimestral)* [online] Disponible en: <http://www.barondeley.com/accionistas/documentos/cnmv%20BARONTERCER%20TRIM%20%202017.pdf>

BAYÓN, Á. (2017). *Portela tiene un plan para salvar Deoleo: una operación acordeón*. [online] Cinco Días. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458_445539.html

BODEGAS RIOJANAS (2017). *Bodegas Riojanas - Desde 1890 - Bodegas Riojanas*. [online] Disponible en: <http://bodegasriojanas.com/es/>

BODEGAS RIOJANAS (2017). *Informe de gestión de BODEGAS RIOJANAS S.A. y sociedades dependientes. Primer semestre de 2017*. [online] Disponible en: http://bodegasriojanas.com/img/cms/primer_semestre_2017.pdf

BOE (2017). *BOE.es - BOE de Noviembre de 2017*. [online] Disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/

BOLSA DE MADRID (2018). *Bolsa de Madrid - Análisis InResearch*. [online] Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/Empresas/InResearch.aspx>

BOLSA DE MADRID (2017). *Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores*. [online] Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/empresasporsectores.aspx?sector=03>

CNMV (2017). *CNMV - Búsqueda por entidades*. [online] Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx>

COMUNIDAD ISM (2015). *10 leyes ambientales que toda empresa debería conocer*. [online] Disponible en: <http://www.comunidadism.es/blogs/10-leyes-ambientales-que-toda-empresa-deberia-conocer>

DEOLEO (2017). *Deoleo / Deoleo*. [online] Disponible en: <http://deoleo.com/deoleo/?lang=es>

DEOLEO (2017). *Deoleo / Vocación internacional orientada a la calidad*. [online] Disponible en: http://deoleo.com/?wpfb_dl=810&lang=es

DIARIO JAÉN (2014). *Las aceiteras jiennenses se la juegan con Deoleo*. [online] Disponible en: <http://www.diariojaen.es/historico/las-aceiteras-jiennenses-se-la-juegan-con-deoleo-XXDJ65880>

EBRO FOODS (2017). *Ebro*. [online] Disponible en: <http://www.ebrofoods.es/>

EBRO FOODS (2017). *Informe de gestión consolidado tercer trimestre y previsión de cierre 2017*. [online] Disponible en: http://www.ebrofoods.es/fileadmin/user_upload/informacion_publica_periodica/2017/9_M17%20y%20precierre_CNMV.pdf

EUROPA PRESS. Mercado financiero (2017). *España tardará 20 años en alcanzar el objetivo de deuda pública del 60% del PIB, según la AIReF*. [online] (publicado el 11/04/2017). Disponible en: <http://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-espana-tardara-20-anos-alcanzar-objetivo-deuda-publica-60-pib-airef-20170411133105.html>

FERNÁNDEZ, P. (2009). *La prima de riesgo del mercado según 100 libros*. [online] IESE Business School Universidad de Navarra. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0823.pdf>

FIAB (2015). *Informe económico 2015* [online] Disponible en: http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20160624141519.pd

FIAB (2016). *Informe económico 2016* [online] Disponible en: http://fiab.es/microsite/info_eco_17/fiab.html#p=25

ICEX (2017). *ICEX España Exportación e Inversiones >> En Cifras*. [online] Ices.es. Disponible en: <http://www.icex.es/icex/es/Navegacion-zona-contacto/revista-el-exportador/en-cifras/index.html#seccion7>

IESE BUSINESS SCHOOL (2000). Universidad de Navarra. *IESE >> Faculty webpages >> Pablo Fernández*. [online] Disponible en: <http://web.iese.edu/PabloFernandez/LibroVyS/valuation%20VyS.html>

INFOBOLSA (2018). *Prima de Riesgo España HOY*. [online] Disponible en: <https://www.infobolsa.es/primas-riesgo>

INVERTIR EN DIVIDENDOS (2017). *Análisis Ebro Foods 2017 (EBRO)*. [online] Disponible en: <http://invertirendividendos.com/analisis-ebro-foods-2017-ebro/>

J.D., P. and S.L., U. (2017). *Las pérdidas de Deoleo se disparan un 57% en el primer trimestre por el alto coste de la materia prima*. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2016/05/05/572bac66e2704e1f2a8b45fc.html>

LÓPEZ SANCHEZ-CASAS, A. (2016). *Valoración Barón de Ley S.A.* Trabajo fin de máster. Universidad Complutense de Madrid. [online] Disponible en: <http://eprints.ucm.es/40487/1/Alejandro%20L%C3%B3pez%20S%C3%A1nchez-Casas.pdf>

MAPAMA (2003). *Diagnóstico y análisis estratégico del sector agroalimentario español: análisis de la cadena de producción y distribución del sector del aceite*. [online] Disponible en: http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/informe_aceite_tcm7-7940.pdf

MAPAMA. (2016) *Informe Anual de la industria alimentaria para los años 2014-2016*. [online]. Disponible en: http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/_informeanualindustriaalimentaria2014-2016_tcm7-203254.pdf

MERCASA (2016). *Informe Anual sobre Alimentación en España 2016 elaborado por MERCASA* (Mercados Centrales de Abastecimientos SA). [online] Disponible en: http://www.mercasa-ediciones.es/alimentacion_2016/pdfs/Alimentacion_en_Espana_web_2016_150px.pdf

MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD (2018). *Resultados Últimas Subastas / Tesoro Público*. [online] Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

OECD/FAO (2014). OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2014, OECD Publishing [online]. Disponible en: <http://www.fao.org/3/a-i3818s.pdf>

VISCOFAN (2014). Estrategia BE MORE. Entorno y Mercado. 1. Introducción al mercado de envolturas. [online] Disponible en: <http://www.informeanual2014.viscofan.com/estrategia-be-more.html>

VISCOFAN (2017). *Viscofan - Meat Casings - Cellulose Collagen Fibrous Plastic*. [online] Disponible en: <http://www.viscofan.com/Pages/home.aspx>

VISCOFAN (2017). *Resultado 9 meses 2017*. [online] Disponible en: http://www.viscofan.com/investor-relations/financialinformation/es/Presentaci%C3%B3n%203T17_ES.pdf

WOMENALIA (2017). *E commerce España 2017: los datos que muestran su potencial*. [online] Disponible en: <https://www.womenalia.com/es/womenat/367-ecommerce/9606-e-commerce-espana-datos-2017>

14. ANEXOS

ANEXO 1. DATOS DE LA INDUSTRIA AGROALIMENTARIA

Tabla 1.1. Principales indicadores de la industria alimentaria a 31 de diciembre de 2014.

CIFRAS DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE LA INDUSTRIA ALIMENTARIA (datos a 31 de diciembre de 2014)						
INDICADORES	AÑO 2013		AÑO 2014		VARIACIONES 2014/2013	
	Total industria	Total industria alimentaria	Total industria	Total industria alimentaria	Total industria	Total industria alimentaria
Personas ocupadas	1.949.194	355.321	1.931.972	353.965	-0,9	-0,4
Ventas Netas de Producto (miles €)	444.363.082	91.450.327	454.966.257	93.395.613	2,4	2,1
Compra de Materias Primas (miles €)	256.056.211	55.481.687	261.712.276	57.097.994	2,2	2,9
Inversiones Netas en Activos Materiales	-15.086.244	2.540.541	15.677.341	2.800.066	3,9	10,2
Valor Añadido (miles €)	124.468.264	19.027.962	127.546.591	19.720.767	2,5	3,6

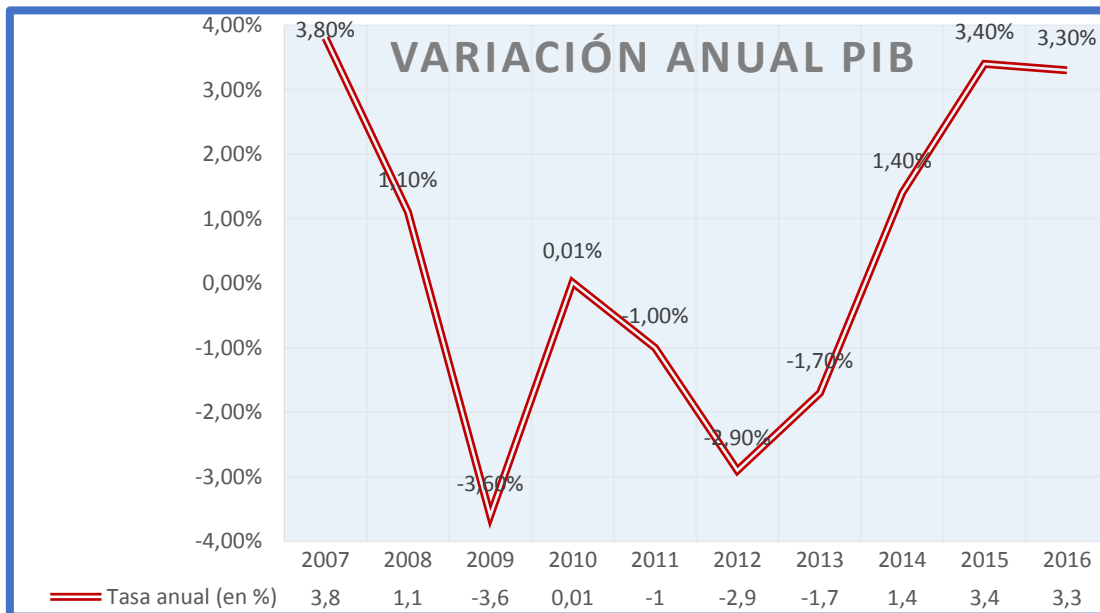
Fuente: Informe Anual de la Industria Alimentaria Española periodo 2014 (Encuesta industrial)-2016_(DIRCE y Comercio Exterior).

Tabla 1.2. Capitalización bursátil año 2017 empresas del subsector 3.1 de alimentación y bebidas.

<i>EMPRESA</i>	<i>CAPITALIZACIÓN</i>
<i>BARON DE LEY, S.A.</i>	451.930
<i>BODEGAS BILBAINAS, S.A.</i>	n.d.
<i>BODEGAS RIOJANAS, S.A.</i>	28.255
<i>BORGES AGRICULTURAL & INDUST. NUTS, S.A.</i>	125.289
<i>COCA-COLA EUROPEAN PARTERNS PLC</i>	17.361.088
<i>DEOLEO, S.A.</i>	207.842
<i>EBRO FOODS, S.A.</i>	3.081.154
<i>NATRA S.A.</i>	19.703
<i>NATURHOUSE HEALTH, S.A.</i>	255.180
<i>PESCANOVA, S.A.</i>	27.243
<i>TELEPIZZA GROUP, S.A.</i>	496.553
<i>VISCOFAN, S.A</i>	2.443.431

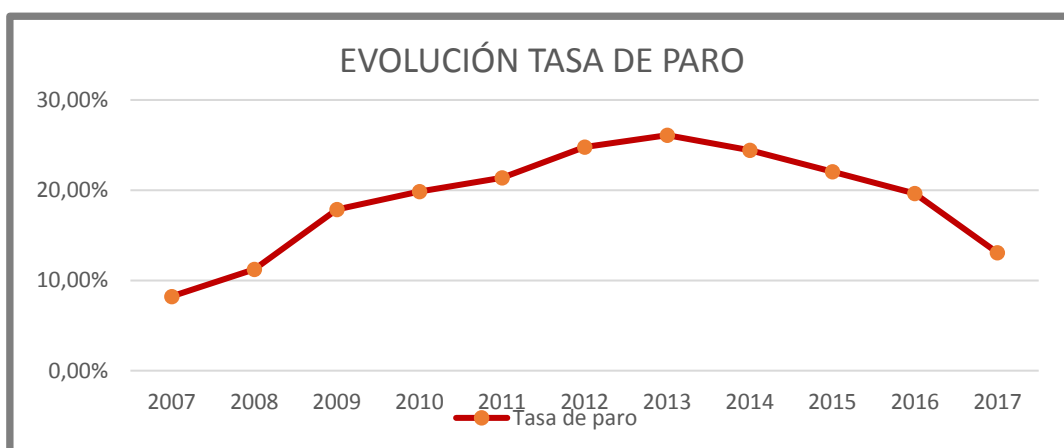
Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la cotización bursátil recogida en la página oficial de la Bolsa de Madrid hasta el 20 de octubre del año 2017.

Gráfico 6.1. Tasa de crecimiento anual del PIB (Base 2010)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por el INE.
(El dato de 2015 es provisional y el de 2016 avance).

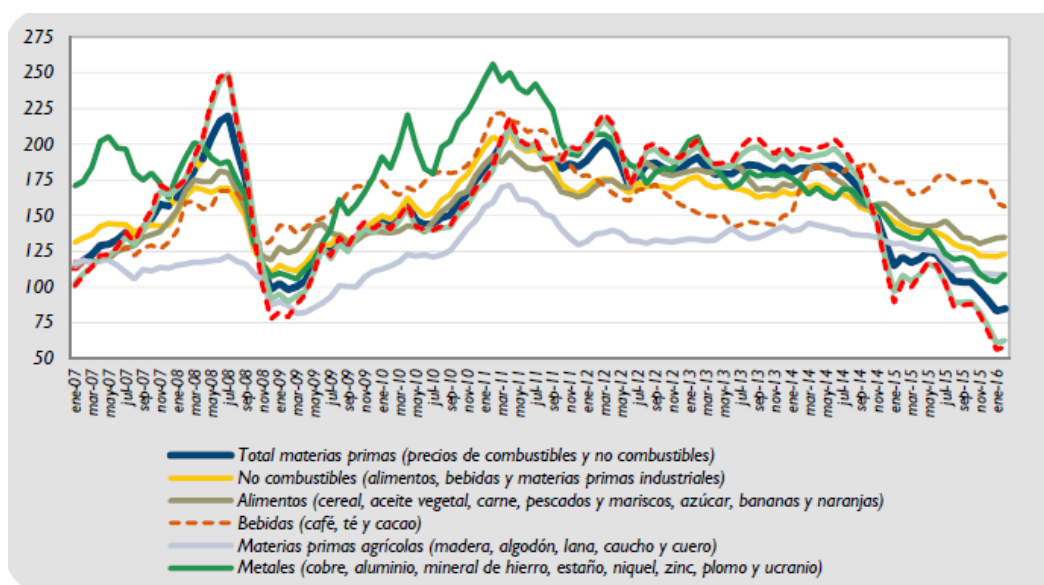
Gráfico 6.2. Evolución de la tasa de paro años 2007-20167



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por el INE.

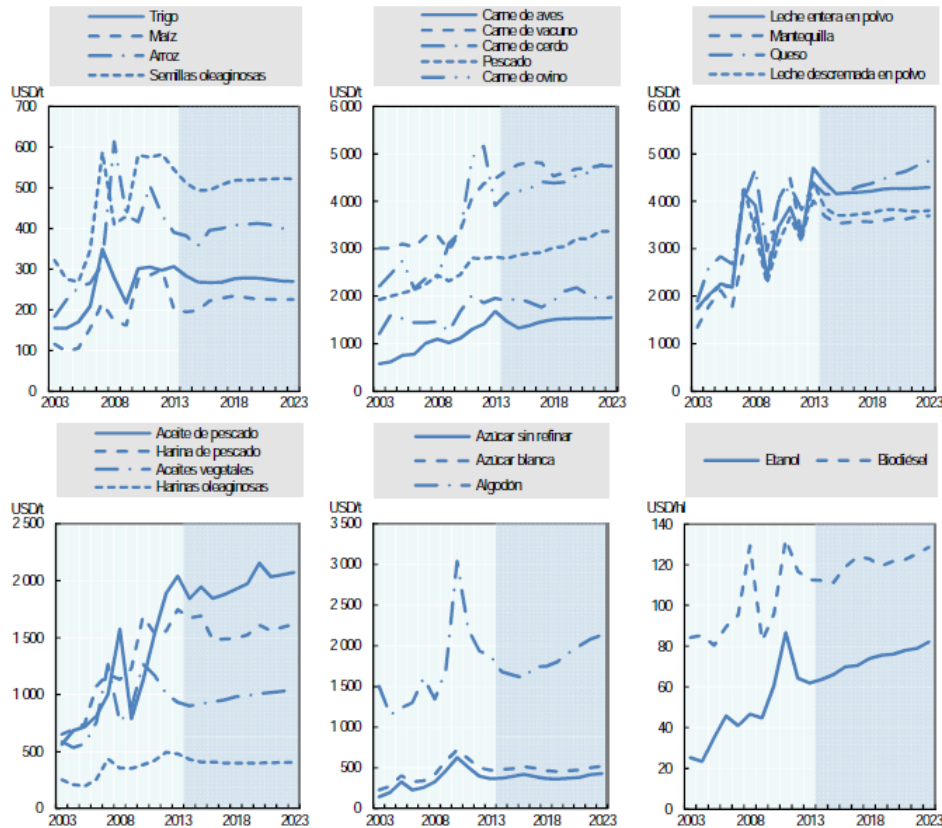
(En 2017 solo se tienen datos de los tres primeros trimestres).

Gráfico 6.3. Evolución del índice de precios de las principales materias primas para el período 2007-2015 (2005=100).



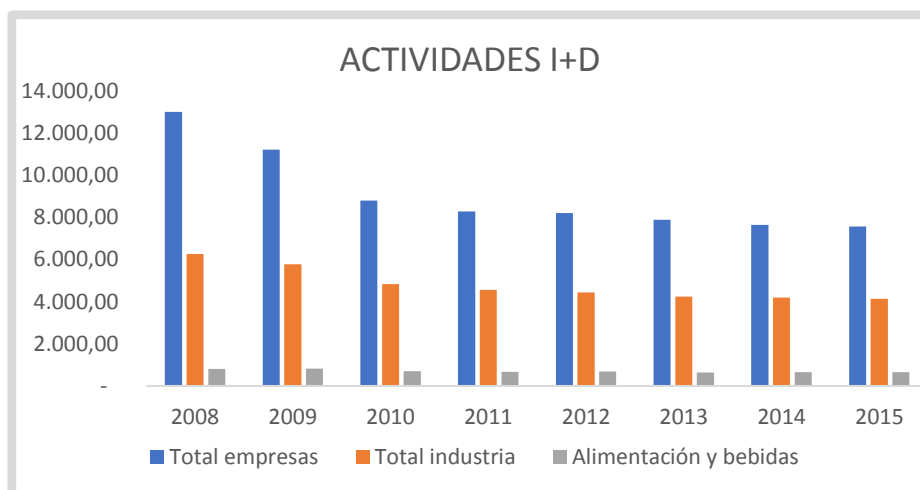
Fuente: FIAB.

Gráfico 6.4. Tendencias de precios en términos nominales para productos agrícolas y cárnicos hacia 2023.



Fuente: secretariados de la OCDE y de la FAO.

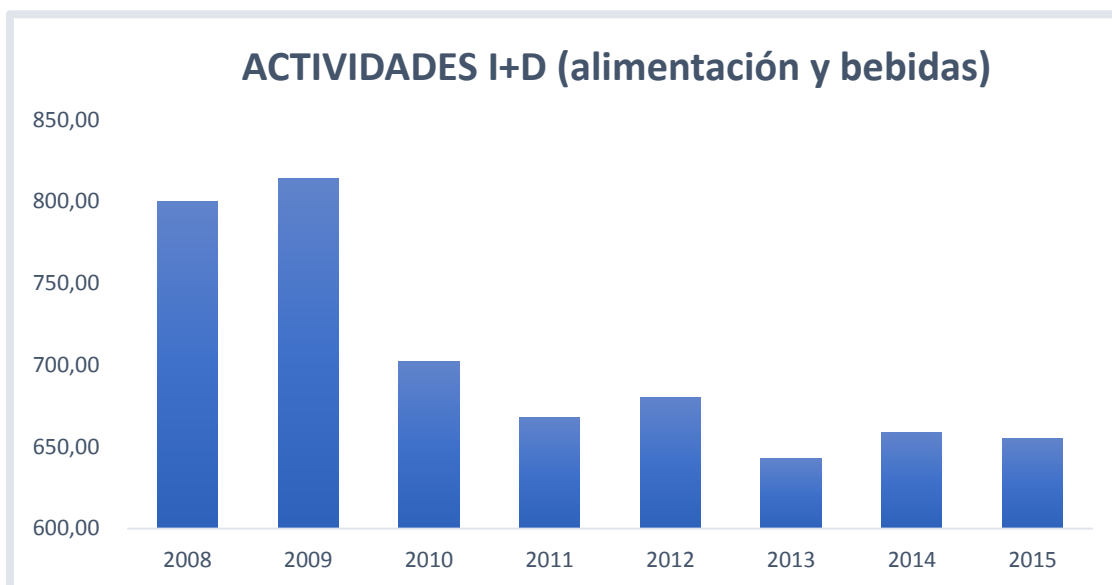
Gráfico 6.5. Número de empresas que han realizado actividades de I+D, por ramas de actividad



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por el Informe Económico 2016 del FIAB.

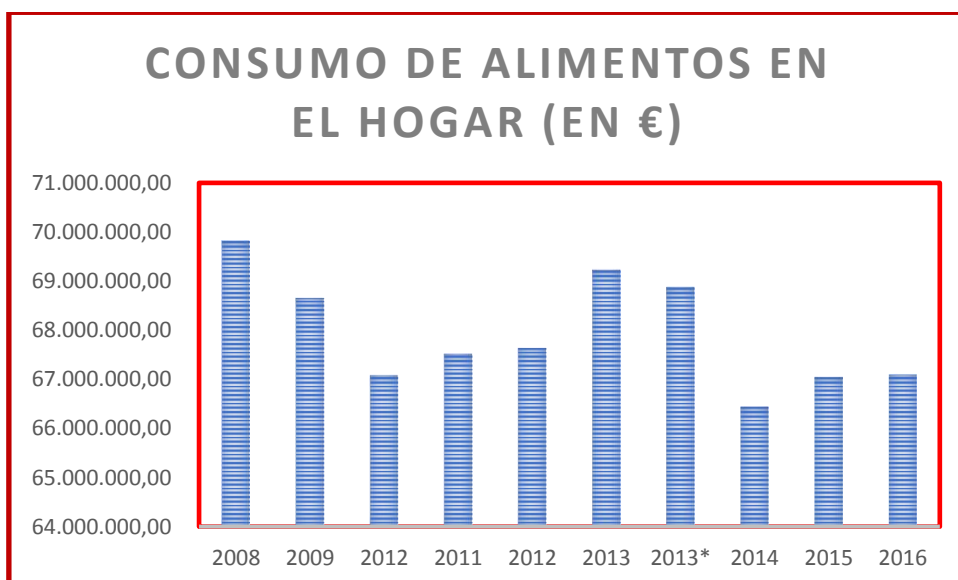
(Se incluyen tanto las actividades realizadas de manera continua como las realizadas de manera ocasional).

Gráfico 6.6. Número de empresas que han realizado actividades de I+D en el sector de alimentación y bebidas.



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por el Informe Económico 2016 del FIAB.

Gráfico 6.7. Evolución del consumo de alimentos en el hogar para el periodo 2008-2016.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la base de datos de consumo en hogares del MAPAMA.

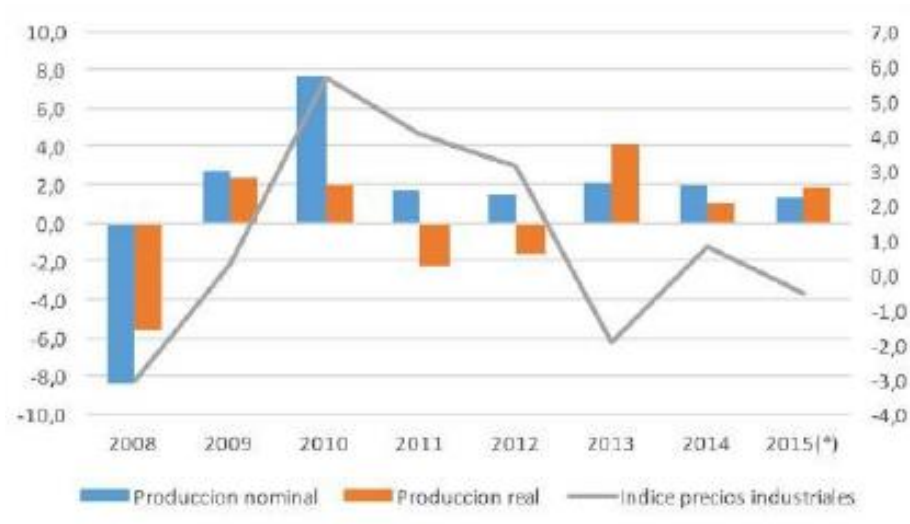
**El año 2013 ha sido reelaborado tras el cambio que se ha producido con ocasión del nuevo censo publicado por el INE.*

Tabla 6.8. Empresas del sector de alimentación y bebidas por estrato de asalariados (Datos a 1 de enero de 2016).

EMPRESAS POR ESTRATO DE ASALARIADOS (datos a 1 de enero de 2016)								
DISTRIBUCIÓN EMPRESAS		ASALARIADOS						
		Sin asalariados	De 1-9	De 10-49	De 50-249	De 250-499	500 y más	Total
TOTAL INDUSTRIA ALIMENTARIA	Nº	7.274	14.894	4.887	873	112	61	28.101
	%	25,9	53,0	17,4	3,1	0,4	0,2	100
TOTAL SECTOR INDUSTRIA	Nº	77.537	88.470	24.300	4.574	527	327	197.191
	%	39,6	45,2	12,4	2,3	0,3	0,2	100

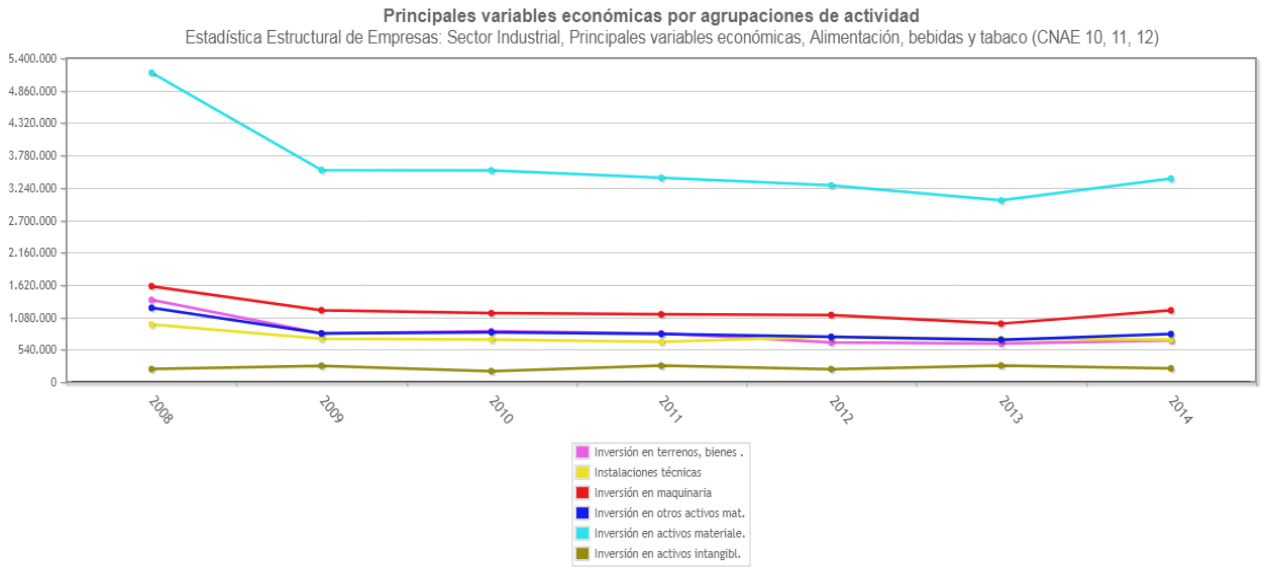
Fuente: Informe Anual de la Industria Alimentaria Española periodo 2014 (Encuesta industrial)-2016_(DIRCE y Comercio Exterior).

Gráfico 6.9. Crecimiento interanual de la producción de Alimentos y Bebidas (porcentaje)



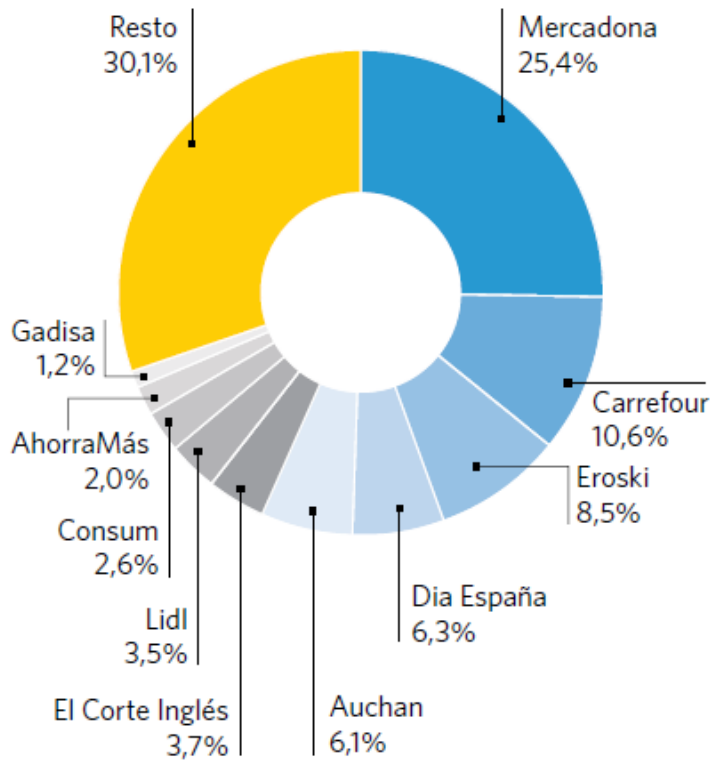
Fuente: elaborado por FIAB a partir de Encuesta Industrial de Empresas, INE. Índice de producción industrial (IPI), INE e Índice de precios industriales (IPRI), INE.

Gráfico 6.10. Inversión en inmovilizado en el sector de alimentación (período 2008 a 2014).



Fuente: INE.

Gráfico 6.11. Reparto de cuota de los principales operadores de comercio al por menor.



Fuente: FIAB.

ANEXO 2. FÓRMULAS Y RATIOS UTILIZADOS EN EL ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS

Tabla 3.1. Ratios utilizados en el análisis financiero a corto plazo.

Fondo de maniobra (FM) ó Capital Circulante (CC)	$AC - PC = [Existencias + Realizable + Disponible] - PC$
Tesorería Neta	$[ANC + CC \text{ real}] - [ANC + CC \text{ mínimo}] =$ $CC \text{ real (total)} - CC \text{ mínimo (explotación)}$
Coficiente básico de financiación	$\frac{ANC + CC \text{ real}}{ANC + CC \text{ mínimo}}$
Ratio de liquidez	$\frac{Activo \text{ Corriente}}{Pasivo \text{ Corriente}}$
Tesorería o liquidez a corto plazo	$\frac{Activo \text{ Corriente} - Existencias}{Pasivo \text{ Corriente}} =$ $\frac{Disponible + Exigible}{Pasivo \text{ Corriente}}$
Disponibilidad inmediata	$\frac{Disponible}{PC}$
Plazo de cobro a clientes	$\frac{Saldo \text{ medio de clientes}}{Ingresos \text{ de explotación (ventas)}} * 365$
Plazo de pago a proveedores	$\frac{Saldo \text{ medio de proveedores}}{Consumo \text{ de explotación (compras)}} * 365$
Financiación clientes- proveedores	$\frac{Proveedores}{Clientes}$

Tabla 3.2. Ratios usados en el análisis financiero a largo plazo.

Solvencia total (ST)	$\frac{\text{Total activo}}{\text{Total pasivo}}$
Ratios de estructura del activo	$\frac{\text{Activo fijo}}{\text{Activo total}}$
	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Activo total}}$
	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Activo fijo}}$
Ratio de autonomía financiera	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio neto}}$
Ratio de dependencia financiera	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto}}$
Otros ratios de estructura financiera	$\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo}}$
	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo}}$
Estructura de los recursos permanentes	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Recursos permanentes (PNC + PN)}}$
	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Recursos permanentes (PNC + PN)}}$
Ratios de cobertura	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Inmovilizado}}$

	$\frac{\text{Recursos permanentes (PN + PNC)}}{\text{Inmovilizado}}$
Ratio de apalancamiento (endeudamiento)	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio neto}}$
Endeudamiento a corto plazo	$\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio neto}}$
Endeudamiento a largo plazo	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Patrimonio neto}}$
Composición endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$
Cobertura de las cargas financieras (CCF)	$\frac{\text{Resultado neto} + \text{Gastos financieros (1 - tipo impositivo)}}{\text{Gastos financieros}}$
Ratios de Autofinanciación	$\frac{\text{Resultado no distribuido}}{\text{Resultado neto}}$
	$\frac{\text{Reservas}}{\text{Patrimonio neto}}$
	$\frac{\text{Resultado no distribuido}}{\text{Reservas}}$

Tabla 3.3. Ratios económicos.

Rentabilidad económica (ROA)	$\frac{\text{BAII (Beneficio antes de intereses e impuestos)}}{\text{Activo total}}$ $= \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}} * \frac{\text{EBIT}}{\text{Ventas}}$
------------------------------	---

	<i>Rotación de activos * Margen sobre ventas</i>
Rotación de activos	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$
Rentabilidad financiera (ROE)	$\frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Fondos propios}}$
Margen bruto	$\frac{\text{Ventas} - \text{Coste de ventas}}{\text{Ventas}}$
Margen comercial	$\frac{\text{Resultado antes de intereses e impuestos}}{\text{Ventas}}$

Tabla 3.4. Ratios bursátiles.

Beneficio por acción (BPA)	$\frac{\text{Resultado neto} - \text{dividendos preferentes}}{\text{Número de acciones ordinarias en circulación}}$
Cash-flow por acción (CFA)	$\frac{\text{Cash flow} = \text{FEE}}{\text{Número de acciones ordinarias en circulación}}$
Dividendo por acción	$\frac{\text{Dividendos pagados}}{\text{Número de acciones ordinarias en circulación}}$
Rentabilidad por dividendo (dividend yield)	$\frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Cotización de la acción}}$
Price Earning Ratio (PER)	$\frac{\text{Cotización}}{\text{BPA}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto}}$
PER Cash-flow	$\frac{\text{Cotización}}{\text{CFA}}$
Pay - out	$\frac{\text{Dividendo repartido}}{\text{Resultado neto}}$
Market-to-book	$\frac{\text{Precio acción (cotización)}}{\text{Valor contable o en libros de la acción}}$

ANEXO 3. FÓRMULAS UTILIZADAS EN EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO

1. Fórmula genérica:

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

Donde:

FCF = Flujos de caja libres estimados

VC_n = valor residual de la empresa en el año n

K = tasa de descuento apropiada según el riesgo de los flujos de fondo

2. Cálculo de los Flujos de caja:

FREE CASH FLOW=
BAIT
-Impuesto sobre beneficios
RESULTADO DEL EJERCICIO
+ amortizaciones
-Incremento de activos fijos (AFN)
-Incremento de las Necesidades Operativas de Financiación (NOF)

3. Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital:

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d (1-t) * \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

Donde:

E = valor de mercado de los fondos propios de la empresa

D = valor de mercado de la deuda

K_e = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

K_d = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda

3.1 Cálculo de la rentabilidad exigida a los accionistas (a partir del modelo CAPM):

$$Ke = Rf + \beta Pm$$

Donde:

Rf= tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo

β = beta de la acción

Pm= prima de riesgo de mercado= Rm-Rf, siendo Rm la rentabilidad del mercado

3.2 Cálculo del coste de la deuda:

$$Kd = \frac{\text{Gastos financieros}}{(\text{Deuda neta } n-1 + \text{Deuda neta } n)/2}$$

4. Cálculo del valor residual:

$$VCn = \frac{FCFn (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Siendo n el último año estudiado (2021) y g la tasa de crecimiento a perpetuidad.

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

$$\text{Valor acciones } t = \sum_{j=1}^n \frac{FCFj}{(1+WACC)^j} + \frac{VCn}{(1+WACC)^n} - \text{Valor actual de la deuda con coste}$$

Donde:

FCF= free cash-flow

WACC= coste promedio del capital

Valor actual de la deuda con coste= valor presente de la deuda con coste que figura en el balance

ANEXO 4. ESTADOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS

4.1 BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO

Tabla 7.1.1. Masas patrimoniales de Ebro Foods.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE (fijo)	84.588	84.055	82.193	77.516	72.502	183.101	146.276	179.830	206.633	181.743
ACTIVO CORRIENTE (circulante)	168.157	162.199	168.920	171.698	212.597	150.509	223.108	155.482	110.892	142.898
Existencias	118.313	119.856	103.628	95.308	89.497	89.793	90.541	92.378	84.029	92.055
Realizable	35.777	33.265	46.263	62.558	114.966	54.913	117.047	58.036	26.001	39.325
Disponible	14.067	9.078	19.029	13.832	8.134	5.803	15.520	5.068	862	11.518
TOTAL ACTIVO	252.745	246.254	251.113	249.214	285.099	333.610	369.384	335.312	317.525	324.641
PATRIMONIO NETO	198.370	172.107	177.063	173.662	175.292	192.207	202.010	205.487	227.437	248.471
PASIVO NO CORRIENTE	5.629	7.580	6.027	6.915	5.982	16.334	14.686	15.997	14.499	3.737
PASIVO CORRIENTE	48.746	66.567	68.023	68.637	103.825	125.069	152.688	113.828	75.589	72.433
TOTAL PASIVO	54.375	74.147	74.050	75.552	109.807	141.403	167.374	129.825	90.088	76.170
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	252.745	246.254	251.113	249.214	285.099	333.610	369.384	335.312	317.525	324.641

Tabla 7.1.2 Análisis de estructura de Ebro Foods.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE (fijo)	33,47%	34,13%	32,73%	31,10%	25,43%	54,88%	39,60%	53,63%	65,08%	55,98%
ACTIVO CORRIENTE (circulante)	66,53%	65,87%	67,27%	68,90%	74,57%	45,12%	60,40%	46,37%	34,92%	44,02%
Existencias	46,81%	48,67%	41,27%	38,24%	31,39%	26,92%	24,51%	27,55%	26,46%	28,36%
Realizable	14,16%	13,51%	18,42%	25,10%	40,32%	16,46%	31,69%	17,31%	8,19%	12,11%
Disponible	5,57%	3,69%	7,58%	5,55%	2,85%	1,74%	4,20%	1,51%	0,27%	3,55%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PATRIMONIO NETO	78,49%	69,89%	70,51%	69,68%	61,48%	57,61%	54,69%	61,28%	71,63%	76,54%
PASIVO NO CORRIENTE	2,23%	3,08%	2,40%	2,77%	2,10%	4,90%	3,98%	4,77%	4,57%	1,15%
PASIVO CORRIENTE	19,29%	27,03%	27,09%	27,54%	36,42%	37,49%	41,34%	33,95%	23,81%	22,31%
TOTAL PASIVO	21,51%	30,11%	29,49%	30,32%	38,52%	42,39%	45,31%	38,72%	28,37%	23,46%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 7.1.3. Evolución de las masas patrimoniales de Ebro Foods.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE (fijo)	-17,34%	-1,95%	-2,85%	8,15%	-1,03%	4,88%	10,47%	8,35%	4,26%
ACTIVO CORRIENTE (circulante)	35,83%	-43,50%	27,49%	-27,02%	4,76%	-5,51%	22,25%	6,18%	13,12%
Existencias	-29,33%	-22,38%	-6,16%	38,47%	-3,69%	10,84%	11,21%	2,45%	11,46%
Realizable	93,62%	-61,82%	-20,11%	12,37%	-5,66%	-1,97%	12,73%	8,26%	3,01%
Disponibile	24,30%	70,03%	177,95%	-82,39%	77,52%	-45,72%	103,87%	10,07%	37,66%
TOTAL ACTIVO	1,40%	-21,57%	7,47%	-6,05%	0,78%	1,50%	14,04%	7,64%	7,10%
PATRIMONIO NETO	0,53%	5,65%	23,82%	-1,18%	6,60%	2,07%	8,42%	6,36%	5,69%
PASIVO NO CORRIENTE	-14,37%	-14,40%	-15,38%	-14,38%	-16,37%	6,17%	11,72%	37,15%	11,45%
PASIVO CORRIENTE	18,46%	-53,31%	2,32%	-9,70%	1,98%	-4,30%	34,53%	-12,57%	6,14%
TOTAL PASIVO	1,90%	-36,82%	-7,84%	-12,17%	-7,45%	0,56%	23,35%	9,51%	9,10%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1,40%	-21,57%	7,47%	-6,05%	0,78%	1,50%	14,04%	7,64%	7,10%

Tabla 7.1.4. Masas patrimoniales de Viscofan.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE (fijo)	299.630	306.785	313.338	334.421	351.831	373.261	411.963	413.178	416.188	477.457
ACTIVO CORRIENTE (circulante)	266.150	289.681	302.651	354.750	345.465	404.308	378.712	463.721	415.733	453.537
Existencias	143.013	156.540	150.045	159.258	175.076	197.837	202.989	189.085	208.637	229.578
Realizable	106.030	119.127	126.843	138.191	155.641	161.608	158.984	249.035	162.643	178.905
Disponibile	17.107	14.014	25.763	57.301	14.748	44.863	16.739	25.601	44.453	45.054
TOTAL ACTIVO	565.780	596.466	615.989	689.171	697.296	777.569	790.675	876.899	831.921	930.994
PATRIMONIO NETO	295.807	303.275	345.207	406.369	449.436	498.569	521.617	575.867	633.199	708.081
PASIVO NO CORRIENTE	114.385	124.978	116.711	101.271	83.656	83.377	94.830	99.866	82.539	103.996
PASIVO CORRIENTE	155.588	168.213	154.071	181.531	164.204	195.623	174.228	201.166	116.183	118.917
TOTAL PASIVO	269.973	293.191	270.782	282.802	247.860	279.000	269.058	301.032	198.722	222.913
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	565.780	596.466	615.989	689.171	697.296	777.569	790.675	876.899	831.921	930.994

Tabla 7.2.15. Variación interanual de las partidas de la cuenta de PyG de Deoleo.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios	0,11%	-12,64%	-6,06%	-7,04%	-13,73%	-1,92%	-4,89%	5,70%	-14,94%
Otros ingresos	78,12%	-27,33%	-8,80%	-28,63%	-4,42%	34,16%	-68,54%	6,12%	40,42%
Variación de existencias de productos terminados o en curso	77,34%	-185,64%	-16,99%	116,17%	-142,60%	-328,33%	-98,58%	-3413,73%	-208,86%
Aprovisionamientos	6,81%	-20,90%	-6,89%	-10,99%	-10,56%	-6,67%	-1,66%	18,23%	-23,19%
Gastos de personal	4,94%	-8,65%	14,57%	-28,74%	3,36%	-23,05%	-1,50%	6,78%	14,79%
Otros gastos de explotación	-6,64%	-7,40%	-1,08%	-16,62%	0,17%	-18,11%	6,14%	7,86%	-4,08%
Resultado enajenación inmovilizado	938,79%	-92,41%	218,88%	-397,73%	-99,31%	46,43%	1304,88%	-150,87%	-1027,65%
RESULTADO OPERATIVO O EBITDA	-44,16%	45,28%	-27,35%	67,74%	-9,46%	17,35%	-10,30%	-69,24%	-49,09%
Amortizaciones	-1,37%	15,39%	6,71%	-16,08%	-3,45%	-7,65%	1,09%	14,93%	-3,80%
Deterioro	257,55%	528,73%	-67,48%	-34,82%	462,38%	-99,23%	804,53%	179,84%	335,43%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-103,41%	6724,33%	-74,34%	-175,66%	-705,28%	-144,76%	-32,90%	-186,48%	372,88%
Ingresos financieros	45,11%	-70,77%	258,15%	-95,59%	256,27%	57,93%	14,64%	7,24%	-26,53%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	-40,04%	-292,46%	-126,49%	-5,86%	-609,68%	-158,85%	-24,03%	-131,96%	750,12%
Gastos financieros	335,85%	-61,86%	-40,12%	-60,75%	11,95%	-0,59%	69,13%	-18,18%	-9,65%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	50643,04%	-25,39%	-75,35%	-84,81%	1701,02%	-122,28%	-120,07%	856,36%	185,49%
Impuesto sobre resultados ordinarios	320,78%	-23,09%	-95,29%	-464,99%	717,67%	-80,06%	306,28%	-112,66%	134,68%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-1517,22%	-26,09%	-68,97%	-66,34%	1183,06%	-108,11%	-472,06%	-17,22%	192,50%
RESULTADOS EXCEPCIONALES									
Impuesto sobre resultados excepcionales									
RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS	-1517,22%	-26,09%	-68,97%	-66,34%	1183,06%	-108,11%	-472,06%	-17,22%	192,50%
RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS	425,92%	-91,54%	48,62%	180,84%	-100,00%				
RESULTADO DEL EJERCICIO	-771,65%	-6,43%	-72,16%	-102,17%	-22858,57%	-108,11%	-472,06%	-17,22%	192,50%

4.3 ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO CONSOLIDADO

Tabla 7.3.1. Estado de Flujos de Efectivo de Ebro Foods.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (FEE)	230.944	143.703	245.808	199.490	58.496	220.734	161.118	211.275	254.140	185.661
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (FEI)	- 83.819	- 65.273	298.625	531.126	-253.662	- 37.029	- 163.961	- 60.193	-146.847	-104.725
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (FEF)	-126.349	- 52.079	-466.421	-384.341	-265.048	-106.050	- 70.476	- 66.371	- 98.234	- 8.183
EFFECTO DE LAS VARIACIONES EN EL TIPO DE CAMBIO	16	- 150	- 739	- 533	- 3.607	- 1.237	- 1.093	4.709	1.104	2.129
Aumento/ Disminución neta del efectivo o equivalentes	20.792	26.201	77.273	345.742	-463.821	76.418	- 74.412	89.420	10.163	74.882
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO	73.807	96.189	122.657	209.965	561.691	97.322	168.726	102.859	201.475	216.458
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	94.599	122.390	199.930	555.707	97.870	173.740	94.314	192.279	211.638	291.340

Tabla 7.3.2. Estado de Flujos de Efectivo de Viscofan.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (FEE)	68.778	55.859	123.992	121.470	112.238	104.212	123.783	118.315	137.698	140.519
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (FEI)	- 31.654	- 45.473	- 47.191	- 61.147	- 71.440	- 58.290	-100.773	- 55.889	- 3.097	- 78.163
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (FEF)	- 32.250	- 10.464	- 64.342	- 30.655	- 83.299	- 15.781	- 51.343	- 51.244	-118.696	- 62.200
EFFECTO DE LAS VARIACIONES EN EL TIPO DE CAMBIO	- 3.015	- 710	1.870	- 52	26	209	2.320	2.947	445	
Aumento/ Disminución neta del efectivo o equivalentes	4.874	3.093	11.749	31.538	- 42.553	30.115	- 28.124	8.862	18.852	601
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO	12.233	17.107	14.014	25.763	57.301	14.748	44.863	16.739	25.601	44.453
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	17.107	14.014	25.763	57.301	14.748	44.863	16.739	25.601	44.453	45.054

Tabla 7.3.3. Estado de Flujos de Efectivo de Barón de Ley.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (FEE)	34.992	28.909	29.571	39.529	38.724	26.559	32.732	30.988	26.861	24.885
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (FEI)	- 12.649	- 9.360	- 8.350	- 20.885	- 58.731	- 62.340	- 30.097	42.616	8.038	13.021
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (FEF)	- 16.458	- 24.538	- 11.270	- 23.841	14.309	33.450	7.082	- 84.056	- 39.105	- 27.250
Aumento/ Disminución neta del efectivo o equivalentes	5.885	4.989	9.951	5.197	5.698	2.331	9.717	- 10.452	4.206	10.656
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO	8.182	14.067	9.078	19.029	13.832	8.134	5.803	15.520	5.068	862
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	14.067	9.078	19.029	13.832	8.134	5.803	15.520	5.068	862	11.518

Tabla 7.3.4. Estado de Flujos de Efectivo de Bodegas Riojanas.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (FEE)	3.914	2.278	879	1.693	3.409	1.977	2.464	2.258	2.341	1.733
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (FEI)	- 1.310	- 520	- 310	- 951	- 662	- 805	- 759	- 1.779	- 3.734	- 2.739
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (FEF)	- 2.602	- 1.749	- 580	- 584	- 2.855	- 1.086	- 1.810	- 469	1.402	1.011
Aumento/ Disminución neta del efectivo o equivalentes	2	9	11	158	108	86	105	10	9	5
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO	53	55	64	53	211	103	189	84	94	103
EFECTIVO O EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	55	64	53	211	103	189	84	94	103	108

Tabla 7.3.5. Estado de Flujos de Efectivo de Deoleo.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (FEE)	3.005	-447.925	99.376	54.910	192.808	62.264	137.667	- 25.539	- 30.316	- 10.339
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (FEI)	- 51.433	-544.716	- 27.480	2.438	- 5.756	- 6.162	- 11.001	11.605	- 6.915	- 1.617
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (FEF)	117	941.115	-133.471	70.052	-212.354	- 46.213	- 76.256	- 84.739	- 582	- 6.678
Aumento/ Disminución neta del efectivo o equivalentes	- 48.311	51.526	- 61.575	127.400	- 25.302	9.889	50.410	- 98.673	- 37.813	- 18.634
EFFECTIVO O EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL EJERCICIO	177.541	129.230	77.704	16.129	143.529	118.227	128.116	178.526	79.853	42.040
EFFECTIVO O EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	129.230	77.704	16.129	143.529	118.227	128.116	178.526	79.853	42.040	23.406

ANEXO 5. ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

Tabla 8.1.1. Ratios financieros a corto plazo.

Ratios financieros a c/p de EBRO FOODS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondo de maniobra	122.731	352.098	322.925	560.292	304.266	333.873	308.727	312.073	465.594	570.370
Tesorería Neta	- 282.061	15.549	56.178	341.666	- 91.942	- 47.415	- 76.248	- 108.510	51.365	100.003
Coficiente básico de financiación	0,89	1,01	1,03	1,18	0,96	0,98	0,97	0,96	1,02	1,03
Ratio de liquidez	1,11	1,28	1,55	1,93	1,56	1,60	1,58	1,44	1,74	1,86
Tesorería o liquidez a corto plazo	0,64	1,00	1,08	1,50	0,90	0,98	0,86	0,84	1,04	1,12
Disponibilidad inmediata	0,09	0,09	0,34	0,92	0,18	0,31	0,18	0,27	0,34	0,44
Ratios financieros a c/p de VISCOFAN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondo de maniobra	110.562	121.468	148.580	173.219	181.261	208.685	204.484	262.555	299.550	334.620
Tesorería Neta	- 61.103	- 75.508	- 51.625	- 36.311	- 50.223	- 54.829	- 54.823	3.255	22.753	22.841
Coficiente básico de financiación	0,87	0,85	0,90	0,93	0,91	0,91	0,92	1,00	1,03	1,03
Ratio de liquidez	1,71	1,72	1,96	1,95	2,10	2,07	2,17	2,31	3,58	3,81
Tesorería o liquidez a corto plazo	0,79	0,79	0,99	1,08	1,04	1,06	1,01	1,37	1,78	1,88
Disponibilidad inmediata	0,11	0,08	0,17	0,32	0,09	0,23	0,10	0,13	0,38	0,38
Ratios financieros a c/p de BARÓN DE LEY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondo de maniobra	119.411	95.632	100.897	103.061	108.772	25.440	70.420	41.654	35.303	70.465
Tesorería Neta	3.342	- 17.286	- 6.919	6.333	20.182	- 60.597	- 9.390	- 34.343	- 34.060	1.548
Coficiente básico de financiación	1,02	0,91	0,96	1,04	1,13	0,77	0,96	0,87	0,88	1,01
Ratio de liquidez	3,45	2,44	2,48	2,50	2,05	1,20	1,46	1,37	1,47	1,97
Tesorería o liquidez a corto plazo	1,02	0,64	0,96	1,11	1,19	0,49	0,87	0,55	0,36	0,70
Disponibilidad inmediata	0,29	0,14	0,28	0,20	0,08	0,05	0,10	0,04	0,01	0,16
Ratios financieros a c/p de BODEGAS RIOJANAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondo de maniobra	12.248	13.687	16.779	18.852	19.086	20.058	19.760	18.909	23.973	23.920
Tesorería Neta	- 18.894	- 17.792	- 16.948	- 15.906	- 15.533	- 14.469	- 14.389	- 14.547	- 9.285	- 10.044
Coficiente básico de financiación	0,60	0,62	0,65	0,67	0,68	0,69	0,69	0,69	0,81	0,80
Ratio de liquidez	1,47	1,56	1,79	1,90	1,94	2,00	1,98	1,88	2,42	2,41
Tesorería o liquidez a corto plazo	0,41	0,36	0,41	0,50	0,54	0,60	0,60	0,55	0,69	0,57
Disponibilidad inmediata	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
Ratios financieros a c/p de DEOLEO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondo de maniobra	11.608	- 724.644	- 834.756	414.212	295.352	256.528	191.826	186.037	151.950	137.003
Tesorería Neta	- 334.067	- 1.295.572	- 1.117.741	221.006	94.970	92.704	142.937	107.941	59.960	32.126
Coficiente básico de financiación	0,77	0,44	0,45	1,13	1,06	1,07	1,11	1,09	1,05	1,03
Ratio de liquidez	1,02	0,57	0,41	2,26	2,46	2,28	1,67	2,02	1,92	2,59
Tesorería o liquidez a corto plazo	0,59	0,33	0,24	1,72	1,66	1,53	1,28	1,36	1,07	1,40
Disponibilidad inmediata	0,20	0,05	0,01	0,44	0,58	0,64	0,63	0,44	0,25	0,27

Tabla 8.1.2. Otros ratios financieros a corto plazo.

Otros ratios financieros a c/p de EBRO FOODS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Plazo de cobro a clientes	83,55	64,93	65,83	54,97	59,68	59,02	56,56	54,69	52,31	53,97
Plazo de pago a proveedores	144,00	125,39	140,26	140,41	102,34	88,18	83,92	82,07	76,03	82,19
Financiación clientes-proveedores	1,12	1,34	0,84	1,11	0,71	0,80	0,80	0,84	0,86	0,83
Otros ratios financieros a c/p de VISCOFAN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Plazo de cobro a clientes	64,57	63,13	64,30	63,31	65,11	62,19	70,82	65,82	62,47	67,44
Plazo de pago a proveedores	158,52	107,10	93,47	90,26	70,60	50,33	64,10	51,89	37,89	46,69
Financiación clientes-proveedores	0,49	0,53	0,35	0,37	0,32	0,27	0,30	0,17	0,21	0,18
Otros ratios financieros a c/p de BARÓN DE LEY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Plazo de cobro a clientes	123,02	124,38	118,45	120,14	120,73	113,14	104,46	99,01	98,27	99,15
Plazo de pago a proveedores	314,25	303,71	315,92	223,27	172,72	198,02	190,24	164,77	99,54	82,61
Financiación clientes-proveedores	0,81	1,37	0,87	0,52	0,54	0,59	0,82	0,56	0,34	0,40
Otros ratios financieros a c/p de BODEGAS RIOJANAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Plazo de cobro a clientes	228,21	229,49	223,11	213,81	229,27	239,49	244,79	235,23	218,09	189,34
Plazo de pago a proveedores	295,31	230,93	240,39	159,49	183,66	215,43	213,34	194,28	206,91	190,88
Financiación clientes-proveedores	0,45	0,50	0,32	0,28	0,28	0,30	0,32	0,38	0,44	0,50
Otros ratios financieros a c/p de DEOLEO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Plazo de cobro a clientes	58,76	62,28	67,83	60,09	62,47	59,62	51,26	51,04	39,59	36,52
Plazo de pago a proveedores	40,54	55,99	62,83	68,74	72,68	69,77	95,60	96,78	76,10	70,83
Financiación clientes-proveedores	0,46	0,86	0,73	0,84	0,80	0,84	1,57	1,42	1,68	0,91

ANEXO 6. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

Tabla 8.2.1. Ratios financieros a largo plazo.

Ratios financieros a l/p de EBRO FOODS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solvencia total	1,57	1,56	1,94	2,26	2,42	2,63	2,65	2,45	2,41	2,37
Ratios de estructura del activo:										
Activo fijo/ Activo total	0,65	0,53	0,66	0,60	0,69	0,67	0,70	0,67	0,68	0,66
Activo corriente/ Activo total	0,35	0,47	0,34	0,40	0,31	0,33	0,30	0,33	0,32	0,34
Activo corriente/ Activo no corriente	0,54	0,89	0,52	0,68	0,46	0,48	0,44	0,48	0,47	0,51
Ratio de autonomía financiera	0,36	0,36	0,48	0,56	0,59	0,62	0,62	0,59	0,59	0,58
Ratio de dependencia financiera	0,64	0,64	0,52	0,44	0,41	0,38	0,38	0,41	0,41	0,42
Otros ratios de estructura financiera:										
Pasivo corriente/ PN + Pasivo	0,32	0,37	0,22	0,21	0,20	0,20	0,19	0,23	0,18	0,18
Pasivo no corriente/ PN + Pasivo	0,32	0,27	0,30	0,23	0,21	0,18	0,18	0,18	0,23	0,24
Estructura de los recursos permanentes:										
PN/ Recursos Permanentes	0,53	0,57	0,62	0,70	0,73	0,78	0,77	0,77	0,72	0,71
Pasivo no corriente/ Recursos Permanentes	0,47	0,43	0,38	0,30	0,27	0,22	0,23	0,23	0,28	0,29
Ratios financieros a l/p de VISCOFAN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solvencia total	2,10	2,03	2,27	2,44	2,81	2,79	2,94	2,91	4,19	4,18
Ratios de estructura del activo:										
Activo fijo/ Activo total	0,53	0,51	0,51	0,49	0,50	0,48	0,52	0,47	0,50	0,51
Activo corriente/ Activo total	0,47	0,49	0,49	0,51	0,50	0,52	0,48	0,53	0,50	0,49
Activo corriente/ Activo no corriente	0,89	0,94	0,97	1,06	0,98	1,08	0,92	1,12	1,00	0,95
Ratio de autonomía financiera	0,52	0,51	0,56	0,59	0,64	0,64	0,66	0,66	0,76	0,76
Ratio de dependencia financiera	0,48	0,49	0,44	0,41	0,36	0,36	0,34	0,34	0,24	0,24
Otros ratios de estructura financiera:										
Pasivo corriente/ PN + Pasivo	0,27	0,28	0,25	0,26	0,24	0,25	0,22	0,23	0,14	0,13
Pasivo no corriente/ PN + Pasivo	0,20	0,21	0,19	0,15	0,12	0,11	0,12	0,11	0,10	0,11
Estructura de los recursos permanentes:										
PN/ Recursos Permanentes	0,72	0,71	0,75	0,80	0,84	0,86	0,85	0,85	0,88	0,87
Pasivo no corriente/ Recursos Permanentes	0,28	0,29	0,25	0,20	0,16	0,14	0,15	0,15	0,12	0,13
Ratios financieros a l/p de BARÓN DE LEY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solvencia total	4,65	3,32	3,39	3,30	2,60	2,36	2,21	2,58	3,52	4,26
Ratios de estructura del activo:										
Activo fijo/ Activo total	0,33	0,34	0,33	0,31	0,25	0,55	0,40	0,54	0,65	0,56
Activo corriente/ Activo total	0,67	0,66	0,67	0,69	0,75	0,45	0,60	0,46	0,35	0,44
Activo corriente/ Activo no corriente	1,99	1,93	2,06	2,22	2,93	0,82	1,53	0,86	0,54	0,79
Ratio de autonomía financiera	0,78	0,70	0,71	0,70	0,61	0,58	0,55	0,61	0,72	0,77
Ratio de dependencia financiera	0,22	0,30	0,29	0,30	0,39	0,42	0,45	0,39	0,28	0,23
Otros ratios de estructura financiera:										
Pasivo corriente/ PN + Pasivo	0,19	0,27	0,27	0,28	0,36	0,37	0,41	0,34	0,24	0,22
Pasivo no corriente/ PN + Pasivo	0,02	0,03	0,02	0,03	0,02	0,05	0,04	0,05	0,05	0,01
Estructura de los recursos permanentes:										
PN/ Recursos Permanentes	0,97	0,96	0,97	0,96	0,97	0,92	0,93	0,93	0,94	0,99
Pasivo no corriente/ Recursos Permanentes	0,03	0,04	0,03	0,04	0,03	0,08	0,07	0,07	0,06	0,01
Ratios financieros a l/p de BODEGAS RIOJANAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solvencia total	1,82	1,85	1,88	1,85	1,88	1,88	1,90	1,88	1,82	1,69
Ratios de estructura del activo:										
Activo fijo/ Activo total	0,29	0,29	0,27	0,26	0,25	0,24	0,24	0,25	0,28	0,30
Activo corriente/ Activo total	0,71	0,71	0,73	0,74	0,75	0,76	0,76	0,75	0,72	0,70
Activo corriente/ Activo no corriente	2,43	2,51	2,69	2,86	2,95	3,12	3,19	3,05	2,59	2,38
Ratio de autonomía financiera	0,45	0,46	0,47	0,46	0,47	0,47	0,47	0,47	0,45	0,41
Ratio de dependencia financiera	0,55	0,54	0,53	0,54	0,53	0,53	0,53	0,53	0,55	0,59
Otros ratios de estructura financiera:										
Pasivo corriente/ PN + Pasivo	0,48	0,46	0,41	0,39	0,39	0,38	0,38	0,40	0,30	0,29
Pasivo no corriente/ PN + Pasivo	0,07	0,08	0,12	0,15	0,15	0,15	0,14	0,13	0,25	0,30
Estructura de los recursos permanentes:										
PN/ Recursos Permanentes	0,87	0,85	0,79	0,75	0,76	0,75	0,77	0,78	0,64	0,58
Pasivo no corriente/ Recursos Permanentes	0,13	0,15	0,21	0,25	0,24	0,25	0,23	0,22	0,36	0,42
Ratios financieros a l/p de DEOLEO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solvencia total	1,54	1,13	1,15	1,56	1,69	1,51	1,57	1,60	1,56	1,41
Ratios de estructura del activo:										
Activo fijo/ Activo total	0,63	0,65	0,75	0,68	0,75	0,73	0,72	0,76	0,78	0,80
Activo corriente/ Activo total	0,37	0,35	0,25	0,32	0,25	0,27	0,28	0,24	0,22	0,20
Activo corriente/ Activo no corriente	0,60	0,55	0,33	0,48	0,33	0,38	0,38	0,32	0,29	0,24
Ratio de autonomía financiera	0,35	0,12	0,13	0,36	0,41	0,34	0,36	0,37	0,36	0,29
Ratio de dependencia financiera	0,65	0,88	0,87	0,64	0,59	0,66	0,64	0,63	0,64	0,71
Otros ratios de estructura financiera:										
Pasivo corriente/ PN + Pasivo	0,37	0,62	0,61	0,14	0,10	0,12	0,17	0,12	0,12	0,08
Pasivo no corriente/ PN + Pasivo	0,28	0,26	0,26	0,50	0,49	0,54	0,47	0,51	0,53	0,64
Estructura de los recursos permanentes:										
PN/ Recursos Permanentes	0,55	0,31	0,34	0,42	0,46	0,38	0,43	0,43	0,41	0,31
Pasivo no corriente/ Recursos Permanentes	0,45	0,69	0,66	0,58	0,54	0,62	0,57	0,57	0,59	0,69

Tabla 8.2.2. Otros ratios financieros a largo plazo.

Otros ratios financieros a l/p de EBRO FOODS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ratios de cobertura:										
PN/ Activo no corriente	0,56	0,68	0,73	0,93	0,85	0,92	0,89	0,88	0,86	0,87
Recursos Permanentes/ Activo no corriente	1,06	1,19	1,18	1,33	1,16	1,18	1,16	1,15	1,20	1,24
Ratio de endeudamiento										
Endeudamiento a corto plazo	1,76	1,79	1,07	0,79	0,71	0,61	0,60	0,69	0,71	0,73
Endeudamiento a largo plazo	0,87	1,03	0,45	0,38	0,34	0,33	0,31	0,38	0,31	0,32
Endeudamiento a largo plazo	0,89	0,76	0,61	0,42	0,36	0,28	0,30	0,31	0,39	0,42
Composición endeudamiento	1,02	0,74	1,35	1,12	1,06	0,87	0,96	0,80	1,25	1,32
Cobertura de las cargas financieras										
	1,43	1,64	3,37	9,55	5,06	3,23	5,47	4,92	3,23	4,33
Ratios de autofinanciación:										
Resultado no distribuido/Resultado neto	38,05%	15,06%	13,12%	83,51%	39,12%	41,74%	41,67%	29,82%	40,99%	46,65%
Reservas/Patrimonio neto	92,31%	97,34%	96,35%	94,78%	98,49%	95,09%	96,51%	91,64%	88,34%	87,46%
Resultado no distribuido/ Reservas	3,12%	1,66%	1,81%	21,32%	3,79%	4,11%	3,35%	2,59%	3,51%	4,45%
Otros ratios financieros a l/p de VISCOFAN										
Ratios de cobertura:										
PN/ Activo no corriente	0,99	0,99	1,10	1,22	1,28	1,34	1,27	1,39	1,52	1,48
Recursos Permanentes/ Activo no corriente	1,37	1,40	1,47	1,52	1,52	1,56	1,50	1,64	1,72	1,70
Ratio de endeudamiento										
Endeudamiento a corto plazo	0,91	0,97	0,78	0,70	0,55	0,56	0,52	0,52	0,31	0,31
Endeudamiento a largo plazo	0,53	0,55	0,45	0,45	0,37	0,39	0,33	0,35	0,18	0,17
Endeudamiento a largo plazo	0,39	0,41	0,34	0,25	0,19	0,17	0,18	0,17	0,13	0,15
Composición endeudamiento	0,74	0,74	0,76	0,56	0,51	0,43	0,54	0,50	0,71	0,87
Cobertura de las cargas financieras										
	2,63	1,89	2,85	3,53	20,55	10,23	20,84	18,20	9,38	37,66
Ratios de autofinanciación:										
Resultado no distribuido/Resultado neto	80,71%	81,41%	81,14%	71,13%	54,25%	51,47%	48,86%	48,60%	47,97%	46,32%
Reservas/Patrimonio neto	83,51%	92,47%	77,44%	76,79%	74,44%	77,59%	84,58%	83,92%	84,69%	83,63%
Resultado no distribuido/ Reservas	15,09%	14,92%	19,51%	18,54%	16,42%	13,98%	11,24%	10,71%	10,74%	9,78%
Otros ratios financieros a l/p de BARÓN DE LEY										
Ratios de cobertura:										
PN/ Activo no corriente	2,35	2,05	2,15	2,24	2,42	1,05	1,38	1,14	1,10	1,37
Recursos Permanentes/ Activo no corriente	2,41	2,14	2,23	2,33	2,50	1,14	1,48	1,23	1,17	1,39
Ratio de endeudamiento										
Endeudamiento a corto plazo	0,27	0,43	0,42	0,44	0,63	0,74	0,83	0,63	0,40	0,31
Endeudamiento a largo plazo	0,25	0,39	0,38	0,40	0,59	0,65	0,76	0,55	0,33	0,29
Endeudamiento a largo plazo	0,03	0,04	0,03	0,04	0,03	0,08	0,07	0,08	0,06	0,02
Composición endeudamiento	0,12	0,11	0,09	0,10	0,06	0,13	0,10	0,14	0,19	0,05
Cobertura de las cargas financieras										
	7,77	18,11	14,38	15,08	2,27	9,00	6,46	12,54	39,56	145,40
Ratios de autofinanciación:										
Resultado no distribuido/Resultado neto	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Reservas/Patrimonio neto	84,98%	86,85%	89,30%	88,03%	92,48%	89,63%	94,36%	89,68%	85,70%	87,89%
Resultado no distribuido/ Reservas	15,12%	12,55%	9,77%	11,54%	6,22%	10,65%	9,72%	15,01%	12,04%	13,07%
Otros ratios financieros a l/p de BODEGAS RIOJANAS										
Ratios de cobertura:										
PN/ Activo no corriente	1,55	1,61	1,73	1,77	1,85	1,93	1,99	1,89	1,62	1,38
Recursos Permanentes/ Activo no corriente	1,77	1,90	2,18	2,36	2,43	2,56	2,58	2,42	2,52	2,39
Ratio de endeudamiento										
Endeudamiento a corto plazo	1,21	1,18	1,13	1,18	1,14	1,14	1,11	1,14	1,22	1,45
Endeudamiento a largo plazo	1,07	1,00	0,87	0,85	0,83	0,81	0,81	0,86	0,66	0,72
Endeudamiento a largo plazo	0,14	0,18	0,26	0,33	0,31	0,33	0,30	0,28	0,56	0,73
Composición endeudamiento	0,14	0,18	0,30	0,39	0,38	0,40	0,37	0,33	0,84	1,02
Cobertura de las cargas financieras										
	1,63	1,20	1,30	1,42	1,20	1,20	1,27	1,32	1,68	2,16
Ratios de autofinanciación:										
Resultado no distribuido/Resultado neto	30,78%	32,76%	17,45%	23,49%	25,58%	27,56%	29,02%	27,01%	23,98%	27,02%
Reservas/Patrimonio neto	77,97%	80,00%	80,77%	80,69%	84,27%	84,67%	84,73%	85,16%	83,91%	91,41%
Resultado no distribuido/ Reservas	2,15%	1,36%	0,58%	0,84%	0,90%	0,99%	1,15%	1,12%	1,10%	1,28%
Otros ratios financieros a l/p de DEOLEO										
Ratios de cobertura:										
PN/ Activo no corriente	0,56	0,18	0,17	0,53	0,55	0,46	0,50	0,49	0,46	0,36
Recursos Permanentes/ Activo no corriente	1,01	0,59	0,52	1,27	1,20	1,21	1,15	1,16	1,14	1,15
Ratio de endeudamiento										
Endeudamiento a corto plazo	1,86	7,43	6,64	1,77	1,45	1,97	1,76	1,67	1,79	2,46
Endeudamiento a largo plazo	1,05	5,23	4,66	0,40	0,25	0,36	0,46	0,32	0,33	0,26
Endeudamiento a largo plazo	0,81	2,20	1,98	1,37	1,20	1,62	1,30	1,35	1,47	2,20
Composición endeudamiento	0,77	0,42	0,42	3,45	4,81	4,52	2,85	4,20	4,50	8,40
Cobertura de las cargas financieras										
	0,93	0,34	-	0,17	0,29	0,72	-	3,86	1,07	-
Ratios de autofinanciación:										
Resultado no distribuido/Resultado neto	92,01%	101,11%	99,44%	101,14%	98,70%	100,00%	99,85%	99,96%	99,92%	99,83%
Reservas/Patrimonio neto	30,15%	-5,06%	-88,21%	22,91%	22,39%	-11,38%	-10,31%	24,59%	15,07%	-31,31%
Resultado no distribuido/ Reservas	13,95%	-1177,00%	-66,38%	26,42%	0,59%	-384,89%	-30,85%	53,21%	80,31%	-173,90%

ANEXO 9. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

9.1. HIPÓTESIS BÁSICAS

Tabla 11.1. Hipótesis usadas en el cálculo de los Flujos de Caja previstos.

	Incremento BAIT	Incremento Amor	Incremento AFN	Incremento NOF
EBRO FOODS	2,53%	2,14%	8,82%	4,90%
VISCOFAN	5,60%	3,22%	9,00%	1,60%
BARÓN DE LEY	0,24%	-1,00%	4,00%	0,00%
BODEGAS RIOJANAS	7,50%	1,41%	1,50%	1,00%
DEOLEO	0,00%	0,64%	0,00%	0,01%

Tabla 11.2. Magnitudes del modelo CAPM.

Empresa	Tasa libre de riesgo	Prima de mercado	de Beta	Ke
EBRO FOODS	1,54%	6,5%	0,53	4,98%
VISCOFAN	1,54%	6,5%	0,44	4,40%
BARÓN DE LEY	1,54%	6,5%	0,615	5,53%
BODEGAS RIOJANAS	1,54%	6,5%	0,54	5,05%
DEOLEO	1,54%	6,5%	0,91	7,45%

Tabla 11.3. Cálculo coste deuda y WACC.

Empresa	Fondos propios	Deuda financiera neta	Kd	WACC
EBRO FOODS	3.063.459,95	442.147	2,63%	4,60%
VISCOFAN	2.183.382,50	38.472	2,11%	4,35%
BARÓN DE LEY	509.863,84	-8.749	3,85%	5,58%
BODEGAS RIOJANAS	20.143,31	25.240	2,26%	3,18%
DEOLEO	265.575,93	532.995	4,54%	5,51%

9.2. APLICACIÓN DEL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS

Tabla. 11.4. Valoración de EBRO FOODS.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BAIT	296.213	297.990	305.517	313.234	321.147	329.258
IS	- 83.591	- 85.702	- 87.867	- 90.087	- 92.362	- 94.695
RESULTADO DEL EJERCICIO	212.622	212.288	217.650	223.148	228.784	234.563
Amortizaciones	76.833	78.478	80.158	81.874	83.627	85.417
Incremento de activos fijos	- 64.059	- 69.706	- 75.851	- 82.537	- 89.813	- 97.731
Necesidades operativas de financiación (NOF)	- 56.138	- 58.887	- 61.772	- 64.797	- 67.971	- 71.300
FCF estimados	169.258	162.172	160.186	157.687	154.627	150.950
FCF actualizados	161.812	155.038	146.401	137.778	129.161	120.542

TOTAL FCF actualizados	688.919,9
Valor residual	4.079.951,4
Valor residual actualizado	3.258.065,5
Valor actual de la deuda	- 442.147,0
Valor total fondos propios (FCF +VR-Valor actual de	3.504.838,4
Valor por acción (Valor Fondos Propios/Nº acciones	22,78
Cotización bursátil actual (5/01/2018)	19,66

Tabla. 11.5. Valoración de VISCOFAN.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BAIT	153.320	161.906	170.973	180.547	190.658	201.335
IS	- 29.372	- 31.017	- 32.754	- 34.588	- 36.525	- 38.571
RESULTADO DEL EJERCICIO	123.948	130.889	138.219	145.959	154.132	162.764
Amortizaciones	49.699	51.301	52.954	54.661	56.422	58.241
Incremento de activos fijos	- 58.269	- 63.513	- 69.229	- 75.460	- 82.251	- 89.654
Necesidades operativas de financiación (NOF)	- 34.982	- 35.542	- 36.110	- 36.688	- 37.275	- 37.872
FCF estimados	80.396	83.135	85.833	88.472	91.029	93.480
FCF actualizados	77.047	79.671	78.830	77.868	76.781	75.563

TOTAL FCF actualizados	388.714,6
Valor residual	2.794.515,7
Valor residual actualizado	2.258.923,2
Valor actual de la deuda	- 38.472,0
Valor total fondos propios (FCF +VR-Valor actual de	2.609.165,8
Valor por acción (Valor Fondos Propios/Nº acciones	55,99
Cotización bursátil actual (5/01/2018)	55,70

Tabla. 11.6. Valoración de BARÓN DE LEY.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BAIT	38.605	38.699	38.793	38.888	38.982	39.077
IS	- 9.913	- 9.937	- 9.961	- 9.986	- 10.010	- 10.034
RESULTADO DEL EJERCICIO	28.692	28.762	28.832	28.902	28.972	29.043
Amortizaciones	7.159	7.087	7.017	6.946	6.877	6.808
Incremento de activos fijos	- 4.953	- 6.438	- 8.370	- 8.705	- 9.053	- 9.415
Necesidades operativas de financiación (NOF)	446	446	446	446	446	446
FCF estimados	31.345	28.965	27.033	26.698	26.351	25.990
FCF actualizados	29.688	27.434	24.251	22.685	21.207	19.811

TOTAL FCF actualizados	115.387,7
Valor residual	505.773,6
Valor residual actualizado	385.526,9
Valor actual de la deuda	- 8.749,0
Valor total fondos propios (FCF +VR-Valor actual de	492.165,6
Valor por acción (Valor Fondos Propios/Nº acciones)	115,35
Cotización bursátil actual (5/01/2018)	109,50

Tabla. 11.7. Valoración de BODEGAS RIOJANAS.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BAIT	1.859	1.998	2.148	2.309	2.483	2.669
IS	- 284	- 305	- 313	- 321	- 329	- 337
RESULTADO DEL EJERCICIO	1.575	1.693	1.835	1.989	2.154	2.331
Amortizaciones	1.306	1.324	1.343	1.362	1.381	1.401
Incremento de activos fijos	- 1.372	- 1.393	- 1.516	- 1.649	- 1.795	- 1.953
Necesidades operativas de financiación (NOF)	- 706	- 713	- 720	- 727	- 735	- 742
FCF estimados	803	912	942	974	1.005	1.037
FCF actualizados	778	883	885	886	887	887

TOTAL FCF actualizados	4.428,8
Valor residual	57.752,0
Valor residual actualizado	49.373,9
Valor actual de la deuda	- 25.240,0
Valor total fondos propios (FCF +VR-Valor actual de	28.562,7
Valor por acción (Valor Fondos Propios/Nº acciones)	5,93
Cotización bursátil actual (5/01/2018)	5,90

Tabla. 11.8. Valoración de DEOLEO.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BAIT	- 152.358	- 152.358	152.358	- 152.358	- 152.358	- 152.358
IS	-	-	-	-	-	-
RESULTADO DEL EJERCICIO	- 152.358	- 152.358	152.358	- 152.358	- 152.358	- 152.358
Amortizaciones	20.236	20.366	20.496	20.628	20.760	20.893
Incremento de activos fijos	3.745	4.075	4.435	4.826	5.251	5.714
Necesidades operativas de financiación (NOF)	- 12.887	- 12.887	12.887	- 12.887	- 12.887	- 12.887
FCF estimados	- 141.264	- 140.804	140.314	- 139.792	- 139.234	- 138.638
FCF actualizados	- 133.885	- 133.449	126.039	- 119.011	- 112.345	- 106.021

TOTAL FCF actualizados	- 596.864,6
Valor residual	- 2.860.170,8
Valor residual actualizado	- 2.187.265,6
Valor actual de la deuda	- 532.995,0
Valor total fondos propios (FCF +VR-Valor actual de la deuda)	- 3.317.125,2
Valor por acción (Valor Fondos Propios/Nº acciones)	2,87
Cotización bursátil actual (5/01/2018)	0,18