



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

Análisis y valoración de empresas españolas  
cotizadas en el sector de alimentación y bebidas  
(2009-2018)

Autor

Emilio Banqueri Barra

Director

José Ángel Ansón Lapeña

Universidad de Zaragoza / Facultad de Economía y Empresa

2019

## INFORMACIÓN DEL TRABAJO DE FIN DE GRADO

**Autor:** Emilio Banqueri Barra

**Director:** José Ángel Ansón Lapeña

**Titulación:** Programa conjunto en Derecho – Administración de Empresas.

**Título:** Análisis y valoración de empresas españolas cotizadas en el sector de alimentación y bebidas (2009-2018). *Analysis and valuation of Spanish public-listed companies operating in the foods and beverages industry (2009-2018).*

### Resumen

A lo largo de la obra se presenta un análisis patrimonial, económico, financiero y bursátil de cinco empresas españolas cotizadas que operan en el sector de la alimentación y bebidas: Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods y Viscofan. Adicionalmente, se lleva a cabo una valoración mediante el método de descuento de flujos libres de caja (FCF). El periodo de referencia para el estudio ha sido desde 2009 a 2018 y la información utilizada ha sido externa y accesible al público en general. El trabajo se concluye con la situación económico-financiera de cada empresa y con recomendaciones de inversión en función de los resultados obtenidos en la valoración de las compañías estudiadas.

### Abstract

Across this dissertation, there will be presented an economic, financial and market analysis of five Spanish public-listed firms operating in the foods and beverages industry: Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods and Viscofan. Additionally, the valuation of the aforementioned companies will be carried out thorough the Free Cash Flow discount method. The period used in the study has been from 2009 to 2018 and the information taken into account has been external and accessible to the general public. The thesis is concluded with the current economic and financial situation and investment suggestions in base of the results obtained during the companies' valuation.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN. METODOLOGÍA Y MARCO TEÓRICO	4
2. ANÁLISIS SECTORIAL	7
2.1. Introducción al sector	7
2.2. Presentación de las empresas estudiadas	8
2.3. Entorno general	10
2.4. Entorno específico. Análisis de las cinco fuerzas de Porter.	15
3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	18
3.1. Análisis Patrimonial	18
3.2. Análisis de la situación financiera a largo plazo	22
3.3. Análisis de la situación financiera a corto plazo	26
3.4. Análisis económico	27
4. ANÁLISIS BURSÁTIL	30
5. VALORACIÓN	35
6. CONCLUSIONES	41
BIBLIOGRAFÍA	44
ANEXOS	47
ANEXO I. Metodología y marco teórico	48
ANEXO II. Análisis sectorial	53
ANEXO III. Análisis Patrimonial	56
ANEXO IV. Análisis de la situación financiera a largo plazo	62
ANEXO V. Análisis de la situación financiera a corto plazo	65
ANEXO VI. Análisis económico	67
ANEXO VII. Análisis bursátil	76

## 1. INTRODUCCIÓN. METODOLOGÍA Y MARCO TEÓRICO

El objeto de estudio del Trabajo de Fin de Grado consiste en el Análisis y Valoración de empresas cotizadas en España que operan en el sector de la alimentación y bebidas tomando como periodo referencia los últimos diez años (2009-2018).

El primer paso ha sido la elección de las empresas a analizar. Los criterios de selección utilizados han sido principalmente la cotización de las empresas en mercados oficiales españoles, la pertenencia al sector de alimentación y bebidas según la CNMV y la posibilidad de disponer de sus cuentas anuales con, al menos, diez años de antigüedad. Así las cosas, cinco empresas españolas cumplían los criterios de selección anteriormente expuestos, y, por tanto, han sido las seleccionadas en última instancia. Ellas son Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Deoleo, Viscofan y Ebro Foods.

Posteriormente, seguiremos con las presentaciones de las empresas, donde analizaremos su historia y principales productos y líneas de negocio. Para ello, se ha recurrido principalmente a los sitios web de las cinco empresas, el portal web de Bolsas y Mercados Españoles a noticias en diarios especializados en actualidad económica tales como Expansión, El Economista o Cinco Días entre otros.

A continuación, estudiaremos el entorno general que afecta al sector de la Alimentación y Bebidas, para lo que nos basaremos en el marco conceptual del análisis PEST. La función primordial de este análisis es conocer y anticipar las tendencias que afectan al sector en mayor medida, para ayudar a diseñar la estrategia empresarial en el caso de la dirección, o a predecir la evolución futura del sector para los *stakeholders* de la empresa. De esta manera, destacaremos los factores político-legales, económicos, socioculturales y tecnológicos que mayor influencia puedan ejercer sobre el sector. Hemos incluido, también, los ambientales debido al gran peso que tienen en este particular sector, como veremos posteriormente. Para analizar el entorno general, recurriremos mayoritariamente a informes sectoriales como el FIAB o el MAPAMA, pero también usaremos información de organismos internacionales de indudable reputación como el FMI, OCDE o el Banco Mundial, así como de consultoras de reconocido prestigio como KPMG.

Con posterioridad, procederemos al análisis estratégico del sector mediante la ponderación de las cinco fuerzas de Porter: amenaza de productos sustitutivos, amenaza de nuevos entrantes, poder de negociación de los compradores, poder de negociación de

los proveedores, rivalidad entre competidores. Con el análisis de las cinco fuerzas competitivas de Porter se pretende sacar conclusiones sobre el grado de atractivo del sector en el que opera la empresa, en base a la intensidad de la competencia. Debido a que la industria de alimentación y bebidas es muy heterogénea hemos sido muy cautos a la hora de lanzar conclusiones generales para el conjunto del sector, cómo podrá observar más adelante. Para el análisis estratégico se ha consultado a JÍMENEZ QUINTERO, J.A. *“Dirección estratégica. 1, Diseño e implantación de estrategias”*.

Una vez terminados los análisis de carácter teórico, pasaremos al núcleo del trabajo: el análisis de la información contable y la valoración de empresas.

Para el análisis de los Estados Financieros se ha consultado a GONZÁLEZ PASCUAL, J. *“Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones.”* y a PALOMARES, J. y PESET, M.J. *“Estados financieros. Interpretación y análisis”*.

Con el análisis de la información contable pretendemos:

- Determinar la situación patrimonial, económica y financiera (a corto y largo plazo) de las empresas estudiadas.
- Fijar los motivos responsables de la situación de las empresas en la actualidad.
- Encontrar equilibrios y desequilibrios financieros.
- Proponer medidas para solucionar desequilibrios financieros.

Para conseguir dichos objetivos utilizaremos las cuentas anuales, principalmente el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, pero sin perder de vista otras fuentes de información valiosas como el Estado de Flujos de Efectivo, que nos hablará de la capacidad de generación de caja, el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto o la Memoria, que completará la información de las demás Cuentas Anuales. Adicionalmente, para encontrar las causas de la situación económico-financiera de las empresas analizadas hemos recurrido a los informes de gestión publicados por las empresas y a noticias publicadas en prensa económica.

El análisis de los estados financieros se llevará a cabo vía intraempresa e interempresa. En el análisis intraempresa, se compararán las magnitudes y ratios obtenidos durante a lo largo del periodo estudiado (análisis horizontal), así como las masas patrimoniales del balance de situación o de la significatividad de los distintos gastos en la cuenta de pérdidas y ganancias en un momento determinado (análisis vertical). Por otro lado, se recurrirá al

análisis interempresa para comparar los ratios y demás magnitudes entre las empresas pertenecientes al sector de alimentación y bebidas.

De esta manera, se llevará a cabo un análisis interpretativo de los estados financieros de las empresas del sector de alimentación y bebidas en España. En concreto dividiré el análisis en patrimonial, económico y financiero:

- Análisis patrimonial: Consistirá en el estudio de las masas patrimoniales del balance, divididas según el grado de disponibilidad para los activos, y de exigibilidad para los pasivos. Recurriremos al análisis de su significatividad y su evolución desde 2009 a 2018. Adicionalmente, determinaremos las relaciones lógicas con lo que sacaremos conclusiones generales sobre la situación patrimonial de la empresa que reforzaremos con los ratios financieros vistos en los apartados de análisis de la situación financiera a corto y largo plazo. Para mayor información, el lector puede acudir al ANEXO III.
- Análisis financiero: El fin de este análisis es entender si las empresas objeto de estudio cuentan con una estructura óptima de capital que les permita satisfacer sus compromisos a corto y largo plazo con el menor coste de financiación posible. Para ello, se llevará a cabo un estudio de las relaciones lógicas de equilibrio y ratios financieros a corto y largo plazo. En el análisis financiero a corto plazo, me centraré en el análisis de los ratios de liquidez de la empresa, capital circulante y tesorería neta, mientras que para el análisis financiero a largo plazo, me focalizaré en los ratios de solvencia, cobertura y autofinanciación. La información utilizada en el análisis se encuentra disponible en los ANEXOS IV y V.
- Análisis económico: Durante dicho apartado tendrá lugar el estudio de la significatividad de los distintos elementos de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, de su evolución y de ratios de rentabilidad. Se ha hecho especial énfasis en el análisis de la evolución de los resultados, en la tipología de la estructura de los gastos de cada empresa y en el análisis del ROI y ROE. En el ANEXO VI se encuentra la información utilizada en el análisis.
- Análisis Bursátil: Con este análisis pondremos en relación la información contable con la proporcionada por los mercados cotizados. Mediante el estudio de ratios tales como el PER, *Payout Ratio*, P/B o *Dividend Yield* obtendremos mayor información sobre el comportamiento de las empresas analizadas en el mercado secundario. Pueden consultarse los ratios en el ANEXO VII.

Finalmente, procederemos a la valoración de las empresas; para lo cual utilizaremos el método del descuento de flujos libres de caja (FCF). Los FCF son los flujos operativos de caja, es decir, aquellos generados por las operaciones de la empresa, excluyendo el efecto de la deuda financiera, después de impuestos. Para llevarlo a cabo, elaboraremos una proyección de flujos de caja, justificando las estimaciones escogidas desde un punto de vista económico-financiero, estratégico y del entorno específico y general de cada empresa. Seguidamente determinaremos la tasa de descuento que corresponderá con el WACC –Coste Medio Ponderado del Capital-, esto es, la rentabilidad promedio exigida por acreedores y accionistas, con la que actualizaremos los flujos de caja estimados. Ello nos reportará unos resultados en lo tocante al valor intrínseco de cada empresa que compararemos con su valor de cotización, con el fin de sugerir planes de actuación en el mercado secundario en función del grado de infravaloración de las acciones. Para este apartado de valoración de empresas he seguido principalmente a FERNÁNDEZ, P. *“Métodos de valoración de empresas.”*

## **2. ANÁLISIS SECTORIAL**

### **2.1. Introducción al sector**

La industria de la Alimentación y Bebidas en España es un sector en constante crecimiento y de gran relevancia para la economía española. Su producción creció un 2,9% en el último año, por encima de la media española. En 2018, la industria superó los 100.000 millones de euros en producción nominal y ya representa aproximadamente un 3% del PIB español. En términos de empleo, el sector es clave para el mercado laboral nacional, al ocupar a más de medio millón de personas.

Es probablemente gracias a su fortaleza exportadora por lo que goza de tal salud económica. Ellas aumentaron un 9% el pasado año, constituyendo un total de 30.650 millones, aproximadamente el 30% de la producción del sector. Esta exportación se debe en gran medida a la inversión en calidad e innovación por las empresas españolas. Así en

la actualidad un 63% de las empresas del sector desempeñan actividades de I+D<sup>1</sup>. A continuación, procedemos a exponer las empresas analizadas a lo largo de la obra.

## 2.2. Presentación de las empresas estudiadas

**VISCOFAN** es una de las empresas referente en el mercado de la producción y distribución de envolturas (también conocidas como tripas cárnicas) a nivel global, para alimentos cárnicos, con representación en más de cien países. Sus líneas de producto principales se dividen en tripas celulósicas, de colágeno, fibrosas y envolturas plásticas. Además, se dedica en menor medida a la fabricación y venta de conservas vegetales. Cuenta con más de cuarenta años de historia. El grupo tiene amplia presencia internacional, desarrollando su producción en sus plantas de España, Serbia, República Checa, Estados Unidos, Méjico, Uruguay, Brasil y China; y exportando a más de cien países alrededor del mundo.<sup>2</sup> Su factor diferencial es que es el único productor mundial con capacidad para fabricar los cuatro principales tipos de tripas artificiales, las antes mencionadas celulósicas, de colágeno, fibrosas y envolturas plásticas. Además, Viscofan entiende que la inversión en I+D es una prioridad para el crecimiento y sostenibilidad de la compañía en el largo plazo y, prueba de ello, es el lanzamiento de la línea de negocio *Viscofan Bioengineering*, que combina las ciencias naturales y la ingeniería para proporcionar productos innovadores basados en colágeno como nuevas soluciones para la biología celular, la ingeniería de tejidos y la medicina regenerativa.

**EBRO FOODS** es el conglomerado que obtuvo más ingresos en el pasado ejercicio en el sector de la alimentación en España. Estas cifras encuentran su origen en ser el mayor productor mundial de arroz (52% ingresos del grupo) y el segundo de pasta (48% de los ingresos del grupo). Entre sus marcas comerciales ampliamente conocidas, destacan SOS, La Fallera, Brillante, La Cigala y su marca *premium* Garofalo. En el pasado, era también el principal grupo azucarero español y el mayor distribuidor de productos lácteos en el mercado español, pero desde la venta de Puleva a Lactalis y de Azucarera Ebro a Associated British Foods, Ebro Foods ya no es un actor principal en dichos mercados. Hasta 2012, la empresa cotizaba en el IBEX 35, pero desde la entrada de DIA en mercado

---

<sup>1</sup> FIAB. Informe económico 2018 industria alimentación y bebidas. <http://fiab.es/>

<sup>2</sup> VISCOFAN. Página web corporativa. <http://www.viscofan.com/>



secundario de referencia en España, cotiza en el Mercado Continuo. Su marco de actuación se expande más allá del territorio nacional, operando en más de veinte países en Europa, Asia y Estados Unidos.<sup>3</sup> Por otro lado, conscientes del cambio de paradigma en los hábitos de consumo Ebro Foods ha lanzado una línea de productos dedicada a la alimentación *bio* y *healthy food*, bajo su compañía Alimentation Santé que engloba productos ecológicos y saludables.

**DEOLEO** es la empresa líder mundial en ventas de aceite de oliva embotellado. Subsidiariamente comercializa aceites de semillas, aceitunas y salsas. Entre sus marcas más afamadas cabe citar a Carbonell, Koipesol, Bertolli y Hojiblanca entre otras, que están presentes en más de cien países alrededor del mundo. La empresa, por tanto tiene un alto grado de exposición internacional, como refleja el dato de que sus ingresos por ventas al extranjero representan el 78% del importe neto de la cifra de negocios.<sup>4</sup> Como veremos posteriormente, la empresa se encuentra en un momento delicado desde el punto de vista económico-financiero, acumulando graves pérdidas desde 2008 y actualmente lucha para evitar entrar en concurso de acreedores.<sup>5</sup> El informe Deoleo 2018 encuentra como determinante para haber llegado a esta situación que *“el aceite de oliva se ha convertido en una commodity, una grasa más que compite en precio; un producto-gancho para la distribución y un alimento indiferenciado para el consumidor.”* Desde la entrada en el accionariado de CVC Capital Partners se está cambiando el rumbo del grupo. En este sentido, la dirección de Deoleo pretende apostar por la calidad mediante una estrategia de diferenciación y relanzar su marca Bertolli, creará gamas "prémium" para Carapelli y Hojiblanca en España, y reforzará su apuesta por aceites orgánicos y sostenibles.<sup>6</sup>

**BARÓN DE LEY** es la empresa española de referencia en el sector vinícola español, tanto por facturación como por capitalización bursátil. Produce vinos con Denominación de Origen Certificada (DOC) de la Rioja. El grupo cuenta con una larga trayectoria en el sector y gracias a su apuesta por la calidad, ha incrementado paulatinamente su cuota de mercado desde 1990 hasta consolidarse como líder del mercado nacional. Además, Barón

---

<sup>3</sup> EBRO FOODS. Página web corporativa. <http://www.ebrofoods.es/>

<sup>4</sup> DEOLEO. Página web corporativa.. <http://deoleo.com/?lang=en>

<sup>5</sup> PIZÁ, CARLOS. La salida del histórico socio Klein anticipa el final de la etapa de CVC en Deoleo. [https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-04-02/aceite-inversor-accionistas-deoleo-bolsa-koipe\\_1919274/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-04-02/aceite-inversor-accionistas-deoleo-bolsa-koipe_1919274/)

<sup>6</sup> VALENCIA PLAZA. CVC aumenta su participación en Deoleo al 56% tras la ampliación de capital. <https://valenciaplaza.com/cvc-aumenta-su-participacion-en-deoleo-al-56-tras-la-ampliacion>

de Ley se ha establecido en mercados internacionales y sus exportaciones ya representan casi el 50% del total de sus ingresos.<sup>7</sup>

Operando en el mismo subsector que la anterior empresa presentada pero de menor tamaño, **BODEGAS RIOJANAS** se dedica a la comercialización de vinos con DOC la Rioja, con preferencia por Crianzas, Reservas y Gran Reservas. Su sede se localiza en Cenicero, en el corazón de la Comunidad Autónoma de la Rioja. En los últimos años, el grupo ha llevado a cabo una política de internacionalización, aumentando su exposición al mercado estadounidense y abriendo sedes en China, Gran Bretaña y Alemania. Sin embargo sus ingresos por exportaciones no representan todavía el núcleo del negocio, al suponer apenas el 15% del importe neto de la cifra de negocios.<sup>8</sup>

### 2.3. Entorno general

#### **Factores político-legales**

En cuanto a factores político-legales, lo primero que quisiera destacar es que estamos viviendo un momento de plena convulsión e inestabilidad en el marco político nacional e internacional que está afectando a los niveles de certidumbre demandados por los inversores.

En el ámbito nacional, tras las elecciones celebradas el 28 de abril de 2019, no parece plausible la formación de un gobierno que goce de mayoría en el Congreso de los Diputados. Se prevé que el futuro gobierno continúe la senda del anterior, persistiendo los problemas para sacar adelante iniciativas legislativas al no gozar de mayoría en el Congreso de los Diputados. De esta manera, es factible que se siga recurriendo a la herramienta legislativa del decreto, prevista únicamente para casos de “extraordinaria y urgente necesidad”.

Pero más allá del ámbito nacional, se está viviendo una auténtica revolución en el seno de la Unión Europea. Todavía no sabemos la naturaleza del BREXIT, pero un BREXIT

---

<sup>7</sup> BARÓN DE LEY. Página web corporativa. <http://www.barondeley.com/es>

<sup>8</sup> BODEGAS RIOJANAS. Página web corporativa. <http://bodegasriojanas.com/es/>

duro podría afectar gravemente a las empresas objeto de análisis que tienen un grado de exposición internacional elevado. De acuerdo al informe elaborado por la auditora KPMG en julio de 2018, “*La empresa española ante el BREXIT*”, el sector agroalimentario es el de mayor exposición al mercado británico, con un 81% de las empresas encuestadas exportando a Reino Unido. Los ejecutivos que han participado en el estudio afirman temer una contracción de la economía británica, la imposición de aranceles, potenciales cambios regulatorios y una acentuación en la devaluación de la libra esterlina. En este sentido, resulta esencial para la empresa tener un plan de contingencia identificando las repercusiones potenciales que el BREXIT puede tener sobre la empresa a lo largo de su cadena de valor, en función de diferentes escenarios desde un BREXIT blando al no acuerdo.<sup>9</sup> A partir del próximo 31 de octubre de 2019 veremos con mayor claridad las implicaciones para las empresas analizadas.

En el ámbito extracomunitario, la retórica de Trump y su entendimiento del comercio internacional como un juego de suma cero están dañando las relaciones internacionales, y el aumento sistemático de aranceles pone en riesgo las perspectivas de futuro de empresas exportadoras. En este sentido, Ebro Foods pone de manifiesto en su informe de gestión del ejercicio 2018 los terribles efectos nocivos que la imposición de aranceles sobre productos alimenticios le ha repercutido. Además, los precios de las materias primas se han visto presionados al alza tras el anuncio de la UE de activar la cláusula de salvaguardia para frenar la importación libre de aranceles de países EBA.

En lo relativo a legislación específica sobre alimentación y bebidas, destacamos la mayor presión fiscal ejercida sobre las empresas vinícolas debido al Impuesto sobre Vino y Bebidas Fermentadas.<sup>10</sup> Respecto al resto de la alimentación, las empresas gozan de una fiscalidad relativamente favorable, pues a sus productos terminados les resulta de aplicación el tipo reducido del 10% del Impuesto sobre Valor Añadido.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup>KPMG. La Empresa Española ante el Brexit. Julio 2018.

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2018/03/perspectivas-empresa-espanola-brexit.pdf>

<sup>10</sup> Ley 38/1992, de 28 de diciembre, de Impuestos Especiales.

<sup>11</sup> Artículo 91 Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.

## **Factores económicos:**

En los últimos años, la economía española ha recuperado la senda del crecimiento robusto, con incrementos anuales de su PIB en torno al 3%. Sin embargo, los informes más recientes organismos económicos moderan sus perspectivas de crecimiento en próximos años. De esta forma, el Banco de España ha previsto un crecimiento del PIB español del 2,6%, 2,2% y 2% para los años 2018, 2019 y 2020 respectivamente.<sup>12</sup> Por otro lado, se prevé que la inflación se mantenga en niveles cercanos al 2% anual, objetivo oficial del BCE. Adicionalmente, España ha conseguido reducir considerablemente su déficit presupuestario. Aunque no hayan sido cumplidos los objetivos marcados por Bruselas, la reducción del déficit aporta seguridad para invertir en suelo español y perspectivas sólidas para nuestras empresas.

Por otro lado, la política monetaria expansiva marcada por el BCE en los últimos años está resultando en un entorno de bajos tipos de interés, lo cual constituye un incentivo para las empresas para recurrir a mayores niveles de endeudamiento, al generar gastos financieros asociados a la financiación ajena sustancialmente inferiores. A este respecto, resulta paradigmática la evolución en la significatividad de los gastos financieros de Bodegas Riojanas (de un 5,7% en 2009 a un 2% sobre ingresos en 2018).

Además, los bajos tipos de interés desincentivan la inversión en territorio europeo, lo que desemboca en una depreciación del euro. Los tipos de cambio actuales están empujando en gran medida las exportaciones de las empresas analizadas. Ebro Foods y Viscofan destacan como las más beneficiadas por ser las que gozan de un mayor grado de exposición internacional.<sup>13</sup>

Otro factor que ejerce como viento de cola para el sector es la evolución favorable de la tasa de empleo ha supuesto un crecimiento de la demanda interna, al acumular las familias españolas mayor poder adquisitivo. No obstante, la situación de pleno empleo en el mercado laboral estadounidense ha generado problemas a Ebro Foods a la hora de gestionar la rotación de empleados en sus plantas de producción norteamericanas.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> BANCO DE ESPAÑA. Boletín económico 3/2018. Informe trimestral de la economía española de junio de 2018 (en línea). <https://www.bde.es/bde/es/>

<sup>13</sup>EXPANSIÓN. Viscofan y Ebro, bazas para el tirón de la alimentación <http://www.expansion.com/mercados/2019/04/23/5cbe3966468aebb84f8b45ba.html>

<sup>14</sup> EBRO FOODS. Informe de gestión Ebro Foods 2018 (en línea). <https://www.ebrofoods.es/en/>

Ya en el ámbito internacional, es necesario recalcar que el crecimiento generalizado hasta la actualidad ha conllevado un fortalecimiento de la demanda externa, un factor nada desdeñable para las empresas objeto de análisis teniendo en cuenta su capacidad exportadora. De esta manera, las exportaciones de productos del sector de la alimentación y bebidas aumentaron un 9% el pasado año, constituyendo un total de 30.650 millones, aproximadamente el 30% de la producción del sector.<sup>15</sup>

La consolidación de la recuperación económica ha supuesto un cambio en los patrones de consumo de las familias. De esta forma se observa cómo se han reducido los gastos en productos de primera necesidad y para el hogar; aumentándose como contrapartida gastos en establecimientos de hostelería y restauración<sup>16</sup>, lo cuál es muy positivo para el consumo de productos que no son de primera necesidad, como los vinos de calidad media-alta, tales como los comercializados por las empresas analizadas Bodegas *Riojanas* y *Barón de Ley*.

### **Factores socioculturales**

Los estilos de vida predominantes en la población definen los hábitos de consumo imperantes en cuanto a alimentos y bebidas. En consecuencia, considero relevante analizar los factores socioculturales que influyan en la demanda de los consumidores de las empresas objeto de estudio.

Es obvio que en los últimos años se está producido un incremento en la concienciación del consumidor con su salud y, en consecuencia, productos de mayor valor nutricional están ganando cuota de mercado. Se hace necesario al respecto, llevar una política de transparencia incondicional respecto a los ingredientes utilizados y a los procesos de producción. Más, teniendo en cuenta la desconfianza generalizada de los consumidores ante las prácticas empresariales en este sector. El sector ha reaccionado a esta tendencia, incluyendo alimentos naturales en mayor medida y haciendo gala de ello.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup>MAPAMA. Informe consumo de alimentos y bebidas 2018 (en línea). <https://www.mapama.gob.es/>

<sup>16</sup>FIAB. Informe económico 2018 (en línea). <http://fiab.es/>

<sup>17</sup>MINTEL. Tendencias en alimentos y bebidas 2018. "Un 29% de las presentaciones de alimentos y bebidas nuevos entre septiembre de 2016 y agosto de 2017 incluyó afirmaciones de que los productos eran naturales (por ejemplo, ausencia de aditivos y conservantes, su calidad orgánica, libre de transgénicos), lo que supone un aumento frente al 17 % que se registró por el mismo concepto de septiembre de 2006 a agosto de 2007." (en línea). <https://www.mintel.com/>

En cambio, no está tan claro lo que los consumidores entienden por dieta saludable, al estar expuestos ante una gran cantidad de información contradictoria. Así unos entienden que deben reducir su ingesta de hidratos de carbono y azúcares, mientras que otros creen que deben reducir el consumo de alimentos ricos en grasa. Sin embargo, parece observarse una tendencia persecutoria de productos azucarados e hidratos refinados (harinas no integrales), y a alimentos procesados en general. Este hecho puede tener una particular influencia negativa en empresas como Ebro Foods, que se dedica mayoritariamente a la producción de pastas y arroces, si no es capaz de contrarrestarlo con una gama fuerte de productos integrales. De esta manera, Ebro Foods ha respondido frente a esta tendencia con su marca *Alimentation Sante*, que engloba productos ecológicos y saludables.

Al mismo tiempo, al consumidor también le preocupa el origen del producto. En este sentido se está imponiendo una filosofía de “*Kilómetro cero*”, que prime los productos ecológicos y locales evitando gastos de transporte y perjuicios al medio ambiente.

Otra tendencia que no debemos obviar es el incremento de la población que se califica como vegetariana. Esta tendencia afecta directamente a Viscofan, ya que la demanda de su producto (envolturas cárnicas) depende directamente de la demanda de productos cárnicos y derivados. Sin embargo, el crecimiento de la producción mundial de carne se sitúa en el 2% anual y el crecimiento de la industria de las envolturas cárnicas entre el 3 y 5% anual.<sup>18</sup>

## **Tecnológicos**

La revolución tecnológica y la reducción de los costes de transporte traen consigo un aumento en las compras usando internet y teléfonos móviles y una mayor diversidad en la oferta, lo que permite al consumidor personalizar ampliamente su elección. Ante estos factores, las empresas del sector deben reaccionar fortaleciendo sus canales de distribución mediante alianzas con plataformas *e-commerce*, como Amazon o mejorando las suyas propias. Además deben ser conscientes de que en algunos mercados no basta con competir ofreciendo meros productos estandarizados, sino que se debe diversificar para atender las necesidades de un amplio espectro del mercado. En este sentido,

---

<sup>18</sup> VISCOFAN. Informe estratégico VISCOFAN. More to be 2016-2020 (*en línea*).  
<http://www.viscofan.com/>

conglomerados como Ebro Foods o Deoleo cuentan con gran cantidad de marcas comerciales y productos ofrecidos.

Adicionalmente, el uso intensivo de las tecnologías en los procesos productivos hace que las actividades de I+D que desempeñan las empresas puedan repercutirles una ventaja competitiva al ahorrarles costes de producción o añadir valor al producto final. Como se ha dicho anteriormente, más del 60% de las empresas españolas del sector realizaron I+D en el ejercicio pasado, lo que les ayudó en gran medida para mejorar su competitividad en el marco internacional.<sup>19</sup>

### **Ambientales**

He decidido añadir este factor al modelo típico PEST, porque es de gran relevancia para la función de oferta del sector. Indagando en los informes financieros de las empresas, la mayoría de ellos recogen como ha afectado la meteorología a las cosechas (ya sea de trigo, uva, oliva o girasol), lo que determina en gran medida los precios de las materias primas utilizadas por las empresas.

De esta forma, hemos de recalcar que el cambio climático y calentamiento global es una realidad, y que en los últimos años se han acentuado las tormentas tropicales y sequías, impactando en la función de producción de las empresas analizadas.

Además, determinados materiales utilizados por las empresas analizadas, como el plástico para las tripas artificiales elaborados por Viscofan, son objeto de creciente fiscalización por la sociedad civil y organismos reguladores, por lo que conviene tener un plan de contingencia y diversificar la cartera de productos para actuar frente a riesgos ambientales.

#### 2.4. Entorno específico. Análisis de las cinco fuerzas de Porter.

Antes de entrar a realizar el análisis, considero importante precisar que el sector de la alimentación y bebidas es muy amplio y no son aplicables los mismos criterios de comparabilidad para Viscofan que produce envolturas cárnicas, que para Bodegas

---

<sup>19</sup> FIAB. Informe económico 2018 (en línea). <http://fiab.es/>

Riojanas o Barón de Ley que se dedican a la producción vinícola, por lo que no debemos caer en realizar un análisis superficial sin entrar en las particularidades de cada subsector. Hecha esta puntualización procedo a exponer mi análisis en lo que a las cinco fuerzas de Porter se refiere:

### **Rivalidad de los competidores**

El número de empresas operando en el sector de la alimentación y bebidas es muy elevado. En concreto, según el informe estratégico FIAB 2014-2020, hay 29.196 empresas ocupando a 439.675 personas en total, lo cual da una media aritmética de unos 15 empleados por empresa, lo que nos habla de una industria en la que las pymes cobran gran importancia. El dato tan elevado de empresas totales sugiere una fuerte competencia en la industria. Sin embargo, como hemos explicado anteriormente existen muchos subsectores que no fabrican productos sustitutivos entre sí, no añadiendo de este modo mayor grado de rivalidad al sector. En la figura 2.6, observamos la estructura de los subsectores de la industria de la alimentación y bebidas.

Respecto al grado de diferenciación del producto, es especialmente reducido en los mercados donde operan Deoleo y Ebro Foods (aceites, pastas y arroces). Deoleo no ha sabido lidiar con el escaso grado de diferenciación, al que achacan la dirección el rumbo negativo que ha tomado la compañía. Ebro Foods, en cambio, con la introducción de marcas Premium como Garofalo ha conseguido diferenciarse en el mercado de las pastas y añadir rentabilidad a su cartera. Bodegas Riojanas y Barón de Ley elaboran vinos con Denominación de Origen Rioja, con lo que consiguen diferenciar su producto respecto a otras bodegas. Finalmente, Viscofan es la única empresa a nivel mundial que fabrica tripas celulósicas, plásticas, de colágeno y fibrosas, a lo que se añade una alta inversión en innovación. Gracias a ello, Viscofan consigue un alto grado de diferenciación que opera como pilar en la obtención de su envidiable rentabilidad.

### **Amenaza de entrada de nuevos entrantes**

La amenaza de nuevos entrantes depende directamente de las barreras de entrada en el sector. Observamos como barreras de entrada principalmente, las economías de escala de



las que gozan las empresas analizadas. En especial, Viscofan, Ebro Foods y Barón de Ley cuentan con ventajas competitivas en sus respectivos subsectores debido a la inversión en activos generadores de rentabilidad que les ha hecho posicionarse como líderes en sus mercados. Bodegas Riojanas cuenta con un balance más reducido que Barón de Ley lo que le genera una estructura de costes mucho menos eficiente, menor acceso a mercados internacionales y menor rentabilidad, como tendremos ocasión de ver en profundidad durante el análisis económico. Finalmente Deoleo, aun obteniendo una cifra neta de negocios elevada y una cuota de mercado dominante, está viendo su rentabilidad lastrada por la competencia de marcas blancas que entran en el sector sin elevados requerimientos de capital y compiten con bajos precios.

### **Poder de negociación de clientes**

En la última década, el poder de negociación de los clientes en el sector de la alimentación y bebidas ha aumentado en gran medida. La recesión trajo consigo una reducción de la demanda interna que no se ha recuperado hasta la fecha y los consumidores son más sensibles al precio. Además la estructura de la cuota de mercado de los clientes se ha concentrado, obteniendo Mercadona una posición dominante y obligando a sus competidores a reducir sus precios. Adicionalmente, las cadenas de supermercados están dando mayor protagonismo a las marcas blancas y ganando, por tanto, poder de negociación sobre las marcas standard comercializadas por Ebro Foods, Deoleo, Barón de Ley y Bodegas Riojanas.

### **Poder de negociación de proveedores**

En primer lugar, hay que señalar que tanto Barón de Ley como Bodegas Riojanas están mayoritariamente integradas verticalmente hacia atrás, encargándose del cultivo y recolección de la uva y recurriendo a proveedores únicamente para productos con un peso residual en el coste de sus existencias.

En relación a Deoleo y Ebro Foods, sus principales proveedores forman parte del sector agrario, que les proveen con oliva, cereales y semillas. El sector agrario es un sector muy

atomizado con un alto grado de rivalidad, por lo que el poder de negociación de los proveedores es reducido.

### Productos sustitutivos

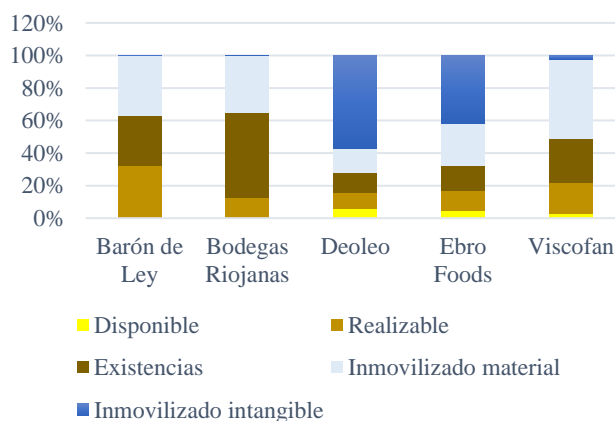
Es fundamental prever la amenaza de posibles productos sustitutivos para reaccionar tempestivamente. El ejemplo paradigmático de la aparición del teléfono móvil como producto sustituto de la cámara fotográfica que Kodak no fue capaz de anticipar y causó, en última instancia, su caída ilustra la importancia del análisis. En este sentido, es elogiada la política de innovación en nuevos materiales y tecnologías, como la ingeniería biomolecular, de Viscofan. También, Ebro Foods se cubre mediante una cartera de productos muy diversificada ofreciendo productos ecológicos y dietéticos o, también marcas Premium. Deoleo, por su parte, produce aceite de semillas y salsas como actividad complementaria a la producción de aceite de oliva. Bodegas Riojanas y Barón de Ley se enfrentan a bebidas no alcohólicas y a la cerveza como productos sustitutivos del vino. Eso sí, diversifican su oferta mediante la comercialización de distintas Denominaciones de Origen y en otras actividades como el enoturismo.

## 3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

### 3.1. Análisis Patrimonial

En lo referente a la composición del activo, observamos cómo tanto en Deoleo como en Ebro Foods el inmovilizado intangible tiene mucho peso en su activo. Esto es debido principalmente al fondo de comercio que han labrado dichas empresas mediante adquisiciones de otras empresas. Estas cifras tan altas, especialmente en el caso de Deoleo, en el que se roza el 70% del total del activo, tienen que ser motivo al menos de precaución en los ojos del inversor, pues en ocasiones se deben a

*Figura 3.1: Estructura Activo*



sobrepagos que se han pagado por la adquisición de empresas, por lo que es posible que en el balance estén figurando activos irreales que nos lleven a un incorrecto análisis de la solvencia de la empresa, de ahí la importancia de tener en cuenta el ratio de solvencia ajustada, el cual excluye el fondo de comercio del cómputo para obtener una visión más prudente de la solvencia de la empresa (ver *ANEXO III*). Por otro lado, se observa el gran peso que tiene en los balances de Viscofan, Barón de Ley y Bodegas Riojanas su inmovilizado material. Ello se debe a que para realizar su proceso productivo, especialmente en el caso de Viscofan, necesita una fuerte inversión en su capacidad instalada. En el caso de Ebro Foods, su significatividad es menor debido al efecto que el fondo de comercio ejerce sobre el total del activo. Por otro lado, en Deoleo se observa que el inmovilizado material apenas supone un 20% del activo. Ello se debe en gran medida a la reestructuración que está llevando a cabo la dirección desde que CVC Capital Partners tiene el poder efectivo del grupo. En los últimos años Deoleo ha realizado desinversiones, pues la empresa está focalizándose en la comercialización de aceite y progresivamente abandonando su producción, por lo que ya no son necesarias algunas de sus anteriores plantas de producción.<sup>20</sup>

En lo relativo a las existencias, observamos un mayor peso en las empresas bodegueras, especialmente en Bodegas Riojanas. Debemos tener en cuenta que el negocio vitivinícola exige una mayor acumulación de existencias, pues el periodo de maduración del producto es sustancialmente más largo que un producto estándar. Especialmente, en el caso de vinos Reserva y Gran Reserva, como son algunos de los producidos por Barón de Ley y Bodegas Riojanas. Sin embargo, el caso de Bodegas Riojanas se sale de la normalidad de su subsector, con una significatividad de las existencias sobre el activo total del 53% que indica una pobre rotación de las existencias, sustancialmente más elevada que el 31% de Barón de Ley. Respecto al realizable, vemos que los valores de las empresas analizadas están en la normalidad salvo Barón de Ley en el que se observa un gran peso. No es preocupante, sin embargo, puesto que se debe en gran medida a la partida otros activos financieros corrientes del balance, por lo que a simple vista la empresa no se enfrenta a problemas severos de cobrabilidad. En cuanto al disponible, es patente la escasa

---

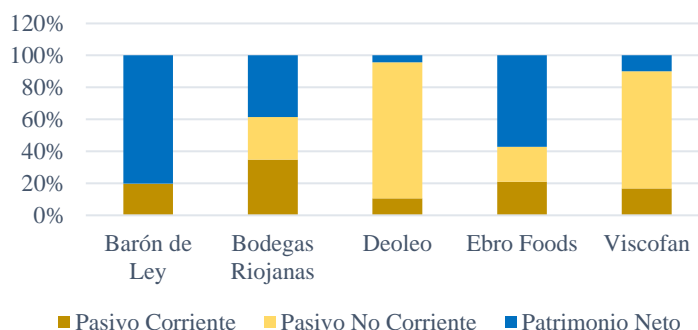
<sup>20</sup> BAYÓN, ÁLVARO. Portela tiene un plan para salvar Deoleo: una operación acordeón.  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458\\_445539.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458_445539.html)

relevancia de la masa patrimonial en los balances de Barón de Ley y Bodegas Rioja. Una explicación de dicha escasez en comparación con el resto de las empresas analizadas descansa en las necesidades de efectivo de las empresas. Hay que recordar que Barón de Ley y Bodegas Rioja son empresas con menor exposición internacional y menor grado de diversificación que Deoleo, Ebro Foods y Viscofan, razones que hacen que la probabilidad de enfrentarse a una contingencia inesperada que requiera una inyección importante de liquidez inmediata sean menores para Bodegas Rioja y Barón de Ley.

En lo que concierne a la estructura de la financiación de las empresas analizadas, observamos diferentes pesos de los recursos propios en las empresas analizadas. En primer lugar, llama la atención la escasa significatividad del Patrimonio Neto de Deoleo. Esto se debe a las pérdidas acumuladas de la empresa durante los últimos diez años. Así vemos que la situación financiera de Deoleo es muy delicada. De hecho con las pérdidas de 291 millones de euros en 2018 ha entrado en causa de disolución, al suponer su patrimonio neto – 35 millones de euros - menos de la mitad de su capital social – 140 millones de euros -.<sup>21</sup> En Bodegas Rioja existe una ligera escasez de fondos propios al representar el 40% de la financiación, menos de la mitad del total. El resto de las empresas analizadas presentan, en cambio, niveles solventes de recursos propios. En el caso de Barón de Ley, es incluso probable que exista un exceso de recursos propios. Con más de un 80% de su financiación, proveniente del Patrimonio Neto y una ROI en 2018 del 9%, Barón de Ley está perdiendo oportunidades de expansión mientras mantenga su política “*anti-endeudamiento*”.

Respecto a la estructura del pasivo, Deoleo tiene la mayor parte de la deuda a largo plazo, lo cual es positivo desde un punto de vista de la liquidez de la empresa. Aunque, desde un punto de vista de la solvencia, deberá revertir su tendencia de

Figura 3.2: Estructura Financiación

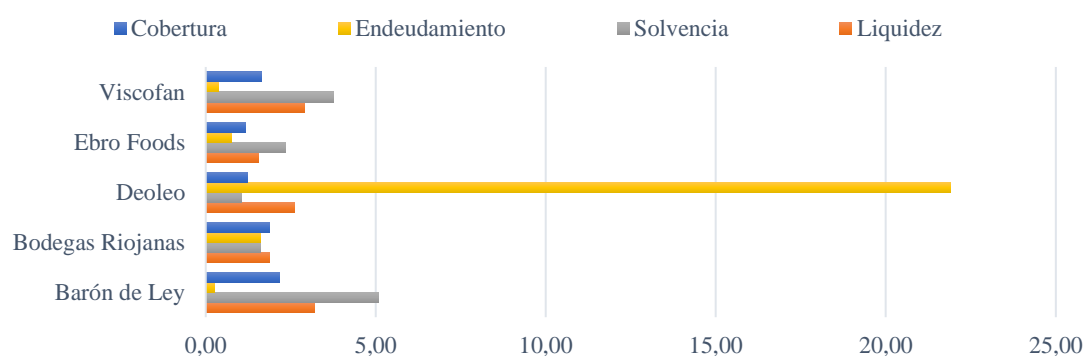


<sup>21</sup>GARCÍA, JAVIER .Deoleo perdió 291 millones en 2018 y entra en causa de disolución. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/02/28/companias/1551372893\\_691997.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/02/28/companias/1551372893_691997.html)

resultados negativos en los próximos años para poder hacer frente a sus acreedores. En Barón de Ley la deuda se concentra en el pasivo corriente, en concreto en acreedores comerciales, teniendo niveles de endeudamiento bancario muy reducidos. En Ebro Foods hay equilibrio entre Pasivo Corriente y No Corriente, lo cual le genera oportunidades de crecimiento limitando sus amenazas de liquidez. Finalmente, Viscofan presenta niveles muy reducidos de endeudamiento concentrando su mayoría en acreedores comerciales y en menor medida con entidades de crédito.

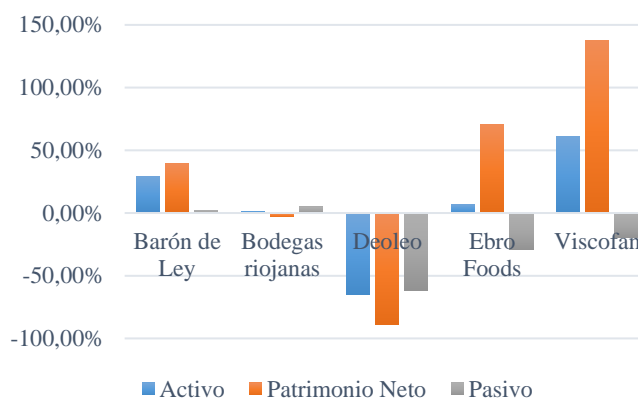
El análisis de las masas patrimoniales tiene su reflejo en las relaciones lógicas. Como observamos, sobresale el alto endeudamiento de Deoleo en contraste con el bajo de Barón de Ley. Las empresas analizadas tienen sus ratios de liquidez en parámetros normales, salvo Barón de Ley y Viscofan que los tienen ligeramente elevados. . El ratio de cobertura, que indica cuanto activo no corriente cubren los recursos permanentes de la empresa, refleja las mismas conclusiones que el ratio de liquidez. Respecto a la solvencia, el ratio es bajo en el caso de Deoleo, en consonancia con el análisis realizado anteriormente. El ratio de solvencia es especialmente alto para los casos de Viscofan y Barón de Ley, lo cual puede ser un indicativo de recursos ociosos.

*Figura 3.3: Relaciones lógicas*



Respecto a la evolución de las masas patrimoniales en los últimos diez años, se advierte un crecimiento sostenible de Viscofan, Ebro Foods y Barón de Ley, cuyos activos sin que sus financiación ajena aumente como en el caso de Barón de Ley, o incluso disminuya en los casos de Viscofan y Ebro Foods. Bodegas Riojanas permanece en cifras similares a 2009 con un ligero aumento del pasivo y una sutil disminución del patrimonio neto.

*Figura 3.4: Evolución Masas Patrimoniales 2009-2018*



La cara negativa de las empresas analizadas se manifiesta en Deoleo, empresa que ha perdido el 90% de su patrimonio neto desde 2009.

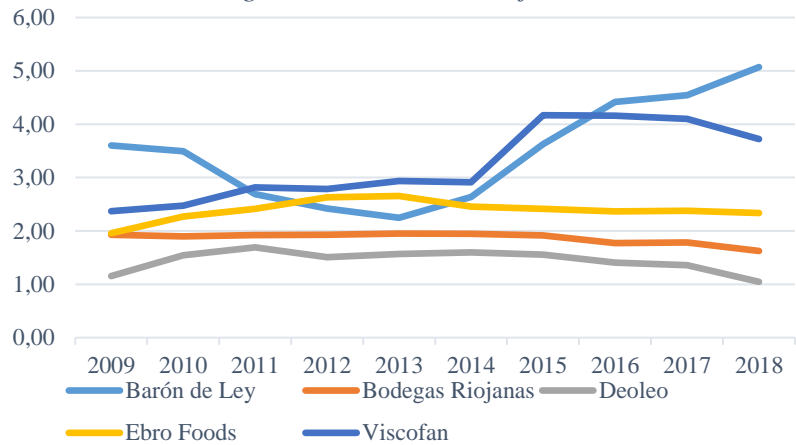
### 3.2. Análisis de la situación financiera a largo plazo

Para el análisis de la situación financiera a largo plazo comenzaremos comentando la solvencia de las empresas objeto de estudio. Para un análisis más exacto y prudente de la solvencia, he calculado los ratios de solvencia ajustada, es decir, únicamente teniendo en cuenta para el análisis los activos reales y excluyendo el fondo de comercio de los balances consolidados de las empresas por ser activos ficticios, cuya valoración contable, en ocasiones, no guarda relación con el valor real para la empresa.

En primer lugar, se observa la caída sostenida en el ratio de Deoleo en los últimos años hasta situarse en 2018 en un alarmante 1,05. Como hemos comentado anteriormente a lo largo del trabajo, la situación financiera de Deoleo es muy frágil y si no revierte la tendencia es probable que en 2020 tenga patrimonio negativo. Por otro lado, en Bodegas Riojanas se advierte una suave disminución de la solvencia a lo largo de la última década, para situarse en niveles inferiores a 2. Esta disminución es producto del estancamiento de la compañía acompañado de un mayor endeudamiento. Las cifras de Bodegas Riojanas son muestra de un agotamiento del modelo de negocio de la compañía como veremos más

adelante, con mayor profundidad, en el análisis económico. Por su parte, Ebro Foods se ha mantenido en estos diez años en niveles equilibrados de solvencia, si bien experimentando ligeras fluctuaciones. En Barón de Ley y Viscofan, especialmente en la empresa bodeguera, se observan recursos ociosos, que debieran ser destinados a inversión en crecimiento o remuneración de los accionistas. Dicho ratio ha crecido en ambas empresas desde 2014, para situarse en valores superiores a los máximos recomendados.

Figura 3.5: Solvencia Ajustada



Proseguimos el análisis con los ratios de cobertura de inmovilizado y endeudamiento. Hay que remarcar que todas las empresas cubren su inmovilizado con sus recursos permanentes, pero sin embargo, Deoleo y Bodegas Riojanas presentan ratios de cobertura de inmovilizado con recursos propios inferiores a la unidad, por lo que sus recursos propios no alcanzan a financiar la totalidad de su inmovilizado. En lo que respecta al endeudamiento de las empresas, Deoleo muestra un ratio de endeudamiento general de 21,90, fruto de los resultados negativos de ejercicios anteriores que han minado su patrimonio neto. Dicho endeudamiento tiene principalmente naturaleza bancaria y su horizonte temporal es en su mayoría a largo plazo. Bodegas Riojanas, salvando las distancias, también posee un ratio de endeudamiento superior al adecuado, (1,6) con una composición de su deuda marcada por el elevado endeudamiento bancario. Ebro Foods presenta un endeudamiento equilibrado (0,75), mientras que Viscofan y Barón de Ley tienen escasez de pasivo al tener ratios de endeudamiento en torno a 0,3.

Figura 3.6: Endeudamiento bancario 2018

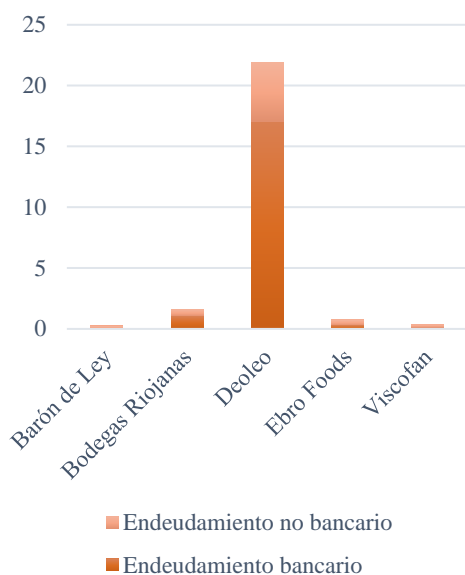
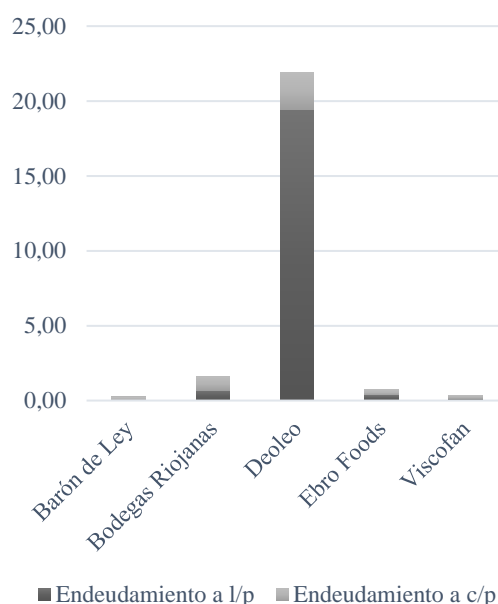


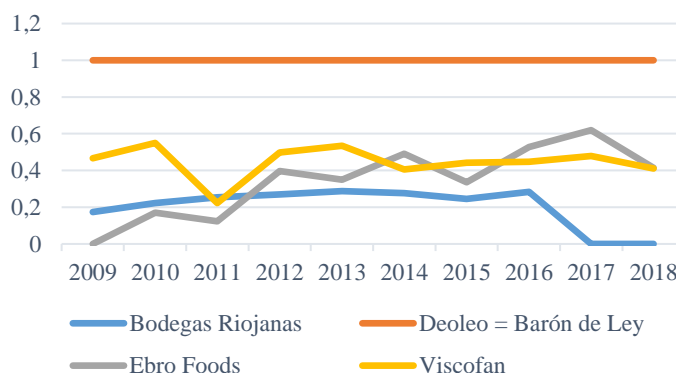
Figura 3.7: Horizonte temporal endeudamiento 2018



El análisis del endeudamiento de las empresas se completa con los ratios de cobertura de cargas financieras y de capacidad de devolución de deudas. Dichos ratios muestran, la facilidad y seguridad con la que Barón de Ley y Viscofan pueden hacer frente a sus gastos financieros y sus deudas, respectivamente, por medio de sus resultados antes de intereses e impuestos. Ebro Foods, por su parte, mantiene ratios equilibrados, haciendo un uso óptimo de la financiación ajena. Por el contrario, Deoleo y Bodegas Riojanas presentan cifras negativas debido a sus pérdidas experimentadas a cierre del ejercicio 2018.

Para finalizar el presente apartado, procedo al estudio de la autofinanciación de las empresas analizadas. Para este análisis, nos vamos a basar en la evolución en el grado de autofinanciación para el crecimiento, es decir que proporción de los beneficios obtenidos por las empresas no

Figura 3.8: Grado de Autofinanciación para el crecimiento



son distribuidos a los accionistas, sino que se integran en la partida de reservas. Como podemos ver en la FIGURA 3.8, tanto Barón de Ley como Deoleo presentan ratios iguales



a la unidad para el total del periodo analizado. La causa de este resultado difiere sustancialmente en ambos casos. En el caso de Deoleo, no se han repartido dividendos debido a que la empresa ha acumulado resultados negativos de gran calibre durante el periodo, motivo por el cual el ratio es 1. En Barón de Ley, por el contrario, no se han repartido dividendos porque la empresa retribuye a sus accionistas mediante la recompra de acciones (buyback). Este método tiene ventajas desde el punto vista fiscal, y adicionalmente, permite alzar las cotizaciones de la empresa en el Mercado Continuo, lo cual está especialmente indicado para empresas cuyas acciones se encuentran infravaloradas o no son tan líquidas como las cotizadas en los mercados secundarios mayoritarios.<sup>22</sup> En otro orden de cosas, se observa como el ratio de Ebro Foods ha evolucionado muy favorable durante el periodo estudiado. El motivo detrás de este crecimiento, es el mantenimiento de una ROI alta durante el periodo analizado (7-8%) que ha estimulado a la compañía a acumular beneficios para realizar inversiones a fin de crecer orgánica e inorgánicamente.<sup>23</sup> El ratio de Viscofan se ha mantenido estable en valores entre 0,4 y 0,6, lo que acompañado a sus altas rentabilidades le ha permitido duplicar su activo estos últimos diez años. Finalmente, Bodegas Riojanas es la empresa que menor porcentaje de su beneficio destina a reservas de las cinco analizadas. En los últimos dos años no ha generado beneficios no distribuidos y sus reservas han disminuido, lo cual es síntoma y causa de la decadencia de la empresa en la última década. Esta política de la empresa de mantener un bajo grado de autofinanciación coloca a la empresa en una situación de peligro, pues pudiendo destinar beneficios a una reducción de su deuda bancaria, la empresa está prefiriendo retribuir a sus accionistas vía dividendos para mantener la cotización bursátil de sus acciones un niveles más altos. La dirección está imponiendo una planificación financiera claramente cortoplacista aprovechando el entorno de bajos tipos de interés. Si la dirección no cambia el rumbo de sus políticas, difícilmente la empresa podrá lidiar con su endeudamiento cuando llegue la normalización monetaria.

Los ratios utilizados para el análisis de la situación financiera a largo plazo pueden consultarse en el *ANEXO IV*.

---

<sup>22</sup> LODEIRO, FRANCISCO. Gestión monetaria (IV): La recompra de acciones propias.

<https://www.academiadeinversion.com/recompra-de-acciones-propias/>

<sup>23</sup> FREIRE, E. Ebro Foods invertirá 70 millones de euros en una gran planta de precocinados en La Rinconada. [https://sevilla.abc.es/economia/sevi-ebro-foods-invertira-70-millones-euros-gran-planta-precocinados-rinconada-201811222320\\_noticia.html](https://sevilla.abc.es/economia/sevi-ebro-foods-invertira-70-millones-euros-gran-planta-precocinados-rinconada-201811222320_noticia.html)

### 3.3. Análisis de la situación financiera a corto plazo

Ninguna de las cinco empresas analizadas presenta problemas financieros a corto plazo, pues tienen fondos de maniobra positivos y, por tanto, ratios de liquidez positivos. No obstante, Viscofan y Barón de Ley tienen exceso de liquidez al tener ratios de liquidez general en torno al 3. Dichos recursos ociosos podrían ser destinados a inversiones para el crecimiento orgánico o inorgánico de las empresas o a retribuir a los accionistas mediante dividendos o compra de acciones (*buyback*). Deoleo, en la actualidad tiene un ratio de liquidez general de 2,61, lo que, a primera vista, parece un valor demasiado elevado, pero dados los problemas de solvencia de la empresa y sus dificultades para generar beneficios, la empresa tiene unas necesidades especiales de liquidez y 2,61 no es un valor excesivo. Además, tal y como refleja el gráfico Deoleo es una empresa que ha tenido problemas históricos de liquidez (ratio de liquidez inferior al 0,5 en 2009), por lo que es aconsejable que la empresa tenga un ratio de liquidez superior al recomendado generalmente. Bodegas Riojanas y Ebro Foods tienen ratios de liquidez general entre el 1,5 y 2, zona que es

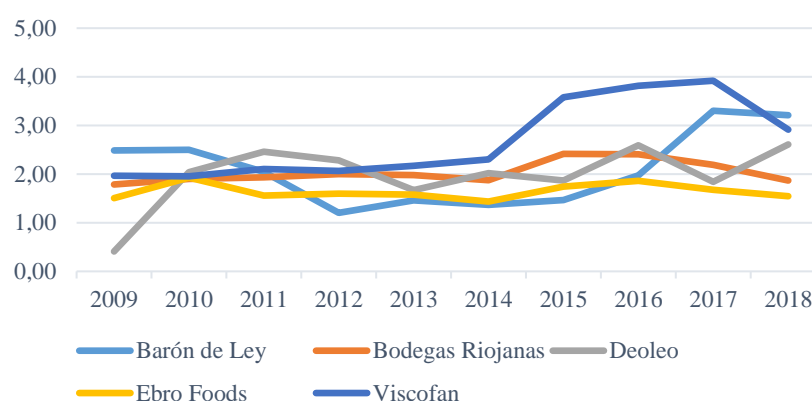
considerada como óptima por los analistas.

En cuanto a la evolución del ratio observamos que el valor del ratio se ha mantenido en

niveles estables para Ebro Foods y Bodegas Riojanas en la última década, mientras que en Deoleo se han producido altibajos y en Viscofan y Bodegas Riojanas ha aumentado considerablemente desde 2015.

Respecto al ratio de liquidez inmediata, que excluye a las existencias para su cómputo por ser el componente menos líquido del activo corriente, hay que remarcar que Bodegas Riojanas tiene un valor muy reducido (0,36), debido al enorme peso de sus existencias en su activo corriente y su baja rotación. En los últimos años su ratio se ha situado entre 0,6 y 0,7 pero la bajada producida este año debe ser motivo de preocupación para la dirección y para los *stakeholders* de la compañía, pues la compañía puede tener problemas de

Figura 3.9: Liquidez General



liquidez ante contingencias extraordinarias que supongan salidas de caja. El análisis de la liquidez inmediata del resto de las empresas no deja conclusiones diferentes respecto al ratio de liquidez general.

En cuanto al ratio de tesorería, observamos niveles inusualmente altos para Deoleo (0,56), pero debido a la situación de la empresa es preferible acumular efectivo a realizar inversiones o remunerar a los accionistas. Por el contrario, Barón de Ley y Bodegas Riojanas presentan ratios de tesorería inferiores a 0,1, lo cual se debe a menores necesidades de efectivo que el resto de las empresas al operar en mercados más predecibles.

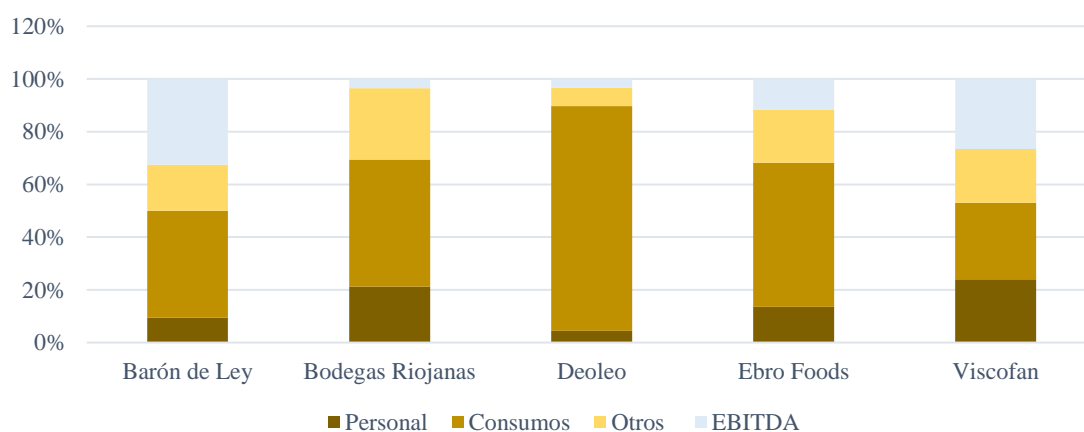
Para finalizar el análisis de liquidez, hay que hacer referencia a que la tesorería neta de las cinco empresas analizadas es superior a la unidad y por tanto su Coeficiente Básico de Financiación es mayor de 1, lo cual es positivo pues las compañías pueden dedicar una parte de su capital circulante no de explotación a financiar inversiones productivas.

En el *ANEXO V* se recogen los ratios de liquidez utilizados para el análisis, así como el Capital Circulante de explotación, no de explotación, el CBC y la TN.

### 3.4. Análisis económico

Comenzaré este apartado de análisis económico estudiando la significatividad de los gastos de las empresas analizadas. En la *FIGURA 3.10*, se recoge la significatividad de los gastos de explotación sobre el importe neto de la cifra de negocios, así como el EBITDA restante tras sustraer dichos gastos. De esta manera, observamos que si bien, los

*Figura 3.10: Significatividad Gastos de Explotación*

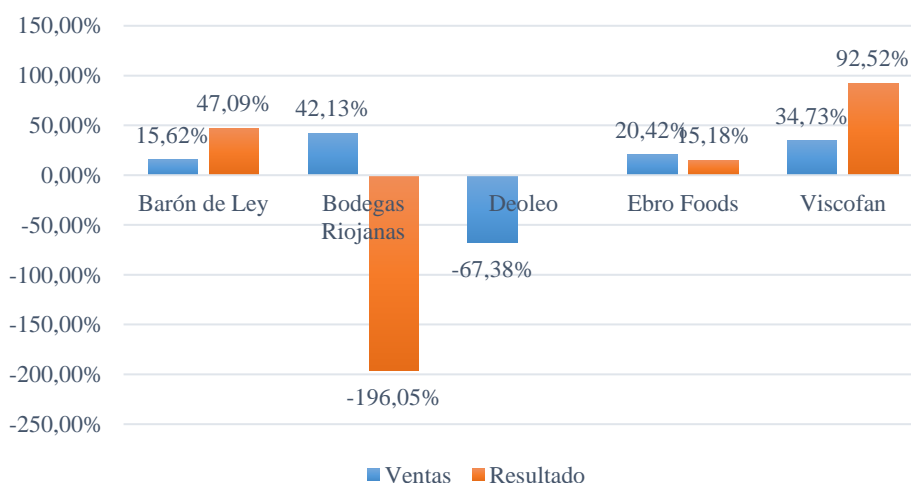


consumos<sup>24</sup> tienen un peso relativamente para las cinco empresas, en Deoleo suponen más del 90% de la cifra de ingresos de la compañía. El grupo aceitero achaca el escaso margen sobre las existencias a la guerra de precios en el mercado estadounidense y afirma que el aceite de oliva se ha convertido en una commodity indiferenciada sobre la cuál el precio es la principal variable que determina su demanda. Ante ello, la dirección de Deoleo sostiene que hay que buscar una apuesta por la calidad en todos sus eslabones de la cadena de valor, siguiendo una política de diferenciación y generando valor añadido para el consumidor. Sin embargo, dadas las cifras del último ejercicio no se está consiguiendo el objetivo.<sup>25</sup> Por otro lado, vemos como en Viscofan la estructura de gastos operativos difiere del resto de empresas, teniendo mayor significatividad los gastos de personal en comparación con los consumos. Ello se debe a que su modelo de negocio necesita un mayor capital humano e inversión en talento, pues la transformación de las materias primas (plásticos, celulosa, fibra) en productos terminados (envolturas cárnicas) añade más valor que en las otras empresas. Ebro Foods, Bodegas Riojanas y Barón de Ley mantienen estructuras de gastos semejantes, pero los márgenes varían notablemente entre dichas empresas. De esta manera, el EBITDA de Barón de Ley supone un sobresaliente 32% de sus ventas, mientras que en Ebro Foods y Bodegas Riojanas se queda en un 12% y 4%, respectivamente.

Respecto a la evolución seguida en los beneficios obtenidos por las empresas, vemos como la empresa que más crecimiento en ventas obtiene es Bodegas Riojanas. Sin embargo, el

resultado decrece en gran medida debido a los elevados costes a los que hace frente la compañía. Deoleo evoluciona

Figura 3.11: Crecimiento en ventas y resultado 2009-2018



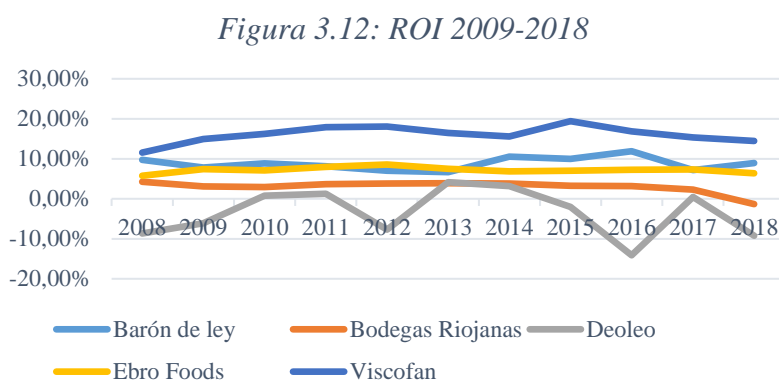
<sup>24</sup> Entendemos los consumos como la suma del gasto en aprovisionamientos y variación de existencias.

<sup>25</sup>EUROPA PRESS .Deoleo pierde 63,9 millones y vende un 11% menos hasta septiembre [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/10/25/companias/1540491567\\_641774.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/10/25/companias/1540491567_641774.html)

negativamente, con una disminución de ingresos de casi el 70%, aunque reduce sus pérdidas en proporciones equivalentes. Ebro Foods mejora sus ventas en un 20% y el resultado en menor medida, lo cual será objeto de análisis más concienzudo en el estudio de la rentabilidad. Viscofan y Barón de Ley crecen en ventas, y más lo hacen en resultados, debido a los amplios márgenes de su negocio.

A continuación, prosigo mi análisis con el estudio de la rentabilidad económica (ROI) y financiera (ROE) desde 2009 a 2018. En las FIGURAS 3.12 y 3.13, se ilustra la evolución que han seguido tales magnitudes durante el periodo aludido.<sup>26</sup> Así observamos como la

ROI de Deoleo se mantiene en niveles negativos durante la mayor parte del periodo, teniendo en 2017 un ligero beneficio, pero volviendo a tener en 2018



las razones expuestas con anterioridad en este análisis. En la trayectoria de bodegas riojanas se advierte un empeoramiento continuado de la ROI. Desde 2009 su ROI ha descendido de, ya un escaso 5% en 2009 a cifras negativas en 2018. La empresa, ante los bajos retornos experimentados durante el periodo destinó en 2015 y 2016 más de 6 millones de euros en CAPEX, a fin de desarrollar una línea de producto de D.O. Rueda, con la que preveía mejorar las bajas rentabilidades obtenidas, pero la situación, lejos de mejorar, ha empeorado severamente.<sup>27</sup> Algunos analistas, amparan las bajas rentabilidades en la baja media de rentabilidades sobre activos en el sector vitivinícola.<sup>28</sup> Sin embargo, si observamos las rentabilidades ofrecidas por Barón de Ley en la última década, nos encontramos un panorama radicalmente diferente, con una ROI rozando el 10% sosteniblemente, e incluso superándola en ciertos ejercicios. La dirección ha hecho un gran trabajo en los últimos años consiguiendo un producto diferenciado mediante su calidad, manteniendo, al mismo tiempo, una estructura de costes muy eficiente, factores

<sup>26</sup> Se ha excluido a Deoleo de la FIGURA 3.13, puesto que sus valores negativos desvirtuaban el análisis.

<sup>27</sup> Entrevista con Lara Nestares, Representante de Bodegas Riojanas (Mayo 2015)

<https://www.youtube.com/watch?v=8n3D-Xlr0-c&feature=youtu.be>

<sup>28</sup> ARTESANI, FREDERICK. Análisis Bodegas Riojanas in Research. 2016. <https://www.ieaf.es/que-es-ieaf/noticias-ieaf/item/1672-bodegas-riojanas-nuevo-informe-del-servicio-inresearch.html>

donde radican sus altas tasas de rentabilidad. Veremos, si con la entrada en el capital de Mazuelo Holding la empresa consigue mantener las cifras sostenidas en el pasado.<sup>29</sup>

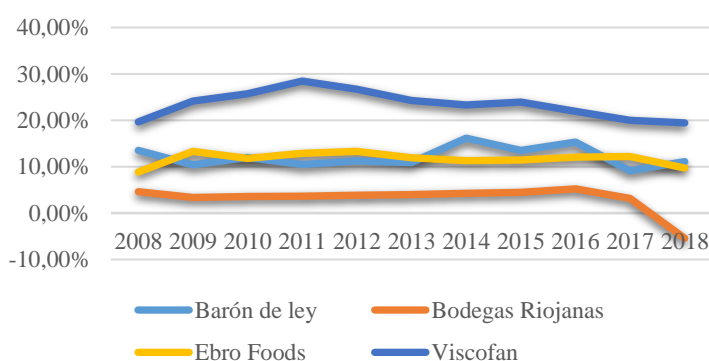
Ebro Foods, por su parte, viene generando altas rentabilidades financieras, durante los últimos diez años, si bien sus ROI no es tan elevada debido al mayor peso de su activo en comparación con el patrimonio neto. Observamos en 2018, un sutil descenso de su rentabilidad. Los responsables financieros de la compañía entienden que se debe a que las fuertes inversiones orgánicas

realizadas en el último trienio tienen una curva de rentabilidad distinta a las inversiones inorgánicas a las que Ebro Foods acostumbra. Finalmente, destaca las rentabilidades obtenidas por Viscofan en el periodo analizado.

Con una ROI oscilando entre el

12 y 20% y una ROE entre el 20 y el 30% es la empresa más rentable, con diferencia, de las cinco analizadas del sector de alimentación y bebidas. En los últimos tres años se aprecia un ligero descenso de las rentabilidades, motivado en última instancia por sus inversiones en envolturas de menor margen como las de fibra y de plástico.<sup>30</sup>

Figura 3.13: ROE 2009-2018



#### 4. ANÁLISIS BURSÁTIL

En relación al análisis bursátil, cabe comenzar haciendo referencia a la evolución en la capitalización bursátil en los últimos diez años. Analizo la capitalización bursátil en lugar de la cotización de las acciones porque para un periodo de diez años la capitalización bursátil es un indicador del valor de mercado del patrimonio más consistente que la cotización de las acciones, al no verse alterado por eventos como los *buybacks* o *stock splits*, que han hacen variar artificialmente el precio de cotización de los títulos en el

<sup>29</sup> EUROPA PRESS. El Consejo de Barón de Ley valora de forma positiva la OPA de Mazuelo Holding tras el informe de Renta 4. <https://www.europapress.es/economia/noticia-consejo-baron-ley-valora-forma-positiva-opa-mazuelo-informe-renta-20190301105818.html>

<sup>30</sup> RENTA 4. Informe de valoración Viscofán (*en línea*). [https://www.r4.com/download/estatico/informes/informe\\_valoracion\\_viscofan\\_20180508.pdf](https://www.r4.com/download/estatico/informes/informe_valoracion_viscofan_20180508.pdf)

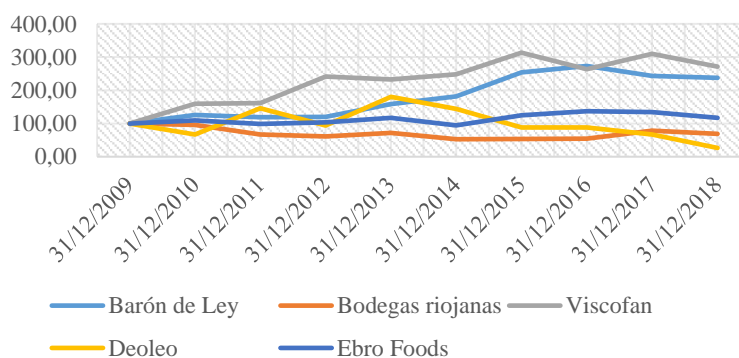
mercado.<sup>31</sup> Conviene recordar en este punto del trabajo que Barón de Ley retribuye a sus accionistas mediante la recompra de acciones (buyback), por lo que concentrarnos en sus cotizaciones únicamente, nos llevaría a una sobrevaloración de su rentabilidad, pues los precios de las acciones no incorporan el efecto de los dividendos pagados como en el resto de las compañías analizadas.

De esta manera, observamos como Viscofan es la empresa cuya capitalización bursátil ha evolucionado mejor, llegando en momentos puntuales a triplicar los valores iniciales de 2009. No obstante, desde 2014 su capitalización ha sufrido altibajos y apenas ha crecido en términos generales. En 2018 baja ligeramente debido a que el crecimiento experimentado por la empresa no alcanza las expectativas anunciadas por la dirección a comienzos del ejercicio, causado en mayor medida por la ralentización de los mercados emergentes, especialmente China y Sudeste Asiático.<sup>32</sup>

Respecto a Barón de Ley, la empresa evoluciona muy favorablemente en bolsa durante el periodo a analizar. De hecho 94 fondos de inversiones y SICAVs tienen en su cartera a Barón de Ley. En palabras del analista Javier Ruiz, "hay principalmente tres ventajas: en primer lugar su imagen de marca, ya que es una de las mejores en relación calidad/precio del mercado rioja; en segundo lugar, su integración vertical, que le permite controlar la calidad y el coste de la uva; y, por último, sus economías de escala".<sup>33</sup>

En lo que respecta a Ebro Foods, no ha experimentado una gran variación, aumentando un 17% desde 2009. Si

Figura 4.1: Evolución capitalización bursátil 2009-2018



<sup>31</sup> NASDAQ. Trevis Nash. Don't Let Stocks Prices Fool You; Focus On Market Cap Instead. <<Corporate events such as stock splits and dividends, on the other hand, have an inverse impact on market price and outstanding shares, resulting in an unchanged market cap. In other words, a corporate action that increases the number of outstanding shares will also elicit a decline in price by the same amount as the dividend payment or split.>>. <https://www.nasdaq.com/article/dont-let-stocks-prices-fool-you-focus-on-market-cap-instead-cm858153>

<sup>32</sup>ABC. Batacazo de Viscofan en Bolsa tras reducir sus previsiones de crecimiento. [https://www.abc.es/economia/abci-batacazo-viscofan-bolsa-tras-reducir-previsiones-crecimiento-201810261223\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-batacazo-viscofan-bolsa-tras-reducir-previsiones-crecimiento-201810261223_noticia.html)

<sup>33</sup> BLANCO, ISABEL .Barón de Ley, retribución gran reserva sin pagar ni un euro. <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6584787/03/15/Baron-de-Ley-retribucion-gran-reserva-sin-pagar-ni-un-euro.html>

bien es cierto que hay que reseñar una caída en bolsa en 2018 de un 15% por la contracción en el EBITDA debida principalmente a factores exógenos negativos que han lastrado a la división arrocera en Estados Unidos, como la imposición de tarifas arancelarias, además de problemas de rotación en fábrica por la situación de pleno empleo en el mercado laboral estadounidense.<sup>34</sup>

Por otro lado, Deoleo pierde el 75% de su capitalización bursátil debido a la pésima actuación económico-financiera de la compañía, tal y como ha quedado patente a lo largo de esta obra. Las expectativas actuales no son venideras, con el nombramiento del tercer consejero delegado en 2 meses y la entrada en causa de disolución, por lo que la cotización está en mínimos.<sup>35</sup>

Finalmente, Bodegas Riojanas pierde el 30% de su capitalización en el mercado, en lo que es un signo de que los inversores la consideran como un modelo de negocio envejecido con escasas expectativas de crecimiento.

En cuanto a los ratios bursátiles que se adjuntan en el ANEXO VII, comenzamos con el análisis del pay-out y demás ratios relativos a dividendos. Observamos como Deoleo no ha repartido dividendos en los últimos diez años debido a sus problemas de solvencia y a su no generación de beneficios. Barón de Ley, por su parte, tampoco reparte dividendos, sino que, como hemos hecho referencia anteriormente, recompra acciones a sus accionistas, de tal manera que consigue, en última instancia subir la cotización de las acciones al reducir su oferta en el mercado y alimentar su demanda. Esta técnica ha permitido a Barón de Ley aumentar su BPA en un 109% mientras ha aumentado sus ganancias en un 47% desde 2009, lo cual en valores infravalorados como históricamente ha estado Barón de Ley es una manera exitosa de subir la cotización y crear valor para el accionista.<sup>36</sup> Por otro lado, si miramos el payout ratio de Ebro Foods desde 2009, observamos que se ha reducido notablemente, lo que ha generado una reducción del 50%

---

<sup>34</sup> EBRO FOODS. Informe de gestión Ebro Foods 2018 (en línea). <https://www.ebrofoods.es/en/>

<sup>35</sup> MATÉ, VIDAL. Antonio Hernández (Ebro Foods): "Nos encaja comprar Pastas Gallo si el precio es adecuado" [https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347\\_000546.html](https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347_000546.html)

<sup>36</sup> SEGAL, TROY. Why would a Company buy back its own shares? <https://www.investopedia.com/ask/answers/042015/why-would-company-buyback-its-own-shares.asp>  
<<If a stock is dramatically undervalued, the issuing company can repurchase some of its shares at this reduced price and then re-issue them once the market has corrected, thereby increasing its equity capital without issuing any additional shares. Though it can be a risky move in the event that prices stay low, this maneuver can enable businesses who still have long-term need of capital financing to increase their equity without further diluting company ownership.>>



en el DPA y el Dividend Yield (se ha reducido de un 6,3% en 2009 a un 3,3% en 2018), lo cual ha influido en la desaceleración experimentada en sus cotizaciones en el periodo. Viscofan, por su parte mantiene su payout ratio fluctuando constantemente entre el 50 y 70%, con lo que ha duplicado su DPA en diez años. Su dividend yield, sin embargo, ha decrecido ligeramente, debido a las altas expectativas de crecimiento de la empresa. Bodegas Riojanas es la compañía que mayor payout ratio presenta de las cinco analizadas, con valores constantemente en torno al 80% e incluso superando el 100% en 2018, lo cual es signo de las pobres alternativas de inversión en crecimiento de las que dispone la empresa. A pesar del alto payout y el abaratamiento de la acción de Bodegas Riojanas, la empresa no consigue reportar a los accionistas un dividend yield atractivo, mostrando valores mediocres entre 2 y 2,5 %.

Proseguimos con el análisis del PER (Price Earnings Ratio) y de su ratio inverso, el EYR (Earnings Yield Ratio). El PER indica los años necesarios para recuperar el precio de una acción mediante beneficios empresariales, mientras que inversamente el EYR es el cociente del BPA entre el precio de la acción. Es oportuno apuntar que el PER medio del IBEX 35 ha aumentado en el periodo analizado, por lo que una parte de la explicación de las variaciones individuales en estos ratios se debe a la mejora de las condiciones del entorno macroeconómico. En primer lugar, vemos que en Barón de Ley el PER ha pasado de ser 12x en 2009 a 20x en 2018, lo cual es producto de la gran labor del departamento financiero de la empresa que ha conseguido revertir la infravaloración de la empresa mediante su excelente política de *buybacks*. El mayor PER actual indica, por tanto, una revalorización del título a niveles más cercanos a su valor intrínseco. También, puede ser indicativo de mayores expectativas de crecimiento en el futuro. Al respecto, hay que tener en cuenta la OPA aprobada por la CNMV por la que Mazuelo Holding se hace con el control efectivo del grupo.<sup>37</sup> Por otro lado, Viscofan experimenta también una subida en el PER de calibre similar, aumentando de 12x en 2009 a 18x en 2018. El alto PER viene motivado por las esperanzas de incrementos futuros en el BPA. Estas esperanzas están respaldadas por una elevada ROI analizada profundamente en el apartado de análisis económico al que nos remitimos. Además, el entorno general de la empresa empuja al optimismo, con el incremento de la población mundial, la creciente demanda de carne, el desarrollo tecnológico y el crecimiento del PIB como principales catalizadores de su

---

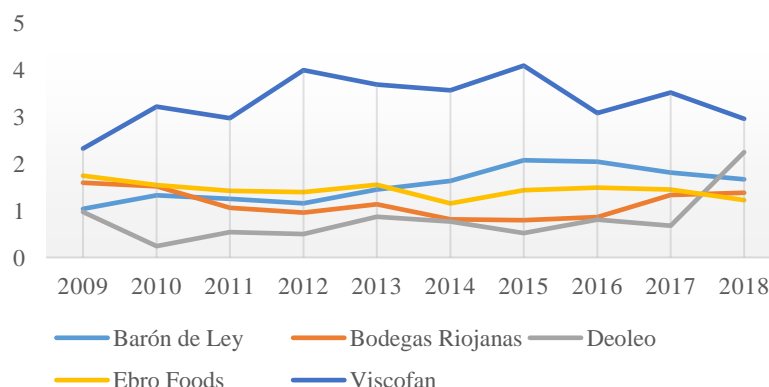
<sup>37</sup>EUROPA PRESS. El Consejo de Barón de Ley valora de forma positiva la OPA de Mazuelo tras el informe de Renta 4. <https://www.europapress.es/economia/noticia-consejo-baron-ley-valora-forma-positiva-opa-mazuelo-informe-renta-20190301105818.html>

demanda.<sup>38</sup> Siguiendo con Ebro Foods, se aprecia un sutil incremento de su PER (y decremento de EYR) en consonancia con la media del IBEX 35. En 2018 ha aumentado el PER desde 13x a 16x, debido probablemente a una disminución de beneficios que el mercado no internalizó a cierre. También puede indicar una mejora en las expectativas de la empresa. En este sentido, Ebro Foods se plantea a futuro la adquisición de Pastas Gallo y pretende abandonar las unidades de negocio menos eficientes, como las marcas blancas para recuperar los márgenes.<sup>39</sup> Cambiando de tercio, vemos como Bodegas Riojanas presenta elevados PER debido a las exiguas ganancias de la compañía y a su agresiva política de reparto de dividendos que hace mantener la acción a precios superiores dada su débil generación de flujos de caja. Finalmente, las continuas pérdidas de Deoleo inhabilitan el análisis de su PER al obtener valores negativos.

Para finalizar el apartado, analizamos los ratios Book to Market (B/M) y Price to Book (P/B) que ponen en relación la capitalización bursátil de las compañías analizadas con su patrimonio neto registrado en contabilidad. Llama la atención el elevado P/B ratio de Viscofan en comparación con el resto de las empresas, con valores constantemente por encima de 3. La explicación de unos valores superiores reside en que Viscofan es una empresa menos intensiva en capital y con mayor rentabilidad sobre sus activos que el resto de las empresas. El subsector en el que opera tiene características diferentes al resto de las empresas. Mientras que los sectores vinícolas, o de producción de aceites, o pastas y arroces son sectores maduros de típicamente poco margen e innovación, las envolturas cárnicas requieren constante innovación tecnológica y desarrollo de nuevos materiales.

Es por ello, por lo que no debemos caer en la superficial conclusión de que la acción de Viscofan se encuentra sobrevalorada atendiendo al P/B ratio. El resto de las empresas analizadas se

Figura 4.2: P/B Ratio



<sup>38</sup>FERNÁNDEZ, MARÍA. El consumo de carne empuja a Viscofan.

[https://elpais.com/economia/2018/08/31/actualidad/1535707109\\_943202.html](https://elpais.com/economia/2018/08/31/actualidad/1535707109_943202.html)

<sup>39</sup>MATE, VIDAL. Entrevista a Antonio Hernández Callejas, presidente de Ebro Foods.

[https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347\\_000546.html](https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347_000546.html)

encuentran entre el 1 y 2, al ser más capital-intensivas, excepto Deoleo que supera el 2 en 2018 debido a su disminución en el patrimonio neto. Ebro Foods se sitúa en 2018 en un reducido 1,22 que atribuyo, en parte al elevado peso que el fondo de comercio tiene en su balance, al suponer un 30% de su activo total. Bodegas Riojanas presenta un P/B reducido, fruto de la reducida media en su sector y la escasa rentabilidad de sus activos, mientras que Barón de Ley tiene P/B ligeramente superior debido a su mayor ROI.

## 5. VALORACIÓN

En este apartado se va a realizar la valoración de las empresas previamente analizadas mediante el método de descuento de flujos libres de caja (FCF). Se ha escogido este método, por ser el conceptualmente más sólido, al entender el valor presente de una empresa como los flujos futuros de caja que la empresa va a reportar a accionistas y acreedores, descontados por su rentabilidad exigida.<sup>40</sup> Para más información, en el ANEXO I se recoge el marco teórico del método de descuento de FCF.

En el cuadro XXX, se presenta el cálculo de la valoración para las cinco empresas analizadas. A continuación, pasamos a exponer el origen de los datos. Partimos del BAIT, porque nuestro objetivo es obtener los flujos de explotación, sin tener en cuenta las salidas de caja en concepto de pagos de intereses o amortización de deuda. Posteriormente, le aplicamos el tipo efectivo de gravamen obtenido a cierre al BAIT, para obtener los impuestos a pagar sin tener en cuenta los gastos financieros por intereses de deuda. A continuación sumamos las amortizaciones, pues suponen un gasto, pero no una salida de efectivo, por lo que hay que realizar el ajuste. Con ello, obtenemos el flujo de caja bruto de explotación. A ello le añadimos las Necesidades Operativas de Financiación de la empresa (NOF), entendidas como la variación del capital circulante mínimo de explotación, que hemos estimado como la suma de existencias y clientes menos proveedores. Así, obtenemos el Flujo de Caja Operativo al que sustraemos el CAPEX (Capital Expenditure, inversión en activos fijos), dato que extraemos del apartado de

---

<sup>40</sup> FERNÁNDEZ, P. Métodos de valoración de empresas: <<El descuento de los flujos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto: el valor de las acciones de una empresa - suponiendo su continuidad proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados.>>

flujos de actividades de inversión del EFE de las CCAA. Dicho resultado nos dará el FCF final del ejercicio 2018.

<i>Valoración FCF 01/05/2019</i>	<b>Barón de Ley</b>	<b>Bodegas Riojanas</b>	<b>Deoleo</b>	<b>Ebro foods</b>	<b>Viscofán</b>
BAIT	29.779	-685	-74.329	244.578	149.433
Tipo efectivo de gravamen	23,37%	41,28%	-19,11%	29,88%	16,01%
-Impuesto sobre BAIT	-6.959	283	-14.204	-73.091	-23.930
BAIDT	22.820	-402	-88.533	171.487	125.503
+Amortizaciones	7.103	1.349	24.013	88.812	62.758
Flujo de Caja Bruto	29.923	947	-64.520	260.299	188.261
+NOF	12.441	3.576	-18.723	55.227	856
Flujo de caja operativo	42.364	4.523	-83.243	315.526	189.117
-CAPEX	-8.468	-1.245	-3.965	-138.930	-71.949
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>33.896</b>	<b>3.278</b>	<b>-87.208</b>	<b>176.596</b>	<b>117.168</b>

A continuación, habrá que determinar el crecimiento de los flujos de caja. Para ello, he elaborado un modelo basado en la evolución reciente en el EBITDA de las empresas, ponderando en mayor medida los años más recientes, para obtener un estimador más preciso. Así, he tenido en cuenta el crecimiento en los últimos cinco años otorgando un peso del 10% a 2014, 15% a 2015, 20% a 2016, 25% a 2017 y 30% a 2018. Los resultados se muestran a continuación:

<b>Crecimiento EBITDA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>G estimada</b>
<i>Ponderación (w)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,25</i>	<i>0,2</i>	<i>0,15</i>	<i>0,1</i>	<i>1</i>
<b>Barón de Ley</b>	1,0%	1,1%	20,8%	-17,7%	3,2%	<b>2,38%</b>
<b>Bodegas Riojanas</b>	-73,5%	-18,8%	3,3%	-4,7%	-0,6%	<b>-26,83%</b>
<b>Deoleo</b>	-44,5%	120,0%	-41,5%	-69,8%	-13,0%	<b>-3,42%</b>
<b>Ebro Foods</b>	-14,4%	4,3%	9,2%	9,6%	1,7%	<b>0,21%</b>
<b>Viscofán</b>	-0,7%	3,1%	-4,6%	15,2%	4,2%	<b>2,35%</b>

Las tasas de crecimiento obtenidas se aplicarán a los siete años posteriores (2019-2025), a lo que después se les aplicará una tasa de crecimiento perpetuo del 1% desde 2026, una tasa prudente teniendo en cuenta las perspectivas de crecimiento del PIB mundial.<sup>41</sup>

<sup>41</sup> World Bank. Global Economic Prospects 2019 (en línea). <https://www.worldbank.org/>  
El informe cifra una tasa de crecimiento esperada del PIB de 2,9% en 2021.

Finalmente, necesitaremos determinar la tasa de rentabilidad exigida, a fin de descontarla a los flujos futuros obtenidos. Tal tasa de descuento será el WACC, que ponderará la rentabilidad exigida a las acciones y a la deuda, sustrayendo el *tax shield*. De esta manera hemos calculado la rentabilidad exigida de la acción ( $K_e$ ), partiendo del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) desarrollado por Sharpe, Lintner y Treynor sobre las bases marcadas por Markowitz.<sup>42</sup> Para el cálculo, hemos usado la beta obtenida por la base de datos SABI considerando para la regresión los últimos cinco años y al IBEX 35. Respecto a la prima de riesgo de mercado, nos remitimos a la encuesta realiza por Pablo Fernández, Alberto Ortiz e Isabel Fernández a analistas, directivos y profesores de 71 países en la que se otorga una media de PRM al mercado español del 6,2%.<sup>43</sup> Por otro lado, hemos obtenido la tasa libre de riesgo como la rentabilidad aportada por los bonos del estado español a 10 años a 01/05/2019.<sup>44</sup> Por otro lado, la rentabilidad exigida a la deuda ( $K_d$ ) se ha calculado como el tipo de interés medio de su deuda en balance, dados los gastos financieros registrados en la cuenta de pérdidas y ganancias. Finalmente, ponderamos  $K_e$  y  $K_d$  por el valor de mercado del patrimonio de la empresa y de su deuda respectivamente.<sup>45</sup> De esta manera, obtenemos el WACC, que operará como tasa de los flujos futuros de caja previamente estimados. La suma de ellos descontados nos dará el valor intrínseco de cada empresa, que restando el valor de la deuda, será el valor del patrimonio de la empresa y al dividiéndolo por el número de acciones, conseguiremos el valor intrínseco de cada acción.

Valoración FCF 01/05/2019	Barón de Ley	Bodegas Riojanas	Deoleo	Ebro foods	Viscofán
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>33.896</b>	<b>3.278</b>	<b>-87.208</b>	<b>176.596</b>	<b>117.168</b>
Tasa libre de riesgo (Rf)	1,06%	1,06%	1,06%	1,06%	1,06%
Prima de riesgo del mercado (Rm-Rf)	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Beta ( $\beta$ )	0,13	0,47	1,24	0,34	0,45
Coste de capital ( $K_e$ )	1,84%	3,88%	8,50%	3,10%	3,76%
Capitalización bursátil (E)	446.080	27.487	79.374	2.683.410	2.242.569
Valor Mercado Deuda (D)	65.594	31.813	773.361	1.642.223	276.116
Deuda financiera neta	-49.251	7.203	547.358	162.324	-5.582
Coste de la deuda ( $K_d$ )	-	1,24%	4,85%	1,93%	-
<b>WACC</b>	<b>1,84%</b>	<b>2,19%</b>	<b>6,03%</b>	<b>2,44%</b>	<b>3,76%</b>

<sup>42</sup>  $K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$

<sup>43</sup> FERNÁNDEZ P. Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers

<sup>44</sup> TESORO PÚBLICO. Resultados de la última subasta. <http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

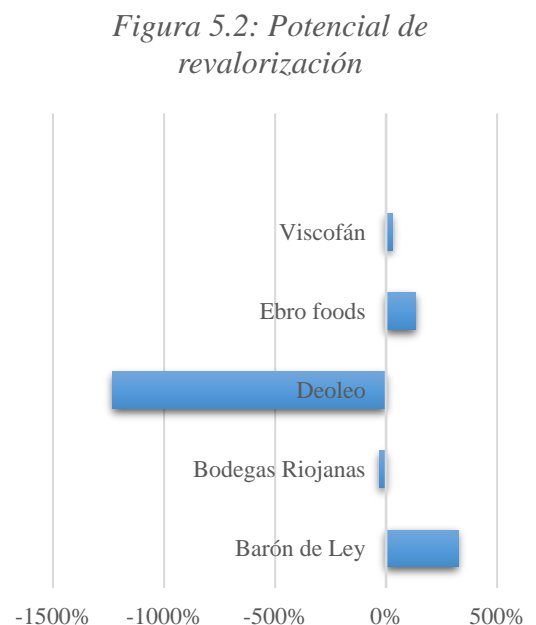
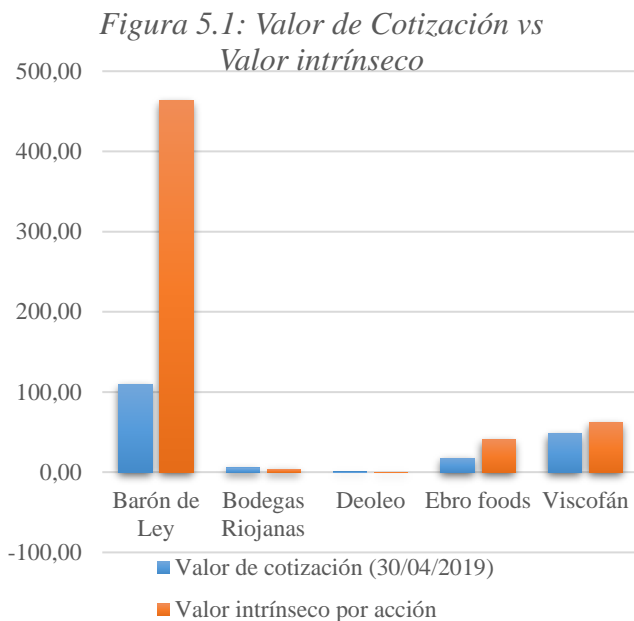
<sup>45</sup> Tomamos la capitalización bursátil para el valor de mercado del patrimonio y presumimos que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable.

Tasa de crecimiento FCF	2,38%	-26,83%	-3,42%	0,21%	2,35%
Crecimiento a perpetuidad	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Total FCF (19-25) actualizados	242.356	7.467	-427.594	1.133.240	776.915
Valor residual	1.652.153	12.159	-470.994	5.127.733	2.108.212
Deuda financiera neta	65.594	31.813	773.361	1.642.223	276.116
Capitalización estimada	1.894.509	19.626	-898.588	6.260.973	2.885.127
Número de acciones	4.092	5.186	1.404.858	153.865	46.604
<b>Valor intrínseco por acción</b>	<b>462,92</b>	<b>3,78</b>	<b>0,00</b>	<b>40,69</b>	<b>61,91</b>

Ya calculados los valores intrínsecos de las cinco empresas, comparamos con los valores de cotización de las empresas para concluir, si de acuerdo a nuestro análisis sus títulos se encuentran infravalorados o sobrevalorados en el mercado y, en base a tal, proveer recomendaciones de actuación a lectores de esta obra en relación a decisiones de inversión o venta en el Mercado Continuo. Como seguidor del *value investing*, he aplicado un margen de seguridad del 50% con carácter previo a la recomendación, para aportar mayor solidez a los resultados y protección frente a riesgos imprevistos por la tasa de descuento.<sup>46</sup>

<b>Valoración FCF 01/05/2019</b>	<b>Barón de Ley</b>	<b>Bodegas Riojanas</b>	<b>Deoleo</b>	<b>Ebro foods</b>	<b>Viscofán</b>
<b>Valor intrínseco por acción</b>	<b>462,92</b>	<b>3,78</b>	<b>0,00</b>	<b>40,69</b>	<b>61,91</b>
Valor de cotización (30/04/2019)	109,00	5,30	0,06	17,44	48,12
Potencial de revalorización	325%	-29%	-100%	133%	29%
Margen de seguridad (MDS)	50%	50%	50%	50%	50%
<b>Recomendación</b>	<b>Comprar</b>	<b>Infraponderar</b>	<b>Vender</b>	<b>Comprar</b>	<b>Sobreponderar</b>

<sup>46</sup> KAPLAN,S. Margin of Safety: <<There are only a few things investors can do to counteract risk: diversify adequately, hedge when appropriate, and invest with a margin of safety. It is precisely because we do not and cannot know all the risks of an investment that we strive to invest at a discount. The bargain element helps to provide a cushion for when things go wrong.>>



En base a la valoración realizada en este apartado y a los análisis desarrollados durante el resto del trabajo proveemos las siguientes RECOMENDACIONES:

- **Invertir en Barón de Ley.** La empresa tiene todavía un alto potencial de revalorización. Además, se trata de una empresa muy saneada, tal y como se ha visto a lo largo de su análisis. Con un ratio de endeudamiento muy bajo, alta solvencia y liquidez y una consistente senda de altas rentabilidades en los últimos diez años, es un valor seguro para la cartera del inversor mientras la dirección continúe por el mismo camino tras la OPA realizada por Mazuelo Holding.
- **Infraponer en Bodegas Riojanas.** La empresa da señales de agotamiento, tal y como nos muestran las bajas y decrecientes rentabilidades mostradas en el análisis económico. Tiene un alto grado de endeudamiento financiero que si bien en la actualidad no le genera un alto coste debido al entorno de bajos tipos de interés impuesto por las políticas de *quantitative easing* del BCE, cuando llegue la normalización monetaria va a ser realmente complicado que obtenga resultados positivos con sus ROI actuales. Además la empresa, está

manteniendo la cotización en niveles artificialmente altos debido a su política agresiva de *payout*.

- **Desinvertir en Deoleo.** Aunque los títulos están a un precio histórico muy bajo, su valor real es claramente inferior. La empresa ha entrado recientemente en causa de disolución, su equipo directivo se tambalea con tres consejeros delegados nombrados en los últimos 2 meses. El modelo de negocio de Deoleo ha fracasado claramente. Desde la dirección afirman que buscan diferenciar el producto mediante la calidad, pero están ofreciendo sus productos a un margen prácticamente inexistente, suponiendo los costes de aprovisionamientos un 90% de los ingresos. Deoleo se encuentra ante una situación límite que, con toda seguridad desembocará en una pronta liquidación de la sociedad.
  
- **Invertir en Ebro Foods.** Ebro Foods se trata de una empresa sólida operando en un sector maduro que, aunque este año no ha cumplido sus expectativas de crecimiento, ha sido debido a razones exógenas, un empeoramiento del entorno general en el mercado norteamericano. Ebro Foods va a abandonar sus unidades menos rentables de su división arroceras estadounidense y sus marcas Premium, le reportan cada vez un mayor margen. El avance de Garofalo, en este sentido, es muy positivo para la rentabilidad del grupo. Además, el bajo P/B ratio cifrado en 1,22 aporta seguridad en la decisión de Ebro Foods por el alto peso que tienen los activos fijos en relación con su capitalización bursátil. A más a más, en la última década se ha reducido la deuda bancaria en un 50% cubriendo el riesgo de una potencial subida de tipos de interés.
  
- **Sobreponderar Viscofan.** Concluimos que la empresa tiene potencial de revaloración, pero dado nuestro margen de seguridad autoimpuesto especialmente alto por la prudencia y las limitaciones del estudio, no recomendamos la compra incondicional de acciones, sino una sobreponderación del valor en nuestra cartera. El estado económico y financiero de la empresa es realmente bueno, con un endeudamiento muy bajo y altos niveles de rentabilidad y solvencia, consiguiendo ROIs de 15-20% en



los últimos años. Sin embargo, el precio de la acción no es bajo y el PER de la empresa cifrado en 18x, es alto en comparación con las empresas del sector y sugiere altas tasas de crecimiento esperadas por el mercado, que no podemos determinar con certeza que vayan a tener lugar.

## **6. CONCLUSIONES**

Para concluir el trabajo, he decidido recapitular los aspectos más interesantes tratados a lo largo de la obra a fin de que el lector pueda interiorizar con facilidad los hallazgos de mayor importancia en relación con la situación económico-financiera del sector, en general, y de cada una de las empresas, en particular.

El entorno del sector destaca por la incertidumbre a la que se enfrentan las empresas, debida a la dificultad de formar un gobierno de mayorías en territorio nacional, a un BREXIT sin resolver con fecha límite pospuesta hasta octubre de 2019 y con las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos en su máximo apogeo. Este entorno político ha provocado que el FMI haya rebajado las perspectivas de crecimiento mundial y que los bancos centrales de mayor importancia estén retrasando la normalización monetaria, manteniendo el entorno de bajos tipos de interés característico de la Gran Recesión. Por otro lado, las empresas del sector están enfrentándose cada vez a una base de consumidores más concienciada con la ecología y la salud, a lo que en el sector cada vez aparecen más productos ecológicos y dietéticos. Respecto al grado de atractivo del sector en general, no es posible sacar conclusiones generales al haber subsectores muy diferenciados. En este sentido, el subsector de las envolturas cárnicas, en el que opera Viscofan, es el de mayor atractivo de los analizados, debido a la mayor inversión en innovación en el sector, que genera economías de escala y de aprendizaje operando como barreras de entrada para futuros competidores y haciendo mayor el grado de concentración de la industria. En contraposición, el sector aceitero se caracteriza por estar muy atomizado y por la participación de un gran número de pequeños productores que elevan la competencia y reducen los márgenes a la mínima expresión, y así su atractivo.

Respecto a la situación económico-financiera, en particular, de cada una de las empresas analizadas destacamos que Barón de Ley se encuentra en una posición de gran solvencia

con un endeudamiento mínimo, y dadas sus altas rentabilidades conseguidas podría usar sus recursos ociosos para financiar crecimiento orgánico de la empresa. Por otra parte, Bodegas Riojanas, aunque operando también en el subsector vitivinícola, presenta una situación substancialmente diferente. Bodegas Riojanas ha experimentado rentabilidades decrecientes durante la última década, e incluso pérdidas en 2018. Lo cual, unido a un excesivo endeudamiento y a una descapitalización empresarial mediante elevados *payouts* pone en peligro la salud financiera de la firma bodeguera y debe llevar a la dirección a replantearse su estrategia empresarial. Por su parte, Deoleo es la empresa que goza de una peor situación de las analizadas, con graves pérdidas en los últimos diez años que están dinamitando su patrimonio neto, y de persistir esta tendencia se prevé su ulterior disolución. De hecho, la firma entró en 2019 en causa de liquidación, ante lo que tuvo que llevar a cabo una ampliación de capital para evitarla. En cambio, ha sido una década provechosa para Ebro Foods, que ha conseguido aumentar su activo en un 70% mientras ha reducido su pasivo, consiguiendo reducir el ratio de endeudamiento que preocupaba en gran medida a los *stakeholders*. La empresa goza de una estructura equilibrada de capital sin recursos ociosos ni un excesivo endeudamiento, además de atractivas rentabilidades con lo que ha sido capaz de financiar sosteniblemente el crecimiento señalado anteriormente. Finalmente, Viscofan es la empresa que mayor crecimiento ha conseguido durante la década, debido a las grandes rentabilidades conseguidas por la firma, con una ROI entre el 12 y el 20% en los años analizados. Además, la empresa tiene una gran solvencia, presentando incluso recursos ociosos que deben ser invertidos en el crecimiento de la empresa. El futuro de la empresa parece brillante, si bien se debe advertir que sus márgenes probablemente no se van a mantener en las cifras del pasado debido a su mayor inversión en productos tradicionales de menor rentabilidad como las envolturas plásticas.

Respecto al análisis bursátil y a la valoración de las compañías, hemos emitido recomendaciones para los inversores, en función del predecible comportamiento económico futuro de las empresas analizadas, la rentabilidad exigida a la deuda y al capital, así como el valor actual de cotización de las acciones. De esta forma, hemos establecido si las compañías se encontraban infravaloradas o sobrevaloradas en el Mercado Continuo, y en base a ello hemos emitido nuestra opinión. Tal y como hemos explicado en mayor profundidad en el apartado 11. VALORACIÓN, recomendamos

comprar títulos de Barón de Ley y Ebro Foods, sobreponderar Viscofan, infraponderar Bodegas Riojanas y vender Deoleo.

Finalmente, cabe poner de manifiesto las limitaciones del estudio realizado. En concreto, hay que señalar que la obra ha sido realizada únicamente con información financiera externa abierta al público en general, careciendo en todo caso de información interna de las empresas que hubiera sido de gran utilidad a la hora de proyectar los flujos de caja futuros con mayor precisión y lograr una aproximación más certera del valor real de las empresas analizadas. Por otro lado, los resultados obtenidos en el análisis y en la valoración de las empresas descansan en hipótesis y presunciones tenidas en cuenta a lo largo del procedimiento. Es paradigmático, el ejemplo del CAPM, modelo que se basa en presunciones discutibles como que el mercado es perfectamente competitivo, todos los inversores tienen la misma función de utilidad y el mismo grado de aversión al riesgo y, todos ellos son racionales y gozan de la misma información. Sin embargo, el modelo a día de hoy sigue siendo muy usado por inversores cualificados y al no disponer de información interna de las empresas, he creído pertinente su utilización para el cálculo de la prima de riesgo de mercado asociada a cada empresa.

Pese a las limitaciones presentes en el estudio, considero que el análisis realizado es de gran utilidad para los *stakeholders* de las empresas analizadas, desde los inversores, acreedores financieros, proveedores, trabajadores hasta la dirección a la hora de diseñar futuras políticas que respondan a los puntos débiles de cada empresa señalados en detalle a lo largo de este TFG.

## **BIBLIOGRAFÍA**

### ***LIBROS***

FERNÁNDEZ, P. “*Métodos de valoración de empresas.*”

GONZÁLEZ PASCUAL, J. “*Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones.*”

JÍMENEZ QUINTERO, J.A. “*Dirección estratégica. I, Diseño e implantación de estrategias.*”

PALOMARES, J. y PESET, M.J. “*Estados financieros. Interpretación y análisis.*”

KAPLAN, S. “*Margin of Safety.*”

### ***LEGISLACIÓN***

Ley 38/1992, de 28 de diciembre, de Impuestos Especiales.

Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.

### ***WEBGRAFÍA***

ABC. Batacazo de Viscofan en Bolsa tras reducir sus previsiones de crecimiento. [https://www.abc.es/economia/abci-batacazo-viscofan-bolsa-tras-reducir-previsiones-crecimiento-201810261223\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-batacazo-viscofan-bolsa-tras-reducir-previsiones-crecimiento-201810261223_noticia.html)

APARICIO, LUIS. China pasa factura a Viscofan. [https://elpais.com/economia/2018/11/08/actualidad/1541676223\\_552113.html](https://elpais.com/economia/2018/11/08/actualidad/1541676223_552113.html)

ARTESANI, FREDERICK. Análisis Bodegas Riojanas in Research. 2016. <https://www.ieaf.es/que-es-ieaf/noticias-ieaf/item/1672-bodegas-riojanas-nuevo-informe-del-servicio-inresearch.html>

BARÓN DE LEY S.A. Página web corporativa. <http://www.barondeley.com/es>

BANCO DE ESPAÑA. Boletín económico 3/2018. Informe trimestral de la economía española de junio de 2018 (*en línea*). <https://www.bde.es/bde/es/>

BAYÓN, ÁLVARO. Portela tiene un plan para salvar Deoleo: una operación acordeón. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458\\_445539.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/02/empresas/1488458458_445539.html)

BLANCO, ISABEL .Barón de Ley, retribución gran reserva sin pagar ni un euro. <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6584787/03/15/Baron-de-Ley-retribucion-gran-reserva-sin-pagar-ni-un-euro.html>

BODEGAS RIOJANAS S.A. Página web corporativa. <http://bodegasriojanas.com/es/>

DEOLEO S.A. Página web corporativa. <http://deoleo.com/?lang=en>

EBRO FOODS S.A. Página web corporativa. <http://www.ebrofoods.es/>

EBRO FOODS. Informe de gestión Ebro Foods 2018 (*en línea*). <https://www.ebrofoods.es/en/>

EUROPA PRESS. Deoleo pierde 63,9 millones y vende un 11% menos hasta septiembre. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/10/25/companias/1540491567\\_641774.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/10/25/companias/1540491567_641774.html)

EUROPA PRESS. El Consejo de Barón de Ley valora de forma positiva la OPA de Mazuelo tras el informe de Renta 4. <https://www.europapress.es/economia/noticia-consejo-baron-ley-valora-forma-positiva-opa-mazuelo-informe-renta-20190301105818.html>

EXPANSIÓN. Viscofan y Ebro, bazas para el tirón de la alimentación. <http://www.expansion.com/mercados/2019/04/23/5cbe3966468aebb84f8b45ba.html>

FERNÁNDEZ, MARÍA. El consumo de carne empuja a Viscofan. [https://elpais.com/economia/2018/08/31/actualidad/1535707109\\_943202.html](https://elpais.com/economia/2018/08/31/actualidad/1535707109_943202.html)

FREIRE, E. Ebro Foods invertirá 70 millones de euros en una gran planta de precocinados en La Rinconada. [https://sevilla.abc.es/economia/sevi-ebro-foodsinvertira-70-millones-euros-gran-planta-precocinados-rinconada-201811222320\\_noticia.html](https://sevilla.abc.es/economia/sevi-ebro-foodsinvertira-70-millones-euros-gran-planta-precocinados-rinconada-201811222320_noticia.html)

FIAB. Informe económico 2018 (*en línea*). <http://fiab.es/>

GARCÍA, JAVIER. Deoleo perdió 291 millones en 2018 y entra en causa de disolución. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/02/28/companias/1551372893\\_691997.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/02/28/companias/1551372893_691997.html)

KPMG. La Empresa Española ante el Brexit. Julio 2018. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2018/03/perspectivas-empresa-espanola-brexit.pdf>

KPMG. La gastronomía en la economía española. Impacto de los sectores económicos asociados. Enero 2019. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2019/01/gastronomia-en-economia-espanola.pdf>

LODEIRO, FRANCISCO. Gestión monetaria (IV): La recompra de acciones propias. <https://www.academiadeinversion.com/recompra-de-acciones-propias/>

MATÉ, VIDAL. Entrevista a Antonio Hernández (Ebro Foods): “Nos encaja comprar Pastas Gallo si el precio es adecuado”. [https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347\\_000546.html](https://elpais.com/economia/2019/02/21/actualidad/1550747347_000546.html)

MINISTERIO DE AGRICULTURA, PESCA Y ALIMENTACIÓN. Informe consumo de alimentos y bebidas 2018 (*en línea*). <https://www.mapama.gob.es/>

MINTEL. Tendencias en alimentos y bebidas 2018 (*en línea*). <https://www.mintel.com/>

NATH, TREVIR. Don't Let Stocks Prices Fool You; Focus On Market Cap Instead. <https://www.nasdaq.com/article/dont-let-stocks-prices-fool-you-focus-on-market-cap-instead-cm858153>

PIZÁ, CARLOS. La salida del histórico socio Klein anticipa el final de la etapa de CVC en Deoleo. [https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-04-02/aceite-inversor-accionistas-deoleo-bolsa-koipe\\_1919274/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-04-02/aceite-inversor-accionistas-deoleo-bolsa-koipe_1919274/)

RENTA 4. Informe de valoración Viscofán (*en línea*). [https://www.r4.com/download/estatico/informes/informe\\_valoracion\\_viscofan\\_20180508.pdf](https://www.r4.com/download/estatico/informes/informe_valoracion_viscofan_20180508.pdf)

SEGAL, TROY. Why would a company buy back its own shares? <https://www.investopedia.com/ask/answers/042015/why-would-company-buyback-its-own-shares.asp>

TESORO PÚBLICO. Resultado de las últimas subastas. <http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

THE CORNER. Santander: Maintain Viscofan; growth insufficient for revaluation. <http://thecorner.eu/financial-markets/ibex/santander-maintain-viscofan-growth-insufficient-for-revaluation/79648/>

VALENCIA PLAZA. CVC aumenta su participación en Deoleo al 56% tras la ampliación. <https://valenciaplaza.com/cvc-aumenta-su-participacion-en-deoleo-al-56-tras-la-ampliacion>

VISCOFAN, S.A. Página web corporativa. <http://www.viscofan.com/>

VISCOFAN, S.A. Informe estratégico VISCOFAN. More to be 2016-2020 (*en línea*). <http://www.viscofan.com/>

WORLD BANK. Global Economic Prospects 2019 (*en línea*). <https://www.worldbank.org/>

YOUTUBE. Lara Nestares, Representante de Bodegas Riojanas. Fuente: BME. <https://www.youtube.com/watch?v=8n3D-Xlr0-c&feature=youtu.be>

## ANEXOS

## ANEXO I. Metodología y marco teórico

### RELACIONES LÓGICAS

Liquidez	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Solvencia	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Cobertura	$\frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$

### ANÁLISIS SITUACIÓN FINANCIERA A LARGO PLAZO

<b>Ratios de Solvencia</b>	
Solvencia general	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$
Solvencia ajustada	$\frac{\text{Activo} - \text{Fondo de Comercio}}{\text{Pasivo}}$
<b>Ratios de Cobertura y Endeudamiento</b>	
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo No Corriente}}$
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	$\frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente}}$
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento a l/p	$\frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento a c/p	$\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento bancario	$\frac{\text{Deudas con entidades de crédito}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Composición Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Cobertura cargas financieras	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Gastos Financieros}}$



Capacidad de devolución de deudas	$\frac{EBIT}{Pasivo}$
<b>Ratios de Autofinanciación</b>	
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	$\frac{Beneficio\ no\ distribuido}{Resultado\ del\ ejercicio}$
Grado de autofinanciación total	$\frac{Reservas}{Patrimonio\ Neto}$
Crecimiento de reservas	$\frac{Beneficio\ no\ distribuido}{Reservas}$

#### ANÁLISIS SITUACIÓN FINANCIERA A CORTO PLAZO

<b>Ratios de Liquidez</b>	
Liquidez general	$\frac{Activo\ Corriente}{Pasivo\ Corriente}$
Liquidez inmediata	$\frac{Disponible + Realizable}{Pasivo\ Corriente}$
Ratio de tesorería	$\frac{Disponible}{Pasivo\ Corriente}$
<b>Capital Circulante</b>	
CC total	$Activo\ Corriente - Pasivo\ Corriente$
Tesorería neta	$CC\ total - CC\ mínimo$
Coefficiente Básico de Financiación	$\frac{Activo\ No\ Corriente + CC\ real}{Activo\ No\ Corriente + CC\ mínimo}$

#### ANÁLISIS ECONÓMICO

Margen bruto	$\frac{Ventas - Coste\ de\ ventas}{Ventas}$
Margen commercial	$\frac{Ventas}{EBIT}$

ROI	$\frac{EBIT}{Activo\ Medio}$
ROA antes de impuestos	$\frac{EBT}{Activo\ Medio}$
ROA después de impuestos	$\frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Activo\ Medio}$
ROE antes de impuestos	$\frac{EBT}{Patrimonio\ Neto\ Medio}$
ROE después de impuestos	$\frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Patrimonio\ Neto\ Medio}$

### ANÁLISIS BURSÁTIL

Beneficio por Acción (BPA)	$\frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Número\ de\ Acciones}$
Dividendo por acción (DPA)	$\frac{Dividendos}{Número\ de\ Acciones}$
Pay-out	$\frac{Dividendos}{Resultado\ del\ Ejercicio}$
Capitalización bursátil	$Precio\ acción \times Número\ Acciones$
Dividend yield	$\frac{Dividendos}{Precio\ Acción}$
Rentabilidad de la acción	$\frac{Precio\ acción\ final + DPA}{Precio\ acción\ inicial}$
PER	$\frac{Precio\ acción}{BPA}$
Earning yield ratio (EYR)	$\frac{BPA}{Precio\ acción}$
Book-to-Market ratio (B/M)	$\frac{Patrimonio\ Neto}{Capitalización\ Bursátil}$
Price-to-Book ratio (P/B)	$\frac{Capitalización\ Bursátil}{Patrimonio\ Neto}$

## VALORACIÓN (DESCUENTO DE FCF)

<b>BAIT</b>
-Impuesto sobre BAIT
<b>= BAIDT</b>
+Amortización
<b>= Flujo de Caja Bruto</b>
+NOF ( <i>crecimiento de las necesidades operativas de financiación</i> )
<b>= Flujo de caja operativo</b>
-CAPEX ( <i>salidas de caja por inversión en activo corriente</i> )
<b>= FLUJOS LIBRES DE CAJA (FCF)</b>

$$V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n + VR_n}{(1+WACC)^n}$$

$$VR_n = FCF_n \times \frac{1+g}{WACC-g}$$

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

Donde:

V = valor de la empresa; FCF<sub>i</sub> = Flujo libre de Caja en el periodo i; VR<sub>n</sub> = Valor residual de la empresa en el periodo n; g = tasa de crecimiento perpetua.

WACC = Weighted Average Cost of Capital (tasa de descuento); D = valor de mercado de la deuda; E = valor de mercado de las acciones; K<sub>d</sub> = rentabilidad exigida a la deuda. T = tasa impositiva; K<sub>e</sub> = rentabilidad exigida a las acciones, obtenida mediante el CAPM:

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

R<sub>f</sub> = Rentabilidad libre de riesgo; R<sub>m</sub> = Rentabilidad media del mercado; R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub> = Prima de riesgo del mercado.

**MODELO UTILIZADO PARA LA ESTIMACIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS FCF 2019-2025**

$$G = 0,3g_{18} + 0,25g_{17} + 0,2g_{16} + 0,15g_{15} + 0,1g_{14}$$

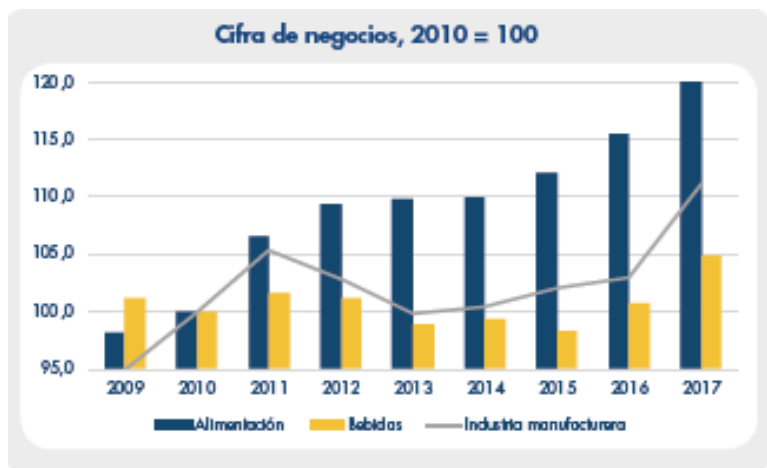
Donde:

G = Tasa de crecimiento interanual estimada para los FCF desde 2019 a 2025;

$g_i$  = Tasa crecimiento anual del EBITDA de cada empresa en el año i.

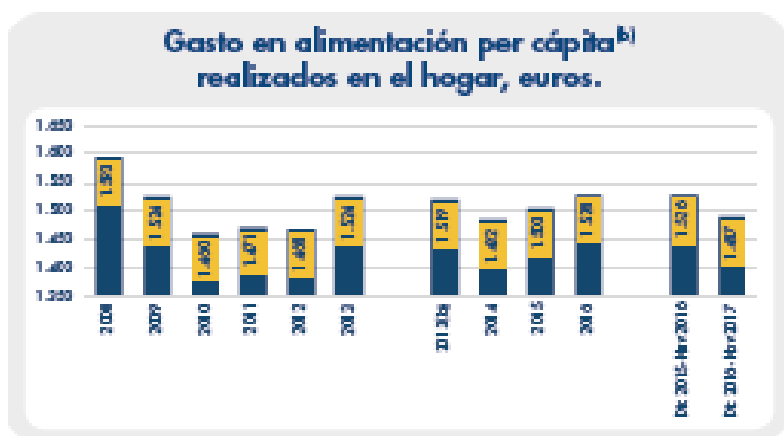
## ANEXO II. Análisis sectorial

**FIGURA 2.1.** Evolución de la Cifra de Negocios en la Industria de Alimentación y bebidas desde 2009 a 2017.



Fuente: FIAB.

**FIGURA 2.2.** Gasto en alimentación per cápita realizados en el hogar (2008-2017).



Fuente: FIAB.

**FIGURA 2.3.** *Productos con Denominación de Origen Protegida*



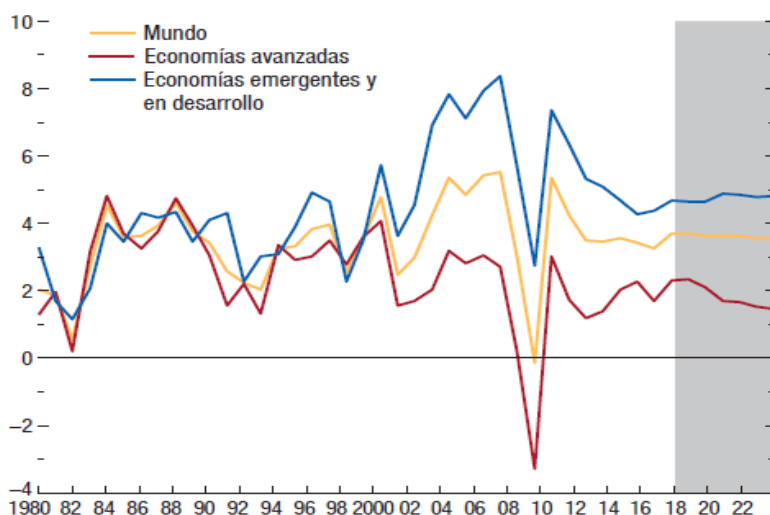
Fuente: La gastronomía en la economía española. Impacto económico de los sectores asociados. KPMG. Enero 2019

**FIGURA 2.4.** *Producción ecológica*



Fuente: La gastronomía en la economía española. Impacto económico de los sectores asociados. KPMG. Enero 2019

**FIGURA 2.5.** Crecimiento del PIB real por grupo de países.



Fuente: Perspectivas de la economía mundial. FMI. Enero 2018

**FIGURA 2.6.** Estructura de los subsectores que conforman el sector de alimentación y bebidas: ventas netas, número de empresas y personas ocupadas por subsector.

	Ventas Netas	%	Nº empresas	%	Personas Ocupadas	%	Nº empleados medio x empresa
Industria cárnica	19.499.174	21,6%	4.131	14,1%	102.220	23,2%	24
Fabricación de bebidas	9.586.456	10,6%	5.025 <sup>1</sup>	17,2% <sup>1</sup>	41.932	9,5%	11,3
Aguas embotelladas y bebidas aromatizadas	4.519.272	5,0%			15.075	3,4%	
Alimentación animal	8.983.501	10,0%	859	5,4%	15.649	3,6%	18
Aceites y grasas	8.427.109	9,3%	1.604	2,9%	14.570	3,3%	9
Productos lácteos	8.322.312	9,2%	1.563	5,5%	32.369	7,4%	20
Prep./Cons. frutas y hortalizas	7.155.479	7,9%	1.350	36,6%	38.434	8,7%	28
Panadería y pastas alimenticias	6.630.209	7,4%	10.700	4,6%	95.051	21,6%	8
Otros productos alimenticios	4.827.346	5,4%	2.697 <sup>1</sup>	9,2% <sup>1</sup>	28.597	6,5%	20
Azúcar, café, te, infusiones; confitería	4.787.521	5,3%			25.303	5,8%	
Industria del pescado	4.107.191	4,6%	695	2,4%	22.564	5,1%	32
Molinerías, almidones	3.323.393	3,7%	572	2,0%	7.910	1,8%	13
<b>Total</b>	<b>90.168.963</b>		<b>29.196</b>		<b>439.675</b>		

Fuente: FIAB.

**ANEXO III. Análisis Patrimonial**  
(Unidades monetarias expresadas en miles de euros)

**BARÓN DE LEY**

MASAS PATRIMONIALES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	122.903	91.808	181.743	206.633	179.830	146.276	183.101	72.502	77.516	82.193
Inmovilizado intangible	5	19	44	88	118	107	47	48	3.557	8.588
Inmovilizado material	122.898	91.789	181.699	206.545	179.712	146.169	183.054	72.454	73.959	73.605
<b>Activo Corriente</b>	209.695	232.153	142.898	110.892	155.482	223.108	150.509	212.597	171.698	168.920
Existencias	102.692	97.501	92.055	84.029	92.378	90.541	89.793	89.497	95.308	103.628
Realizable	105.090	100.838	39.325	26.001	58.036	117.047	54.913	114.966	62.558	46.263
Disponible	1.913	33.814	11.518	862	5.068	15.520	5.803	8.134	13.832	19.029
<b>Patrimonio Neto</b>	267.004	252.624	251.132	230.023	208.226	204.965	195.661	179.154	177.879	181.338
<b>Pasivo</b>	65.594	71.337	73.509	87.502	127.086	164.419	137.949	105.945	71.335	69.775
Pasivo No Corriente	277	1.038	1.076	11.913	13.258	11.731	12.880	2.120	2.698	1.752
Pasivo Corriente	65.317	70.299	72.433	75.589	113.828	152.688	125.069	103.825	68.637	68.023
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	332.598	323.961	324.641	317.525	335.312	369.384	333.610	285.099	249.214	251.113

SIGNIFICATIVIDAD	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	36,95%	28,34%	55,98%	65,08%	53,63%	39,60%	54,88%	25,43%	31,10%	32,73%
Inmovilizado intangible	0,00%	0,01%	0,01%	0,03%	0,04%	0,03%	0,01%	0,02%	1,43%	3,42%
Inmovilizado material	36,95%	28,33%	55,97%	65,05%	53,60%	39,57%	54,87%	25,41%	29,68%	29,31%
<b>Activo Corriente</b>	63,05%	71,66%	44,02%	34,92%	46,37%	60,40%	45,12%	74,57%	68,90%	67,27%
Existencias	30,88%	30,10%	28,36%	26,46%	27,55%	24,51%	26,92%	31,39%	38,24%	41,27%
Realizable	31,60%	31,13%	12,11%	8,19%	17,31%	31,69%	16,46%	40,32%	25,10%	18,42%
Disponible	0,58%	10,44%	3,55%	0,27%	1,51%	4,20%	1,74%	2,85%	5,55%	7,58%
<b>Patrimonio Neto</b>	80,28%	77,98%	77,36%	72,44%	62,10%	55,49%	58,65%	62,84%	71,38%	72,21%
<b>Pasivo</b>	19,72%	22,02%	22,64%	27,56%	37,90%	44,51%	41,35%	37,16%	28,62%	27,79%
Pasivo No Corriente	0,08%	0,32%	0,33%	3,75%	3,95%	3,18%	3,86%	0,74%	1,08%	0,70%
Pasivo Corriente	19,64%	21,70%	22,31%	23,81%	33,95%	41,34%	37,49%	36,42%	27,54%	27,09%

EVOLUCIÓN	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	'09 -'18
<b>Activo No Corriente</b>	33,87%	-49,48%	-12,05%	14,90%	22,94%	-20,11%	152,55%	-6,47%	-5,69%	11,70%
Inmovilizado intangible	-73,68%	-56,82%	-50,00%	-25,42%	10,28%	127,66%	-2,08%	-98,65%	-58,58%	-99,78%
Inmovilizado material	33,89%	-49,48%	-12,03%	14,93%	22,95%	-20,15%	152,65%	-2,03%	0,48%	24,70%
<b>Activo Corriente</b>	-9,67%	62,46%	28,86%	-28,68%	-30,31%	48,24%	-29,20%	23,82%	1,64%	37,43%
Existencias	5,32%	5,92%	9,55%	-9,04%	2,03%	0,83%	0,33%	-6,10%	-8,03%	-5,91%
Realizable	4,22%	156,42%	51,24%	-55,20%	-50,42%	113,15%	-52,24%	83,78%	35,22%	117,97%
Disponible	-94,34%	193,58%	1236,19%	-82,99%	-67,35%	167,45%	-28,66%	-41,19%	-27,31%	77,70%
<b>Patrimonio Neto</b>	5,69%	0,59%	9,18%	10,47%	1,59%	4,76%	9,21%	0,72%	-1,91%	39,31%
<b>Pasivo</b>	-8,05%	-2,95%	-15,99%	-31,15%	-22,71%	19,19%	30,21%	48,52%	2,24%	2,24%
Pasivo No Corriente	-73,31%	-3,53%	-90,97%	-10,14%	13,02%	-8,92%	507,55%	-21,42%	54,00%	-40,75%
Pasivo Corriente	-7,09%	-2,95%	-4,18%	-33,59%	-25,45%	22,08%	20,46%	51,27%	0,90%	3,35%
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	2,67%	-0,21%	2,24%	-5,30%	-9,22%	10,72%	17,02%	14,40%	-0,76%	29,01%



## BODEGAS RIOJANAS

MASAS PATRIMONIALES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	17.970	17.646	17.203	15.790	13.276	12.508	12.875	13.377	13.903	14.163
Inmovilizado intangible	171	298	426	556	492	247	270	281	326	364
Inmovilizado material	17.799	17.348	16.777	15.234	12.784	12.261	12.605	13.096	13.577	13.799
<b>Activo Corriente</b>	33.709	36.075	40.940	40.908	40.475	39.879	40.140	39.490	39.774	38.110
Existencias	27.184	25.867	31.249	29.273	28.516	27.800	28.032	28.408	29.289	29.447
Realizable	6.506	10.091	9.583	11.532	11.865	11.995	11.919	10.979	10.274	8.610
Disponible	19	117	108	103	94	84	189	103	211	53
<b>Patrimonio Neto</b>	19.866	23.634	25.357	27.091	26.116	25.525	25.490	25.379	25.418	25.197
<b>Pasivo</b>	31.813	30.087	32.786	29.607	27.635	26.862	27.525	27.488	28.259	27.076
Pasivo No Corriente	13.764	13.626	15.766	12.672	6.069	6.743	7.443	7.084	7.337	5.745
Pasivo Corriente	18.049	16.461	17.020	16.935	21.566	20.119	20.082	20.404	20.922	21.331
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	51.679	53.721	58.143	56.698	53.751	52.387	53.015	52.867	53.677	52.273

SIGNIFICATIVIDAD	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	34,77%	32,85%	29,59%	27,85%	24,70%	23,88%	24,29%	25,30%	25,90%	27,09%
Inmovilizado intangible	0,33%	0,55%	0,73%	0,98%	0,92%	0,47%	0,51%	0,53%	0,61%	0,70%
Inmovilizado material	34,44%	32,29%	28,85%	26,87%	23,78%	23,40%	23,78%	24,77%	25,29%	26,40%
<b>Activo Corriente</b>	65,23%	67,15%	70,41%	72,15%	75,30%	76,12%	75,71%	74,70%	74,10%	72,91%
Existencias	52,60%	48,15%	53,75%	51,63%	53,05%	53,07%	52,88%	53,73%	54,57%	56,33%
Realizable	12,59%	18,78%	16,48%	20,34%	22,07%	22,90%	22,48%	20,77%	19,14%	16,47%
Disponible	0,04%	0,22%	0,19%	0,18%	0,17%	0,16%	0,36%	0,19%	0,39%	0,10%
<b>Patrimonio Neto</b>	38,44%	43,99%	43,61%	47,78%	48,59%	48,72%	48,08%	48,01%	47,35%	48,20%
<b>Pasivo</b>	61,56%	56,01%	56,39%	52,22%	51,41%	51,28%	51,92%	51,99%	52,65%	51,80%
Pasivo No Corriente	26,63%	25,36%	27,12%	22,35%	11,29%	12,87%	14,04%	13,40%	13,67%	10,99%
Pasivo Corriente	34,93%	30,64%	29,27%	29,87%	40,12%	38,40%	37,88%	38,59%	38,98%	40,81%

EVOLUCIÓN	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	'09-'18
<b>Activo No Corriente</b>	1,84%	2,58%	8,95%	18,94%	6,14%	-2,85%	-3,75%	-3,78%	-1,84%	16,63%
Inmovilizado intangible	-42,62%	-30,05%	-23,38%	13,01%	99,19%	-8,52%	-3,91%	-13,80%	-10,44%	-16,99%
Inmovilizado material	2,60%	3,40%	10,13%	19,16%	4,27%	-2,73%	-3,75%	-3,54%	-1,61%	17,45%
<b>Activo Corriente</b>	-6,56%	-11,88%	0,08%	1,07%	1,49%	-0,65%	1,65%	-0,71%	4,37%	-4,99%
Existencias	5,09%	-17,22%	6,75%	2,65%	2,58%	-0,83%	-1,32%	-3,01%	-0,54%	-11,82%
Realizable	-35,53%	5,30%	-16,90%	-2,81%	-1,08%	0,64%	8,56%	6,86%	19,33%	17,73%
Disponible	-83,76%	8,33%	4,85%	9,57%	11,90%	-55,56%	83,50%	-51,18%	298,11%	82,81%
<b>Patrimonio Neto</b>	-15,94%	-6,79%	-6,40%	3,73%	2,32%	0,14%	0,44%	-0,15%	0,88%	-3,12%
<b>Pasivo</b>	5,74%	-8,23%	10,74%	7,14%	2,88%	-2,41%	0,13%	-2,73%	4,37%	4,82%
Pasivo No Corriente	1,01%	-13,57%	24,42%	108,80%	-10,00%	-9,40%	5,07%	-3,45%	27,71%	207,52%
Pasivo Corriente	9,65%	-3,28%	0,50%	-21,47%	7,19%	0,18%	-1,58%	-2,48%	-1,92%	-32,18%
<b>Total Activo = PN + Total Pasivo</b>	-3,80%	-7,61%	2,55%	5,48%	2,60%	-1,18%	0,28%	-1,51%	2,69%	1,17%

## DEOLEO

MASAS PATRIMONIALES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	583.914	903.940	914.743	1.096.757	1.144.226	1.246.673	1.210.088	1.488.717	1.554.500	1.737.163
Inmovilizado intangible	462.374	769.330	779.878	907.217	951.456	964.263	930.393	1.104.955	1.151.403	1.000.278
Inmovilizado material	121.540	134.610	134.865	189.540	192.770	282.410	279.695	383.762	403.097	736.885
<b>Activo Corriente</b>	224.757	233.997	223.032	326.556	368.140	477.274	456.764	497.596	814.162	577.704
Existencias	98.037	109.790	102.794	140.085	121.151	112.381	150.622	161.850	176.823	232.377
Realizable	78.719	107.376	96.832	144.431	167.136	186.367	178.026	217.519	493.810	329.198
Disponible	47.947	16.831	23.406	42.040	79.853	178.526	128.116	118.227	143.529	16.129
<b>Patrimonio Neto</b>	35.310	299.831	328.858	509.327	565.963	625.358	560.650	812.179	836.774	310.679
<b>Pasivo</b>	773.361	838.106	808.917	913.986	946.403	1.098.589	1.106.202	1.174.134	1.531.888	2.004.188
Pasivo No Corriente	687.215	711.248	722.888	739.380	764.300	813.141	905.966	971.890	1.131.938	591.728
Pasivo Corriente	86.146	126.858	86.029	174.606	182.103	285.448	200.236	202.244	399.950	1.412.460
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	808.671	1.137.937	1.137.775	1.423.313	1.512.366	1.723.947	1.666.852	1.986.313	2.368.662	2.314.867

SIGNIFICATIVIDAD	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	72,21%	79,44%	80,40%	77,06%	75,66%	72,32%	72,60%	74,95%	65,63%	75,04%
Inmovilizado intangible	57,18%	67,61%	68,54%	63,74%	62,91%	55,93%	55,82%	55,63%	48,61%	43,21%
Inmovilizado material	15,03%	11,83%	11,85%	13,32%	12,75%	16,38%	16,78%	19,32%	17,02%	31,83%
<b>Activo Corriente</b>	27,79%	20,56%	19,60%	22,94%	24,34%	27,68%	27,40%	25,05%	34,37%	24,96%
Existencias	12,12%	9,65%	9,03%	9,84%	8,01%	6,52%	9,04%	8,15%	7,47%	10,04%
Realizable	9,73%	9,44%	8,51%	10,15%	11,05%	10,81%	10,68%	10,95%	20,85%	14,22%
Disponible	5,93%	1,48%	2,06%	2,95%	5,28%	10,36%	7,69%	5,95%	6,06%	0,70%
<b>Patrimonio Neto</b>	4,37%	26,35%	28,90%	35,78%	37,42%	36,27%	33,64%	40,89%	35,33%	13,42%
<b>Pasivo</b>	95,63%	73,65%	71,10%	64,22%	62,58%	63,73%	66,36%	59,11%	64,67%	86,58%
Pasivo No Corriente	84,98%	62,50%	63,54%	51,95%	50,54%	47,17%	54,35%	48,93%	47,79%	25,56%
Pasivo Corriente	10,65%	11,15%	7,56%	12,27%	12,04%	16,56%	12,01%	10,18%	16,89%	61,02%

EVOLUCIÓN	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	'09-'18
<b>Activo No Corriente</b>	-35,40%	-1,18%	-16,60%	-4,15%	-8,22%	3,02%	-18,72%	-4,23%	-10,52%	-66,39%
Inmovilizado intangible	-39,90%	-1,35%	-14,04%	-4,65%	-1,33%	3,64%	-15,80%	-4,03%	15,11%	-53,78%
Inmovilizado material	-9,71%	-0,19%	-28,85%	-1,68%	-31,74%	0,97%	-27,12%	-4,80%	-45,30%	-83,51%
<b>Activo Corriente</b>	-3,95%	4,92%	-31,70%	-11,30%	-22,87%	4,49%	-8,21%	-38,88%	40,93%	-61,09%
Existencias	-10,70%	6,81%	-26,62%	15,63%	7,80%	-25,39%	-6,94%	-8,47%	-23,91%	-57,81%
Realizable	-26,69%	10,89%	-32,96%	-13,58%	-10,32%	4,69%	-18,16%	-55,95%	50,00%	-76,09%
Disponible	184,87%	-28,09%	-44,32%	-47,35%	-55,27%	39,35%	8,36%	-17,63%	789,88%	197,27%
<b>Patrimonio Neto</b>	-88,22%	-8,83%	-35,43%	-10,01%	-9,50%	11,54%	-30,97%	-2,94%	169,34%	-88,63%
<b>Pasivo</b>	-7,73%	3,61%	-11,50%	-3,43%	-13,85%	-0,69%	-5,79%	-23,35%	-23,57%	-61,41%
Pasivo No Corriente	-3,38%	-1,61%	-2,23%	-3,26%	-6,01%	-10,25%	-6,78%	-14,14%	91,29%	16,14%
Pasivo Corriente	-32,09%	47,46%	-50,73%	-4,12%	-36,20%	42,56%	-0,99%	-49,43%	-71,68%	-93,90%
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	-28,94%	0,01%	-20,06%	-5,89%	-12,27%	3,43%	-16,08%	-16,14%	2,32%	-65,07%

## EBRO FOODS

MASAS PATRIMONIALES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	2.591.318	2.367.420	2.410.432	2.311.875	2.133.776	1.931.567	1.841.658	1.860.861	1.720.693	1.795.516
Inmovilizado intangible	1.593.207	1.466.137	1.492.643	1.457.099	1.366.570	1.225.161	1.197.200	1.210.930	1.060.672	1.097.208
Inmovilizado material	998.111	901.283	917.789	854.776	767.206	706.406	644.458	649.931	660.021	698.308
<b>Activo Corriente</b>	1.241.107	1.293.280	1.235.046	1.091.801	1.028.292	841.113	890.154	849.747	1.164.337	888.949
Existencias	594.804	558.990	488.821	438.579	428.107	384.947	347.307	360.627	260.438	277.528
Realizable	474.355	464.879	454.885	441.584	407.906	361.852	369.107	391.250	348.192	411.491
Disponible	171.450	269.411	291.340	211.638	192.279	94.314	173.740	97.870	555.707	199.930
<b>Patrimonio Neto</b>	2.190.202	2.121.925	2.106.401	1.992.916	1.873.805	1.728.263	1.693.237	1.588.460	1.612.967	1.312.774
<b>Pasivo</b>	1.642.223	1.538.775	1.539.077	1.410.760	1.288.263	1.044.417	1.038.575	1.122.148	1.272.063	1.371.691
Pasivo No Corriente	840.003	767.343	874.401	784.553	572.044	512.031	482.294	576.667	668.018	781.336
Pasivo Corriente	802.220	771.432	664.676	626.207	716.219	532.386	556.281	545.481	604.045	590.355
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	3.832.425	3.660.700	3.645.478	3.403.676	3.162.068	2.772.680	2.731.812	2.710.608	2.885.030	2.684.465

SIGNIFICATIVIDAD	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	67,62%	64,67%	66,12%	67,92%	67,48%	69,66%	67,42%	68,65%	59,64%	66,89%
Inmovilizado intangible	41,57%	40,05%	40,95%	42,81%	43,22%	44,19%	43,82%	44,67%	36,76%	40,87%
Inmovilizado material	26,04%	24,62%	25,18%	25,11%	24,26%	25,48%	23,59%	23,98%	22,88%	26,01%
<b>Activo Corriente</b>	32,38%	35,33%	33,88%	32,08%	32,52%	30,34%	32,58%	31,35%	40,36%	33,11%
Existencias	15,52%	15,27%	13,41%	12,89%	13,54%	13,88%	12,71%	13,30%	9,03%	10,34%
Realizable	12,38%	12,70%	12,48%	12,97%	12,90%	13,05%	13,51%	14,43%	12,07%	15,33%
Disponible	4,47%	7,36%	7,99%	6,22%	6,08%	3,40%	6,36%	3,61%	19,26%	7,45%
<b>Patrimonio Neto</b>	57,15%	57,97%	57,78%	58,55%	59,26%	62,33%	61,98%	58,60%	55,91%	48,90%
<b>Pasivo</b>	42,85%	42,03%	42,22%	41,45%	40,74%	37,67%	38,02%	41,40%	44,09%	51,10%
Pasivo No Corriente	21,92%	20,96%	23,99%	23,05%	18,09%	18,47%	17,65%	21,27%	23,15%	29,11%
Pasivo Corriente	20,93%	21,07%	18,23%	18,40%	22,65%	19,20%	20,36%	20,12%	20,94%	21,99%

EVOLUCIÓN	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	'09-'18
<b>Activo No Corriente</b>	9,46%	-1,78%	4,26%	8,35%	10,47%	4,88%	-1,03%	8,15%	-4,17%	31,06%
Inmovilizado intangible	8,67%	-1,78%	2,44%	6,62%	11,54%	2,34%	-1,13%	14,17%	-3,33%	388,23%
Inmovilizado material	10,74%	-1,80%	7,37%	11,41%	8,61%	9,61%	-0,84%	-1,53%	-5,48%	-40,16%
<b>Activo Corriente</b>	-4,03%	4,72%	13,12%	6,18%	22,25%	-5,51%	4,76%	-27,02%	30,98%	-19,99%
Existencias	6,41%	14,35%	11,46%	2,45%	11,21%	10,84%	-3,69%	38,47%	-6,16%	56,35%
Realizable	2,04%	2,20%	3,01%	8,26%	12,73%	-1,97%	-5,66%	12,37%	-15,38%	-59,27%
Disponible	-36,36%	-7,53%	37,66%	10,07%	103,87%	-45,72%	77,52%	-82,39%	177,95%	129,12%
<b>Patrimonio Neto</b>	3,22%	0,74%	5,69%	6,36%	8,42%	2,07%	6,60%	-1,52%	22,87%	70,59%
<b>Pasivo</b>	6,72%	-0,02%	9,10%	9,51%	23,35%	0,56%	-7,45%	-11,79%	-7,26%	-29,38%
Pasivo No Corriente	9,47%	-12,24%	11,45%	37,15%	11,72%	6,17%	-16,37%	-13,67%	-14,50%	-16,10%
Pasivo Corriente	3,99%	16,06%	6,14%	-12,57%	34,53%	-4,30%	1,98%	-9,70%	2,32%	-38,99%
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	4,69%	0,42%	7,10%	7,64%	14,04%	1,50%	0,78%	-6,05%	7,47%	6,95%

## VISCOFAN

MASAS PATRIMONIALES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Activo No Corriente</b>	527.555	515.713	477.457	416.188	413.178	411.963	373.261	351.831	334.421	313.338
Inmovilizado intangible	22.915	19.293	16.425	18.334	13.550	16.022	16.342	17.545	16.918	14.342
Inmovilizado material	504.627	496.420	461.032	397.854	399.628	395.941	356.919	334.286	317.503	298.996
<b>Activo Corriente</b>	506.187	445.091	453.537	415.733	463.721	378.712	404.308	345.465	354.750	302.651
Existencias	284.341	238.530	229.578	208.637	189.085	202.989	197.837	175.076	159.258	150.045
Realizable	190.796	178.418	178.905	162.643	249.035	158.984	161.608	155.641	138.191	126.843
Disponible	31.050	28.143	45.054	44.453	25.601	16.739	44.863	14.748	57.301	25.763
<b>Patrimonio Neto</b>	757.626	727.681	708.081	633.199	575.867	521.617	498.569	449.436	410.755	356.088
<b>Pasivo</b>	276.116	233.123	222.913	198.722	301.032	269.058	279.000	247.860	278.416	259.901
Pasivo No Corriente	102.422	119.567	103.996	82.539	99.866	94.830	83.377	83.656	96.885	105.830
Pasivo Corriente	173.694	113.556	118.917	116.183	201.166	174.228	195.623	164.204	181.531	154.071
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	1.033.742	960.804	930.994	831.921	876.899	790.675	777.569	697.296	689.171	615.989

SIGNIFICATIVIDAD	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Activo No Corriente</b>	51,03%	53,68%	51,28%	50,03%	47,12%	52,10%	48,00%	50,46%	48,53%	50,87%	51,43%
Inmovilizado intangible	2,22%	2,01%	1,76%	2,20%	1,55%	2,03%	2,10%	2,52%	2,45%	2,33%	2,01%
Inmovilizado material	48,82%	51,67%	49,52%	47,82%	45,57%	50,08%	45,90%	47,94%	46,07%	48,54%	49,43%
<b>Activo Corriente</b>	48,97%	46,32%	48,72%	49,97%	52,88%	47,90%	52,00%	49,54%	51,47%	49,13%	48,57%
Existencias	27,51%	24,83%	24,66%	25,08%	21,56%	25,67%	25,44%	25,11%	23,11%	24,36%	26,24%
Realizable	18,46%	18,57%	19,22%	19,55%	28,40%	20,11%	20,78%	22,32%	20,05%	20,59%	19,97%
Disponible	3,00%	2,93%	4,84%	5,34%	2,92%	2,12%	5,77%	2,12%	8,31%	4,18%	2,35%
<b>Patrimonio Neto</b>	73,29%	75,74%	76,06%	76,11%	65,67%	65,97%	64,12%	64,45%	59,60%	57,81%	51,37%
<b>Pasivo</b>	26,71%	24,26%	23,94%	23,89%	34,33%	34,03%	35,88%	35,55%	40,40%	42,19%	48,63%
Pasivo No Corriente	9,91%	12,44%	11,17%	9,92%	11,39%	11,99%	10,72%	12,00%	14,06%	17,18%	20,43%
Pasivo Corriente	16,80%	11,82%	12,77%	13,97%	22,94%	22,04%	25,16%	23,55%	26,34%	25,01%	28,20%

EVOLUCIÓN	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	'09-'18
<b>Activo No Corriente</b>	2,30%	8,01%	14,72%	0,73%	0,29%	10,37%	6,09%	5,21%	6,73%	68,10%
Inmovilizado intangible	18,77%	17,46%	-10,41%	35,31%	-15,43%	-1,96%	-6,86%	3,71%	17,96%	61,10%
Inmovilizado material	1,65%	7,68%	15,88%	-0,44%	0,93%	10,93%	6,77%	5,29%	6,19%	68,39%
<b>Activo Corriente</b>	13,73%	-1,86%	9,09%	-10,35%	22,45%	-6,33%	17,03%	-2,62%	17,21%	53,65%
Existencias	19,21%	3,90%	10,04%	10,34%	-6,85%	2,60%	13,00%	9,93%	6,14%	52,38%
Realizable	6,94%	-0,27%	10,00%	-34,69%	56,64%	-1,62%	3,83%	12,63%	8,95%	49,77%
Disponible	10,33%	-37,53%	1,35%	73,64%	52,94%	-62,69%	204,20%	-74,26%	122,42%	100,82%
<b>Patrimonio Neto</b>	4,12%	2,77%	11,83%	9,96%	10,40%	4,62%	10,93%	9,42%	15,35%	137,50%
<b>Pasivo</b>	18,44%	4,58%	12,17%	-33,99%	11,88%	-3,56%	12,56%	-10,97%	7,12%	-19,63%
Pasivo No Corriente	-14,34%	14,97%	26,00%	-17,35%	5,31%	13,74%	-0,33%	-13,65%	-8,45%	-1,89%
Pasivo Corriente	52,96%	-4,51%	2,35%	-42,25%	15,46%	-10,94%	19,13%	-9,54%	17,82%	-32,49%
<b>Total Activo = PN + Pasivo</b>	7,59%	3,20%	11,91%	-5,13%	10,91%	1,69%	11,51%	1,18%	11,88%	61,08%

## RELACIONES LÓGICAS

<b>BARÓN DE LEY</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez	3,21	3,3	1,97	1,47	1,37	1,46	1,2	2,05	2,5	2,48
Solvencia	5,07	4,54	4,42	3,63	2,64	2,25	2,42	2,69	3,49	3,6
Endeudamiento	0,25	0,28	0,29	0,38	0,61	0,8	0,71	0,59	0,4	0,38
Cobertura	2,17	2,76	1,39	1,17	1,23	1,48	1,14	2,5	2,33	2,23
<b>BODEGAS RIOJANAS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez	1,87	2,19	2,41	2,42	1,88	1,98	2	1,94	1,9	1,79
Solvencia	1,62	1,79	1,77	1,92	1,95	1,95	1,93	1,92	1,9	1,93
Endeudamiento	1,6	1,27	1,29	1,09	1,06	1,05	1,08	1,08	1,11	1,07
Cobertura	1,87	2,11	2,39	2,52	2,42	2,58	2,56	2,43	2,36	2,18
<b>DEOLEO</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez	2,61	1,84	2,59	1,87	2,02	1,67	2,28	2,46	2,04	0,41
Solvencia	1,05	1,36	1,41	1,56	1,6	1,57	1,51	1,69	1,55	1,16
Endeudamiento	21,9	2,8	2,46	1,79	1,67	1,76	1,97	1,45	1,83	6,45
Cobertura	1,24	1,12	1,15	1,14	1,16	1,15	1,21	1,2	1,27	0,52
<b>EBRO FOODS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez	1,55	1,68	1,86	1,74	1,44	1,58	1,6	1,56	1,93	1,51
Solvencia	2,33	2,38	2,37	2,41	2,45	2,65	2,63	2,42	2,27	1,96
Endeudamiento	0,75	0,73	0,73	0,71	0,69	0,6	0,61	0,71	0,79	1,04
Cobertura	1,17	1,22	1,24	1,2	1,15	1,16	1,18	1,16	1,33	1,17
<b>VISCOFAN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez	2,91	3,92	3,81	3,58	2,31	2,17	2,07	2,1	1,95	1,96
Solvencia	3,74	4,12	4,18	4,19	2,91	2,94	2,79	2,81	2,48	2,37
Endeudamiento	0,36	0,32	0,31	0,31	0,52	0,52	0,56	0,55	0,68	0,73
Cobertura	1,63	1,64	1,7	1,72	1,64	1,5	1,56	1,52	1,52	1,47

## ANEXO IV. Análisis de la situación financiera a largo plazo

### **BARÓN DE LEY**

<b>Ratios de Solvencia</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Solvencia general	5,07	4,54	4,42	3,63	2,64	2,25	2,42	2,69	3,49	3,60
Fondo de Comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Solvencia ajustada	5,07	4,54	4,42	3,63	2,64	2,25	2,42	2,69	3,49	3,60
<b>Ratios de cobertura y endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,27	1,09	1,76	2,07	1,34	0,92	1,30	0,84	1,04	1,07
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,27	1,09	1,76	2,18	1,42	0,97	1,39	0,85	1,05	1,08
Endeudamiento	0,25	0,28	0,29	0,38	0,61	0,80	0,71	0,59	0,40	0,38
Endeudamiento a l/p	0,00	0,00	0,00	0,05	0,06	0,06	0,07	0,01	0,02	0,01
Endeudamiento a c/p	0,24	0,28	0,29	0,33	0,55	0,74	0,64	0,58	0,39	0,38
Endeudamiento bancario	0,04	0,06	0,06	0,13	0,32	0,58	0,51	0,35	0,21	0,22
Composición Endeudamiento	0,00	0,01	0,01	0,16	0,12	0,08	0,10	0,02	0,04	0,03
Cobertura cargas financieras	181,12	3,52	160,51	41,89	10,90	6,52	12,61	4,75	24,25	24,33
Capacidad de devolución de deudas	0,37	0,35	0,32	0,21	0,16	0,09	0,15	0,20	0,29	0,28
<b>Ratios de autofinanciación</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Grado de autofinanciación total	0,92	0,92	0,87	0,85	0,88	0,93	0,88	0,93	0,86	0,88
Crecimiento de reservas	0,09	0,08	0,13	0,12	0,15	0,10	0,11	0,06	0,12	0,10

### **BODEGAS RIOJANAS**

<b>Ratios de Solvencia</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Solvencia general	1,62	1,79	1,77	1,92	1,95	1,95	1,93	1,92	1,90	1,93
Fondo de Comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Solvencia ajustada	1,62	1,79	1,77	1,92	1,95	1,95	1,93	1,92	1,90	1,93
<b>Ratios de cobertura y endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	0,59	0,66	0,62	0,66	0,65	0,64	0,64	0,64	0,64	0,66
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,00	1,03	1,00	0,97	0,80	0,81	0,82	0,82	0,82	0,81
Endeudamiento	1,60	1,27	1,29	1,09	1,06	1,05	1,08	1,08	1,11	1,07
Endeudamiento a l/p	0,69	0,58	0,62	0,47	0,23	0,26	0,29	0,28	0,29	0,23
Endeudamiento a c/p	0,91	0,70	0,67	0,63	0,83	0,79	0,79	0,80	0,82	0,85
Endeudamiento bancario	1,07	0,98	1,00	0,80	0,78	0,84	0,86	0,57	0,61	0,60
Composición Endeudamiento	0,76	0,83	0,93	0,75	0,28	0,34	0,37	0,35	0,35	0,27
Cobertura cargas financieras	-1,74	2,58	3,47	2,82	2,17	2,03	1,92	1,91	2,31	2,11
Capacidad de devolución de deudas	-0,02	0,04	0,06	0,06	0,07	0,08	0,07	0,07	0,06	0,06
<b>Ratios de autofinanciación</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	0,00	0,00	0,28	0,25	0,28	0,29	0,27	0,25	0,22	0,17
Grado de autofinanciación total	0,91	0,77	0,82	0,76	0,78	0,79	0,79	0,80	0,79	0,79
Crecimiento de reservas	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

**DEOLEO**

<b>Ratios de Solvencia</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Solvencia general	1,05	1,36	1,41	1,56	1,60	1,57	1,51	1,69	1,55	1,16
Fondo de Comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Solvencia ajustada	1,05	1,36	1,41	1,56	1,60	1,57	1,51	1,69	1,55	1,16
<b>Ratios de cobertura y endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	0,16	1,28	1,47	1,56	1,54	1,31	1,23	1,63	1,03	0,54
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	3,21	4,32	4,72	3,82	3,61	3,01	3,21	3,59	2,42	1,56
Endeudamiento	21,90	2,80	2,46	1,79	1,67	1,76	1,97	1,45	1,83	6,45
Endeudamiento a l/p	19,46	2,37	2,20	1,45	1,35	1,30	1,62	1,20	1,35	1,90
Endeudamiento a c/p	2,44	0,42	0,26	0,34	0,32	0,46	0,36	0,25	0,48	4,55
Endeudamiento bancario	17,09	1,92	1,70	1,11	0,98	1,01	1,28	0,93	1,14	4,59
Composición Endeudamiento	7,98	5,61	8,40	4,23	4,20	2,85	4,52	4,81	2,83	0,42
Cobertura cargas financieras	-1,98	0,16	-4,16	-0,70	0,87	2,03	-3,72	0,74	0,24	-1,56
Capacidad de devolución de deudas	-0,10	0,01	-0,20	-0,03	0,05	0,07	-0,12	0,02	0,01	-0,07
<b>Ratios de autofinanciación</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Grado de autofinanciación total	1,64	0,19	0,07	0,05	0,04	0,04	0,08	0,05	0,05	0,10
Crecimiento de reservas	-2,30	-0,32	-7,54	-2,58	-3,11	0,84	-5,45	-0,49	-1,45	-5,62

**EBRO FOODS**

<b>Ratios de Solvencia</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Solvencia general	2,33	2,38	2,37	2,41	2,45	2,65	2,63	2,42	2,27	1,96
Fondo de Comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Solvencia ajustada	2,33	2,38	2,37	2,41	2,45	2,65	2,63	2,42	2,27	1,96
<b>Ratios de cobertura y endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,76	1,64	1,71	1,83	1,82	2,05	1,90	1,87	1,39	1,48
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	2,44	2,23	2,41	2,54	2,38	2,66	2,44	2,55	1,96	2,36
Endeudamiento	0,75	0,73	0,73	0,71	0,69	0,60	0,61	0,71	0,79	1,04
Endeudamiento a l/p	0,38	0,36	0,42	0,39	0,31	0,30	0,28	0,36	0,41	0,60
Endeudamiento a c/p	0,37	0,36	0,32	0,31	0,38	0,31	0,33	0,34	0,37	0,45
Endeudamiento bancario	0,32	0,32	0,31	0,28	0,27	0,24	0,24	0,30	0,33	0,57
Composición Endeudamiento	1,05	0,99	1,32	1,25	0,80	0,96	0,87	1,06	1,11	1,32
Cobertura cargas financieras	7,73	25,13	28,68	18,98	27,78	35,24	22,24	17,50	12,70	8,08
Capacidad de devolución de deudas	0,15	0,18	0,17	0,17	0,17	0,20	0,23	0,19	0,16	0,15
<b>Ratios de autofinanciación</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	0,41	0,62	0,53	0,34	0,49	0,35	0,40	0,12	0,17	0,00
Grado de autofinanciación total	0,87	0,84	0,80	0,82	0,84	0,88	0,86	0,89	0,68	0,82
Crecimiento de reservas	0,03	0,08	0,05	0,03	0,05	0,03	0,04	0,01	0,02	0,00

**VISCOFAN**

<b>Ratios de Solvencia</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Solvencia general	3,74	4,12	4,18	4,19	2,91	2,94	2,79	2,81	2,48	2,37
Fondo de Comercio	5.933,00	4.906,00	3.520,00	3.520,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Solvencia ajustada	3,72	4,10	4,16	4,17	2,91	2,94	2,79	2,81	2,48	2,37
<b>Ratios de cobertura y endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,50	1,63	1,56	1,52	1,24	1,38	1,23	1,30	1,16	1,18
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,70	1,90	1,79	1,72	1,46	1,63	1,44	1,54	1,43	1,53
Endeudamiento	0,36	0,32	0,31	0,31	0,52	0,52	0,56	0,55	0,68	0,73
Endeudamiento a l/p	0,14	0,16	0,15	0,13	0,17	0,18	0,17	0,19	0,24	0,30
Endeudamiento a c/p	0,23	0,16	0,17	0,18	0,35	0,33	0,39	0,37	0,44	0,43
Endeudamiento bancario	0,15	0,10	0,08	0,07	0,17	0,19	0,22	0,17	0,29	0,33
Composición Endeudamiento	0,59	1,05	0,87	0,71	0,50	0,54	0,43	0,51	0,53	0,69
Cobertura cargas financieras	70,02	79,74	86,35	16,18	58,34	34,47	18,23	39,53	17,93	15,41
Capacidad de devolución de deudas	0,54	0,63	0,70	0,81	0,45	0,48	0,50	0,50	0,40	0,35
<b>Ratios de autofinanciación</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	0,41	0,48	0,45	0,44	0,41	0,54	0,50	0,22	0,55	0,47
Grado de autofinanciación total	0,93	0,89	0,84	0,85	0,84	0,85	0,78	0,74	0,76	0,75
Crecimiento de reservas	0,07	0,09	0,09	0,10	0,09	0,12	0,14	0,07	0,14	0,11



## ANEXO V. Análisis de la situación financiera a corto plazo

### BARÓN DE LEY

<b>Ratios de liquidez</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez general	3,21	3,30	1,97	1,47	1,37	1,46	1,20	2,05	2,50	2,48
Liquidez inmediata	1,64	1,92	0,70	0,36	0,55	0,87	0,49	1,19	1,11	0,96
Ratio de tesorería	0,03	0,48	0,16	0,01	0,04	0,10	0,05	0,08	0,20	0,28
<b>Capital Circulante</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
CC total	144.378	161.854	70.465	35.303	41.654	70.420	25.440	108.772	103.061	100.897
CC mínimo (de explotación)	133.486	145.007	64.229	32.531	34.837	55.611	18.788	95.649	94.039	92.465
CC no de explotación	10.892	16.847	6.236	2.773	6.817	14.809	6.652	13.123	9.022	8.432
Tesorería neta	10.892	16.847	6.236	2.773	6.817	14.809	6.652	13.123	9.022	8.432
Coficiente Básico de Financiación	1,04	1,07	1,03	1,01	1,03	1,07	1,03	1,08	1,05	1,05

### BODEGAS RIOJANAS

<b>Ratios de liquidez</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez general	1,87	2,19	2,41	2,42	1,88	1,98	2,00	1,94	1,90	1,79
Liquidez inmediata	0,36	0,62	0,57	0,69	0,55	0,60	0,60	0,54	0,50	0,41
Ratio de tesorería	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00
<b>Capital Circulante</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
CC total	15.660	19.614	23.920	23.973	18.909	19.760	20.058	19.086	18.852	16.779
CC mínimo (de explotación)	15.006	18.582	22.940	22.799	17.704	18.544	18.828	17.968	17.782	15.907
CC no de explotación	654	1.033	980	1.174	1.205	1.216	1.230	1.119	1.070	872
Tesorería neta	654	1.033	980	1.174	1.205	1.216	1.230	1.119	1.070	872
Coficiente Básico de Financiación	1,02	1,03	1,02	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04	1,03	1,03

### DEOLEO

<b>Ratios de liquidez</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez general	2,61	1,84	2,59	1,87	2,02	1,67	2,28	2,46	2,04	0,41
Liquidez inmediata	1,47	0,98	1,40	1,07	1,36	1,28	1,53	1,66	1,59	0,24
Ratio de tesorería	0,56	0,13	0,27	0,24	0,44	0,63	0,64	0,58	0,36	0,01
<b>Capital Circulante</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
CC total	138.611	107.139	137.003	151.950	186.037	191.826	256.528	295.352	414.212	834.756
CC mínimo (de explotación)	121.096	93.035	122.639	129.099	153.353	137.484	213.102	249.955	336.125	870.902
CC no de explotación	17.515	14.104	14.364	22.851	32.684	54.342	43.426	45.397	78.087	36.146
Tesorería neta	17.515	14.104	14.364	22.851	32.684	54.342	43.426	45.397	78.087	36.146
Coficiente Básico de Financiación	1,02	1,01	1,01	1,02	1,03	1,04	1,03	1,03	1,04	1,04

**EBRO FOODS**

<b>Ratios de liquidez</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez general	1,55	1,68	1,86	1,74	1,44	1,58	1,60	1,56	1,93	1,51
Liquidez inmediata	0,81	0,95	1,12	1,04	0,84	0,86	0,98	0,90	1,50	1,04
Ratio de tesorería	0,21	0,35	0,44	0,34	0,27	0,18	0,31	0,18	0,92	0,34
<b>Capital Circulante</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
CC total	438.887	521.848	570.370	465.594	312.073	308.727	333.873	304.266	560.292	298.594
CC mínimo (de explotación)	356.664	421.478	466.614	379.108	232.827	253.679	262.214	245.567	414.331	217.459
CC no de explotación	82.224	100.370	103.757	86.486	79.246	55.048	71.659	58.699	145.961	81.135
Tesorería neta	82.224	100.370	103.757	86.486	79.246	55.048	71.659	58.699	145.961	81.135
Coeficiente Básico de Financiación	1,03	1,04	1,04	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,07	1,04

**VISCOFAN**

<b>Ratios de liquidez</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Liquidez general	2,91	3,92	3,81	3,58	2,31	2,17	2,07	2,10	1,95	1,96
Liquidez inmediata	1,28	1,82	1,88	1,78	1,37	1,01	1,06	1,04	1,08	0,99
Ratio de tesorería	0,18	0,25	0,38	0,38	0,13	0,10	0,23	0,09	0,32	0,17
<b>Capital Circulante</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
CC total	332.493	331.535	334.620	299.550	262.555	204.484	208.685	181.261	173.219	148.580
CC mínimo (de explotación)	307.203	308.065	307.719	274.395	232.531	185.238	183.552	162.747	147.940	130.743
CC no de explotación	25.290	23.470	26.901	25.155	30.024	19.246	25.133	18.514	25.279	17.837
Tesorería neta	25.290	23.470	26.901	25.155	30.024	19.246	25.133	18.514	25.279	17.837
Coeficiente Básico de Financiación	1,03	1,03	1,03	1,04	1,05	1,03	1,05	1,04	1,05	1,04

## ANEXO VI. Análisis económico

(Unidades monetarias expresadas en miles de euros)

### BARÓN DE LEY

<b>ESTRUCTURA OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Importe neto de la cifra de negocios	97.119	95.131	95.398	92.651	86.966	82.506	80.666	82.542	85.859	83.996
Otros ingresos de explotación	962	971	1.013	1.115	1.054	934	1.088	1.092	1.198	1.983
Variación de existencias de PT y PC	2.324	2.856	2.551	-2.230	-982	101	-1.469	-496	-1.576	-1.914
Aprovisionamientos	-40.342	-42.683	-42.221	-40.753	-35.748	-31.572	-25.913	-30.674	-31.957	-35.234
Gastos de personal	-9.142	-8.898	-8.779	-8.797	-8.940	-8.949	-8.768	-9.305	-9.032	-9.611
Otros gastos de explotación	-19.367	-16.124	-17.048	-16.390	-11.233	-12.875	-11.304	-11.624	-11.402	-9.743
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>31.554</b>	<b>31.253</b>	<b>30.914</b>	<b>25.596</b>	<b>31.117</b>	<b>30.145</b>	<b>34.300</b>	<b>31.535</b>	<b>33.090</b>	<b>29.477</b>
Amortización y deterioro	-7.103	-6.293	-6.286	-6.212	-6.550	-6.122	-6.384	-6.229	-6.249	-6.290
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>24.451</b>	<b>24.960</b>	<b>24.628</b>	<b>19.384</b>	<b>24.567</b>	<b>24.023</b>	<b>27.916</b>	<b>25.306</b>	<b>26.841</b>	<b>23.187</b>
Resultados de inversiones financieras	5.328	-1.816	14.840	13.290	14.924	9.769	2.934	1.734	1.265	449
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>29.779</b>	<b>23.144</b>	<b>38.605</b>	<b>31.594</b>	<b>35.270</b>	<b>24.626</b>	<b>23.470</b>	<b>23.220</b>	<b>22.147</b>	<b>19.666</b>
Gastos financieros	-135	-100	-148	-435	-1.636	-2.253	-1.548	-4.508	-859	-790
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>29.644</b>	<b>23.044</b>	<b>38.457</b>	<b>31.159</b>	<b>33.634</b>	<b>22.373</b>	<b>21.922</b>	<b>18.712</b>	<b>21.288</b>	<b>18.876</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-6.927	-4.535	-9.913	-7.694	-5.967	-3.839	-3.575	-8.627	-3.646	-3.432
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>22.717</b>	<b>18.509</b>	<b>28.544</b>	<b>23.465</b>	<b>27.667</b>	<b>18.534</b>	<b>18.347</b>	<b>10.085</b>	<b>17.642</b>	<b>15.444</b>
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>22.717</b>	<b>18.509</b>	<b>28.544</b>	<b>23.465</b>	<b>27.667</b>	<b>18.534</b>	<b>18.347</b>	<b>10.085</b>	<b>17.642</b>	<b>15.444</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>22.717</b>	<b>18.509</b>	<b>28.544</b>	<b>23.465</b>	<b>27.667</b>	<b>18.534</b>	<b>18.347</b>	<b>10.085</b>	<b>17.642</b>	<b>15.444</b>
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>23,37%</i>	<i>19,68%</i>	<i>25,78%</i>	<i>24,69%</i>	<i>17,74%</i>	<i>17,16%</i>	<i>16,31%</i>	<i>46,10%</i>	<i>17,13%</i>	<i>18,18%</i>

<b>SIGNIFICATIVIDAD</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Otros ingresos de explotación	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
Variación de existencias de PT y PC	2%	3%	3%	-2%	-1%	0%	-2%	-1%	-2%	-2%
Aprovisionamientos	-42%	-45%	-44%	-44%	-41%	-38%	-32%	-37%	-37%	-42%
Gastos de personal	-9%	-9%	-9%	-9%	-10%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%
Otros gastos de explotación	-20%	-17%	-18%	-18%	-13%	-16%	-14%	-14%	-13%	-12%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>32%</b>	<b>28%</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>43%</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>
Amortización y deterioro	-7%	-7%	-7%	-7%	-8%	-7%	-8%	-8%	-7%	-7%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>21%</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>35%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>28%</b>
Resultados de inversiones financieras	5%	-2%	16%	14%	17%	12%	4%	2%	1%	1%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>31%</b>	<b>24%</b>	<b>40%</b>	<b>34%</b>	<b>41%</b>	<b>30%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>
Gastos financieros	0%	0%	0%	0%	-2%	-3%	-2%	-5%	-1%	-1%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>31%</b>	<b>24%</b>	<b>40%</b>	<b>34%</b>	<b>39%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-7%	-5%	-10%	-8%	-7%	-5%	-4%	-10%	-4%	-4%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>30%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>12%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>
Resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>30%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>12%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>30%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>12%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>

<b>EVOLUCIÓN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>'09-'18</b>
Importe neto de la cifra de negocios	2,1%	-0,3%	3,0%	6,5%	5,4%	2,3%	-2,3%	-3,9%	2,2%	15,6%
Otros ingresos de explotación	-0,9%	-4,1%	-9,1%	5,8%	12,8%	-14,2%	-0,4%	-8,8%	-39,6%	-51,5%
Variación de existencias de PT y PC	-18,6%	12,0%	-214,4%	127,1%	-1072,3%	-106,9%	196,2%	-68,5%	-17,7%	-221,4%
Aprovisionamientos	-5,5%	1,1%	3,6%	14,0%	13,2%	21,8%	-15,5%	-4,0%	-9,3%	14,5%
Gastos de personal	2,7%	1,4%	-0,2%	-1,6%	-0,1%	2,1%	-5,8%	3,0%	-6,0%	-4,9%
Otros gastos de explotación	20,1%	-5,4%	4,0%	45,9%	-12,8%	13,9%	-2,8%	1,9%	17,0%	98,8%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>20,8%</b>	<b>-17,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>7,0%</b>
Amortización y deterioro	12,9%	0,1%	1,2%	-5,2%	7,0%	-4,1%	2,5%	-0,3%	-0,7%	12,9%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-2,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>27,1%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-13,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>15,8%</b>	<b>5,5%</b>
Resultados de inversiones financieras	-393,4%	-112,2%	11,7%	-10,9%	52,8%	233,0%	69,2%	37,1%	181,7%	1086,6%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>28,7%</b>	<b>-40,0%</b>	<b>22,2%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>43,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>12,6%</b>	<b>51,4%</b>
Gastos financieros	35,0%	-32,4%	-66,0%	-73,4%	-27,4%	45,5%	-65,7%	424,8%	8,7%	-82,9%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>28,6%</b>	<b>-40,1%</b>	<b>23,4%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>50,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>17,2%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>12,8%</b>	<b>57,0%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	52,7%	-54,3%	28,8%	28,9%	55,4%	7,4%	-58,6%	136,6%	6,2%	101,8%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>22,7%</b>	<b>-35,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>81,9%</b>	<b>-42,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>47,1%</b>
Resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto sobre resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>22,7%</b>	<b>-35,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>81,9%</b>	<b>-42,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>47,1%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>22,7%</b>	<b>-35,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>81,9%</b>	<b>-42,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>47,1%</b>

## BODEGAS RIOJANAS

<b>ESTRUCTURA OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	19.212	21.836	18.557	17.537	17.036	16.940	16.739	16.105	15.297	13.517
Variación de existencias de PT y PC	1.262	-2.433	224	912	766	-154	-889	-973	-234	323
Otros ingresos de explotación	470	441	332	647	698	484	552	544	458	189
Aprovisionamientos	-10.528	-8.194	-8.602	-7.564	-7.128	-6.017	-5.401	-5.673	-6.126	-5.140
Gastos de personal	-4.078	-4.077	-3.922	-3.597	-3.500	-3.286	-3.244	-3.040	-3.131	-2.975
Otros gastos de explotación	-5.658	-5.534	-5.171	-4.881	-4.669	-4.745	-4.499	-3.819	-3.408	-2.972
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>680</b>	<b>2.562</b>	<b>3.155</b>	<b>3.054</b>	<b>3.203</b>	<b>3.222</b>	<b>3.258</b>	<b>3.144</b>	<b>2.856</b>	<b>2.942</b>
Amortizaciones y deterioros	-1.349	-1.354	-1.306	-1.200	-1.161	-1.196	-1.223	-1.204	-1.259	-1.314
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-669</b>	<b>1.208</b>	<b>1.849</b>	<b>1.854</b>	<b>2.042</b>	<b>2.026</b>	<b>2.035</b>	<b>1.940</b>	<b>1.597</b>	<b>1.628</b>
Resultados de inversiones financieras	-16	10	10	11	18	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-685</b>	<b>1.218</b>	<b>1.859</b>	<b>1.865</b>	<b>2.060</b>	<b>2.026</b>	<b>2.035</b>	<b>1.940</b>	<b>1.597</b>	<b>1.628</b>
Gastos financieros	-393	-473	-535	-662	-949	-999	-1.058	-1.015	-690	-771
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-1.078</b>	<b>745</b>	<b>1.324</b>	<b>1.203</b>	<b>1.111</b>	<b>1.027</b>	<b>977</b>	<b>925</b>	<b>907</b>	<b>857</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	445	-107	-284	-215	-218	-196	-233	-195	-208	-177
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-633</b>	<b>638</b>	<b>1.040</b>	<b>988</b>	<b>893</b>	<b>831</b>	<b>744</b>	<b>730</b>	<b>699</b>	<b>680</b>
Resultados excepcionales	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	-26
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-633</b>	<b>638</b>	<b>1.040</b>	<b>988</b>	<b>892</b>	<b>831</b>	<b>744</b>	<b>730</b>	<b>699</b>	<b>659</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-633</b>	<b>638</b>	<b>1.040</b>	<b>988</b>	<b>892</b>	<b>831</b>	<b>744</b>	<b>730</b>	<b>699</b>	<b>659</b>
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>41,28%</i>	<i>14,36%</i>	<i>21,45%</i>	<i>17,87%</i>	<i>19,62%</i>	<i>19,08%</i>	<i>23,85%</i>	<i>21,08%</i>	<i>22,93%</i>	<i>20,65%</i>

<b>SIGNIFICATIVIDAD</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Variación de existencias de PT y PC	7%	-11%	1%	5%	4%	-1%	-5%	-6%	-2%	2%
Otros ingresos de explotación	2%	2%	2%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	1%
Aprovisionamientos	-55%	-38%	-46%	-43%	-42%	-36%	-32%	-35%	-40%	-38%
Gastos de personal	-21%	-19%	-21%	-21%	-21%	-19%	-19%	-19%	-20%	-22%
Otros gastos de explotación	-29%	-25%	-28%	-28%	-27%	-28%	-27%	-24%	-22%	-22%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>22%</b>
Amortizaciones y deterioros	-7%	-6%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-8%	-10%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-3%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>
Resultados de inversiones financieras	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>
Gastos financieros	-2%	-2%	-3%	-4%	-6%	-6%	-6%	-6%	-5%	-6%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-6%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	2%	0%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>

<b>EVOLUCIÓN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>'09-'18</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	-12,0%	17,7%	5,8%	2,9%	0,6%	1,2%	3,9%	5,3%	13,2%	42,1%
Variación de existencias de PT y PC	-151,9%	-1186,2%	-75,4%	19,1%	-597,4%	-82,7%	-8,6%	315,8%	-172,4%	290,7%
Otros ingresos de explotación	6,6%	32,8%	-48,7%	-7,3%	44,2%	-12,3%	1,5%	18,8%	142,3%	148,7%
Aprovisionamientos	28,5%	-4,7%	13,7%	6,1%	18,5%	11,4%	-4,8%	-7,4%	19,2%	104,8%
Gastos de personal	0,0%	4,0%	9,0%	2,8%	6,5%	1,3%	6,7%	-2,9%	5,2%	37,1%
Otros gastos de explotación	2,2%	7,0%	5,9%	4,5%	-1,6%	5,5%	17,8%	12,1%	14,7%	90,4%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>-73,5%</b>	<b>-18,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-76,9%</b>
Amortizaciones y deterioros	-0,4%	3,7%	8,8%	3,4%	-2,9%	-2,2%	1,6%	-4,4%	-4,2%	2,7%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-155,4%</b>	<b>-34,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-9,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>21,5%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-141,1%</b>
Resultados de inversiones financieras	-260,0%	0,0%	-9,1%	-38,9%	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-156,2%</b>	<b>-34,5%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>21,5%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-142,1%</b>
Gastos financieros	-16,9%	-11,6%	-19,2%	-30,2%	-5,0%	-5,6%	4,2%	47,1%	-10,5%	-49,0%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-244,7%</b>	<b>-43,7%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-225,8%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-515,9%	-62,3%	32,1%	-1,4%	11,2%	-15,9%	19,5%	-6,3%	17,5%	-351,4%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-199,2%</b>	<b>-38,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-193,1%</b>
Resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto sobre resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-199,2%</b>	<b>-38,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>11,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-196,1%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-199,2%</b>	<b>-38,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>11,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-196,1%</b>

## DEOLEO

<b>ESTRUCTURA OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	442.968	692.332	695.213	817.284	773.242	812.989	828.868	960.806	1.033.557	1.357.789
Variación de existencias de PT y PC	-7.243	5.272	-14.728	21.191	-510	-35.804	15.681	-38.250	-17.029	-25.316
Otros ingresos de explotación	1.227	14.787	3.150	5.189	3.829	10.851	11.983	9.790	19.161	16.997
Aprovisionamientos	-369.984	-544.649	-504.062	-655.737	-551.009	-560.313	-600.380	-671.286	-754.154	-983.263
Gastos de personal	-19.996	-47.606	-58.196	-50.699	-47.481	-48.202	-62.637	-60.601	-85.041	-102.556
Otros gastos de explotación	-32.118	-93.369	-109.209	-116.431	-109.248	-100.440	-121.837	-113.757	-183.256	-281.706
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>14.854</b>	<b>26.767</b>	<b>12.168</b>	<b>20.797</b>	<b>68.823</b>	<b>79.081</b>	<b>71.678</b>	<b>86.702</b>	<b>13.238</b>	<b>-18.055</b>
Amortizaciones y deterioros	-398	-27.451	-177.299	-55.646	-28.528	-19.028	-205.838	-64.537	-42.533	-82.896
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>14.456</b>	<b>-684</b>	<b>-165.131</b>	<b>-34.849</b>	<b>40.295</b>	<b>60.053</b>	<b>-134.160</b>	<b>22.165</b>	<b>-29.295</b>	<b>-100.951</b>
Resultados de inversiones financieras	-88.785	5.543	4.540	6.092	8.091	11.519	5.563	3.176	48.195	-40.398
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-74.329</b>	<b>4.859</b>	<b>-160.591</b>	<b>-28.757</b>	<b>48.386</b>	<b>71.572</b>	<b>-128.597</b>	<b>25.341</b>	<b>18.900</b>	<b>-141.349</b>
Gastos financieros	-37.506	-30.971	-38.615	-41.019	-55.844	-35.329	-34.573	-34.396	-78.070	-90.426
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-111.835</b>	<b>-26.112</b>	<b>-199.206</b>	<b>-69.776</b>	<b>-7.296</b>	<b>36.349</b>	<b>-163.136</b>	<b>-9.058</b>	<b>-59.630</b>	<b>-231.725</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-21.372	7.756	19.842	8.455	-66.784	-16.438	-82.429	-10.081	2.762	53.325
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-133.207</b>	<b>-18.356</b>	<b>-179.364</b>	<b>-61.321</b>	<b>-74.080</b>	<b>19.911</b>	<b>-245.565</b>	<b>-19.139</b>	<b>-56.868</b>	<b>-178.400</b>
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-133.207</b>	<b>-18.356</b>	<b>-179.364</b>	<b>-61.321</b>	<b>-74.080</b>	<b>19.911</b>	<b>-245.565</b>	<b>-19.139</b>	<b>-56.868</b>	<b>-178.400</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-133.207</b>	<b>-18.356</b>	<b>-179.364</b>	<b>-61.321</b>	<b>-74.080</b>	<b>19.911</b>	<b>-245.565</b>	<b>-19.139</b>	<b>-56.868</b>	<b>-178.400</b>
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>-19,11%</i>	<i>29,70%</i>	<i>9,96%</i>	<i>12,12%</i>	<i>-915,35%</i>	<i>45,22%</i>	<i>-50,53%</i>	<i>-111,29%</i>	<i>4,63%</i>	<i>23,01%</i>

<b>SIGNIFICATIVIDAD</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Variación de existencias de PT y PC	-2%	1%	-2%	3%	0%	-4%	2%	-4%	-2%	-2%
Otros ingresos de explotación	0%	2%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	1%
Aprovisionamientos	-84%	-79%	-73%	-80%	-71%	-69%	-72%	-70%	-73%	-72%
Gastos de personal	-5%	-7%	-8%	-6%	-6%	-6%	-8%	-6%	-8%	-8%
Otros gastos de explotación	-7%	-13%	-16%	-14%	-14%	-12%	-15%	-12%	-18%	-21%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>
Amortizaciones y deterioros	0%	-4%	-26%	-7%	-4%	-2%	-25%	-7%	-4%	-6%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>3%</b>	<b>0%</b>	<b>-24%</b>	<b>-4%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>-16%</b>	<b>2%</b>	<b>-3%</b>	<b>-7%</b>
Resultados de inversiones financieras	-20%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	5%	-3%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-17%</b>	<b>1%</b>	<b>-23%</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>-16%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>-10%</b>
Gastos financieros	-8%	-4%	-6%	-5%	-7%	-4%	-4%	-4%	-8%	-7%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-25%</b>	<b>-4%</b>	<b>-29%</b>	<b>-9%</b>	<b>-1%</b>	<b>4%</b>	<b>-20%</b>	<b>-1%</b>	<b>-6%</b>	<b>-17%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-5%	1%	3%	1%	-9%	-2%	-10%	-1%	0%	4%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-30%</b>	<b>-3%</b>	<b>-26%</b>	<b>-8%</b>	<b>-10%</b>	<b>2%</b>	<b>-30%</b>	<b>-2%</b>	<b>-6%</b>	<b>-13%</b>
Resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-30%</b>	<b>-3%</b>	<b>-26%</b>	<b>-8%</b>	<b>-10%</b>	<b>2%</b>	<b>-30%</b>	<b>-2%</b>	<b>-6%</b>	<b>-13%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-30%</b>	<b>-3%</b>	<b>-26%</b>	<b>-8%</b>	<b>-10%</b>	<b>2%</b>	<b>-30%</b>	<b>-2%</b>	<b>-6%</b>	<b>-13%</b>

<b>EVOLUCIÓN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>'09-'18</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	-36,0%	-0,4%	-14,9%	5,7%	-4,9%	-1,9%	-13,7%	-7,0%	-23,9%	-67,4%
Variación de existencias de PT y PC	-237,4%	-135,8%	-169,5%	-4255,1%	-98,6%	-328,3%	-141,0%	124,6%	-32,7%	-71,4%
Otros ingresos de explotación	-91,7%	369,4%	-39,3%	35,5%	-64,7%	-9,4%	22,4%	-48,9%	12,7%	-92,8%
Aprovisionamientos	-32,1%	8,1%	-23,1%	19,0%	-1,7%	-6,7%	-10,6%	-11,0%	-23,3%	-62,4%
Gastos de personal	-58,0%	-18,2%	14,8%	6,8%	-1,5%	-23,0%	3,4%	-28,7%	-17,1%	-80,5%
Otros gastos de explotación	-65,6%	-14,5%	-6,2%	6,6%	8,8%	-17,6%	7,1%	-37,9%	-34,9%	-88,6%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>-44,5%</b>	<b>120,0%</b>	<b>-41,5%</b>	<b>-69,8%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-17,3%</b>	<b>554,9%</b>	<b>-173,3%</b>	<b>-182,3%</b>
Amortizaciones y deterioros	-98,6%	-84,5%	218,6%	95,1%	49,9%	-90,8%	218,9%	51,7%	-48,7%	-99,5%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-2213,5%</b>	<b>-99,6%</b>	<b>373,8%</b>	<b>-186,5%</b>	<b>-32,9%</b>	<b>-144,8%</b>	<b>-705,3%</b>	<b>-175,7%</b>	<b>-71,0%</b>	<b>-114,3%</b>
Resultados de inversiones financieras	-1701,7%	22,1%	-25,5%	-24,7%	-29,8%	107,1%	75,2%	-93,4%	-219,3%	119,8%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-1629,7%</b>	<b>-103,0%</b>	<b>458,4%</b>	<b>-159,4%</b>	<b>-32,4%</b>	<b>-155,7%</b>	<b>-607,5%</b>	<b>34,1%</b>	<b>-113,4%</b>	<b>-47,4%</b>
Gastos financieros	21,1%	-19,8%	-5,9%	-26,5%	58,1%	2,2%	0,5%	-55,9%	-13,7%	-58,5%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>328,3%</b>	<b>-86,9%</b>	<b>185,5%</b>	<b>856,4%</b>	<b>-120,1%</b>	<b>-122,3%</b>	<b>1701,0%</b>	<b>-84,8%</b>	<b>-74,3%</b>	<b>-51,7%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-375,6%	-60,9%	134,7%	-112,7%	306,3%	-80,1%	717,7%	-465,0%	-94,8%	-140,1%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>625,7%</b>	<b>-89,8%</b>	<b>192,5%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>-472,1%</b>	<b>-108,1%</b>	<b>1183,1%</b>	<b>-66,3%</b>	<b>-68,1%</b>	<b>-25,3%</b>
Resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto sobre resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>625,7%</b>	<b>-89,8%</b>	<b>192,5%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>-472,1%</b>	<b>-108,1%</b>	<b>1183,1%</b>	<b>-66,3%</b>	<b>-68,1%</b>	<b>-25,3%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>625,7%</b>	<b>-89,8%</b>	<b>192,5%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>-472,1%</b>	<b>-108,1%</b>	<b>1183,1%</b>	<b>-66,3%</b>	<b>-68,1%</b>	<b>-25,3%</b>

## EBRO FOODS

<b>ESTRUCTURA OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	2.646.523	2.506.969	2.459.246	2.461.915	2.120.722	1.956.647	1.981.130	1.804.111	1.688.957	2.197.731
Variación de existencias de PT y PC	18.978	23.878	16.231	12.419	949	6.042	-5.903	23.375	-5.944	-25.236
Otros ingresos de explotación	20.354	9.424	9.703	10.919	14.873	9.172	10.477	11.289	9.613	17.607
Aprovisionamientos	1.462.269	1.331.011	1.314.475	1.391.646	1.189.285	1.084.446	1.088.686	-985.611	-828.338	1.166.594
Gastos de personal	-360.496	-338.975	-331.443	-306.304	-261.710	-239.623	-239.940	-234.971	-238.680	-273.120
Otros gastos de explotación	-556.150	-511.647	-495.487	-472.579	-398.298	-365.400	-357.852	-345.087	-358.129	-446.891
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>306.940</b>	<b>358.638</b>	<b>343.775</b>	<b>314.724</b>	<b>287.251</b>	<b>282.392</b>	<b>299.226</b>	<b>273.106</b>	<b>267.479</b>	<b>303.497</b>
Amortizaciones y deterioros	-88.812	-88.559	-81.087	-77.607	-85.324	-74.744	-43.122	-72.069	-70.176	-107.704
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>218.128</b>	<b>270.079</b>	<b>262.688</b>	<b>237.117</b>	<b>201.927</b>	<b>207.648</b>	<b>256.104</b>	<b>201.037</b>	<b>197.303</b>	<b>195.793</b>
Resultados de inversiones financieras	26.450	-321	1.141	446	15.539	648	-21.927	14.345	6.986	4.257
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>244.578</b>	<b>269.758</b>	<b>263.829</b>	<b>237.563</b>	<b>217.466</b>	<b>208.296</b>	<b>234.177</b>	<b>215.382</b>	<b>204.289</b>	<b>200.050</b>
Gastos financieros	-31.628	-10.736	-9.198	-12.517	-7.827	-5.911	-10.531	-12.305	-16.088	-24.764
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>212.950</b>	<b>259.022</b>	<b>254.631</b>	<b>228.675</b>	<b>211.624</b>	<b>205.564</b>	<b>225.329</b>	<b>204.532</b>	<b>189.961</b>	<b>174.612</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-63.639	-33.532	-82.150	-78.674	-63.176	-67.489	-80.494	-65.068	-62.693	-43.762
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>149.311</b>	<b>225.490</b>	<b>172.481</b>	<b>150.001</b>	<b>148.448</b>	<b>138.075</b>	<b>144.835</b>	<b>139.464</b>	<b>127.268</b>	<b>130.850</b>

Resultados excepcionales	0	5.190	4.542	1.047	4.125	5.082	25.109	17.861	2.543	-1.621
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	-706	-1.204	-360	-1.231	-1.668	-8.970	-5.682	-839	406
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>149.311</b>	<b>229.974</b>	<b>175.819</b>	<b>150.688</b>	<b>151.342</b>	<b>141.489</b>	<b>160.974</b>	<b>151.643</b>	<b>128.972</b>	<b>129.635</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>149.311</b>	<b>229.974</b>	<b>175.819</b>	<b>150.688</b>	<b>151.342</b>	<b>141.489</b>	<b>160.974</b>	<b>151.643</b>	<b>128.972</b>	<b>129.635</b>
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>29,88%</i>	<i>13,16%</i>	<i>32,65%</i>	<i>34,40%</i>	<i>29,85%</i>	<i>32,83%</i>	<i>35,72%</i>	<i>31,81%</i>	<i>33,00%</i>	<i>25,06%</i>

<b>SIGNIFICATIVIDAD</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Variación de existencias de PT y PC	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	-1%
Otros ingresos de explotación	1%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Aprovisionamientos	-55%	-53%	-53%	-57%	-56%	-55%	-55%	-55%	-49%	-53%
Gastos de personal	-14%	-14%	-13%	-12%	-12%	-12%	-12%	-13%	-14%	-12%
Otros gastos de explotación	-21%	-20%	-20%	-19%	-19%	-19%	-18%	-19%	-21%	-20%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>
Amortizaciones y deterioros	-3%	-4%	-3%	-3%	-4%	-4%	-2%	-4%	-4%	-5%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>
Resultados de inversiones financieras	1%	0%	0%	0%	1%	0%	-1%	1%	0%	0%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>
Gastos financieros	-1%	0%	0%	-1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-2%	-1%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-2%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>
Resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>

<b>EVOLUCIÓN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>'09-'18</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	5,6%	1,9%	-0,1%	16,1%	8,4%	-1,2%	9,8%	6,8%	-23,1%	20,4%
Variación de existencias de PT y PC	-20,5%	47,1%	30,7%	1208,6%	-84,3%	-202,4%	-125,3%	-493,3%	-76,4%	-175,2%
Otros ingresos de explotación	116,0%	-2,9%	-11,1%	-26,6%	62,2%	-12,5%	-7,2%	17,4%	-45,4%	15,6%
Aprovisionamientos	9,9%	1,3%	-5,5%	17,0%	9,7%	-0,4%	10,5%	19,0%	-29,0%	25,3%
Gastos de personal	6,3%	2,3%	8,2%	17,0%	9,2%	-0,1%	2,1%	-1,6%	-12,6%	32,0%
Otros gastos de explotación	8,7%	3,3%	4,8%	18,6%	9,0%	2,1%	3,7%	-3,6%	-19,9%	24,4%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>-14,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>1,1%</b>
Amortizaciones y deterioros	0,3%	9,2%	4,5%	-9,0%	14,2%	73,3%	-40,2%	2,7%	-34,8%	-17,5%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-19,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>17,4%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-18,9%</b>	<b>27,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>11,4%</b>
Resultados de inversiones financieras	-8339,9%	-128,1%	155,8%	-97,1%	2298,0%	-103,0%	-252,9%	105,3%	64,1%	521,3%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>-9,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>22,3%</b>
Gastos financieros	194,6%	16,7%	-26,5%	59,9%	32,4%	-43,9%	-14,4%	-23,5%	-35,0%	27,7%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>-17,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>11,4%</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>22,0%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	89,8%	-59,2%	4,4%	24,5%	-6,4%	-16,2%	23,7%	3,8%	43,3%	45,4%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>-33,8%</b>	<b>30,7%</b>	<b>15,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>14,1%</b>
Resultados excepcionales	-100,0%	14,3%	333,8%	-74,6%	-18,8%	-79,8%	40,6%	602,4%	-256,9%	-100,0%



Impuesto sobre resultados excepcionales	-100,0%	-41,4%	234,5%	-70,8%	-26,2%	-81,4%	57,9%	577,2%	-306,7%	-100,0%
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-35,1%</b>	<b>30,8%</b>	<b>16,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>17,6%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>15,2%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-35,1%</b>	<b>30,8%</b>	<b>16,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>17,6%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>15,2%</b>

## VISCOFAN

<b>ESTRUCTURA OPERATIVA</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	786.049	778.136	730.833	740.770	687.063	765.337	752.784	666.812	633.726	583.414
Variación de existencias de PT y PC	25.097	18.809	2.387	23.531	10.273	9.938	29.502	4.093	-8.298	12.702
Otros ingresos de explotación	23.436	17.297	18.256	7.551	5.078	7.580	5.978	10.692	9.851	8.010
Aprovisionamientos	-252.646	-229.549	-205.307	-226.980	-201.021	-269.202	-272.943	-184.905	-161.201	-176.630
Gastos de personal	-189.135	-184.280	-168.576	-158.545	-147.031	-154.845	-150.319	-137.635	-136.213	-134.047
Otros gastos de explotación	-183.722	-189.889	-173.412	-172.362	-168.570	-180.565	-179.579	-196.874	-183.701	-163.828
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>209.079</b>	<b>210.524</b>	<b>204.181</b>	<b>213.965</b>	<b>185.792</b>	<b>178.243</b>	<b>185.423</b>	<b>162.183</b>	<b>154.164</b>	<b>129.621</b>
Amortizaciones y deterioros	-62.758	-55.671	-49.815	-53.171	-49.532	-48.302	-45.400	-42.091	-43.779	-38.356
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>146.321</b>	<b>154.853</b>	<b>154.366</b>	<b>160.794</b>	<b>136.260</b>	<b>129.941</b>	<b>140.023</b>	<b>120.092</b>	<b>110.385</b>	<b>91.265</b>
Resultados de inversiones financieras	3.112	-7.650	2.708	694	322	457	691	4.715	1.489	680
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>149.433</b>	<b>147.203</b>	<b>157.074</b>	<b>161.488</b>	<b>136.582</b>	<b>130.398</b>	<b>140.714</b>	<b>124.807</b>	<b>111.874</b>	<b>91.945</b>
Gastos financieros	-2.134	-1.846	-1.819	-9.981	-2.341	-3.783	-7.719	3.157	-6.238	-5.966
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>147.299</b>	<b>145.357</b>	<b>155.255</b>	<b>151.507</b>	<b>134.241</b>	<b>126.615</b>	<b>132.995</b>	<b>127.884</b>	<b>105.713</b>	<b>85.962</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-23.588	-23.338	-30.244	-31.883	-30.612	-25.095	-27.932	-26.639	-24.367	-21.703
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>123.711</b>	<b>122.019</b>	<b>125.011</b>	<b>119.624</b>	<b>103.629</b>	<b>101.520</b>	<b>105.063</b>	<b>101.245</b>	<b>81.346</b>	<b>64.259</b>
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>123.711</b>	<b>122.019</b>	<b>125.011</b>	<b>119.624</b>	<b>103.629</b>	<b>101.520</b>	<b>105.063</b>	<b>101.245</b>	<b>81.346</b>	<b>64.259</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>123.711</b>	<b>122.019</b>	<b>125.011</b>	<b>119.624</b>	<b>103.629</b>	<b>101.520</b>	<b>105.063</b>	<b>101.245</b>	<b>81.346</b>	<b>64.259</b>
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>16,01%</i>	<i>16,06%</i>	<i>19,48%</i>	<i>21,04%</i>	<i>22,80%</i>	<i>19,82%</i>	<i>21,00%</i>	<i>20,83%</i>	<i>23,05%</i>	<i>25,25%</i>

<b>SIGNIFICATIVIDAD</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Variación de existencias de PT y PC	3%	2%	0%	3%	1%	1%	4%	1%	-1%	2%
Otros ingresos de explotación	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
Aprovisionamientos	-32%	-29%	-28%	-31%	-29%	-35%	-36%	-28%	-25%	-30%
Gastos de personal	-24%	-24%	-23%	-21%	-21%	-20%	-20%	-21%	-21%	-23%
Otros gastos de explotación	-23%	-24%	-24%	-23%	-25%	-24%	-24%	-30%	-29%	-28%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>
Amortizaciones y deterioros	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%	-7%	-7%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>
Resultados de inversiones financieras	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>
Gastos financieros	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	-1%	0%	-1%	-1%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>
Resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>

<b>EVOLUCIÓN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>'09-'18</b>
Importe neto de la cifra de negocios.	1,0%	6,5%	-1,3%	7,8%	-10,2%	1,7%	12,9%	5,2%	8,6%	34,7%
Variación de existencias de PT y PC	33,4%	688,0%	-89,9%	129,1%	3,4%	-66,3%	620,8%	-149,3%	-165,3%	97,6%
Otros ingresos de explotación	35,5%	-5,3%	141,8%	48,7%	-33,0%	26,8%	-44,1%	8,5%	23,0%	192,6%
Aprovisionamientos	10,1%	11,8%	-9,5%	12,9%	-25,3%	-1,4%	47,6%	14,7%	-8,7%	43,0%
Gastos de personal	2,6%	9,3%	6,3%	7,8%	-5,0%	3,0%	9,2%	1,0%	1,6%	41,1%
Otros gastos de explotación	-3,2%	9,5%	0,6%	2,2%	-6,6%	0,5%	-8,8%	7,2%	12,1%	12,1%
<b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>-0,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>15,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>18,9%</b>	<b>61,3%</b>
Amortizaciones y deterioros	12,7%	11,8%	-6,3%	7,3%	2,5%	6,4%	7,9%	-3,9%	14,1%	63,6%
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-5,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>18,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>16,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>60,3%</b>
Resultados de inversiones financieras	-140,7%	-382,5%	290,2%	115,5%	-29,5%	-33,9%	-85,3%	216,7%	119,0%	357,6%
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>	<b>1,5%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>18,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>-7,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>11,6%</b>	<b>21,7%</b>	<b>62,5%</b>
Gastos financieros	15,6%	1,5%	-81,8%	326,4%	-38,1%	-51,0%	-344,5%	-150,6%	4,6%	-64,2%
<b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>	<b>1,3%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>21,0%</b>	<b>23,0%</b>	<b>71,4%</b>
Impuesto sobre resultados ordinarios	1,1%	-22,8%	-5,1%	4,2%	22,0%	-10,2%	4,9%	9,3%	12,3%	8,7%
<b>RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS</b>	<b>1,4%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>92,5%</b>
Resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto sobre resultados excepcionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>1,4%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>92,5%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>1,4%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>92,5%</b>

## RATIOS

<b>BARÓN DE LEY</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Margen bruto	58%	55%	56%	56%	59%	62%	68%	63%	63%	58%
Margen comercial	31%	24%	40%	34%	41%	30%	29%	28%	26%	23%
Activo medio	332.598	323.961	324.641	317.525	335.312	369.384	333.610	285.099	249.214	251.113
Rentabilidad Económica (ROD)	9%	7%	12%	10%	11%	7%	7%	8%	9%	8%
Rentabilidad de los activos antes de impuestos	9%	7%	12%	10%	10%	6%	7%	7%	9%	8%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	7%	6%	9%	7%	8%	5%	5%	4%	7%	6%
Patrimonio Neto medio	267.004	252.624	251.132	230.023	208.226	204.965	195.661	179.154	177.879	181.338
Rentabilidad financiera antes de impuestos	11%	9%	15%	14%	16%	11%	11%	10%	12%	10%
Rentabilidad financiera después de impuestos	9%	7%	11%	10%	13%	9%	9%	6%	10%	9%

<b>BODEGAS RIOJANAS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Margen bruto	45%	62%	54%	57%	58%	64%	68%	65%	60%	62%
Margen comercial	-4%	6%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	10%	12%
Activo medio	51.679	53.721	58.143	56.698	53.751	52.387	53.015	52.867	53.677	52.273
Rentabilidad Económica (ROI)	-1%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Rentabilidad de los activos antes de impuestos	-2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	-1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Patrimonio Neto medio	19.866	23.634	25.357	27.091	26.116	25.525	25.490	25.379	25.418	25.197
Rentabilidad financiera antes de impuestos	-5%	3%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Rentabilidad financiera después de impuestos	-3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

<b>DEOLEO</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Margen bruto	16%	21%	27%	20%	29%	31%	28%	30%	27%	28%
Margen comercial	-17%	1%	-23%	-4%	6%	9%	-16%	3%	2%	-10%
Activo medio	808.671	1.137.937	1.137.775	1.423.313	1.512.366	1.723.947	1.666.852	1.986.313	2.368.662	2.314.867
Rentabilidad Económica (ROI)	-9%	0%	-14%	-2%	3%	4%	-8%	1%	1%	-6%
Rentabilidad de los activos antes de impuestos	-14%	-2%	-18%	-5%	0%	2%	-10%	0%	-3%	-10%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	-16%	-2%	-16%	-4%	-5%	1%	-15%	-1%	-2%	-8%
Patrimonio Neto medio	35.310	299.831	328.858	509.327	565.963	625.358	560.650	812.179	836.774	310.679
Rentabilidad financiera antes de impuestos	-317%	-9%	-61%	-14%	-1%	6%	-29%	-1%	-7%	-75%
Rentabilidad financiera después de impuestos	-377%	-6%	-55%	-12%	-13%	3%	-44%	-2%	-7%	-57%

<b>EBRO FOODS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Margen bruto	45%	47%	47%	43%	44%	45%	45%	45%	51%	47%
Margen comercial	9%	11%	11%	10%	10%	11%	12%	12%	12%	9%
Activo medio	3.832.425	3.660.700	3.645.478	3.403.676	3.162.068	2.772.680	2.731.812	2.710.608	2.885.030	2.684.465
Rentabilidad Económica (ROI)	6%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	8%	7%	7%
Rentabilidad de los activos antes de impuestos	6%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	4%	6%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	5%
Patrimonio Neto medio	2.190.202	2.121.925	2.106.401	1.992.916	1.873.805	1.728.263	1.693.237	1.588.460	1.612.967	1.312.774
Rentabilidad financiera antes de impuestos	10%	12%	12%	11%	11%	12%	13%	13%	12%	13%
Rentabilidad financiera después de impuestos	7%	11%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	8%	10%

<b>VISCOFAN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Margen bruto	68%	71%	72%	69%	71%	65%	64%	72%	75%	70%
Margen comercial	19%	19%	21%	22%	20%	17%	19%	19%	18%	16%
Activo medio	1.033.742	960.804	930.994	831.921	876.899	790.675	777.569	697.296	689.171	615.989
Rentabilidad Económica (ROI)	14%	15%	17%	19%	16%	16%	18%	18%	16%	15%
Rentabilidad de los activos antes de impuestos	14%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	18%	15%	14%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	12%	13%	13%	14%	12%	13%	14%	15%	12%	10%
Patrimonio Neto medio	757.626	727.681	708.081	633.199	575.867	521.617	498.569	449.436	410.755	356.088
Rentabilidad financiera antes de impuestos	19%	20%	22%	24%	23%	24%	27%	28%	26%	24%
Rentabilidad financiera después de impuestos	16%	17%	18%	19%	18%	19%	21%	23%	20%	18%

## ANEXO VII. Análisis bursátil

### CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

EUR (Miles)	Barón de Ley	Bodegas riojanas	Viscofan	Deoleo	Ebro Foods
31/12/2018	446,08	27,49	2.242,57	79,37	2.683,41
31/12/2017	457,25	31,51	2.563,67	202,07	3.077,19
31/12/2016	513,85	21,80	2.183,38	265,58	3.137,89
31/12/2015	477,30	21,54	2.593,03	265,58	2.862,01
31/12/2014	340,89	21,17	2.053,59	433,00	2.161,29
31/12/2013	297,25	28,92	1.927,06	542,70	2.685,45
31/12/2012	225,71	24,48	1.995,10	281,43	2.364,65
31/12/2011	224,37	26,87	1.335,66	440,06	2.262,18
31/12/2010	235,81	38,62	1.321,68	201,78	2.495,49
31/12/2009	188,05	40,20	827,68	301,00	2.290,55

Números índice (2009)	Barón de Ley	Bodegas riojanas	Viscofan	Deoleo	Ebro Foods
31/12/2009	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
31/12/2010	125,40	96,08	159,68	67,04	108,95
31/12/2011	119,32	66,85	161,37	146,20	98,76
31/12/2012	120,03	60,89	241,05	93,50	103,23
31/12/2013	158,07	71,94	232,83	180,30	117,24
31/12/2014	181,28	52,65	248,11	143,85	94,36
31/12/2015	253,82	53,58	313,29	88,23	124,95
31/12/2016	273,26	54,24	263,80	88,23	136,99
31/12/2017	243,16	78,38	309,74	67,13	134,34
31/12/2018	237,22	68,37	270,95	26,37	117,15

### RATIOS

BARÓN DE LEY	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Beneficio por Acción (BPA)	5,55	4,45	6,64	5,46	6,09	3,68	3,64	1,96	3,37	2,65
Número de Acciones (miles)	4.092	4.157	4.300	4.300	4.545	5.038	5.038	5.158	5.241	5.824
Dividendo por acción (DPA)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cotización a cierre	109	110	119,5	111	75	59	44,8	43,5	44,99	32,29
Capitalización bursátil	446.080	457.253	513.850	477.300	340.892	297.247	225.706	224.369	235.807	188.047
Valor contable	267.004	252.624	251.132	230.023	208.226	204.965	195.661	179.154	177.879	181.338
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilidad de la acción	-0,9%	-7,9%	7,7%	48,0%	27,1%	31,7%	3,0%	-3,3%	39,3%	-9,7%
Rentabilidad acumulada desde 2009	205%	208%	234%	210%	110%	65%	25%	22%	26%	-10%
PER	19,64	24,70	18,00	20,34	12,32	16,04	12,30	22,25	13,37	12,18
Earning yield ratio (EYR)	5,09%	4,05%	5,55%	4,92%	8,12%	6,24%	8,13%	4,49%	7,48%	8,21%
Book-to-Market ratio(B/M)	0,60	0,55	0,49	0,48	0,61	0,69	0,87	0,80	0,75	0,96
Price-to-Book ratio (P/B)	1,67	1,81	2,05	2,08	1,64	1,45	1,15	1,25	1,33	1,04

<b>BODEGAS RIOJANAS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Beneficio por Acción (BPA)	-0,12	0,12	0,20	0,19	0,17	0,15	0,14	0,13	0,13	0,12
Número de Acciones (miles)	5.186	5.252	5.318	5.318	5.386	5.386	5.440	5.440	5.440	5.440
Dividendo por acción (DPA)	0,13	0,13	0,14	0,14	0,12	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Pay-out	106%	65%	75%	84%	78%	80%	75%	78%	83%	67%
Cotización a cierre	5,3	6	4,1	4,05	3,93	5,37	4,5	4,94	7,1	7,39
Capitalización bursátil	27.487	31.511	21.805	21.539	21.165	28.921	24.480	26.874	38.624	40.202
Valor contable	19.866	23.634	25.357	27.091	26.116	25.525	25.490	25.379	25.418	25.197
Dividend yield	2,5%	2,1%	3,4%	3,5%	3,1%	2,0%	2,2%	2,0%	1,4%	1,4%
Rentabilidad de la acción	-9,5%	49,5%	4,7%	6,6%	-24,6%	21,8%	-6,9%	-29,0%	-2,6%	-12,9%
Rentabilidad acumulada desde 2009	-22%	-14%	-43%	-45%	-48%	-32%	-44%	-40%	-15%	-13%
PER	-43,42	49,59	20,92	21,77	23,67	34,87	32,85	36,87	55,47	61,07
Earning yield ratio (EYR)	-2,30%	2,02%	4,78%	4,59%	4,22%	2,87%	3,04%	2,71%	1,80%	1,64%
Book-to-Market ratio(B/M)	0,72	0,75	1,16	1,26	1,23	0,88	1,04	0,94	0,66	0,63
Price-to-Book ratio (P/B)	1,38	1,33	0,86	0,80	0,81	1,13	0,96	1,06	1,52	1,60

<b>DEOLEO</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Beneficio por Acción (BPA)	-0,09	-0,02	-0,16	-0,05	-0,06	0,02	-0,24	0,00	-0,26	-1,30
Número de Acciones (miles)	1.404.858	1.154.678	1.154.678	1.154.678	1.154.678	1.154.678	1.023.384	1.023.384	194.017	137.444
Dividendo por acción (DPA)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cotización a cierre	0,0565	0,175	0,23	0,23	0,375	0,47	0,275	0,43	1,04	2,19
Capitalización bursátil	79.374	202.069	265.576	265.576	433.004	542.699	281.431	440.055	201.777	301.002
Valor contable	35.310	299.831	328.858	509.327	565.963	625.358	560.650	812.179	836.774	310.679
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilidad de la acción	-67,7%	-23,9%	0,0%	-38,7%	-20,2%	70,9%	-36,0%	-58,7%	-52,5%	-80,7%
Rentabilidad acumulada desde 2009	-100%	-98%	-98%	-98%	-97%	-96%	-98%	-96%	-91%	-81%
PER	-0,60	-10,94	-1,48	-4,34	-5,86	27,65	-1,15	430,00	-4,06	-1,69
Earning yield ratio (EYR)	-167,82%	-9,14%	-67,39%	-23,04%	-17,07%	3,62%	-87,27%	0,23%	-24,62%	-59,27%
Book-to-Market ratio(B/M)	0,44	1,48	1,24	1,92	1,31	1,15	1,99	1,85	4,15	1,03
Price-to-Book ratio (P/B)	2,25	0,67	0,81	0,52	0,77	0,87	0,50	0,54	0,24	0,97

<b>EBRO FOODS</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Beneficio por Acción (BPA)	0,97	1,46	1,12	0,96	0,95	0,85	1,01	0,96	2,47	1,10
Número de Acciones (miles)	153.865	157.643	157.643	157.643	157.643	157.643	157.643	157.643	157.643	157.643
Dividendo por acción (DPA)	0,57	0,56	0,53	0,63	0,49	0,58	0,62	0,84	0,68	0,92
Pay-out	38%	50%	55%	66%	54%	57%	64%	103%	83%	196%
Cotización a cierre	16,02	19,52	19,905	18,155	13,71	17,035	15	14,35	15,83	14,53
Capitalización bursátil	2.683.410	3.077.193	3.137.886	2.862.010	2.161.287	2.685.450	2.364.646	2.262.178	2.495.490	2.290.554
Valor contable	2.190.202	2.121.925	2.106.401	1.992.916	1.873.805	1.728.263	1.693.237	1.588.460	1.612.967	1.312.774
Dividend yield	3,6%	2,8%	2,6%	3,5%	3,6%	3,4%	4,1%	5,9%	4,3%	6,3%
Rentabilidad de la acción	-15,0%	0,9%	12,5%	37,0%	-16,7%	17,5%	8,8%	-4,0%	13,6%	61,5%
Rentabilidad acumulada desde 2009	148%	192%	189%	157%	88%	125%	92%	76%	84%	62%
PER	16,51	13,38	17,85	18,99	14,49	20,04	14,93	14,92	6,42	13,26
Earning yield ratio (EYR)	6,06%	7,47%	5,60%	5,27%	6,90%	4,99%	6,70%	6,70%	15,58%	7,54%
Book-to-Market ratio(B/M)	0,82	0,69	0,67	0,70	0,87	0,64	0,72	0,70	0,65	0,57
Price-to-Book ratio (P/B)	1,23	1,45	1,49	1,44	1,15	1,55	1,40	1,42	1,55	1,74

<b>VISCOFAN</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Beneficio por Acción (BPA)	2,65	2,62	2,68	2,58	2,28	2,18	2,25	2,17	1,75	1,38
Número de Acciones (miles)	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604	46.604
Dividendo por acción (DPA)	1,56	1,37	1,48	1,43	1,32	1,01	1,13	1,69	0,79	0,74
Pay-out	60%	51%	58%	64%	61%	45%	52%	97%	57%	67%
Cotización a cierre	48,12	55,01	46,85	55,64	44,065	41,35	42,81	28,66	28,36	17,76
Capitalización bursátil	2.242.569	2.563.668	2.183.382	2.593.029	2.053.591	1.927.062	1.995.104	1.335.662	1.321.680	827.681
Valor contable	757.626	727.681	708.081	633.199	575.867	521.617	498.569	449.436	410.755	356.088
Dividend yield	3,3%	2,5%	3,2%	2,6%	3,0%	2,4%	2,6%	5,9%	2,8%	4,1%
Rentabilidad de la acción	-9,7%	20,3%	-13,1%	29,5%	9,8%	-1,0%	53,3%	7,0%	64,1%	31,5%
Rentabilidad acumulada desde 2009	370%	421%	333%	398%	285%	251%	254%	131%	116%	32%
PER	18,13	21,01	17,47	21,60	19,29	18,99	18,99	13,20	16,25	12,88
Earning yield ratio (EYR)	5,52%	4,76%	5,72%	4,63%	5,18%	5,27%	5,27%	7,58%	6,15%	7,76%
Book-to-Market ratio(B/M)	0,34	0,28	0,32	0,24	0,28	0,27	0,25	0,34	0,31	0,43
Price-to-Book ratio (P/B)	2,96	3,52	3,08	4,10	3,57	3,69	4,00	2,97	3,22	2,32