

Trabajo Fin de Grado

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

Autor

Pablo Júlvez Ibáñez

Director

José Ángel Ansón Lapeña

INFORMACIÓN Y RESUMEN DEL TRABAJO DE FIN DE GRADO

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objeto ofrecer un Análisis lo suficientemente completo de algunas de las empresas más relevantes del sector alimenticio y de bebidas cotizadas en la Bolsa de Madrid, como son Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods y Viscofan, así como proponer una Valoración alternativa al valor contable reflejado por las Cuentas Anuales Consolidadas de cada grupo, que se aproxime a su valor razonable.

Este análisis y esta valoración serán acompañados de una opinión, fundamentada a través de las competencias adquiridas, sobre cuál puede ser la mejor decisión para un potencial inversor o cualquier otro *stakeholder*.

En concreto, los puntos tratados se centran en aspectos de notable interés para la actividad de cualquier sector, desde aquellos más relacionados con su entorno, como puede ser el plano competitivo o estratégico, a aquellos relacionados con la estructura financiera, como la financiación, la liquidez o la rentabilidad. Para ello, se hace indispensable el recurso a los estados contables y el análisis de la estructura de las diferentes masas patrimoniales. Del mismo modo, se analiza una perspectiva encaminada más bien a inversores, como puede ser la bursátil o la propia valoración de los grupos.

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

ABSTRACT:

The following End-of-Degree Project aims to provide a sufficiently complete Analysis of some of the most significant companies of food and beverage industry listed in the Madrid Stock Exchange, which are Baron de Ley, Bodegas Riojanas, Deoleo, Ebro Foods and Viscofan, as well as to suggest an alternative Valuation to the book value depicted through each group Consolidated Annual Reports, which is intended to approach their fair value.

This Analysis and this Valuation will be accompanied by an opinion, reached thanks to the competences acquainted in the Degree, about which decision might be the best for a potential investor or any other stakeholder.

Precisely, the points covered focus in aspects of considerable interest for the activity of any industry, from those more linked to their environment, such as a competitive or strategic level, to those more likely linked with their financial structure, such as the funding, the liquidity or the profitability issues. In that order, to resort to the accounting statements and to analyse the structure of the different major balance sheet items become essential. Similarly, another different perspectives are analysed, which are rather geared towards investors, such as the exchange value perspective or the valuation of each group.

KEY WORDS: economic analysis, financial analysis, stock market analysis, food sector, beverage sector, liquidity, solvency, business valuation methods, present value of free cash flows.

ABREVIATURAS

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

ÍNDICE

| | |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 5 |
| 1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO | 5 |
| 1.2 OBJETIVO GENERALES Y ESPECÍFICOS | 5 |
| 1.3 APLICACIONES Y UTILIDAD | 6 |
| 1.4 CONTENIDO DEL TRABAJO | 7 |
| 2. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA | 8 |
| 3. EMPRESAS SELECCIONADAS..... | 11 |
| 3.1 BARÓN DE LEY..... | 11 |
| 3.2 BODEGAS RIOJANAS..... | 12 |
| 3.3 DEOLEO..... | 13 |
| 3.4 EBRO FOODS..... | 13 |
| 3.5 VISCOFAN..... | 14 |
| 4. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR..... | 15 |
| 4.1 ANÁLISIS PEST | 15 |
| 4.1.1 Político-Legales..... | 15 |
| 4.1.2 Factores Económicos..... | 16 |
| 4.1.3 Factores Sociales y Demográficos | 17 |
| 4.1.4 Factores Tecnológicos..... | 18 |
| 4.2 CINCO FUERZAS DE PORTER..... | 18 |
| 4.2.1 Nivel de rivalidad entre competidores..... | 18 |
| 4.2.2 Amenaza de nuevos entrantes o barreras de entrada | 19 |
| 4.2.3 Poder de negociación de los clientes | 19 |
| 4.2.4 Poder de negociación de los proveedores..... | 20 |
| 4.2.5 Productos sustitutivos..... | 20 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 5. ANÁLISIS PATRIMONIAL | 21 |
| 5.1 ESTRUCTURA DEL BALANCE | 21 |
| 5.1.1 Relación entre Activo Corriente y Activo no Corriente | 21 |
| 5.1.2 Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto | 22 |
| 5.2 ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS | 23 |
| 6. ANÁLISIS FINANCIERO | 24 |
| 6.1 ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO | 24 |
| 6.2 ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO | 27 |
| 6.2.1 Solvencia | 28 |
| 6.2.2. Endeudamiento y Riesgo Financiero y de Cambio | 29 |
| 7. ANÁLISIS RENTABILIDAD | 31 |
| 8. ANÁLISIS BURSÁTIL | 35 |
| 9. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS: MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA | 38 |
| 10. CONCLUSIONES | 45 |
| 11. BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA | 48 |
| BIBLIOGRAFÍA: | 48 |
| ANEXO I | 54 |
| ANEXO II. FÓRMULAS Y MARCO TEÓRICO | 57 |
| 1. ANÁLISIS PATRIMONIAL | 57 |
| 2. ANÁLISIS FINANCIERO CORTO PLAZO | 58 |
| 3. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO | 59 |
| 4. ANÁLISIS RENTABILIDAD | 59 |
| 5. ANÁLISIS BURSÁTIL | 60 |
| ANEXO III. MÉTODO DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES | 60 |
| ANEXO IV. ESTADOS FINANCIEROS. | 62 |
| 1. BALANCE DE SITUACIÓN | 62 |
| 2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS | 65 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO | 68 |
| 4. COMPOSICIÓN DEL GASTO | 70 |
| ANEXO V. ANÁLISIS FINANCIERO | 71 |
| 1. ANÁLISIS CORTO PLAZO: RATIOS LIQUIDEZ | 71 |
| 2. ANÁLISIS CORTO PLAZO: FONDO DE MANIOBRA O CAPITAL CIRCULANTE | 71 |
| 3. ANÁLISIS CORTO PLAZO: COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN | 71 |
| 4. ANÁLISIS CORTO PLAZO: PERIODOS | 72 |
| 5. ANÁLISIS LARGO PLAZO: COMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA | 72 |
| ANEXO VI. ANÁLISIS RENTABILIDAD | 73 |
| 1. RENTABILIDADES | 73 |
| 2. APALANCAMIENTO | 73 |
| ANEXO VII. ANÁLISIS BURSÁTIL | 74 |
| 1. INDICADORES BURSÁTILES | 74 |
| 2. COTIZACIÓN ÚLTIMOS DOS AÑOS: | 75 |
| ANEXO VIII. VALORACIÓN DE EMPRESAS: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA | 77 |
| 1. RESUMEN RESULTADOS | 77 |
| 2. BDL | 78 |
| 3. RIO | 79 |
| 4. OLE | 80 |
| 5. EBRO | 81 |
| 6. VIS | 82 |

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO

Por medio de su análisis y valoración, este Trabajo de Fin de Grado permite profundizar en aspectos que, si bien se componen de información públicamente accesible, quizás no son tan evidentes a simple vista. Para ello, se sirve de una aplicación transversal de las distintas competencias adquiridas a lo largo del Grado en Administración y Dirección de Empresas lo que, personalmente, supone un reto a la hora de poner a prueba si realmente los conocimientos adquiridos pueden ponerse en común y conjugarse en un estudio con un enfoque notablemente práctico como es el Análisis y Valoración de empresas.

En concreto, el sector seleccionado, el de «Alimentación y Bebidas», alberga cuestiones cuyo interés desconocía. Entre las empresas seleccionadas se encuentran algunas que son líderes de su sector no solo a nivel nacional, sino global, así como otras que operan en nichos de mercado muy específicos y que permiten, por medio de un análisis cuantitativo y cualitativo, valorar ya no solo desde el punto de vista financiero o contable, sino incluso estratégico, como es perfectamente viable obtener rendimientos extraordinarios por medio de este posicionamiento.

Del mismo modo, entre las seleccionadas se encuentra concretamente un grupo con una situación mucho más delicada. Esta posiblemente sea una de las facetas más interesantes del trabajo: conocer, por dentro, la situación financiera de la empresa. En numerosas ocasiones la opinión pública se deja guiar por las publicaciones en prensa sobre este tipo de situaciones. Sin embargo, con este estudio, por medio del análisis de los diferentes planos que presenta la empresa, he sido capaz de delimitar por mí mismo el verdadero problema que arrastraba el grupo en los últimos años y de comprender el verdadero porqué que subyace a las políticas seguidas en la actualidad por la dirección del grupo e, incluso, de emitir mi propio juicio de valor desde un punto de vista técnico.

1.2 OBJETIVO GENERALES Y ESPECÍFICOS

Por un lado, el objetivo general, podría dividirse en dos instancias. De manera agregada, conocer la situación económico-financiera de un sector tan importante como es el de «Alimentación y Bebidas» y es que, al fin y al cabo, es el que proporciona una gran parte

de los bienes de primera necesidad en nuestro día a día. De forma individual, profundizar en el mismo aspecto, pero a nivel de cada grupo, puesto que, como se verá, cada uno de ellos presenta características y tipologías muy dispares y esto puede resultar, cuanto menos, muy enriquecedor.

Por otro lado, los objetivos específicos, se encuentran enunciados en cada uno de los subapartados principales:

- i. Conocer la estructura financiera de los diferentes grupos en el corto y el largo plazo, detectando las posibles divergencias en función de la coyuntura que sigue el grupo y su volumen de negocio.
- ii. Conocer la rentabilidad que ofrece cada grupo tanto para sus inversores como para sus acreedores, así como la idoneidad de las políticas financieras seguidas para aumentar esta rentabilidad.
- iii. Conocer, brevemente, la percepción que el mercado bursátil tiene de los diferentes grupos, y el grado de relación que guarda con los planos económico-financiero y de rentabilidad.
- iv. Realizar, de forma coherente y realista, una valoración de cada uno de los grupos que permita obtener una opinión fundada de cara a poder emitir una eventual opinión para un potencial inversor.

1.3 APLICACIONES Y UTILIDAD

Al margen de la utilidad académica y personal que pueda tener este trabajo, existen otra serie de factores que pueden resultar de interés.

En primer lugar, la finalidad de este tipo de estudios (o al menos, la finalidad ideal dado que detrás de este subyace una importante connotación académica, con las limitaciones que esto implica, pues no se trata, dicho sea, con humildad, de un trabajo elaborado por un profesional del sector) es servir a los diferentes *stakeholders* de la empresa para la toma de decisiones. Así, los diferentes planos analizados, pueden ofrecer diferentes perspectivas para diversos grupos de interés: accionistas, acreedores, clientes, trabajadores...

En segundo lugar, como medio de divulgación. Y es que, las reflexiones alcanzadas en las conclusiones finales resumen un importante volumen de información expuesta por medio de los estados contables y, aunque sea a modo de mera curiosidad, pueden resultar enriquecedores.

En tercer y último lugar, para continuar con la extensa base de datos que cuenta la Universidad de Zaragoza a partir de este tipo de trabajos, actualizando para una nueva serie de años, 2009 a 2018, el estudio relativo al sector de «Alimentación y Bebidas».

1.4 CONTENIDO DEL TRABAJO

Tras esta introducción, el trabajo cuenta con una serie de bloques diferenciados, cada uno en atención a un plano distinto dentro de la empresa, que convergen en unas conclusiones finales.

Lo primero de todo será introducir a los cinco grupos seleccionados y hacer una breve reseña de sus hitos más destacables. A continuación, en el primer punto de análisis, se trata el tema estratégico tanto desde el microentorno como el macroentorno, acudiendo a las herramientas más características en estos ámbitos como son «Las 5 Fuerzas de Porter» y «El Análisis PEST». Posteriormente, se analiza la estructura y la composición de las Cuentas Anuales Consolidadas, comparando las diferentes alternativas llevadas a cabo por los grupos.

El primer bloque de relevancia en cuanto a los objetivos planteados es el financiero, donde se analiza la situación a corto y largo plazo de cada grupo y del propio sector. De un lado, se tratan los principales problemas de liquidez. De otro, se advierten los posibles riesgos en cuanto a endeudamiento, solvencia y exposición a una coyuntura desfavorable.

En el segundo, se trata el tema de la rentabilidad, tanto desde la perspectiva financiera como económico. Además, se ofrece un análisis conjunto con las magnitudes observadas en el apartado anterior, luego se logra conjugar esa rentabilidad ofrecida por cada grupo con la situación de endeudamiento que subyace.

Entrando en el tercero de los objetivos, se ofrece un análisis bursátil a través de los indicadores más característicos de este ámbito, apoyándose en el análisis que toma como referencia los estados financieros de la empresa, el análisis fundamental.

En último lugar, y previo a las conclusiones, se plantea un método de descuento de flujos de caja para alcanzar una valoración de cada uno de los grupos que, lógicamente, difiere de lo reflejado por la contabilidad, tratando de aproximar así una suerte de valor intrínseco.

2. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA

Las fuentes empleadas son de naturaleza muy variada. En primer lugar, resulta evidente que, para este tipo de análisis, es necesario un estudio a fondo de los estados consolidados de cada uno de los grupos, a través de las Cuentas Anuales Consolidadas, para una serie temporal de diez años (2009 a 2018) por ser este el horizonte temporal seleccionado, disponibles de manera pública en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹. En segundo lugar, resulta igualmente fundamental el recurso a bibliografía, tanto a un nivel básico y académico, como a un nivel más preciso o profesionalizado en cada uno de los puntos de análisis. Toda esta se encuentra debidamente recogida en el apartado referido a «BIBLIOGRAFÍA». En tercer lugar, en una sociedad como la actual, resulta impensable e ilógico no acudir a recursos en línea, tan fácilmente accesibles, que van desde notas de prensa a artículos técnicos de diversa índole. En cuarto y último lugar, destacar que no toda la información se obtiene por medio de las Cuentas Anuales, sino que determinados indicadores, esencialmente, los empleados en los apartados de «ANÁLISIS BURSÁTIL» y «VALORACIÓN DE EMPRESAS» han sido extraídos de sitios webs especializados al respecto. Indistintamente, todas las fórmulas empleadas para calcular los diversos indicadores y ratios aparecen detalladas en el ANEXO II. En cuanto a los gráficos y figuras, salvo que se especifique lo contrario, son todos de elaboración propia, a partir de las fuentes descritas.

Dentro ya de la estructura del propio trabajo, se debe incidir en que, antes de comenzar con el análisis cuantitativo y cualitativo de los datos, se requiere contextualizar el sector y los grupos objetos de estudio. Para ello, en el apartado 3, «EMPRESAS SELECCIONADAS» se presenta de manera sucinta cada uno de los grupos, por medio de información obtenida principalmente en los sitios web corporativos y en medios de comunicación. Del mismo modo, en el apartado 4, como ya se ha anticipado, se ofrece un estudio del macroentorno o entorno general por medio del «Análisis PEST» y del

¹ Disponibles en <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

microentorno o entorno específico, por medio de «Las 5 Fuerzas de Porter». Las gráficas y demás figuras relativas a este apartado se encuentran recogidas en el ANEXO I.

A continuación, el primer análisis se plantea en el plano estructural de las masas patrimoniales, en el «ANÁLISIS PATRIMONIAL» planteado en el apartado 5 a partir de los Estados Financieros Consolidados de cada grupo recogidos en el ANEXO IV. En este apartado, se analiza la estructura, principalmente, de las cuentas de «Balance de Situación» y «Pérdidas y Ganancias», sin inmiscuirse en aspectos que se tratan en apartados posteriores. Dadas las notables diferencias en volumen de Activos y Cifra de Negocios entre unos y otros grupos, el estudio se plantea, en la medida de lo posible, en términos relativos. De este modo, en relación con el primero Estado Financiero, se estudia, por un lado, la evolución temporal de la relación entre Activo Corriente y Activo no Corriente dentro de cada grupo y, por otro lado, la evolución de la relación entre Fondos Propios y Fondos Ajenos. En cuanto al segundo Estado Financiero, se analiza la relación entre EBITDA e INCN, así como la composición del Gasto, mostrada en diagramas circulares en el citado anexo.

El siguiente punto de análisis aborda el plano financiero, en el apartado 6, «ANÁLISIS FINANCIERO», desde una perspectiva tanto a corto como a largo plazo, a partir de los cálculos volcados en el ANEXO V.

En el corto plazo se da especial relevancia a las ratios de liquidez más características (ratio de liquidez, *acid test* y ratio de tesorería). Todas estas, sin perder la perspectiva de las particularidades que puede presentar el sector, se comparan con los valores recomendados habitualmente por la mayor parte de la bibliografía. Igualmente, se analizan los diferentes Periodos de Cobro y Pago, así como de Maduración Técnico y Financiera, todo ello, teniendo en cuenta las dificultades que presenta obtener determinada información y las notables diferencias en el producto que comercializa cada grupo, con sus incidencias sobre el ciclo. Además, se ofrece también un breve comentario sobre el Fondo de Maniobra, que mide la diferencia entre Activos y Pasivos a corto plazo, y el Coeficiente Básico de Financiación, que mide la relación entre recursos permanente, inmovilizado fijo y circulante.

En el largo plazo, se estudia la solvencia y el endeudamiento, pero enfocándolo desde una perspectiva no de idoneidad sino de riesgo, que es la adecuada. Así, se estudia una ratio

de Solvencia Ajustada, detrayendo el Fondo de Comercio tal y como recomiendan algunos autores y la evolución del Endeudamiento, aprovechando la información planteada en el Apartado 5.1. De manera adicional, a partir de la información disponible en la Memoria de cada grupo, se ofrece un breve análisis sobre el tipo de riesgo cambiario y crediticio.

Estrechamente relacionado con lo anterior, ahora sí, ofreciendo perspectiva suficiente para determinar si el nivel de endeudamiento es el apropiado o no, se plantea en el apartado 7 el «ANÁLISIS DE RENTABILIDAD». En este sentido, además del análisis interanual de los indicadores más características de rentabilidad financiera (ROE) y económica (ROI), se aborda un interesante análisis de idoneidad del endeudamiento. Para ello, se compara el coste del pasivo, «c», con la propia rentabilidad económica. En caso de ser mayor esta segunda, se está obteniendo por cada euro de endeudamiento una rentabilidad mayor a su coste y, por lo tanto, es recomendable aumentar la proporción de endeudamiento, «L». Bajo esta premisa, se estudia cómo cada grupo ha sido capaz de gestionar su política de endeudamiento en la serie temporal analizada, así como la relación de su posición de rentabilidad actual en relación con el resto de análisis planteados. En el ANEXO VI se recogen los datos y cálculos que sostienen este análisis.

Dejando a un lado la información ofrecida por las Cuentas Anuales, se plantea en el apartado 8, a través de los indicadores reflejados en el ANEXO VII, un «ANÁLISIS BURSÁTIL», más concretamente, un análisis fundamental. A diferencia de los apartados anteriores, no se plantea un análisis temporal de una serie de 10 años, sino un análisis del valor ofrecido por cada indicador para una fecha concreta, en este caso, 15 de noviembre de 2019. De nuevo, fruto de las importantes diferencias en volumen de capitalización bursátil entre grupos, se toma, en la medida de lo posible, un análisis en magnitudes relativas. Así, se estudian los dividendos distribuidos en relación con el resultado generado por medio del «Pay-Out» medio en los últimos tres años o la volatilidad en el precio por medio de la variable «beta». Igualmente, se analiza la relación entre valor de mercado y valor contable con el «Book to Market» y entre el precio y el beneficio generado por acción, con el «PER».

Por último, se proceda a aplicar un método de descuento de flujos de caja a fecha 1 de enero de 2019 para tratar de valorar cada uno de los grupos, en el apartado 9. Se estima lo que se conoce como *Free Cash Flow* que no tiene en cuenta el coste de financiación,

siguiendo los procedimientos detallados en el ANEXO III, y se establecen una serie de hipótesis para calcular los flujos futuros, suficientemente fundamentadas. Estos flujos se descuentan por medio del Coste Medio Ponderado del Capital (*WACC*, por sus siglas en inglés), dentro del cual se emplea el modelo *CAPM* para estimar la rentabilidad exigida por los accionistas. Como puede apreciarse, una metodología bastante compleja pero que aspira a poder ofrecer un valor de la acción lo suficientemente fiable como para emitir una recomendación en cuanto a la viabilidad de «comprar», «mantener» o «vender» el título.

Como colofón, se ofrecen unas conclusiones donde concurren todos los análisis y todos los planos estudiados, analizando tanto el plano individual de cada grupo como el plano sectorial.

3. EMPRESAS SELECCIONADAS

Las cinco empresas objeto de análisis han sido seleccionadas tomando como criterio su nivel de capitalización bursátil a 31 de diciembre de 2018, eligiendo las cinco de mayor tamaño, siempre y cuando ofreciesen información disponible de, como mínimo, los últimos diez años². Esta información debía de ser accesible a través el Registro de la CNMV³. De este modo, los grupos seleccionados han sido Barón de Ley (en adelante, **BDL**), Bodegas Riojanas (en adelante, **RIO**), Deoleo (en adelante, **OLE**), Ebro Foods (en adelante, **EBRO**) y Viscofan (en adelante, **VIS**)⁴.

3.1 BARÓN DE LEY

Especializado en la producción vitivinícola, los orígenes del grupo se remontan a la bodega El Coto de Rioja en la década de los 70 del siglo pasado, pasando a estructurarse como grupo en la década de los 90 y comenzando su periplo en los mercados cotizados

² Cabe remarcar esta aclaración y es que, si bien existían grupos cuya capitalización era más elevada, no estaba disponible su información de manera oficial para una serie temporal de 10 años.

³ Se puede acceder a las cuentas anuales y demás información de intereses relativa los grupos de sociedades cotizadas a través de CNMV (2019) [online] accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/Utilidades/BuscadorWeb.aspx> (consultado el 14 de octubre de 2019).

⁴ Siendo estas las abreviaturas designadas para cada uno de los grupos en Bolsa Madrid (2019) [online] accesible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx> (consultado el 14 de octubre de 2019).

concretamente en 1997. Ofreciendo productos de primer nivel dentro de la Denominación de Origen Calificada Rioja, a principios del nuevo siglo ya se hacía eco de su crecimiento casi exponencial⁵.

Sin duda, uno de los aspectos más emblemáticos del grupo es la ubicación de su bodega principal en un monasterio con casi cinco siglos de historia. En la actualidad, destaca el ambicioso proyecto de la Finca Carbonera o su diversificación, desde el año 2004, hacia el sector cárnico con Dehesa Barón de Ley⁶.

Destacar, por último, a principios de este 2019, la OPA (Oferta Pública de Adquisición) llevada a cabo por el accionista mayoritario del grupo para aumentar su participación en este⁷.

3.2 BODEGAS RIOJANAS

Tras una larga tradición vitivinícola por parte de sus fundadores, en 1890 se crea Bodegas Riojanas. Su antigüedad le permitió ser partícipe y estar presente en el establecimiento de la Denominación de Origen Rioja (1925). Tras sucesivas ampliaciones del grupo, los productos y la capacidad a lo largo de la segunda mitad del siglo pasado, finalmente en 1997 se materializa su salida a bolsa.

Su larga y reconocida trayectoria, así como la calidad y el renombre de sus productos le han permitido posicionarse como una de las punteras en el sector, ostentando algunas de las marcas más reseñadas y con variadas Denominaciones de Origen como D.O. Bierzo, D.O. Penedes, D.O. Ribera del Duero, D.O. Rías Baixas, entre otras, así como la reputada Denominación de Origen Calificada Rioja⁸.

⁵ MATÉ, V. El éxito “emborracha” a Barón de Ley. EL PAÍS [online], Madrid (2001) accesible en https://elpais.com/diario/2001/12/09/negocio/1007906610_850215.html.

⁶ Toda esta información se encuentra disponible en la web del grupo, Barón de Ley (2019) [online] accesible en: <http://www.barondeley.com/> (consultado el 14 de octubre de 2019).

⁷ EL CONFIDENCIAL. Mazuelo se hace con el 85.5% de Barón de Ley tras cerrar el proceso de OPA [online] accesible en: https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-03-15/mazuelo-opa-baron-de-ley-cnmv_1885642/ (consultado el 14 de octubre de 2019).

⁸ Toda esta información está disponible en la web del grupo, Bodegas Riojanas (2019) [online] accesible en: <http://bodegasriojanas.com/es/> (consultado el 15 de octubre de 2019).

3.3 DEOLEO

Aunque se trata de uno de los mayores productores a nivel mundial de aceite de oliva, no siempre fue así. Sus inicios se remontan a la década de los 90 en el sector arrocero. Iniciado el nuevo siglo, lleva a cabo dos importantes diversificaciones, una hacia el sector de las galletas y otra hacia el sector aceitero. Sin embargo, a finales de la década pasada, la crítica situación financiera le obliga a desprenderse de dos de sus negocios centrándose únicamente en el del aceite. El hecho de ostentar algunas de las marcas más importantes propiciaron poco a poco la recuperación⁹.

A pesar de ostentar una posición que pudiere parecer privilegia, su devenir actual y su situación económico-financiera son, de nuevo, delicados. Como posteriormente se analizará, el grupo arrastra un importante volumen de resultados negativos acumulados. Estuvo en quiebra técnica durante el pasado 2019¹⁰, hasta que se practicó la pertinente reducción de capital para evitar lo que era una causa de disolución de la sociedad¹¹. En la misma línea, el pasado mes de septiembre alcanzó un acuerdo para la refinanciación de su deuda, capitalizando sus compromisos con sus acreedores y haciéndoles partícipes en el 49% del capital¹².

3.4 EBRO FOODS

Nacido a partir del año 2000 tras diversas operaciones que integraron a un importante número de compañías y que le han convertido, con el paso de los años, tal y como define su web corporativa en «la primera empresa del mundo en arroz y la segunda a nivel global

⁹ Información a la que se puede acceder a través de la web del grupo, DEOLEO (2019) [online] accesible en: <https://deoleo.com/> (consultado el 15 de octubre de 2019).

¹⁰ ROMERA, J., Deoleo entra en quiebra por segunda vez este año y CVC vuelve a salir al rescate. EL ECONOMISTA [online], Madrid (2019), accesible en: <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/10106974/09/19/Deoleo-entra-en-quiebra-por-segunda-vez-este-ano-y-CVC-vuelve-a-salir-al-rescate.html> (consultado el 14 de octubre de 2019).

¹¹ VALENCIA PLAZA. Deoleo sale de la causa de disolución tras reducir capital en 137 millones. [online], accesible en: <https://valenciaplaza.com/deoleosale-de-la-causa-de-disolucion-tras-reducir-capital-en-137-millones> (consultado el 2 de febrero de 2020).

¹² OSORIO, V., Deoleo refinancia su deuda y da entrada a los acreedores en el capital. EXPANSION [online], Madrid (2019), accesible en: <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/26/5d8cfde2468aeb082a8b45d9.html> (consultado el 14 de octubre de 2019).

en los sectores de pasta fresca y seca¹³». Su relevancia queda también reflejada con su presencia hasta en dos etapas en el propio IBEX 35 (julio de 2010 a mayo de 2012 y julio de 2013 a junio de 2014)¹⁴.

Con más de un centenar de marcas en su conglomerado, en los últimos años ha continuado con su internacionalización por medio de la inversión directa en diversas empresas de todo el mundo¹⁵.

3.5 VISCOFAN

Fundado en 1975 y cotizando en bolsa desde 1985, a lo largo de su historia ha destacado por la integración de distintos grupos internacionales (*Naturin*, Alemania, 1990; *Trifidel*, Brasil, 1995; *Koteksprodukt*, Serbia, 2005, entre otras) así como la internacionalización con la apertura de plantas y oficinas por todo el mundo (Brasil, 1991; Rusia 1994; EEUU 1998; Centroamérica, 2004, entre otras). Actualmente es líder mundial en producción y distribución de envolturas para la industria cárnica. Asentada en el IBEX 35 desde enero de 2013¹⁶, su posición dominante le ha llevado en los últimos años, tal y como describe su página web, a acometer nuevamente importantes adquisiciones en Estados Unidos, Canadá o Australia¹⁷.

¹³ EBRO FOODS (2019) [online], accesible en: <https://www.ebrofoods.es> (consultado el 14 de octubre de 2019).

¹⁴ Bolsa Madrid (2019). Índices: Composición histórica [online] accesible en: http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx (consultado el 14 de octubre de 2019).

¹⁵ Véase algunas de las noticias destacadas en prensa describiendo sus operaciones como por ejemplo VILLAECIJA, R. Ebro Foods adquiere el 70% de Bertagni, la marca de pasta rellena más antigua de Italia. EL MUNDO [online], Madrid (2018), accesible en: <https://www.elmundo.es/economia/empresas/2018/04/02/5ac1fc15ca4741e4188b45a3.html> (consultado el 14 de octubre de 2019); GLOBAL LEGAL CHRONICLE. Ebro Foods' \$342 Million Acquisition of Tilda (2019) [online], accesible en: <https://www.globallegalchronicle.com/ebro-foods-342-million-acquisition-of-tilda/> (consultado el 14 de octubre de 2019).

¹⁶ Bolsa Madrid (2019). Índices: Composición histórica [online] accesible en: http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx (consultado el 14 de octubre de 2019).

¹⁷ Toda esta información es accesible en la web del grupo, VISCOFAN (2019) [online] accesible en: <http://www.viscofan.com/es/> (consultado el 14 de octubre de 2019).

Destaca además el nivel de su inversión en I+D, con importantes plantas en *Weinheim*, Alemania (*BioEngineering*) o *Suzhou*, China (*Viscofan Technology*). No en vano, presume de ser «el único en la industria con las cuatro principales tecnologías disponibles».

4. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL SECTOR

Una vez presentados los cinco grupos objeto de estudio, antes de comenzar a exponer los diferentes análisis, resulta apropiado dedicar un breve apartado a tratar de conocer mejor el sector en el que operan estos competidores. Así, toma especial relevancia el informe realizado en 2018 por la Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB)¹⁸, que recoge de manera excelente una enorme cantidad de información. Para ello, tomando como referencia a JOHNSON, SCHOLLES y WHITTINGTON «*Dirección estratégica*» (2006, pp. 61 y ss), se analizará el entorno general por medio del Análisis PEST y el entorno específico por medio de las Cinco Fuerzas de Porter.

4.1 ANÁLISIS PEST

4.1.1 Político-Legales

Aunque se trate de hitos de actualidad, vienen implicando un riesgo incremental ya desde los últimos años. Por un lado, en el plano político, debemos atender a la vertiente tanto interior como exterior. En la vertiente interior, tras un prolongado periodo con gobierno en funciones, finalmente se ha formado un gobierno de coalición. Con este, una de las cuestiones más controvertidas en la actualidad, es el descontento que sufre el propio sector agrario, agravado por la subida de los costes de producción por medio del SMI¹⁹. Además, se trata de un sector, sobre todo el agrario, con una importante dependencia de las ayudas comunitarias procedentes de lo que se conoce como Política Agraria Común (PAC), sin la cual, atravesaría serias dificultades para ser realmente competitivo. En la vertiente exterior, destaca principalmente, aunque también tenga efectos en el plano

¹⁸ Se puede acceder a este a través de su portal web: <http://fiab.es/>

¹⁹ UPA (2020). Las 10 principales reivindicaciones de los agricultores y ganaderos al límite, [online] accesible en: <https://www.upa.es/upa/uControlador/index.php?nodo=1021&hn=3088> (consultado el 2 de febrero de 2020).

económico, la recientemente efectiva salida del Reino Unido de la Unión Europea²⁰ y el clima constante de inestabilidad política que generan los vaivenes proteccionistas de la política exterior de los Estados Unidos, encabezada por su presidente Donald Trump²¹.

Por otro lado, en el plano legal, resulta sumamente importante la armonización y superposición del ordenamiento comunitario sobre el español que promueve y defiende la existencia de un mercado común a nivel de la UE. Al tratarse de bienes de consumo, uno de los aspectos más relevantes sin duda es la tributación indirecta que grava directamente este aspecto, el consumo, es decir el Impuesto sobre el Valor Añadido. Cualquier modificación del tipo de gravamen efectivo o del régimen existente puede tener una importante incidencia sobre los precios finales y, por tanto, afectar notablemente al mercado.

4.1.2 Factores Económicos

Las previsiones para la economía española el pasado mes de diciembre fueron de un crecimiento del 1,7%, seguida de una clara desaceleración, como muestra la tabla del ANEXO I, Figura 1²². Tampoco convence la tasa de paro, de carácter marcadamente estructural que, en la actualidad, según los últimos datos del INE, se sitúa en el 13,78%²³, agravada por la desaceleración en la creación de empleo²⁴.

En 2018, según el informe de FIAB, ANEXO I, Figura 2, el peso del sector se mantenía en el 2,4% del total de la economía y en el 18,8% dentro del sector industrial, mostrando una importante estabilidad en los últimos diez años, fiel reflejo de que se trata de un sector

²⁰ EUR-Lex. Brexit: salida del Reino Unido de la UE [online] accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/content/news/Brexit-UK-withdrawal-from-the-eu.html?locale=es> (consultado el 2 de febrero de 2020).

²¹ BBC (2019). Trade wars, Trump tariffs and protectionism explained. [online] accesible en: <https://www.bbc.com/news/world-43512098> (consultado el 2 de febrero de 2020).

²² Fuente Proyecciones Macro del Banco de España: https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.htmlhttps://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.html

²³ Se puede consultar en <https://www.ine.es/welcome.shtml>.

²⁴ FLORES, D., Encuesta de Población Activa: La creación de empleo se frena en 2019 hasta el ritmo más bajo desde la salida de la crisis. RTVE.es. [online], accesible en: <http://www.rtve.es/noticias/20200128/creacion-empleo-se-frena-2019-hasta-ritmo-mas-bajo-desde-salida-crisis/1996921.shtml>.

maduro y asentado, es decir, estable. Además, la industria viene mostrando una notable mejoría en términos de productividad, ANEXO I, Figura 3. Sin embargo, su atractivo a los ojos de la inversión directa exterior (IDE) sigue siendo algo intermitente, ANEXO I, Figura 4.

En el plano global, destaca la desaceleración que comienza a adolecer la economía mundial²⁵, lastrada además por factores como los que se destacaban en el apartado anterior (Brexit, Proteccionismo de los EEUU...). Sin duda, se debe incidir en el contexto, por el momento sostenido, de tipos de interés bajos, sobre todo dentro de la UE, debido al *Quantitative Easing (QE)* promovido desde hace años por el BCE²⁶, ANEXO I, Figura 5. Esta situación favorece el crecimiento de la economía, pero en caso de que se diese un repunte, podría suponer un importante shock financiero para todos aquellos que dependan de un coste de financiación tan bajo.

4.1.3 Factores Sociales y Demográficos

El factor más relevante posiblemente sea la concienciación de la población por una alimentación saludable, lo que afecta directamente a un sector como es el alimenticio. Esto influye directamente en los hábitos de consumo, lo que obliga a las empresas a modificar el tipo de producto que lanzan al mercado y a dar un enfoque distinto a sus campañas comerciales.

En términos demográficos, lo más preocupante es un hecho ya constatado desde hace años, como es el envejecimiento de la población y la famosa «inversión» de la pirámide demográfica tan temida, ANEXO I, Figura 6. De manera similar, preocupa la despoblación del medio rural y es que, no debe olvidarse, que gran parte de la mano de obra y del tejido productivo de empresas de este sector, como son las vitivinícolas, reside en el mundo rural.

²⁵ PWC (2019). Los expertos prevén la desaceleración de la economía mundial en 2020 pero descartan una recesión, [online] accesible en: <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2019/expertos-preven-desaceleracion-economica-mundial-2020.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).

²⁶ BBVA. ¿Qué es el *quantitative easing*? [online], accesible en: <https://www.bbva.com/es/economia-todos-quantitative-easing/> (consultado el 2 de febrero 2020).

4.1.4 Factores Tecnológicos

El plano tecnológico viene marcado por la aparición de tres nuevas variables que vaticinan un cambio importante en la sociedad²⁷: el *Blockchain*, la Inteligencia Artificial (IA) y el Big Data.

Por ejemplo, el primero, está comenzando a ser usado en el sector agrícola para transmitir de manera segura y fiable todo el recorrido del producto hasta el usuario final, de modo que este pueda contrastar verazmente el origen, los intermediarios y las modificaciones que ha sufrido el producto²⁸. El segundo de los factores, la Inteligencia Artificial, está empezando a demostrar su utilidad en el sector en proyectos pioneros que, por ejemplo, anticipan y predicen los gustos de los consumidores a la hora de lanzar nuevos productos²⁹. Con una finalidad muy similares se emplea el procesamiento masivo de datos por medio del Big Data, para lograr mejorar las previsiones de demanda u optimizar los diferentes factores del proceso productivo³⁰.

4.2 CINCO FUERZAS DE PORTER

4.2.1 Nivel de rivalidad entre competidores

A la hora de analizar la competencia, lo primero que salta la vista son las divergencias en la tipología del producto. Así, acorde con lo descrito en el apartado 3, BDL y RIO cuentan con un producto altamente diferenciado por medio de las distintas Denominaciones de Origen que ofrecen al público. Por el contrario, EBRO, y quizás en menor medida, OLE, cuentan con un producto más homogéneo, cuyo posicionamiento dependerá de otras

²⁷ GINÉ, M. y ANTÓN, M., El impacto del «big data», la IA y el «blockchain» en las finanzas. IESE Insight. [online], accesible en: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=2171&ar=5&idioma=1> (consultado el 2 de febrero de 2020).

²⁸ REDAGRÍCOLA (2018). Blockchain en agricultura y la cadena de alimentos. [online], accesible en: <http://www.redagricola.com/cl/blockchain-agricultura-la-cadena-los-alimentos/> (consultado el 2 de febrero de 2020).

²⁹ BOSQUE, N. (2019). La IA revoluciona el sector de la alimentación. Dirigentesdigital.com [online], accesible en: <https://dirigentesdigital.com/tecnologia/la-ia-revoluciona-el-sector-de-la-alimentacion-LY1133841> (consultado el 2 de febrero de 2020).

³⁰ GARCÍA DE CASTRO, A. (2019). ¿Cómo aplica el Big Data el sector de la alimentación? PIPERLAB. [online], accesible en: <https://piperlab.es/2019/02/19/como-aplica-el-big-data-en-el-sector-de-la-alimentacion/> (consultado el 2 de febrero de 2020)

variables como las redes de distribución o, evidentemente, los costes. VIS presenta un producto un tanto particular, con una tecnología muy específica, que lo convierte en líder mundial en su nicho de negocio.

De esta forma, se puede concluir que la competencia será mayor en aquellos grupos, EBRO y OLE, que ofrecen un producto más homogéneo, mientras que menor en aquellos altamente diferenciados o que se centran en un nicho de negocio específico. En el caso de EBRO concretamente, dado que presenta, dentro del mismo sector, tipologías de producto muy variadas, le supone exponerse a un gran número de competidores de diversa índole.

4.2.2 Amenaza de nuevos entrantes o barreras de entrada

De nuevo, se debe diferenciar por productos, si bien es cierto que el sector alimenticio y de las bebidas cuenta, a simple vista, con importantes limitaciones. Por un lado, dado el gigantesco tamaño de estos grupos, se requiere un importante capital inicial para ser mínimamente competitivo en costes frente a la escala que estos puedan presentar. Por otro lado, cualquier producto dentro de este sector está sujeto a unos estándares mínimos de calidad y sanidad, es decir, no vale cualquier producto.

A partir de ahí, BDL y RIO cuentan con un plus gracias a las Denominaciones de Origen, reconocimiento al que no es ni mucho menos fácil de acceder y les habilita a sostener esa ventaja en diferenciación. VIS, con su elevado desarrollo tecnológico, opera y lidera un nicho de mercado que tampoco es de fácil acceso. La situación de EBRO y OLE es diferente, puesto que el producto es mucho menos diferenciado y, sobre todo en la escena internacional, pueden aparecer competidores con los recursos suficientes como para volverse competitivos. De ahí que una de las principales políticas de internacionalización por parte de EBRO sea la inversión directa en empresas de todo el mundo, tratando así de nivelar la balanza con respecto de sus potenciales competidores internacionales y ofreciéndole una posición muy ventajosa incluso a nivel global.

4.2.3 Poder de negociación de los clientes

Una de las peculiaridades del sector, independientemente de la empresa o el producto que tratemos, es que el cliente directo no suele ser el consumidor o usuario final al uso, sino

grandes distribuidoras (supermercados) o grandes cadenas hosteleras (restaurantes). Como bien es sabido, la industria de los supermercados se encuentra altamente concentrada lo cual propicia que, al ser el principal medio de distribución al público, sean decisivos³¹. A partir de esto, se debe advertir incluso del riesgo de integración vertical hacia atrás, como ya ocurre en muchos productos, para aquellos menos diferenciados, como es el caso de EBRO y OLE.

4.2.4 Poder de negociación de los proveedores

Los cinco grupos cuentan con una importante integración vertical, luego el papel de los proveedores se centra en inputs o fases del proceso productivo secundarias. Unido al importante volumen de demanda que genera cada uno de los grupos, deriva en que, esta vez sí, se pueda afirmar que a nivel global dentro de la industria el poder de negociación de los proveedores sea considerablemente bajo.

4.2.5 Productos sustitutos

Esta última fuerza ofrece dos perspectivas. Si se analizan como sustitutos aquellos productos de fuera de la industria, queda claro que, al tratarse de la industria alimenticia y de bebidas y ser en su mayoría productivos de primera necesidad, debe casi descartarse la posibilidad de que surjan productos sustitutos.

Ahora bien, dentro del propio sector, es factible que surjan productos, que no comercializan ninguna de las empresas objeto de estudio y que atiendan a una misma necesidad. También existe la vía de los productos ecológicos y de comercio justo, que pueden mermar en cierta medida la cuota de mercado con productos parejos pero que han seguido otros procesos productivos. No obstante, se trata de una cuestión más bien enfocada a la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y que, por tanto, para cualquiera de los cinco grupos podría ser viable o es viable una rama o negocio dedicado exclusivamente a este tipo de productos.

³¹ ANTÓN, A., (2015). Mercadona consolida su liderazgo frente a Dia y Carrefour. EXPANSIÓN. [online], accesible en: <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2015/12/25/567d93a5ca47416b6b8b4628.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).

Tal vez el caso de BDL y RIO presente un riesgo mayor, aunque no significativo. Las bebidas con Denominación de Origen, su principal baluarte, no satisfacen una necesidad tan primaria, sino más bien de ocio o recreativa, de degustación. En esta línea, posiblemente quede la puerta abierta a otro tipo de alternativas.

5. ANÁLISIS PATRIMONIAL

5.1 ESTRUCTURA DEL BALANCE

5.1.1 Relación entre Activo Corriente y Activo no Corriente

Las primeras divergencias entre grupos afloran en la composición de su Activo. Así, como podemos ver en el ANEXO IV, epígrafe 1, que recoge todos los datos relativos al Balance de Situación Consolidado de los cinco grupos, la estructura del AnC diferirá en función de la forma jurídico-contable por medio de la cual decidan estructurar su grupo, ARCHEL, LIZARRAGA *et al.* (2016, pp. 450 y ss.). Mientras que en algunos destaca la existencia de un importante volumen de Fondo de Comercio³² (EBRO), en otros destaca la presencia de Activos Financieros no Corrientes (BDL)³³. El resto no refleja, a priori, importantes masas patrimoniales derivadas de la estructura consolidada del grupo.

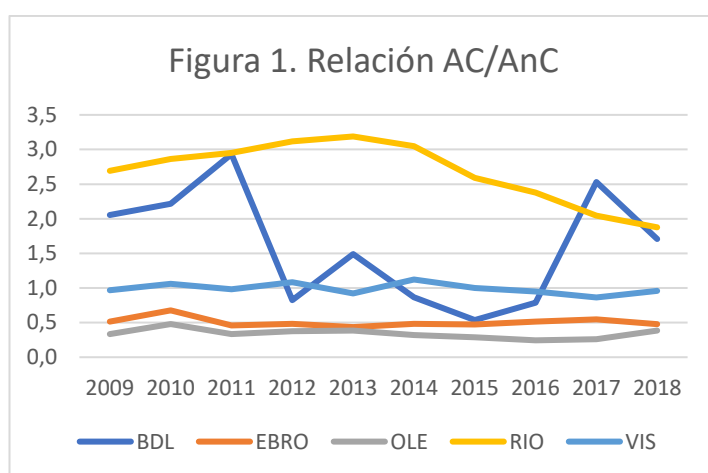
Por otra parte, la **Figura 1** muestra de una forma muy directa el cociente entre AC y AnC en los últimos diez años. Sin precipitar conclusiones que se extraerán cuando se analice en profundidad el Circulante, un cociente muy elevado puede denotar la existencia de recursos ociosos, mientras que uno mucho más reducido, problemas estructurales de liquidez. Tampoco se debe obviar que, aun siendo considerados un mismo sector, el hecho de especializarse en un tipo de producto u otro puede verse reflejado en el carácter perecedero o no de las Existencias y por tanto en la mayor o menor acumulación de estas.

Se puede ver como RIO, especializada en los productos vitivinícolas, ha llegado a tener una cifra de AC que triplicaba su AnC, lo que posiblemente se deba al elevado volumen de existencias de diverso tipo que se almacenan en esta actividad, aunque en los últimos ejercicios ha reducido el cociente por debajo de 2. A su vez, EBRO muestra un cociente

³² Clasificado como «Inmovilizado Intangible» en este trabajo a efectos de simplificar y abreviar.

³³ Clasificado como «Otros Activos».

constante a lo largo de estos diez ejercicios y cercano a los 0,5, lo cual denota, en consonancia con el crecimiento en la cifra Total de Activo, una adecuada planificación en la estructura patrimonial que proporciona estabilidad. Similar estabilidad muestra VIS, con una cifra cercana a 1. BDL muestra una estructura un tanto irregular en comparación con el resto del sector, causado en gran parte, tal y como se puede observar en su EFE, ANEXO IV, epígrafe 3, por las continuas disposiciones y entradas de liquidez con la compra y venta de Instrumentos de Patrimonio en volúmenes significativos. Por último, la situación de OLE, si bien parece haberse mantenido constante en los últimos diez años, se debe en gran medida a las dificultades que atraviesa en los últimos ejercicios. No obstante, como se procederá a analizar, no se trata de un problema de liquidez en sentido estricto.

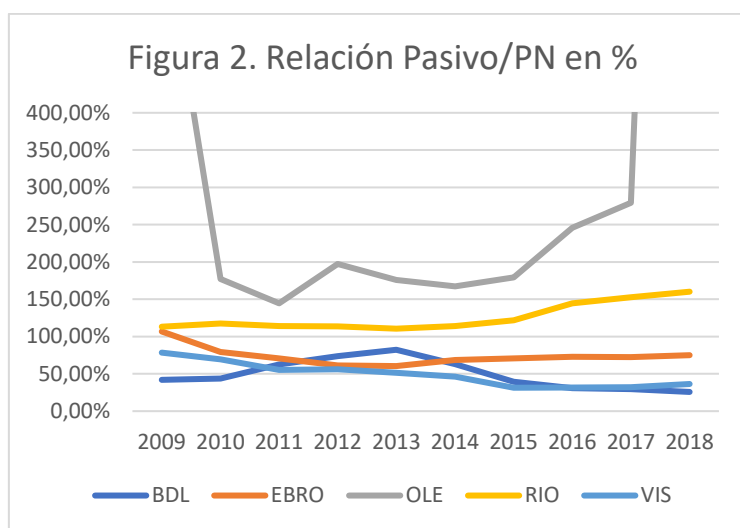


5.1.2 Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto

A efectos de síntesis, y partiendo de nuevo de la información reflejada en el ANEXO IV, epígrafe 1, se ha analizado la estructura del Pasivo y el Patrimonio Neto por medio de la ratio de endeudamiento, que expresa el cociente entre estas dos magnitudes³⁴. En etapas posteriores de este trabajo, se profundizará en estas cuestiones cuando se estudie la situación financiera a largo plazo. Por tanto, no se puede precipitar por el momento ninguna conclusión en cuanto a la idoneidad o no de determinado nivel de endeudamiento, sino que habrá que esperar a contrastarlo con otras magnitudes.

³⁴ Por consiguiente, lo que aquí se pretende no es analizar la situación financiera o de endeudamiento, sino la estructura patrimonial y la relación entre ambas magnitudes a través de un indicador tan útil como es la ratio de endeudamiento.

Lo primero que llama la atención en la **Figura 2** es la situación de OLE, con los problemas que se remarcaban hasta ahora, y es que el volumen de Pasivo representa en 2018 hasta 25 veces el de PN (escapa a la propia escala del gráfico). El resto de los grupos muestran una estructura bastante estable a lo largo de los últimos diez años, siendo RIO el único que se ha situado por encima del 100%, superando incluso el 150% en los últimos dos ejercicios, mientras que BDL y VIS lo han reducido por debajo del 50%.



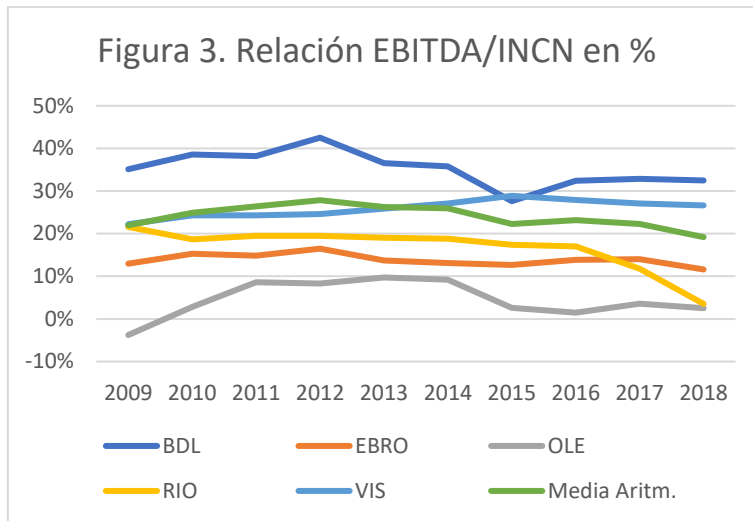
5.2 ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Antes de nada, advertir que se ha reformado la Cuenta de Pérdidas y Ganancias a su vertiente «Operativa», como puede comprobarse en el ANEXO IV, epígrafe 2. Dadas las notables diferencias en cuanto a tamaño y cifra de negocio de los grupos objeto de estudio, en una primera instancia se ha considerado más interesante la posibilidad de utilizar un indicador más homogéneo, como es el cociente entre EBITDA³⁵ e INCN para analizar la relevancia del resultado en términos relativos y no absolutos.

Desde esta perspectiva, se aprecia en la **Figura 3** como los grupos que generan un rendimiento a sus ventas mayor que la media son BDL y VIS, donde, aunque ambos parecen haberse estabilizado en los últimos años, vienen de trayectorias marcadamente

³⁵ La elección del EBITDA en lugar del Resultado del Ejercicio atiende a varias razones. Se trata de una magnitud que está cobrando relevancia en la actualidad en la práctica del análisis de estados contables, ARCHEL, LIZARRAGA *et al.* (2016, pp. 340-341), fruto de la sencillez de su cálculo y de mostrar el Resultado Bruto de Explotación, anterior a Amortizaciones, Intereses e Impuestos, lo que le mantiene al margen de las principales prácticas de *Ingeniería Contable* como vienen recogidas en CALLAO y LAÍNEZ (1999, pp. 57 y ss.).

distintas, siendo decreciente la del primero y creciente la del segundo, asentándose cerca del 30% ambos. Algo inferior, cercano al 15%, se encuentra EBRO, si bien se muestra estable. RIO refleja un notable descenso en los últimos ejercicios que le acerca al 0% y casi a desprestigiar el volumen íntegro de sus ventas en relación con su Resultado de Explotación, mientras que OLE, suma una serie de ejercicios muy próxima a esas cifras, fiel reflejo de las pérdidas atesoradas y acumuladas.



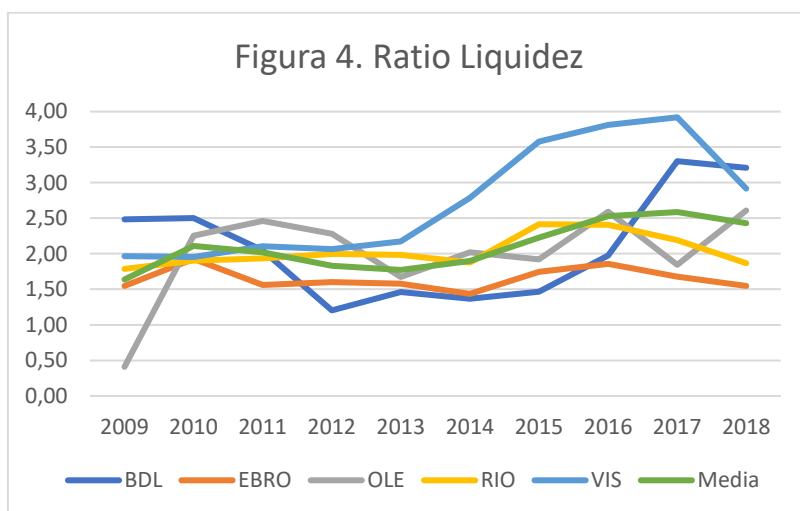
Igualmente se presenta en el ANEXO IV, epígrafe 4, la composición media del Gasto en cada uno de los grupos para los últimos diez años. Observamos, como cabría esperar, que todos los grupos dedican su partida más relevante a Aprovisionamiento, desde el 64% que dedica OLE hasta el 34% que dedica VIS. Dentro de VIS, destaca un importante nivel de Gasto de Personal (25%) y de OGE (28%), debido muy probablemente a las particulares del producto específico con el que trabaja. OLE a su vez destaca por el reducido nivel de Gasto de Personal (6%), y por tener los niveles más elevados de Deterioro (8%) y Gasto Financiero (6%). El resto de grupos no muestran ninguna partida o proporción que merezca especial mención.

6. ANÁLISIS FINANCIERO

6.1 ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

En primer lugar, se analizará de manera sucinta los aspectos más destacables de las tres ratios empleadas habitualmente para medir la liquidez presentadas en el ANEXO V,

epígrafe 1. Se observa, si bien los valores considerados como adecuados³⁶ para la ratio de liquidez son aquellos que oscilan entre 1,5 y 2, como la media de las cinco empresas se ha asentado con el paso de los años cercana a los 2,5, lo que denota el peso del AC frente al PC en la composición financiera de este sector. Dentro de esta situación destacan principalmente, como se puede apreciar en la **Figura 4**, los casos de BDL, OLE y VIS.



Esta característica del sector se debe, principalmente, al volumen de las partidas encuadradas en el apartado de existencias³⁷, y es que, acudiendo a la ratio de tesorería inmediata o *acid test*, se aprecia como ofrece en media datos próximos a 1, valor recomendado para esta magnitud. No obstante, en el último Balance de Situación se dan datos muy dispares, con cifras notablemente superiores a 1 (BDL, OLE) y otras incluso inferiores a 0,5 (RIO). Se puede corroborar así la disparidad en la gestión de la situación financiera más inmediata por parte de los cinco grupos. Del mismo modo, la ratio de tesorería media presenta un valor de 0,2, dentro de valores considerados correctos. Destaca el caso de RIO, con cifras situadas en el tercer decimal, lo cual puede tener consecuencias negativas en las necesidades más inmediatas.

Aunque se analizará la existencia o no de recursos ociosos una vez se profundice en la rentabilidad y el endeudamiento, se debe afirmar que una elevada ratio de liquidez no

³⁶ Entre otros, AMAT (2008, pp. 49-52), entiende como adecuados para la ratio de liquidez valores entre 1,5-2, mientras que sitúa la ratio de liquidez inmediata próxima a 1 y la de tesorería por debajo de 0,3.

³⁷ Ha de tenerse en cuenta que, dentro de las partidas de circulante, posiblemente sean aquellas relacionadas con existencias sobre las que más se puede incidir a la hora de tratar de reflejar una imagen concreta por medio de técnicas de ingeniería contable, tal y como se puede comprobar en ARCHEL, LIZARRAGA *et al.* (2016, pp. 403-406) y CALLAO y LAÍNEZ (1999, pp. 95-98).

refleja ni mucho menos esta característica, sino que hace referencia a la existencia de mayor o menor nivel de Fondo de Maniobra. Esta magnitud, de vital importancia en el análisis de la situación a corto plazo, mide la diferencia existente entre el activo a corto plazo y el exigible en el mismo horizonte temporal³⁸. Como se puede apreciar en el ANEXO V, epígrafe 2, es notablemente sólido para todos los grupos. Sin embargo, se debe insistir en que esto ni mucho menos significa que los grupos tengan una sobresaliente liquidez. Es más, como se ha destacado por ejemplo para los casos de BDL o RIO, centrados en el negocio vitivinícola, puede traducirse en un amplio volumen de existencias que no siempre se traduce en liquidez inmediata.

Por ello, resulta enriquecedor completar el análisis del Circulante, aun conscientes de la dificultad que conlleva si no se posee suficiente información vinculada a la contabilidad interna³⁹, con el cálculo de los diferentes periodos de interés⁴⁰, presentados en el ANEXO V, epígrafe 4⁴¹.

Se observa como los cinco grupos han logrado reducir su Periodo de Cobro, disminuyendo así el intervalo de tiempo entre que concretan la venta y liquidan la deuda con el cliente, lo que refleja una mayor facilidad para hacer líquido el realizable. Sin embargo, a excepción de RIO y BDL, se puede apreciar como el resto de grupos ha empeorado su Periodo de Pago, lo cual supone que los proveedores también exigen un cumplimiento de los compromisos más inmediato. Aun así, una característica común a todos los grupos es que el Periodo de Cobro sigue siendo inferior al de Pago, lo cual significa que, temporalmente, el grupo puede financiarse a través de sus proveedores, dato sin duda positivo. Asimismo, llama la atención el Periodo de Maduración Técnico, muy

³⁸ Así, FLORES (2002, pp. 50-51), acertadamente señala que su análisis y su idoneidad dependerá en gran medida del sector y la actividad de la empresa, aunque siempre supondrá una «cobertura ante posibles desfases entre la liquidez que le facilitan los activos circulantes con el exigible a corto plazo».

³⁹ En su defecto, se ha procedido al cálculo siguiendo el planteamiento recogido en el ANEXO II. Para el Coste Industrial de Fabricación se ha procedido de manera uniforme en los cinco grupos y se ha llevado a cabo la siguiente asignación de cargas: Gastos de Personal 80%, Otros Gastos de Explotación 60%, Amortización 70%. Toda la información relativa a la variación interanual de inventarios se ha obtenido a través de las respectivas Memorias Consolidadas.

⁴⁰ Para su cálculo ha servido de base lo desarrollado por GARRIDO e ÍÑIGUEZ (2017).

⁴¹ Algunos autores como ARCHEL, LIZARRAGA *et al.* (2016, pp. 389 y ss.) entienden que el análisis de la liquidez puede verse limitado con magnitudes tradicionales como el Fondo de Maniobra o las Ratios de Liquidez por basarse en valores estáticos dentro del Balance y que en la actualidad resulta interesante combinar este análisis con magnitudes dinámicas, como son los diferentes Periodos, que incluyen variables flujo de la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

elevado en BDL y RIO, fruto posiblemente de su especialización en el sector vitivinícola. EBRO y OLE apenas pueden llegar a completar un segundo ciclo cada año, y VIS solamente alcanza uno. Consecuencia de lo anterior, existen disparidades en los Periodos de Maduración Financieros, viendo cómo, a excepción de EBRO y VIS, presentan una tendencia decreciente, manteniéndose, sin embargo, estos dos inferiores en términos absolutos.

Por último, se toma el Coeficiente Básico de Financiación, ANEXO V, epígrafe 3, para analizar la medida de recursos permanentes empleados en cubrir las necesidades de Inmovilizados y Circulante. Lo recomendado es que la relación tome valores superiores a 1, GARRIDO e ÍÑIGUEZ (2017, pp. 335-336)⁴², si bien se puede ver como actualmente solo logran este objetivo OLE y BDL, quedando próximos EBRO y VIS, mostrando una situación bastante en consonancia con lo reflejado en los últimos ejercicios, manteniéndose siempre próximos a 1 ya sea por arriba o por abajo. En RIO, sin embargo, no se ha aproximado esta relación en ninguno de los 10 ejercicios, comenzando a asomar así la insuficiencia de recursos permanentes, como posteriormente se concretará.

Al margen de lo comentado, lo analizado permite insistir en una línea en la que se profundizará más adelante: los problemas de OLE no están vinculados a la liquidez más inmediata, dado que, por el contrario, presenta términos correctos.

6.2 ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

Este apartado se centra en analizar la situación financiera de la empresa, procediendo principalmente, por medio de las ratios de solvencia y endeudamiento, así como magnitudes derivadas de esta. Cabe destacar que, al referirse a largo plazo, el horizonte temporal es mayor y con él la incertidumbre en el análisis. Es por ello, que a diferencia de la perspectiva tomada en el ANÁLISIS PATRIMONIAL o incluso en el ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO, en este se hablará en términos de riesgo y no de criticidad o idoneidad.

⁴² Más concretamente, en caso de superar o no alcanzar este valor, será un indicio de un posible exceso o insuficiencia de recursos permanentes.

6.2.1 Solvencia

Comenzando por el estudio de la Solvencia como magnitud que relaciona el Activo y el Pasivo total, huelga destacar que se ha procedido a analizar esta ratio en su versión ajustada, detrayendo el Fondo de Comercio que tan significativo era en alguno de los grupos y que no se manifiesta como Activos identificables⁴³, sino que es fruto de la política seguida por la dirección a la hora de estructurar el grupo, PULIDO (2011, pp. 20 y ss). Esta información, junto con la composición del endeudamiento, se encuentra recogida en el ANEXO V, epígrafe 5.

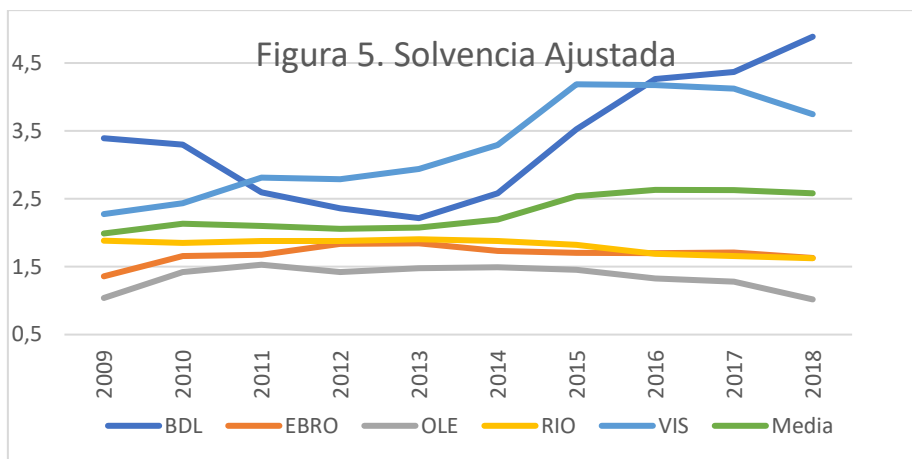
Autores como ARCHEL, LIZARRAGA *et al.* (2016, pp. 410-411), entienden que debe ser como mínimo superior a 1 o de lo contrario se encontrará en una situación de quiebra técnica⁴⁴. A partir de ahí, dependerá de otros factores como el sector o el entorno externo. En la actualidad se observa como el sector conformado por los cinco grupos presenta un valor en media ligeramente superior a 2,5. En cuanto al entorno, habrá que atender al ciclo económico y tener presente que, ante escenarios de inestabilidad, incertidumbre o incluso decrecimiento, se valorará positivamente una mayor solvencia. Podría ser el caso actual, teniendo siempre en mente lo expuesto en el ANÁLISIS DEL ENTORNO⁴⁵.

Dicho lo anterior se observan en la **Figura 5** importantes disparidades entre los grupos. Mientras que BDL y VIS han alcanzado cifras muy elevadas, RIO y EBRO se mantienen modestamente por encima de 1,5 y OLE, al menos a cierre de 2018, estaba próximo a 1. En cuanto a las dos primeras, se analizará en etapas posteriores el carácter excesivo o no de estos niveles de solvencia. En cuanto a las dos segundas, dado el panorama económico que se presenta, puede que se sitúen en una situación de riesgo o incertidumbre a medio-largo plazo, quedando pendiente el análisis del endeudamiento. En cuanto a OLE, el riesgo es inminente.

⁴³ En línea con la definición del Fondo de Comercio que se desprende de la NRV 19.2.5 del PGC.

⁴⁴ Como la situación a la que se ha hecho referencia a lo largo de 2019 por parte de OLE.

⁴⁵ No en vano, con un simple vistazo a la prensa internacional, CURRAN E., JAMRISKO, M. y SCHNEEWEISS, Z., Is the World Economy sliding into first recession since 2009? Bloomberg [online] accessible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-12/is-the-world-economy-sliding-into-first-recession-since-2009> (consultado el 22 de octubre de 2019).



No obstante, GARRIDO e ÍÑIGUEZ (2017, pp. 364-365) plantean dos reflexiones muy importantes al respecto. La primera es que una parte importante de los activos financieros no aparecen contabilizados a valor razonable sino contable, luego en contextos inflacionistas, puede que la solvencia presentada al acreedor sea mayor que la reflejada en los libros⁴⁶. La segunda, que la contabilidad no recoge, o al menos numéricamente, el carácter garantizado de determinados pasivos, lo cual supondría una mayor solvencia.

6.2.2. Endeudamiento y Riesgo Financiero y de Cambio

Volviendo sobre la **Figura 2** mostrada en el apartado 5.1.2, «Relación entre Pasivo y Patrimonio Neto», es momento de pronunciarse en términos de riesgo a causa del endeudamiento. Lo primero que llama la atención es la alarmante situación de OLE, fruto de los resultados negativos acumulados en Balance que hacen sus recursos propios casi inexistentes. Aunque la información financiera de 2018 refleja que el grupo se encontraba en causa legal de disolución⁴⁷, lo cierto es que la reducción de capital efectuada a lo largo del ejercicio 2019, comentada en el apartado 3.3, ha permitido esquivar una situación tan límite. Es por ello, que si bien las Cuentas de 2019 no presentarán un saldo acumulado de pérdidas, tampoco contarán con un incremento notable del Patrimonio Neto, puesto que las pérdidas, como bien se ha indicado, se han cancelado con cargo al Capital Social. Por otra parte, el otro grupo que presenta un porcentaje mayor al 100% es RIO, con una

⁴⁶ No confundir con el ajuste practicado para detraer el Fondo de Comercio, el cual recoge el valor implícito que reside en activos no identificables o que no tienen cabida dentro del Marco Conceptual del PGC.

⁴⁷ Y es que, según dispone la Ley de Sociedades de Capital en su artículo 363.1.e), « Artículo 363. Causas de disolución. 1. La sociedad de capital deberá disolverse: [...] e) Por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso.»

tendencia ligeramente ascendente en los últimos 10 ejercicios. Aunque se debe esperar a analizar la rentabilidad de este endeudamiento, sí que se puede afirmar, por las causas que más adelante se expondrán, que entraña un cierto riesgo. El resto de grupos presentan una tendencia descendente, con VIS y BDL emplazándose por debajo del 50%.

Dispuesto lo anterior, resulta de interés prestar especial atención a la composición del endeudamiento. Aunque la situación actual refleja unos tipos especialmente bajos, no se debe menoscabar la posibilidad de un repunte en el medio-largo plazo, más aún si cabe el panorama de incertidumbre⁴⁸. Ya se había concluido que ningún grupo presentaba problemas inmediatos de liquidez, luego sería interesante estudiar la conveniencia de una preponderancia del pasivo con coste a corto plazo, para poder aprovechar la situación favorable de tipos de interés y así evitar ese horizonte incierto.

Al respecto, destaca la situación de BDL, con un 96% de su deuda en el corto plazo, que puede presumir en su memoria de una efectiva política de financiación basada en el corto plazo, respaldada por sus buenos datos de liquidez y de periodos que antes se analizaban. La proporción del pasivo a corto plazo de VIS y RIO supera por el momento el 50%. VIS no acontecía problemas de liquidez y, según su memoria, más de un 60% de sus pasivos se encuentran referenciados a un tipo fijo, situación que si bien puede perjudicarle en el corto plazo, estabiliza el porvenir en horizontes más duraderos⁴⁹. En relación con RIO, sí que destacaban ciertos problemas en la liquidez más inmediata y lo cierto es que, en su Memoria, admite una «exposición moderada» dado el endeudamiento a tipo variable. Tampoco se puede obviar que se trata del grupo más «humilde» de los cinco presentados. En cuanto a EBRO, si bien parece componer su pasivo a partes iguales, en su Memoria, sin ofrecer demasiado detalle, ofrece un análisis de sensibilidad de su resultado ante el tipo de interés, restándole importancia (cerca de 3 millones de euros disminuiría ante un incremento de 50 puntos básicos). Por último, OLE, vuelve a ser el caso más alarmante. A cierre de 2018, no solo es su endeudamiento muy elevado, sino que casi un 90% se sitúa en el largo plazo, incrementando la incertidumbre ya comentada. En su Memoria destaca estar supeditado a una serie de *Covenants* de una financiación suscritos en 2014,

⁴⁸ En lo que a esto respecto, se hace remisión al ANÁLISIS ESTRATÉGICO.

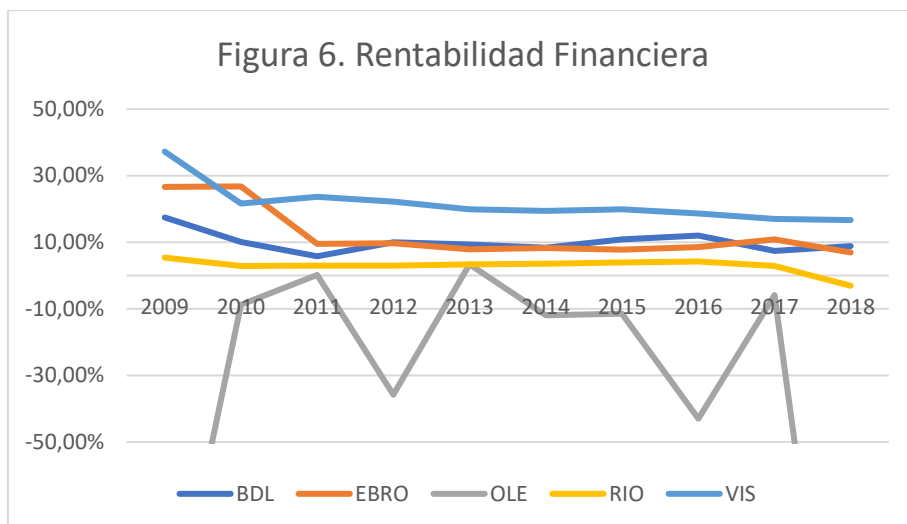
⁴⁹ Como bien señala MARTÍNEZ (2012, p. 192), la elección entre tipo fijo y variable estará notablemente influenciada por el grado de exposición que se pretenda ante escenarios inciertos. Sin embargo, como acertadamente contrasta, un tipo fijo te excluye de beneficiarte de posibles bajadas en un horizonte más inmediato.

admitiendo no haber cumplido en 2018 aquellos relativos a la ratio de endeudamiento. Además, parece estar obteniendo la liquidez antes comentada de una línea *Revolving*, a tipo variable y concertada con entidades de «alta calificación crediticia», luego en un escenario de tipos alcistas el coste y consecuentemente el riesgo serían mayores.

Ante la reciente salida del Reino Unido de la Unión Europea, sumada al resto de escenarios de incertidumbre, y los efectos que esto puede tener en el mercado de divisas, conviene analizar brevemente los riesgos de tipo de cambio a partir de la Memoria. BDL afirma que menos del 1% de su INCN depende de divisas. EBRO, al operar en un mercado global y estar localizada en numerosos países, asegura que consciente de este riesgo, tiene minimizado su impacto con la contratación de diferentes tipos de instrumentos de cobertura. OLE garantiza que el 100% de la financiación suscrita es en euros, y que para el resto de operaciones en divisa extranjera acostumbra a contratar instrumentos de cobertura. RIO resta peso a la importancia del negocio en divisa extranjera, siendo este inferior al 5% del INCN. VIS, en una situación similar a EBRO, confirma haber tomado medidas de cobertura al respecto.

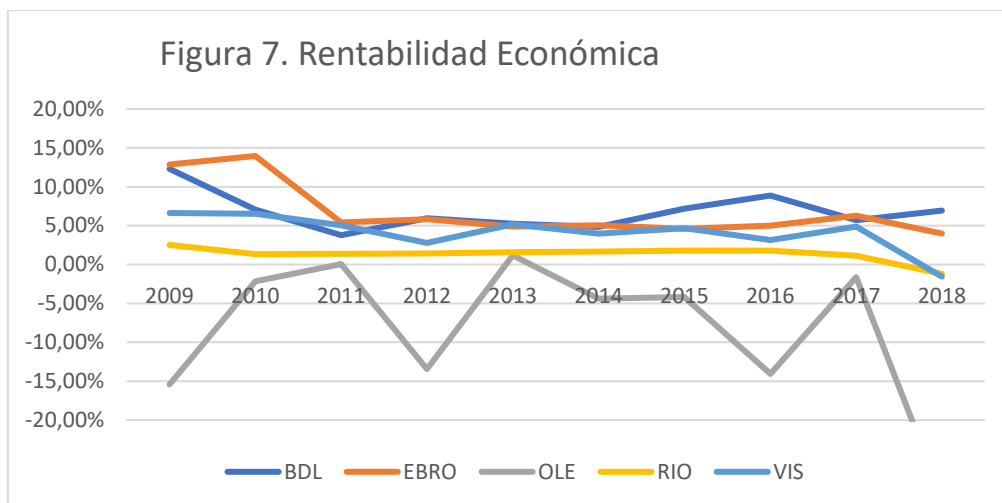
7. ANÁLISIS RENTABILIDAD

En lo que respecta a la rentabilidad el análisis orbitará en torno a la Rentabilidad Financiera o *Return on Equity* (ROE) y la Rentabilidad Económica o *Return on Investment* (ROI), magnitudes cuyo uso está ampliamente extendido en este tipo de análisis y de fácil cálculo a pesar de la ausencia de información interna de, por ejemplo, costes y márgenes sobre la producción. Pueden consultarse los valores calculados en el ANEXO VI, epígrafe 1. Mientras que la primera mide el retorno generado sobre la inversión de los accionistas comunes, es decir, sobre los fondos propios, la segunda mide la capacidad para generar utilidad con los activos disponibles, GITMAN (2007, p. 62). En ambos casos, se emplea el resultado después de impuestos.



En cuanto a la Rentabilidad Financiera, **Figura 6**, a grandes rasgos, se pueden destacar dos hechos. El primero de ellos, la tendencia bajista generalizada para los cinco grupos para la serie de diez años, hasta el punto de que RIO cuenta con un ROE negativo, sumándose a OLE. Este es el otro hecho más llamativo, las preocupantes cifras ofrecidas por OLE, llenas de altibajos, pero que ha sido incapaz de alcanzar cifras positivas, desplomándose por completo en 2018 lastrado por las pérdidas acumuladas. A nivel individual, VIS se ha asentado como el grupo que mayor rentabilidad ofrece por medio de sus fondos propios, mientras que EBRO y BDL ofrecen datos muy similares.

Por otro lado, en la Rentabilidad Económica, **Figura 7**, la tendencia no es tan bajista como en el ROE, bastante sostenida en valores próximos al 5% para BDL, EBRO y VIS en los últimos diez años. Sin embargo, en 2018, a excepción de BDL, todos han visto reducida la cifra. Al margen queda la situación de OLE, alarmante una vez más por los resultados negativos, pero no tanto como en sede de ROE por ser este una magnitud que se apoya en los fondos propios, casi inexistentes en este caso.



Como es lógico, el ROE arroja porcentajes más elevados que el ROI, fruto de que en el primero el cociente se define tomando como denominador el Patrimonio Neto, magnitud que previsiblemente va a ser siempre menor que la cifra de Activo. En ninguno de los dos casos se estima apropiado el análisis de una media sectorial dado que la situación de OLE desvirtúa cualquier indicador de este tipo.

A partir de aquí, ha lugar a otro análisis que incluye los demás puntos tratados en este trabajo. Gracias a dos nuevas magnitudes que se denominarán “c”⁵⁰ y “L”⁵¹, se pretende valorar lo apropiado del endeudamiento seguido por los grupos, y si este debe incluso incrementarse. Es lo que se conoce como análisis de apalancamiento financiero, GARRIDO e ÍÑIGUEZ (2017), calculado por medio de la siguiente fórmula:

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

De este modo, se entiende que el endeudamiento es beneficioso siempre y cuando la Rentabilidad Económica sea superior a la magnitud “c”, puesto que aumentará la Rentabilidad Financiera. Ante tal situación, cuanto mayor sea la proporción entre Pasivo y Patrimonio Neto, es decir, “L”, mejor se estará aprovechando esta oportunidad⁵². En

⁵⁰ Fruto del cociente entre “Gastos Financieros” y “Pasivo Total”.

⁵¹ Fruto del cociente entre “Pasivo Total” y “Patrimonio Neto”.

⁵² Los mismos autores destacan que esta situación es relativamente habitual en escenarios de tipos de interés bajos, como el que nos ocupa. Sin embargo, destacan que, aunque esto pueda llevar a la paradoja de que la situación ideal sería la de financiación exclusiva con fondos ajenos, esto no sería posible por incurrir en un

resumidas cuentas, por cada euro que se pague de intereses que financien la inversión materializada en el activo, esta inversión generará más de un euro de rentabilidad. Así, *ceteris paribus*, cuanto mayor sea el endeudamiento, mayor riqueza se estará generando. Por supuesto, este análisis no puede abstraerse de otras variables como el entorno macroeconómico o la exposición al riesgo de interés y de cambio, ni por supuesto, la liquidez del grupo. Es decir, es un análisis que valora exclusivamente el apalancamiento y la idoneidad del endeudamiento del grupo, abstrayéndose de otros factores de riesgo que puedan hacer recomendable o no este endeudamiento.

En el ANEXO VI, epígrafe 2, se presenta una gráfica por cada grupo que representa, por un lado, a modo de columna, el valor de “L” y, por otro, a modo de línea, el diferencial entre ROI y “c”, debiendo ser este positivo a efectos de la situación descrita en el párrafo anterior.

Comenzando por BDL, si bien su ROI ha sido notablemente superior a su “c”, viene disminuyendo progresivamente su nivel de endeudamiento hasta situarlo próximo al 25%, en consonancia con su política de endeudamiento, dando prioridad al corto plazo y alejándose de horizontes temporales mayores e inciertos, sintiéndose cómodo además dentro de sus buenos datos de liquidez. Situación análoga ofrece VIS, que viene reduciendo su endeudamiento, aunque con un mayor diferencial entre ROI y c, e igualmente cómodo con su situación financiera a corto y largo plazo.

Por otro lado, en EBRO se observa niveles elevados y sostenidos de endeudamiento, a pesar de no presentar un amplio margen en el diferencial, luego quizás debería tener precaución en cuanto a la situación. Bien podría tratar de abaratar el coste de financiación, o bien podría tratar de obtener un mayor rendimiento de sus activos, por ejemplo, abreviando su ciclo productivo o cuidando determinadas partidas de gasto de la PyG. Por supuesto, debe evitar incurrir en un mayor endeudamiento, situación que, de momento, parece estar controlando. De lo contrario, corre riesgo de situarse en la posición de RIO, cuyo ROI es inferior a su coste financiero⁵³ pero que sin embargo viene aumentando su

importante riesgo puesto que no se puede presumir un escenario de tipos bajos indefinido y, por tanto, de revertirse esta situación la entidad podría tonarse incapaz de cumplir con sus acreedores.

⁵³ De hecho, este análisis se torna peligroso en escenario de pérdidas, donde el ROI deviene negativo.

nivel de endeudamiento, lo cual resulta cuanto menos cuestionable y sería recomendable un cambio de política en este sentido.

Por último, mención especial merece OLE, con un diferencial negativo y unos niveles de endeudamiento muy elevados, disparados por completo en 2018. Por ello, no es novedad destacar la necesidad de reducir este endeudamiento, que no es ni mucho menos rentable, habida cuenta que genera resultados negativos, pero que, sin embargo, responde a otras necesidades más inmediatas supeditadas a la supervivencia del grupo.

8. ANÁLISIS BURSÁTIL

En este apartado se da paso al análisis de una serie de ratios bursátiles habitualmente empleados en este ámbito. Cabe mencionar que la mecánica del análisis diferirá de los apartados anteriores. No se practicará un análisis para datos de una serie de 10 años, ni tampoco se tomará directamente la información dispuesta en los estados financieros de 2009 a 2018. Como novedad, se tomarán las ratios elaborados por sitios webs especializados, a fecha de 15 de noviembre de 2019⁵⁴.

| Capitalización Bursátil (miles €) | BPA | Beta | Variación anual (15/11/18-15/11/19) | PER | PER Cash Flow | Pay-Out | Book to Market | |
|-----------------------------------|-------|------|-------------------------------------|--------|---------------|---------|----------------|------|
| 437.000 | 6,02 | 0,38 | 0,47% | 17,88 | 22,73 | 0% | 1,57 | BDL |
| 2.996.000 | 0,9 | 0,24 | 10,69% | 20,49 | 30,13 | 55% | 1,35 | EBRO |
| 64.000 | -0,21 | 1,17 | -47,54% | -0,28 | -4,73 | 0% | 1,97 | OLE |
| 23.000 | -0,1 | 0,38 | -23,79% | -52,17 | -28,27 | 95% | 1,19 | RIO |
| 2.219.000 | 2,23 | 0,24 | -5,22% | 19 | 19,03 | 58% | 2,41 | VIS |

Antes de anda, se debe advertir la diferencia en volumen de capitalización, como ya se hacía al inicio del trabajo, entre EBRO, VIS y el resto, con las consecuencias que de ello se derivan⁵⁵. Actualmente, tan solo VIS integra el selectivo español por antonomasia, el IBEX 35, a pesar de que EBRO lo hiciera en el pasado⁵⁶. Por ello, existen notables

⁵⁴ INVESTING (2019) [online] accesible en <https://es.investing.com/> (consultado el 16 de noviembre de 2019); WALLUESTREET (2019) [online] accesible en <http://www.walluastreet.com/> (consultado el 16 de noviembre de 2019).

⁵⁵ Aunque pueda parecer que OLE tiene un volumen de negociación mucho más elevado que el resto, esto se debe principalmente a (i) el valor de la acción está en los céntimos de euro, luego se negocia en paquetes muchos más grandes, (ii) la tendencia bajista se traduce en un elevado volumen, sí, pero principalmente de ventas y posiciones bajistas.

⁵⁶ Actualmente forma parte del selectivo español de segundo rango, como es el IBEX Medium-Cap, accesible en: http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/InformesSB/FS-MediumCap_ESP.pdf

diferencias en cuanto a volumen de negociación de los títulos, que se traducen en que la información y los acontecimientos externos tengan un efecto mucho menos inmediato sobre el precio. Del mismo modo, en contextos de incertidumbre, el inversor puede mostrarse reacio a adquirir estos títulos por las mayores dificultades que puede plantear hacer líquida la inversión en el mercado. A continuación, se muestra, de manera resumida, el volumen de negociación para los últimos tres ejercicios:

| BDL | EBRO | OLE | RIO | VIS | Volumen de negociación (en miles de acciones) |
|-------|--------|---------|-----|--------|-----------------------------------------------|
| 364 | 21.192 | 732.768 | 197 | 25.854 | 2.019 |
| 1.181 | 60.753 | 170.127 | 599 | 29.807 | 2.018 |
| 424 | 64.041 | 287.345 | 696 | 38.658 | 2.017 |

Fuente: Bolsa Madrid

Fruto de las diferencias destacadas, se ha optado por analizar magnitudes relativas frente a magnitudes absolutas. Lo primero que conviene analizar son los dividendos pagados por cada grupo, por medio de la ratio *Pay-Out*, tomando como referencia la media de los últimos tres años. VIS y EBRO ofrecen algo más del 50%, lo que en términos absolutos supone un volumen muy importante⁵⁷. Una vez más, el volumen de negociación es un factor muy determinante y es que, tras este reparto, pueden subyacer otros motivos. A modo de ejemplo, piénsese que aquellas entidades con un volumen de negociación mucho menor no encuentran aliciente alguno en distribuir dividendos para atraer inversores, puesto que su público objetivo es mucho menor. BDL y OLE no reparten, esta última por las pérdidas arrastradas. RIO ofrece una atractiva cifra de dividendos, si bien no repartió con cargo a 2018, posiblemente por las pérdidas acarreadas.

En cuanto al valor de la acción, su cotización, que se puede consultar en el ANEXO VII, epígrafe 2, la única que presenta una tendencia ligeramente alcista en el último año es EBRO, y es que, junto a la estabilidad de BDL, contrasta con el las fuertes caídas en RIO

⁵⁷ Así, puede comprobarse en la siguiente noticia de prensa como la ratio *Pay-Out* de estos dos «gigantes» se encuentra en consonancia con los datos presentados por empresas del IBEX en cuanto al resultado de 2018. EL CONFIDENCIAL. Las empresas del IBEX reparten 22.000 M en dividendos: ¿se lo pueden permitir? [online] accesible en: https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-04-08/dividendos-ibex-35-bolsa-inversion-empresas_1925634/ (consultado el 16 de noviembre de 2019).

y OLE⁵⁸. La tendencia de VIS puede estar en gran medida ligada a su participación en el IBEX 35, es decir, a una dinámica de mercado.

En esta línea, resulta muy interesante medir la volatilidad por medio de la beta, que toma como referencia el correspondiente selectivo de mercado⁵⁹. A pesar de tratarse de un cálculo ajeno, se parte de la hipótesis de que todas se han calculado respecto del IBEX 35. Así, vemos como todos, a excepción de OLE, presentan una beta inferior a 1. En el caso de BDL o RIO, puede deberse a que, dado que son títulos menos negociados, su volatilidad es menor. Sin embargo, en el caso de EBRO y VIS, resulta un dato muy interesante dada la situación de incertidumbre que existe en torno al selectivo español y que permitiría incluso clasificarlo como un título defensivo⁶⁰. Los títulos de OLE, por el contrario, denotan una importante volatilidad, fruto de la incertidumbre que rodea a la compañía en los últimos ejercicios.

La relación entre cotización y valor contable por medio del *Book-to-Market* es notablemente mayor en VIS, por ser un valor más negociado. El resto de grupos presentan un valor bastante equilibrado. Destaca la situación de OLE, que aun con una capitalización tan baja, puede entenderse «sobrevalorada» respecto de su valor contable. El PER, tanto desde la perspectiva estándar del BPA, como de la de los *Cash Flows*, no entraña ninguna novedad, presentando BDL, EBRO y VIS valores notablemente altos, fruto de las expectativas que posiblemente guarde el mercado sobre ellos⁶¹. En términos

⁵⁸ Aunque este ANÁLISIS BURSÁTIL alcanza hasta 15 de noviembre de 2019, es inevitable hacer mención del repunte que sufrió el precio de la acción de OLE en las primeras sesiones de este 2020 para, después, continuar con su progresiva pero incesable caída. EXPANSIÓN. Deoleo se dispara un 80% en las dos primeras sesiones del año [online], accesible en: <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2020/01/03/5e0f3b18e5fdea3f208b460e.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).

⁵⁹ De acuerdo con GITMAN (2007, pp. 212-216) esta variable mide el grado de respuesta en los rendimientos de un activo ante cambios en el rendimiento de mercado de referencia. Así, será una medida propicia para analizar la volatilidad del título.

⁶⁰ De hecho, algunas webs califican a los títulos del sector alimenticio de títulos «defensivos» a causa de su poca volatilidad. Véase, por ejemplo, RECIO, J., Bolsa: ¿cuáles son los sectores más defensivos? ECONOMÍA-FINANZAS [online], accesible en: <https://www.economiafinanzas.com/bolsa-cuales-los-sectores-mas-defensivos/> (consultado el 2 de febrero de 2019).

⁶¹ Al fin y al cabo, como expone MARTÍNEZ (2012, pp. 238-239) este no mide más que cuanto está dispuesto a pagar el inversor por cada euro de beneficio (o *Cash Flow*) prometido. De esta forma, cuanto más alto sea el PER, cuanto más valorada esté la empresa, será, en principio, porque existen mayores expectativas. Del mismo modo, un PER demasiado elevado puede ser indiciario de una burbuja en torno al título en cuestión.

de PER, sorprendentemente, BDL genera unas expectativas y por tanto sus inversores le exigen unos rendimientos similares a EBRO o VIS, mientras que en PER-Cash Flow parece que EBRO genera unas expectativas un tanto mayores. En el caso de BDL, unido a la falta de dividendos en los últimos ejercicios, lo emplaza como un título de confianza y seguridad para el inversor. En cuanto a RIO y OLE, estos ofrecen valores negativos a causa de las pérdidas del último ejercicio.

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

Para estimar el valor de los títulos de cada una de las empresas analizadas se recurrirá al método de descuento de flujos de caja⁶², midiendo la capacidad de los grupos para generar flujos para sus accionistas. Se trata de un método ampliamente desarrollado por autores como FERNÁNDEZ (2019, p. 9), quien entiende que «constituye el único método de valoración conceptualmente correcto». Para evitar problemas de comparabilidad, se estimará el valor actual a fecha de 1 de enero de 2019⁶³ y se estimarán Flujos de Caja para los cinco ejercicios posteriores a las Cuentas Anuales de 2018, es decir, 2019⁶⁴ a 2023. El horizonte elegido son cinco años, máxime por la incertidumbre que existe en torno a la economía mundial, tal y como se destacaba al inicio de este trabajo.

En concreto, se tomarán como flujos de caja los *Free Cash Flow* (FCF) o Flujos de Caja Libres⁶⁵. Como tasa de descuento, se recurrirá al *Weighted Average Cost of Capital*

⁶² Mayoritariamente, se toma la descripción del método de descuento de flujos de caja expuesta por FERNANDEZ (2019).

⁶³ Como en apartados anteriores, toda la información sobre la cotización se obtiene del sitio web de Bolsa Madrid (accesible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/Empresas.aspx>).

⁶⁴ La existencia de una mayor certeza en cuanto a cuál será o a cuál habrá sido el Flujo de Caja generado en el ejercicio 2019 no obsta para seguir el mismo cálculo que para los demás ejercicios, continuando con la uniformidad de la que se ha hecho gala a lo largo de este trabajo, cuando se tomó como fecha de referencia el 31 de diciembre de 2018, fecha para la cual datan las últimas cuentas anuales publicadas.

⁶⁵ La particularidad de estos se encuentra en que, a diferencia de otros métodos de estimación de Flujos de Caja, parten del Resultado antes de intereses e impuestos, es decir, se estiman sin tener en cuenta el coste de financiación, ajenas a cómo se financia la empresa. GARCÍA DEL BARRIO, A., (2018). Los diferentes tipos de Cash Flows. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) [online] accesible en: <https://www.ieb.es/tipos-cash-flow/> (consultado el 11 de enero de 2020).

(WACC) o Coste Medio Ponderado del Capital⁶⁶. Además de estos FCF, se tendrá en cuenta el Valor Residual de cada grupo, calculado a partir del último FCF (2023), multiplicado por una tasa de crecimiento perpetuo que será «g»⁶⁷, idéntica para todas las empresas del sector, y descontado aplicando una tasa perpetua igual al diferencial de WACC y g.

A continuación, se suman todos los FCF y el Valor Residual, y se resta el importe del endeudamiento con coste, de nuevo, actualizado al momento seleccionado con el WACC. De esta manera se obtiene el valor estimado para cada grupo en la fecha fijada. Este se contrasta con el precio de cotización a 1 de enero de 2019. Para ello, se divide el valor calculado entre el número de títulos de cada grupo y se obtiene una suerte de «valor intrínseco», que es el valor al que tendería la acción en caso de existir suficiente información y eficiencia en los mercados, es decir, que estos tomasen además en consideración otras variables como «activos, ingresos, prospectos futuros, administración», entre otros, VAN HORNE y WACHOWICZ, (2002 pp.70-71). A partir de ahí, y siguiendo la premisa de que el valor real de la acción tenderá a ese valor intrínseco, se ofrece una recomendación al respecto en cuanto a «comprar», «vender» o «mantener» el título.

La estructura y los pasos a seguir para el cálculo pueden consultarse en el ANEXO III. El resumen de los resultados obtenidos se encuentra en el ANEXO VIII, epígrafe 1, y los resultados para cada grupo en el ANEXO VIII, epígrafes 2 a 6. Los cálculos que a continuación se detallan han sido corregidos, de manera puntual, en función de todas las apreciaciones que se han ido realizando a lo largo de este trabajo.

⁶⁶ Siguiendo a GITMAN (2007, pp. 415-416) este no es más que el coste ponderado para cada tipo específico de fondo a largo plazo ponderado por el volumen total de estos fondos o capital, es decir, la estructura de los fondos de la empresa (en este caso, Fondos Propios y Pasivo con Coste).

⁶⁷ Según MARTÍNEZ (2012, pp. 130-131), lo normal es que se tome una tasa de entre el 0% y el 3%, siendo próxima a 0% en sectores maduros y próxima a 3% en sectores en auge. Además, destaca que no debe caerse en el error de tomar una tasa similar al crecimiento de las economías puesto que, si bien el crecimiento del PIB es fruto del crecimiento de las industrias de un país, recuerda que aquí se descuentan Cash Flows, que suelen ser inferiores a los resultados como tal, por aspectos y ajustes que se detallan más adelante. Con todo esto en mente, se tomará una g del 1,4%, teniendo en cuenta que se trata de un sector más bien maduro y que el PIB español está creciendo por debajo del 2% actualmente.

Para llegar a tal punto, tal y como se ha dispuesto, en una primera instancia, es necesario calcular los FCF. Para ello:

- i. En primer lugar, se estima el BAIT a partir del Resultado Antes de Intereses e Impuestos del ejercicio 2018, aplicándole una tasa de crecimiento. Este crecimiento se estima a partir de una tasa de variación interanual para el propio BAIT entre los ejercicios 2013 y 2018, es decir, de nuevo cinco periodos. De este modo, se obtiene una tasa del 3,88% para BDL, del 3,69% para EBRO⁶⁸ o del 3,09% para VIS. En RIO, dada la dinámica precedente, se estima un decrecimiento del -20,26%, al menos en lo que a BAIT se refiere, lo que implicará un aumento de las pérdidas que adolece ya en los últimos ejercicios. En el caso de OLE, en vistas de que no sería factible calcular un decrecimiento prolongado, puesto que llevaría a la desaparición del grupo, y dado que existen expectativas y compromisos de revertir la situación, como se ha podido constatar en el apartado 3.3, se tomará un crecimiento interanual del 10%⁶⁹, partiendo, por supuesto, de la situación tan crítica que atraviesa en la actualidad.
- ii. En segundo lugar, se resta la cuota del Impuesto sobre Sociedades, presuponiendo un tipo de gravamen efectivo del 23,42%, 29,81% y 20,64% para BDL, EBRO y VIS respectivamente, obtenido a través de la PyG. En el caso de RIO y VIS, habida cuenta de las pérdidas, se presupondrá la existencia, mientras estas perduren, de un crédito fiscal por parte de Hacienda para compensación de bases imponibles negativas⁷⁰. De este modo, obtendremos el Resultado del Ejercicio después de Impuestos, sin tener en cuenta el coste de financiación.
- iii. En tercer lugar, se suma la amortización, puesto que se trata de un gasto que, en realidad, no ha supuesto una salida de liquidez dentro del grupo, sino que constituye en cierto modo un «fondo, generado a partir de retenciones periódicas de recursos, que deberá reutilizarse llegado el momento de renovación del activo»,

⁶⁸ En el caso de EBRO, dado que el ejercicio 2018 presenta un BAIT disruptivo con la tendencia alcista de los ejercicios anteriores, para evitar que esta condición desvirtúe el análisis, se emplea la media ponderada entre dos tasas de crecimiento interanual, una que abarca de 2013 a 2018 y otra de 2013 a 2017.

⁶⁹ Aunque pueda parecer desproporcionado, el hecho de presentar una situación tan crítica, habilita a que, en caso de lograr una recuperación, esta sea más rápida en el medio plazo, hasta al menos alcanzar un punto «mínimo» en el que deje de arrojar pérdidas.

⁷⁰ Todo ello, al amparo del artículo 26 «Compensación de bases imponibles negativas» de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

JIMÉNEZ *et al.* (2000, p. 181). Se estima, igualmente, una tasa de variación interanual de la amortización, con ciertas correcciones en algunos casos⁷¹.

- iv. En cuarto lugar, se resta el «Incremento de Activos Fijos», es decir, el volumen dedicado o bien a reponer o bien a adquirir nuevos activos para acompañar el crecimiento previsto. Aunque se pretendía tomar como referencia el Flujo de Inversión del EFE, mostrado en el ANEXO IV, epígrafe 5, no se ha podido observar ningún patrón. Es por ello que se ha partido de dos hipótesis para estimar una tasa:
 - a. Todo crecimiento, en principio, debe ser respaldado al mismo tiempo por un incremento en el volumen de Activos Fijos. Así, todos aquellos grupos para los que se ha estimado un incremento positivo del BAIT, cuentan con un incremento de esta tasa similar.
 - b. La existencia de amortización implica la necesidad de renovación del Activo depreciado que, en principio, bajo la premisa de crecimiento, posiblemente suponga un importe mayor que los «fondos» previstos a lo largo de los ejercicios previos como amortización. Así, el dato anterior, se ha corregido al alza o a la baja, en función de la tasa estimada para la amortización.
- v. En quinto lugar, las «Necesidades Operativas de Fondos», tomando el Capital Circulante de Explotación⁷², cuyos valores se detallan, aplicando, una vez más, una tasa de crecimiento interanual estimada a partir de los ejercicios precedentes.

El resultado obtenido es el *Free Cash Flow (FCF)*, que se descuenta a partir del WACC, según se indica en el ANEXO III. Dentro de este:

- i. Se emplean el Valor de Capitalización Bursátil a 1 de enero de 2019 como fondos propios y el Valor del Pasivo Bancario con Coste del último ejercicio como Fondos Ajenos.

⁷¹ En concreto, para el caso de BDL, bajo la presunción de que, si aumenta el inmovilizado, la amortización también debería hacerlo, se corrige dos puntos la tasa de crecimiento negativa del 5,02% hasta un 3,02% para que resulte más realista en consonancia con lo analizado hasta el momento.

⁷² Estimado así, conforme a MARTÍNEZ (2012, p. 11) como la diferencia entre Tesorería de Explotación, Clientes y Existencias menos Proveedores y otros acreedores, es decir, los fondos necesarios para financiar la actividad operativa de la empresa.

- ii. La tasa que corresponde a los Fondos Propios (ke)⁷³ se calcula conforme al modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)⁷⁴. Siguiendo la fórmula expuesta en el ANEXO III, se toma:
- Como beta, la misma empleada en el apartado de ANÁLISIS BURSÁTIL.
 - Como rentabilidad de un título de renta fija, la rentabilidad media de las subastas públicas de Obligaciones del Estado a 10 años de los últimos cinco años⁷⁵, que es un 1,37%⁷⁶.
 - Para la rentabilidad de mercado, se toma directamente un diferencial entre esta rentabilidad y la del título de renta fija, es decir, lo que se denominará una «Prima de Riesgo». En concreto, la recomendada por FERNÁNDEZ (2009), esto es, un 6,70%⁷⁷.
- iii. La tasa que corresponde a los fondos ajenos (kd) se obtiene del cociente entre el gasto financiero medio de los últimos cinco ejercicios⁷⁸ y el pasivo con coste, aminorada en función del tipo impositivo, que es el mismo que el empleado para calcular los FCF.

⁷³ Que no es sino la rentabilidad exigida por el accionista, es decir, en comparación con la tasa de rentabilidad que ofrecen otras oportunidades de inversión, que rentabilidad exigiría el accionista para decantarse por este proyecto, MARTÍNEZ (2012, p. 127).

⁷⁴ A grandes rasgos, este modelo relaciona la rentabilidad del título con el riesgo asumido con el accionista, tomando en consideración (i) la volatilidad, (ii) la rentabilidad de un título seguro (renta fija) y (iii) el diferencial entre este título seguro y la rentabilidad de mercado, como prima que se exige al mercado por asumir ese riesgo, conocido como riesgo sistemático o no diversificable. De nuevo, MARTÍNEZ (2012, pp. 198 y ss) y GITMAN (2007, pp. 212 y ss.)

⁷⁵ Información disponible de manera oficial en el sitio web del Tesoro Público, accesible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

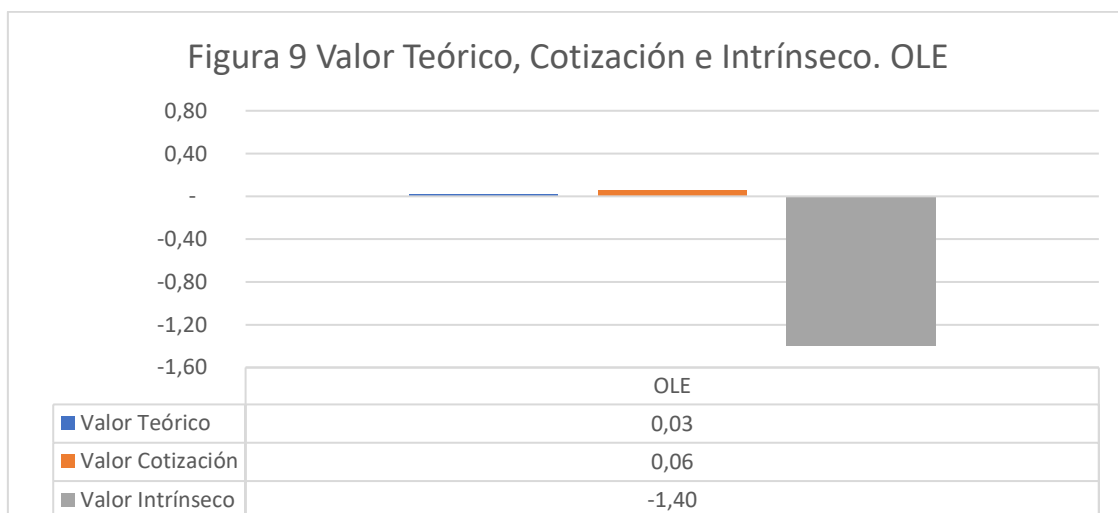
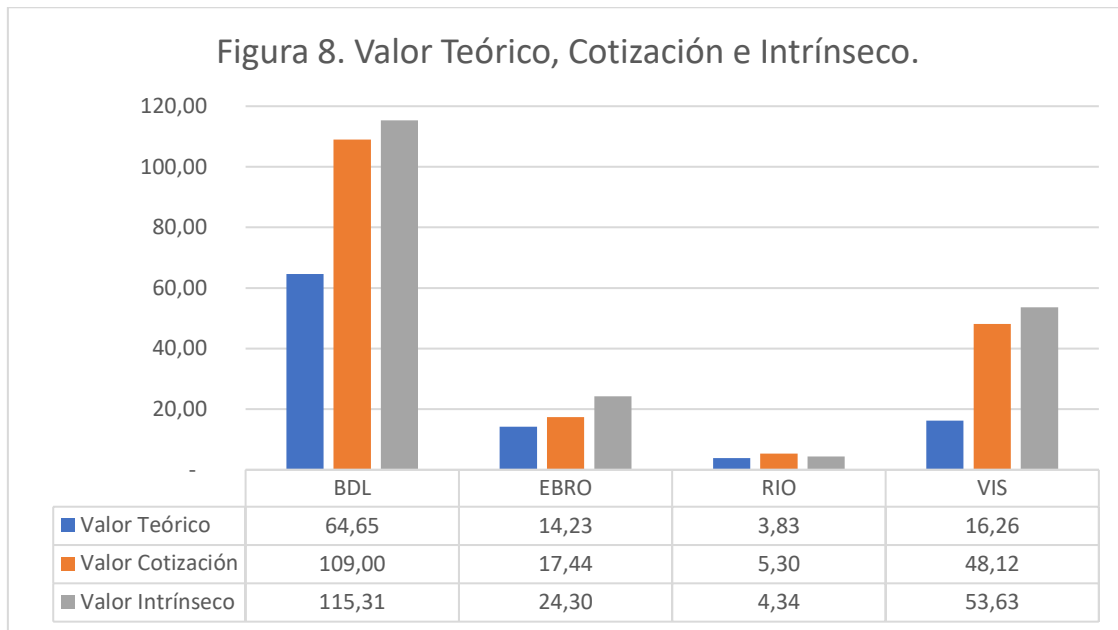
⁷⁶ Calculada a partir de los datos publicados en EXPANSIÓN. Datos Macro. Deuda de España: Obligaciones del Estado a 10 años [online], accesible en: <https://datosmacro.expansion.com/deuda/espana/tesoro/obligaciones-10-anos> (consultado el 11 de enero de 2020).

⁷⁷ Se trata de una cuestión cuanto menos controvertida, por tanto en cuanto, aunque algunas corrientes recomiendan tomar como rentabilidad la del índice de referencia, que en este caso sería el IBEX 35, detrás del selectivo español subyacen importantes diferencias en cuanto a la rentabilidad reflejada en el precio, negativa incluso en los últimos años, y la ofrecida vía dividendos, que resulta positiva. DOMÍNGUEZ, M. La cara oculta del Ibex 35: baja un 27% en 10 años pero con dividendos sube un 18%. El Economista.es [online], accesible en: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10051953/08/19/Ver-o-no-ver-el-Ibex-cae-un-27-en-10-anos-pero-con-dividendos-gana-un-18.html> (consultado el 11 de febrero de 2020).

⁷⁸ Particularmente, para el caso de BDL, dado que en los últimos cuatro ejercicios ha reducido el coste financiero hasta el punto de la suma de estos cuatro ser inferior al el último a tener en cuenta en solitario, esto es, 2014, se ha procedido a corregir el dato. Así, al valor obtenido en media de esos cinco años, 4,33%, se le han restado 3 puntos porcentuales, hasta dejarlo en 1,33%, dado que ninguno de los últimos cuatro ejercicios se acercaba apenas al 1%.

Por último, el Valor Residual se obtiene del último FCF actualizado, es decir, el estimado para el ejercicio 2023, aplicando de la forma prevista en el ANEXO III, el WACC y la tasa g.

Una vez aplicados los cálculos reseñados, se presentan la **Figura 8** y la **Figura 9** para el caso particular de OLE, donde se contrasta el valor teórico (patrimonio neto dividido entre nº de acciones), el valor de cotización y el recientemente calculado, valor intrínseco⁷⁹.



⁷⁹ Tal vez llame la atención que la relación aquí expresada entre Valor Teórico y Valor de Cotización no coincide con la reflejada en el indicador *Book to Market* del ANÁLISIS BURSÁTIL. Esto se debe a que se han tomado fechas distintas, mientras que en el mencionado apartado se hacía referencia al 15 de noviembre de 2019, aquí, por los motivos ya expuestos, se coge el 1 de enero de 2019.

Como se puede apreciar a simple vista, EBRO y VIS ostentan un potencial interés de compra puesto que, según el método aplicado, su valor intrínseco sería superior al valor que actualmente le atribuye el mercado y, consecuentemente, bajo las hipótesis expuestas, contarían con un interesante recorrido o margen de mejora, especialmente el primero (39,4% y 11,4% respectivamente).

Por otro lado, OLE, que requiere incluso una gráfica propia para reflejar de forma adecuada su situación (-2.569,2%) y, en consonancia con lo desarrollado en todas las páginas anteriores, ofrece una importante preocupación para sus inversores, por lo tanto, la recomendación sería vender cuanto antes y, por supuesto, no comprar. Si bien es cierto que, tal y como se ha destacado en apartado 3.3, existen compromisos *a priori* sólidos para revertir esta situación, y que, este método de valoración todavía no puede recoger o plasmar esos compromisos en datos tangibles y cuantificables, también se destacaba en el apartado de ANÁLISIS BURSÁTIL que en las últimas fechas la situación de OLE no muestra indicios de reversión. Una vez afronten y superen sus problemas de solvencia es posible que la acción sufra un importante viraje, pero, de momento, las perspectivas que de este trabajo se desprenden son, indudablemente, bajistas.

En el caso de RIO se debe ser igualmente cautos. Si bien el Método de Descuento de Flujos ofrece una perspectiva bajista, no debe olvidarse que se han estimado unos FCF decrecientes dada la tendencia que mostraban los resultados en los últimos ejercicios. Sin embargo, al ser un título con un volumen de negociación mucho menor sus valores, como ya denotaba la variable beta, no están tan expuestos a la volatilidad del mercado. Es por ello que, de haberse tomado unas hipótesis de partida menos conservadoras o pesimistas, quizás la acción podría haber ofrecido un recorrido no tan negativo (-18,1%), si bien concuerda con su aparente tendencia bursátil. De este modo, se recomienda vender, si bien puede ser asumible, en caso de tener un atractivo coste de cartera, de esperar a un repunte puntual del valor para efectuar la venta.

Por último, la situación de BDL es algo dispar. Si bien se destacaba en el ANÁLISIS BURSÁTIL la confianza otorgada por los inversores y el carácter sostenido de su cotización, se puede observar cómo su recorrido sufre un cierto agotamiento (5,8%) y, en consecuencia, el margen de crecimiento es algo escaso. Sin embargo, existe otra perspectiva. Atendiendo a su comportamiento en los últimos años, es un título que no sufre importes sobresaltos y, en consecuencia, no se trata de un agotamiento de la

tendencia positiva, sino de su propio ritmo de desarrollo, mucho más lento y con una proyección menor, pero a su vez con una menor variabilidad. Atendiendo a esta interpretación, podría incluso calificarse como un título seguro o defensivo que, sin ofrecer rentabilidades extraordinarias, tampoco sufre de volatilidad. Así las cosas, la recomendación será de «mantener» o, en caso de valorar positivamente ese mínimo recorrido y esa lateralidad del título, incluso «comprar».

10. CONCLUSIONES

Por un lado, a título individual, se extraen las siguientes conclusiones de cada grupo:

- **BARON DE LEY (BDL).** A pesar de ser notablemente más modesto, el grupo especializado en el mercado vitivinícola no tiene nada que envidiar de los dos gigantes del sector: Obtiene la mejor proporción de todos en relación EBITDA-INCN. Aunque la composición de su activo no es del todo regular, parece tener clara cuál es su política en cuanto a endeudamiento: el mínimo necesario y a corto plazo, sintiéndose cómodo dentro de su buena liquidez. Lo anterior, unido a su excelente solvencia, hace que sea valorada de manera realmente positiva por los inversores como observamos en su PER, a pesar de no repartir dividendos en los últimos ejercicios, lo que le confiere esa categoría de título seguro. De cara al inversor, aunque no presenta un recorrido demasiado atractivo, habida cuenta de la solidez que se desprenden de sus estados financieros, sería una buena opción para un inversor que busque una rentabilidad moderada con una exposición menor al riesgo. De cara a la propia entidad, se sugiere la posibilidad de aumentar ligeramente el endeudamiento para aprovechar el apalancamiento financiero positivo que ofrece el grupo y, tal vez de esta forma, incrementar su valor de cara a futuro.
- **BODEGAS RIOJANAS (RIO).** El otro grupo emblemático del ámbito vitivinícola presenta unos datos más preocupantes que su homólogo. El creciente endeudamiento amenaza con tornarse en una situación más compleja. Si bien es cierto que el grupo no presenta en la actualidad problemas de Circulante, sus números están por debajo de la media del sector y sí que presenta una cierta escasez de tesorería en sentido estricto. Aunque una parte importante de sus compromisos se emplazan en el largo plazo, el propio grupo reconoce un riesgo

moderado ante un repunte en los tipos de interés dada su sujeción a tipo variable. Lo anterior, sumado a los malos resultados en los últimos ejercicios, llama a la precaución, situación de la cual ya se han hecho eco los inversores que han perdido su interés en el título, consecuencia además del propio valor intrínseco estimado. Sin duda, para mejorar la situación, deberá reducir el endeudamiento y mejorar su liquidez más inmediata, reduciendo así la exposición al riesgo que le suponen escenarios de incertidumbre.

- **DEOLEO (OLE).** Poco más se puede añadir a lo comentado hasta el momento, y poco más se puede sugerir a los responsables del grupo, plenamente conscientes de la situación. El grupo arrastra una situación complicada desde hace ejercicios y no es la primera vez en su historia. Antaño, optaron por decisiones drásticas en el plano estratégico, como renunciar a ciertas ramas de actividad. Actualmente están trabajando para revertir el alarmante endeudamiento. Se están alcanzando nuevos acuerdos para refinanciar la deuda con los acreedores y una reducción de capital eliminará los resultados negativos atesorados en balance en las Cuentas de 2019. Por supuesto, no existe ningún motivo que invite a recomendar la compra de títulos de este grupo, ni siquiera su insignificante precio. Se debe guardar precaución para ver cómo evoluciona la situación en los próximos meses.
- **EBRO FOODS (EBRO).** Aunque cotice en mercado continuo, se trata del grupo con mayor volumen de Activo dentro del sector y mayor capitalización, lo cual queda reflejado en todas las magnitudes analizadas, muestra de su solidez. Históricamente un título sin grandes sobresaltos, garante de estabilidad para los inversores, fiel emblema de un sector como el Alimenticio. Buenos datos financieros y de rentabilidad, viéndose tal vez esta última algo mermada en los últimos ejercicios. No presenta ningún tipo de problema en cuanto a endeudamiento y parece tener cubierta cualquier tipo de exposición al riesgo. Quizás, como única pega, debería ser consciente de que el apalancamiento financiero no le resulta tan beneficioso como a otros grupos y que, por ello, sería muy útil reducir ligeramente este endeudamiento. Aun así, los inversores valoran muy bien el título y cuenta con un apetecible recorrido hacia su valor intrínseco.

- **VISCOFAN (VIS).** El único de los grupos que forma parte del IBEX, precedido por una trayectoria muy meritoria en los últimos años, fruto del gran rendimiento que está sacando de su nicho de negocio particular, lo que le ha convertido en líder mundial en un mercado donde el plano tecnológico toma especial importancia. Muestra buenos datos en todos los aspectos, desde liquidez a rentabilidad, con una solvencia excelente y sin exposición a ningún tipo de riesgo aparente. Podría aprovechar incluso más su apalancamiento financiero, puesto que le generaría mayores rentabilidades. Se trata de un título muy bien considerado dentro del mercado español, que presenta altibajos fruto posiblemente de su correlación con el devenir del propio IBEX 35.

A nivel general, los tres grupos con mejores datos, BDL, EBRO y VIS, transmiten una imagen de sector sólido y estable, con datos que invitan a la tranquilidad. No es novedad en un sector considerado por algunos como defensivo donde, aunque si bien los inversores es posible que no esperen rendimientos extraordinarios, puede resultar un interesante punto de resguardo ante tiempos de incertidumbre. RIO podría sumarse a ellos si es capaz de revertir y mejorar los puntos destacados. La situación de OLE, por supuesto, desvirtúa cualquier análisis o generalización que se puede hacer a nivel de sector, luego recibe mención aparte.

Por último, a nivel del propio trabajo, destacar que me ha permitido poner en práctica un gran número de competencias adquiridas a lo largo de todo el Grado, con un resultado a nivel personal más que satisfactorio, convencido de que el juicio emitido, independientemente de cuán acertado pueda ser, se sustenta en razonamientos y deducciones coherentes a partir de todo lo estudiado.

En cuanto a limitaciones tan solo me gustaría destacar una: el plano temporal. Desafortunadamente, las fechas no acompañan para poder llevar a cabo un estudio de actualidad. El trabajo se ha elaborado con las cuentas de 2018, estando a punto de publicación las de 2019, y recién entrado el 2020, luego el desfase es importante. Esto se ha notado por ejemplo en el apartado bursátil o en el del análisis del entorno, donde ha sido inevitable acudir a información posterior a la fecha de estudio, 31 de diciembre de 2018. Las limitaciones en cuanto a información son obvias por la naturaleza académica de este, pero, a mi entender, estas alientan el ingenio y la posibilidad de aplicar un análisis más transversal.

11. BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA:

- AMAT, O., *Análisis Económico-Financiero*, 20ª ed., Planeta, Barcelona, 2008.
- ARCHEL DOMENCH, P., LIZÁRRAGA DALLO, F., *et al.*, *Estados Contables. Elaboración, análisis e interpretación*, 5ª ed., Pirámide, Madrid, 2016.
- CALLAO GASTÓN, S., y LAÍNEZ GADEA, J.A., *Contabilidad creativa*, Civitas, Madrid, 1999.
- FLORES CABALLERO, M., *Análisis e interpretación de los Estados Financieros. El estudio de los aspectos estructurales y financieros*. Tomo II, Dilex, Madrid, 2002.
- GARRIDO MIRALLES, P. y ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R., *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*, 4ª ed., Pirámide, Madrid, 2017.
- GITMAN, L.J., *Principios de Administración Financiera*, 11ª ed., Pearson Educación, 2007.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J., *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera, Aplicaciones prácticas*, 4ª ed., Pirámide, Madrid, 2013.
- JIMENEZ CARDOSO, S.M., GARCÍA-AYUSO CORVASÍ, M., y SIERRA MOLINA, G.J., *Análisis Financiero*, Pirámide, Madrid, 2000.
- JOHNSON, G., SCHOLES, K., y WHITTINGTON, R., *Dirección Estratégica*, 7ª ed., Pearson Education, Madrid, 2005.
- MARTÍNEZ ABASCAL, E., *Finanzas para Directivos*, 2ª ed., McGraw Hill, Madrid, 2012.
- PULIDO, A. *Combinaciones de Negocios y preparación de las Cuentas Anuales Consolidadas*, Garceta, Madrid, 2011.
- VAN HORNE, J.C., y WACHOWICZ, J.M., *Fundamentos de la Administración Financiera*, Pearson Educación, 2002.

WEBGRAFÍA:

- ANTÓN, A., (2015). Mercadona consolida su liderazgo frente a Dia y Carrefour. EXPANSIÓN. [online], accesible en:
<https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2015/12/25/567d93a5ca47416b6b8b4628.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- Barón de Ley (2019) [online] accesible en: <http://www.barondeley.com/> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- BBC (2019). Trade wars, Trump tariffs and protectionism explained. [online] accesible en: <https://www.bbc.com/news/world-43512098> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- Bodegas Riojanas (2019) [online] accesible en: <http://bodegasriojanas.com/es/> (consultado el 15 de octubre de 2019).
- BBVA. ¿Qué es el quantitative easing? [online], accesible en: <https://www.bbva.com/es/economia-todos-quantitative-easing/> (consultado el 2 de febrero 2020).
- Bolsa Madrid (2019) [online] accesible en:
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- Bolsa Madrid (2019). Índices: Composición histórica [online] accesible en:
http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx (consultado el 14 de octubre de 2019).
- BOSQUE, N. (2019). La IA revoluciona el sector de la alimentación. Dirigentesdigital.com [online], accesible en: <https://dirigentesdigital.com/tecnologia/la-ia-revoluciona-el-sector-de-la-alimentacion-LY1133841> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- CNMV (2019) [online] accesible en:
<https://www.cnmv.es/portal/Utilidades/BuscadorWeb.aspx> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- CURRAN E., JAMRISKO, M. y SCHNEEWEISS, Z., Is the World Economy sliding into first recession since 2009? Bloomberg [online] accesible en:
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-12/is-the-world-economy-sliding-into-first-recession-since-2009> (consultado el 22 de octubre de 2019).

- DEOLEO (2019) [online] accesible en: <https://deoleo.com/> (consultado el 15 de octubre de 2019).
- DOMÍNGUEZ, M. La cara oculta del Ibex 35: baja un 27% en 10 años pero con dividendos sube un 18%. El Economista.es [online], accesible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10051953/08/19/Ver-o-no-ver-el-Ibex-cae-un-27-en-10-anos-pero-con-dividendos-gana-un-18.html> (consultado el 11 de febrero de 2020).
- EBRO FOODS (2019) [online], accesible en: <https://www.ebrofoods.es> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- EL CONFIDENCIAL. Las empresas del IBEX reparten 22.000 M en dividendos: ¿se lo pueden permitir? [online] accesible en: https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-04-08/dividendos-ibex-35-bolsa-inversion-empresas_1925634/ (consultado el 16 de noviembre de 2019).
- EL CONFIDENCIAL. Mazuelo se hace con el 85.5% de Barón de Ley tras cerrar el proceso de OPA [online] accesible en: https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-03-15/mazuelo-opa-baron-de-ley-cnmv_1885642/ (consultado el 14 de octubre de 2019).
- EUR-Lex. Brexit: salida del Reino Unido de la UE [online] accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/content/news/Brexit-UK-withdrawal-from-the-eu.html?locale=es> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- EXPANSIÓN. Datos Macro. Deuda de España: Obligaciones del Estado a 10 años [online], accesible en: <https://datosmacro.expansion.com/deuda/espana/tesoro/obligaciones-10-anos> (consultado el 11 de enero de 2020).
- EXPANSIÓN. Datos Macro. Tipos de interés [online], accesible en: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- EXPANSIÓN. Deoleo se dispara un 80% en las dos primeras sesiones del año [online], accesible en: <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2020/01/03/5e0f3b18e5fdea3f208b460e.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).

- FERNÁNDEZ, P., (2019). Métodos de valoración de empresas. IESE Business School [online] accesible en: <http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez//> (consultado el 11 de enero de 2020).
- FERNÁNDEZ, P., (2009). La Prima de Riesgo del mercado según 100 libros. IESE Business School [online] accesible en: <http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez//> (consultado el 11 de enero de 2020).
- FIAB (2018). Informe Económico 2018 [online], accesible en: http://fiab.es/es/archivos/documentos/FIAB_INFORME_ECONOMICO_2018.pdf
- FLORES, D., Encuesta de Población Activa: La creación de empleo se frena en 2019 hasta el ritmo más bajo desde la salida de la crisis. RTVE.es. [online], accesible en: <http://www.rtve.es/noticias/20200128/creacion-empleo-se-frena-2019-hasta-ritmo-mas-bajo-desde-salida-crisis/1996921.shtml>
- GARCÍA DEL BARRIO, A., (2018). Los diferentes tipos de Cash Flows. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) [online] accesible en: <https://www.ieb.es/tipos-cash-flow/> (consultado el 11 de enero de 2020).
- GARCÍA DE CASTRO, A. (2019). ¿Cómo aplica el Big Data el sector de la alimentación? PIPERLAB. [online], accesible en: <https://piperlab.es/2019/02/19/como-aplica-el-big-data-en-el-sector-de-la-alimentacion/> (consultado el 2 de febrero de 2020)
- GINÉ, M. y ANTÓN, M., El impacto del «big data», la IA y el «blockchain» en las finanzas. IESE Insight. [online], accesible en: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=2171&ar=5&idioma=1> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- GLOBAL LEGAL CHRONICLE. Ebro Foods' \$342 Million Acquisition of Tilda (2019) [online], accesible en: <https://www.globallegalchronicle.com/ebro-foods-342-million-acquisition-of-tilda/> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- INVERTIR EN BOLSA INFO (2019) [online] accesible en <https://www.invertiren bolsa.info/> (consultado el 16 de noviembre de 2019).
- INVESTING (2019) [online] accesible en <https://es.investing.com/> (consultado el 16 de noviembre de 2019).

- MATÉ, V. El éxito “emborracha” a Barón de Ley. EL PAÍS [online], Madrid (2001) accesible en https://elpais.com/diario/2001/12/09/negocio/1007906610_850215.html .(consultado el 14 de octubre de 2019).
- OSORIO, V. Deoleo refinancia su deuda y da entrada a los acreedores en el capital. EXPANSION [online], Madrid (2019), accesible en: <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/26/5d8cfde2468aeb082a8b45d9.html> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- PWC (2019). Los expertos prevén la desaceleración de la economía mundial en 2020 pero descartan una recesión, [online] accesible en: <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2019/expertos-preven-desaceleracion-economica-mundial-2020.html> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- RECIO, J., Bolsa: ¿cuáles son los sectores más defensivos? ECONOMÍA-FINANZAS [online], accesible en: <https://www.economiafinanzas.com/bolsa-cuales-los-sectores-mas-defensivos/> (consultado el 2 de febrero de 2019).
- REDAGRÍCOLA (2018). Blockchain en agricultura y la cadena de alimentos. [online], accesible en: <http://www.redagricola.com/cl/blockchain-agricultura-la-cadena-los-alimentos/> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- ROMERA, J. Deoleo entra en quiebra por segunda vez este año y CVC vuelve a salir al rescate. EL ECONOMISTA [online], Madrid (2019), accesible en: <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/10106974/09/19/Deoleo-entra-en-quiebra-por-segunda-vez-este-ano-y-CVC-vuelve-a-salir-al-rescate.html> (consultado el 14 de octubre de 2019).
- UPA (2020). Las 10 principales reivindicaciones de los agricultores y ganaderos al límite, [online] accesible en: <https://www.upa.es/upa/uControlador/index.php?nodo=1021&hn=3088> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- VALENCIA PLAZA. Deoleo sale de la causa de disolución tras reducir capital en 137 millones. [online], accesible en: <https://valenciaplaza.com/deoleosale-de-la-causa-de-disolucion-tras-reducir-capital-en-137-millones> (consultado el 2 de febrero de 2020).
- VILLAECIJA, R. Ebro Foods adquiere el 70% de Bertagni, la marca de pasta rellena más antigua de Italia. EL MUNDO [online], Madrid (2018), accesible en:

<https://www.elmundo.es/economia/empresas/2018/04/02/5ac1fc15ca4741e4188b45a3.html> (consultado el 14 de octubre de 2019)

- VISCOFAN (2019) [online] accesible en: <http://www.viscofan.com/es/> (consultado el 14 de octubre de 2019).

- WALLUESTREET (2019) [online] accesible en <http://www.walluestreet.com/> (consultado el 16 de noviembre de 2019).

INFORMES:

Histórico IBEX 35

<http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/InformesSB/compoIBEX.pdf> (consultado el 14 de octubre de 2019).

LEGISLACIÓN:

- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

- Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

ANEXO I

1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2019-2022)
Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

| | 2018 | Proyecciones de diciembre de 2019 | | | |
|---------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------------------|------|------|------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| PIB | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC) | 1,7 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,6 |
| Empleo (puestos de trabajo equivalente) | 2,5 | 2,0 | 1,3 | 1,4 | 1,2 |
| Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período | 14,4 | 14,3 | 13,6 | 13,0 | 12,5 |

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2019.
Fecha de cierre de las predicciones: 19 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de España

2. Peso del sector Alimentación, Bebidas y Tabaco

PESOS DEL SECTOR ALIMENTACIÓN, BEBIDAS Y TABACO¹, PORCENTAJE

| | Total economía | Total industria | Industria Manufacturera |
|-------------------|-------------------|--------------------|----------------------------|
| 2009 | 2,3 | 16,9 | 18,5 |
| 2010 | 2,4 | 17,2 | 19,1 |
| 2011 | 2,4 | 17,9 | 19,9 |
| 2012 | 2,5 | 18,5 | 20,7 |
| 2013 | 2,5 | 18,9 | 21,2 |
| 2014 | 2,5 | 19,2 | 21,5 |
| 2015 | 2,4 | 19,1 | 21,3 |
| 2016 | 2,5 | 19,1 | 21,2 |
| 2017 ¹ | 2,4 | 18,9 | 21,0 |
| 2018 ¹ | 2,4 | 18,8 | 20,9 |

Fuente: Informe FIAB 2018

3. Productividad real por puestos de trabajo equivalentes

PRODUCTIVIDAD REAL POR PUESTOS DE TRABAJO EQUIVALENTES. EUROS DE 2010 POR PUESTO DE TRABAJO

| | Total economía | Total industria | Manufacturera | Alimentos, bebidas y tabaco ¹ |
|-------------------|-------------------|-----------------|---------------|---------------------------------------------|
| 2009 | 53.093,7 | 64.029,2 | 56.288,2 | 59.935,8 |
| 2010 | 54.544,7 | 68.382,3 | 58.627,1 | 62.716,4 |
| 2011 | 55.765,8 | 70.674,2 | 60.130,7 | 57.815,0 |
| 2012 | 56.925,6 | 72.220,0 | 61.534,7 | 57.002,5 |
| 2013 | 58.061,9 | 72.689,0 | 64.481,5 | 54.761,6 |
| 2014 | 58.117,9 | 75.058,7 | 67.226,8 | 53.650,2 |
| 2015 | 57.992,0 | 75.122,6 | 67.982,8 | 53.832,8 |
| 2016 | 57.966,6 | 76.306,8 | 68.276,2 | 55.040,4 |
| 2017 ¹ | 58.018,1 | 76.998,7 | 68.633,6 | 57.494,4 |
| 2018 ¹ | 58.108,1 | 77.737,0 | 69.452,9 | 58.318,9 |

Fuente: Contabilidad Nacional y Contabilidad Trimestral. INE

Fuente: Informe FIAB 2018

4. Flujo de IDE en la Industria de Alimentos y Tabacos.

FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA BRUTA EXTRANJERA (IDE) DE EMPRESAS ESPAÑOLAS Y DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA INDUSTRIA DE ALIMENTOS Y TABACOS. MILLONES DE € Y PORCENTAJES

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2017(1) | 2018(1) |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Total economía | 20.176 | 31.169 | 33.464 | 18.131 | 25.973 | 31.823 | 31.853 | 38.634 | 37.931 | 17.188 | 14.860 |
| Total Industria (excl. Industria extractiva) | 2.183 | 2.367 | 3.686 | 2.701 | 4.712 | 2.223 | 2.457 | 6.322 | 18.335 | 1.654 | 1.824 |
| Industria de la alimentación y bebidas | 181 | 765 | 249 | 463 | 275 | 621 | 361 | 372 | 196 | 147 | 357 |

Fuente: Informe FIAB 2018

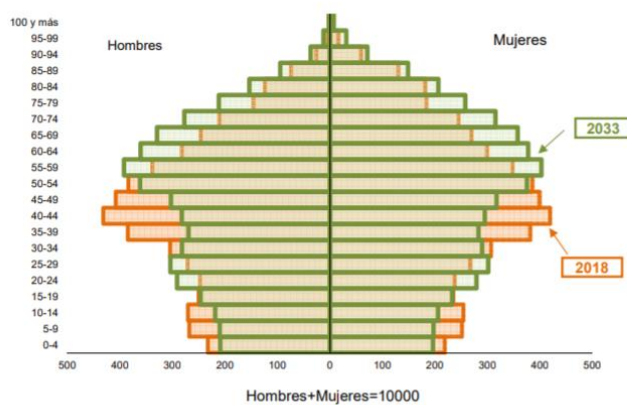
5. Evolución tipos de interés en la Zona Euro.



Fuente: Datos Macro Expansión

6. Pirámide Población España

Pirámides de población de España (años 2018 y 2033)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

7. Cuotas de mercado de los grupos de Distribución, 2015



Fuente: Expansión

ANEXO II. FÓRMULAS Y MARCO TEÓRICO

1. ANÁLISIS PATRIMONIAL

Relaciones Balance:

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

PyG Operativa:

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

2. ANÁLISIS FINANCIERO CORTO PLAZO

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

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

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

3. ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

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

4. ANÁLISIS RENTABILIDAD

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

5. ANÁLISIS BURSÁTIL

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

ANEXO III. MÉTODO DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES

1. Planteamiento:

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

Siendo:

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

2. Estimación FCF:

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

3. Cálculo Coste Medio Ponderado de Capital (WACC):

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

Siendo:

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

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

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

Siendo:

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

3.2 Cálculo del coste de la Deuda:

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

4. Cálculo Valor Residual:

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

Donde n es el último ejercicio estimado (2023) y g la tasa de crecimiento a perpetuidad.

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

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

ANEXO IV. ESTADOS FINANCIEROS.

1. BALANCE DE SITUACIÓN

Grupo «Barón de Ley» o «BDL»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 122.903 | 91.808 | 181.743 | 206.633 | 179.830 | 149.894 | 183.101 | 72.502 | 77.516 | 82.193 |
| Inmovilizado Intangible | 5 | 19 | 44 | 88 | 118 | 107 | 47 | 48 | 3.557 | 8.588 |
| Inmovilizado Material | 40.081 | 37.353 | 30.807 | 33.678 | 30.599 | 36.783 | 50.312 | 61.588 | 64.150 | 65.009 |
| Otros Activos | 82.817 | 54.436 | 150.892 | 172.867 | 149.113 | 113.004 | 132.742 | 10.866 | 9.809 | 8.596 |
| ACTIVO CORRIENTE | 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 |
| TOTAL ACTIVO | 332.598 | 323.961 | 324.641 | 317.525 | 335.312 | 373.002 | 333.610 | 285.099 | 249.214 | 251.113 |
| PATRIMONIO NETO | 264.546 | 249.794 | 248.471 | 227.437 | 205.487 | 204.615 | 192.207 | 175.292 | 173.662 | 177.063 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 2.735 | 3.868 | 3.737 | 14.499 | 15.997 | 15.699 | 16.334 | 5.982 | 6.915 | 6.027 |
| PASIVO CORRIENTE | 65.317 | 70.299 | 72.433 | 75.589 | 113.828 | 152.688 | 125.069 | 103.825 | 68.637 | 68.023 |
| TOTAL PASIVO | 68.052 | 74.167 | 76.170 | 90.088 | 129.825 | 168.387 | 141.403 | 109.807 | 75.552 | 74.050 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 332.598 | 323.961 | 324.641 | 317.525 | 335.312 | 373.002 | 333.610 | 285.099 | 249.214 | 251.113 |

| Significatividad | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 36,95% | 28,34% | 55,98% | 65,08% | 53,63% | 40,19% | 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 Tangible | 12,05% | 11,53% | 9,49% | 10,61% | 9,13% | 9,86% | 15,08% | 21,60% | 25,74% | 25,89% |
| Otros Activos | 24,90% | 16,80% | 46,48% | 54,44% | 44,47% | 30,30% | 39,79% | 3,81% | 3,94% | 3,42% |
| ACTIVO CORRIENTE | 63,05% | 71,66% | 44,02% | 34,92% | 46,37% | 59,81% | 45,12% | 74,57% | 68,90% | 67,27% |
| Existencias | 30,88% | 30,10% | 28,36% | 26,46% | 27,55% | 24,27% | 26,92% | 31,39% | 38,24% | 41,27% |
| Realizable | 31,60% | 31,13% | 12,11% | 8,19% | 17,31% | 31,38% | 16,46% | 40,32% | 25,10% | 18,42% |
| Disponibile | 0,58% | 10,44% | 3,55% | 0,27% | 1,51% | 4,16% | 1,74% | 2,85% | 5,55% | 7,58% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 79,54% | 77,11% | 76,54% | 71,63% | 61,28% | 54,86% | 57,61% | 61,48% | 69,68% | 70,51% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 0,82% | 1,19% | 1,15% | 4,57% | 4,77% | 4,21% | 4,90% | 2,10% | 2,77% | 2,40% |
| PASIVO CORRIENTE | 19,64% | 21,70% | 22,31% | 23,81% | 33,95% | 40,93% | 37,49% | 36,42% | 27,54% | 27,09% |
| TOTAL PASIVO | 20,46% | 22,89% | 23,46% | 28,37% | 38,72% | 45,14% | 42,39% | 38,52% | 30,32% | 29,49% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo «Bodegas Riojanas» o «RIO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 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 | 1.203 | 991 | 1.019 | 1.005 | 1.054 | 1.090 |
| Inmovilizado Material | 16.369 | 16.344 | 16.487 | 14.928 | 11.609 | 11.293 | 11.699 | 12.131 | 12.620 | 12.889 |
| Otros Activos | 1.430 | 1.004 | 290 | 306 | 464 | 224 | 157 | 241 | 229 | 184 |
| ACTIVO CORRIENTE | 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 |
| TOTAL ACTIVO | 51.679 | 53.721 | 58.143 | 56.698 | 53.751 | 52.387 | 53.015 | 52.867 | 53.677 | 52.273 |
| PATRIMONIO NETO | 19.866 | 21.250 | 23.773 | 25.554 | 25.106 | 24.876 | 24.819 | 24.691 | 24.669 | 24.508 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 13.764 | 16.010 | 17.350 | 14.209 | 7.079 | 7.392 | 8.114 | 7.772 | 8.086 | 6.434 |
| PASIVO CORRIENTE | 18.049 | 16.461 | 17.020 | 16.935 | 21.566 | 20.119 | 20.082 | 20.404 | 20.922 | 21.331 |
| TOTAL PASIVO | 31.813 | 32.471 | 34.370 | 31.144 | 28.645 | 27.511 | 28.196 | 28.176 | 29.008 | 27.765 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 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 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 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% | 2,24% | 1,89% | 1,92% | 1,90% | 1,96% | 2,09% |
| Inmovilizado Tangible | 31,67% | 30,42% | 28,36% | 26,33% | 21,60% | 21,56% | 22,07% | 22,95% | 23,51% | 24,66% |
| Otros Activos | 2,77% | 1,87% | 0,50% | 0,54% | 0,86% | 0,43% | 0,30% | 0,46% | 0,43% | 0,35% |
| ACTIVO CORRIENTE | 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% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 38,44% | 39,56% | 40,89% | 45,07% | 46,71% | 47,49% | 46,82% | 46,70% | 45,96% | 46,88% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 26,63% | 29,80% | 29,84% | 25,06% | 13,17% | 14,11% | 15,31% | 14,70% | 15,06% | 12,31% |
| PASIVO CORRIENTE | 34,93% | 30,64% | 29,27% | 29,87% | 40,12% | 38,40% | 37,88% | 38,59% | 38,98% | 40,81% |
| TOTAL PASIVO | 61,56% | 60,44% | 59,11% | 54,93% | 53,29% | 52,51% | 53,18% | 53,30% | 54,04% | 53,12% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo «DEOLEO» u «OLE»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 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 | 1.227.040 |
| Inmovilizado Material | 67.734 | 71.547 | 73.076 | 121.897 | 129.697 | 139.545 | 134.615 | 163.497 | 179.941 | 293.728 |
| Otros Activos | 53.806 | 63.063 | 61.789 | 67.643 | 63.073 | 142.865 | 145.080 | 220.265 | 223.156 | 216.395 |
| ACTIVO CORRIENTE | 224.757 | 233.997 | 223.032 | 317.027 | 368.140 | 477.274 | 456.764 | 497.596 | 744.104 | 577.704 |
| Existencias | 92.783 | 109.790 | 102.794 | 140.085 | 121.151 | 112.381 | 150.622 | 161.850 | 176.823 | 232.377 |
| Realizable | 84.027 | 107.376 | 96.832 | 134.902 | 167.136 | 186.367 | 178.026 | 217.519 | 423.752 | 329.198 |
| Disponible | 47.947 | 16.831 | 23.406 | 42.040 | 79.853 | 178.526 | 128.116 | 118.227 | 143.529 | 16.129 |
| TOTAL ACTIVO | 808.671 | 1.137.937 | 1.137.775 | 1.413.784 | 1.512.366 | 1.723.947 | 1.666.852 | 1.986.313 | 2.298.604 | 2.314.867 |
| PATRIMONIO NETO | 35.310 | 299.831 | 328.858 | 506.271 | 565.963 | 625.358 | 560.650 | 812.179 | 828.826 | 302.986 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 687.215 | 711.248 | 722.888 | 742.436 | 764.300 | 813.141 | 905.966 | 971.890 | 1.136.886 | 599.421 |
| PASIVO CORRIENTE | 86.146 | 126.858 | 86.029 | 165.077 | 182.103 | 285.448 | 200.236 | 202.244 | 329.892 | 1.412.460 |
| TOTAL PASIVO | 773.361 | 838.106 | 808.917 | 907.513 | 946.403 | 1.098.589 | 1.106.202 | 1.174.134 | 1.466.778 | 2.011.881 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 808.671 | 1.137.937 | 1.137.775 | 1.413.784 | 1.512.366 | 1.723.947 | 1.666.852 | 1.986.313 | 2.295.604 | 2.314.867 |

| Significatividad | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 72,21% | 79,44% | 80,40% | 77,58% | 75,66% | 72,32% | 72,60% | 74,95% | 67,63% | 75,04% |
| Inmovilizado Intangible | 57,18% | 67,61% | 68,54% | 64,17% | 62,91% | 55,93% | 55,82% | 55,63% | 50,09% | 53,01% |
| Inmovilizado Tangible | 8,38% | 6,29% | 6,42% | 8,62% | 8,58% | 8,09% | 8,08% | 8,23% | 7,83% | 12,69% |
| Otros Activos | 6,65% | 5,54% | 5,43% | 4,78% | 4,17% | 8,29% | 8,70% | 11,09% | 9,71% | 9,35% |
| ACTIVO CORRIENTE | 27,79% | 20,56% | 19,60% | 22,42% | 24,34% | 27,68% | 27,40% | 25,05% | 32,37% | 24,96% |
| Existencias | 11,47% | 9,65% | 9,03% | 9,91% | 8,01% | 6,52% | 9,04% | 8,15% | 7,69% | 10,04% |
| Realizable | 10,39% | 9,44% | 8,51% | 9,54% | 11,05% | 10,81% | 10,68% | 10,95% | 18,44% | 14,22% |
| Disponible | 5,93% | 1,48% | 2,06% | 2,97% | 5,28% | 10,36% | 7,69% | 5,95% | 6,24% | 0,70% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 4,37% | 26,35% | 28,90% | 35,81% | 37,42% | 36,27% | 33,64% | 40,89% | 36,10% | 13,09% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 84,98% | 62,50% | 63,54% | 52,51% | 50,54% | 47,17% | 54,35% | 48,93% | 49,52% | 25,89% |
| PASIVO CORRIENTE | 10,65% | 11,15% | 7,56% | 11,68% | 12,04% | 16,56% | 12,01% | 10,18% | 14,37% | 61,02% |
| TOTAL PASIVO | 95,63% | 73,65% | 71,10% | 64,19% | 62,58% | 63,73% | 66,36% | 59,11% | 63,90% | 86,91% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo «EBRO FOODS» o «EBRO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 2.591.318 | 2.369.853 | 2.410.432 | 2.311.875 | 2.133.776 | 1.931.567 | 1.841.658 | 1.858.928 | 1.720.693 | 1.771.185 |
| Inmovilizado Intangible | 1.593.207 | 1.463.691 | 1.492.643 | 1.457.108 | 1.366.570 | 1.222.261 | 1.197.200 | 1.208.997 | 1.060.672 | 1.097.208 |
| Inmovilizado Material | 880.889 | 787.398 | 763.334 | 718.157 | 643.603 | 545.712 | 528.682 | 539.682 | 480.846 | 576.881 |
| Otros Activos | 117.222 | 118.764 | 154.455 | 136.610 | 123.603 | 163.594 | 115.776 | 110.249 | 179.175 | 97.096 |
| ACTIVO CORRIENTE | 1.241.107 | 1.293.280 | 1.235.046 | 1.091.801 | 1.028.292 | 841.113 | 890.154 | 851.680 | 1.164.337 | 913.280 |
| Existencias | 594.804 | 558.990 | 488.821 | 438.579 | 428.107 | 384.947 | 347.307 | 362.560 | 260.438 | 277.528 |
| Realizable | 474.853 | 464.879 | 454.885 | 441.584 | 407.906 | 361.852 | 369.107 | 391.250 | 348.192 | 435.822 |
| Disponible | 171.450 | 269.411 | 291.340 | 211.638 | 192.279 | 94.314 | 173.740 | 97.870 | 555.707 | 199.930 |
| TOTAL ACTIVO | 3.832.425 | 3.663.133 | 3.645.478 | 3.403.676 | 3.162.068 | 2.772.680 | 2.731.812 | 2.710.608 | 2.885.030 | 2.684.465 |
| PATRIMONIO NETO | 2.190.202 | 2.121.925 | 2.106.401 | 1.992.916 | 1.873.805 | 1.728.263 | 1.693.237 | 1.588.460 | 1.607.446 | 1.298.160 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 840.003 | 769.776 | 874.401 | 784.553 | 572.044 | 512.031 | 482.294 | 576.667 | 673.539 | 795.950 |
| PASIVO CORRIENTE | 802.220 | 771.432 | 664.676 | 626.207 | 716.219 | 532.386 | 556.281 | 545.481 | 604.045 | 590.355 |
| TOTAL PASIVO | 1.642.223 | 1.541.208 | 1.539.077 | 1.410.760 | 1.288.263 | 1.044.417 | 1.038.575 | 1.122.148 | 1.277.584 | 1.386.305 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 3.832.425 | 3.663.133 | 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 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 67,62% | 64,69% | 66,12% | 67,92% | 67,48% | 69,66% | 67,42% | 68,58% | 59,64% | 65,98% |
| Inmovilizado Intangible | 41,57% | 39,96% | 40,95% | 42,81% | 43,22% | 44,08% | 43,82% | 44,60% | 36,76% | 40,87% |
| Inmovilizado Tangible | 22,99% | 21,50% | 20,94% | 21,10% | 20,35% | 19,68% | 19,35% | 19,91% | 16,67% | 21,49% |
| Otros Activos | 3,06% | 3,24% | 4,24% | 4,01% | 3,91% | 5,90% | 4,24% | 4,07% | 6,21% | 3,62% |
| ACTIVO CORRIENTE | 32,38% | 35,31% | 33,88% | 32,08% | 32,52% | 30,34% | 32,58% | 31,42% | 40,36% | 34,02% |
| Existencias | 15,52% | 15,26% | 13,41% | 12,89% | 13,54% | 13,88% | 12,71% | 13,38% | 9,03% | 10,34% |
| Realizable | 12,39% | 12,69% | 12,48% | 12,97% | 12,90% | 13,05% | 13,51% | 14,43% | 12,07% | 16,23% |
| Disponible | 4,47% | 7,35% | 7,99% | 6,22% | 6,08% | 3,40% | 6,36% | 3,61% | 19,26% | 7,45% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 57,15% | 57,93% | 57,78% | 58,55% | 59,26% | 62,33% | 61,98% | 58,60% | 55,72% | 48,36% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 21,92% | 21,01% | 23,99% | 23,05% | 18,09% | 18,47% | 17,65% | 21,27% | 23,35% | 29,65% |
| PASIVO CORRIENTE | 20,93% | 21,06% | 18,23% | 18,40% | 22,65% | 19,20% | 20,36% | 20,12% | 20,94% | 21,99% |
| TOTAL PASIVO | 42,85% | 42,07% | 42,22% | 41,45% | 40,74% | 37,67% | 38,02% | 41,40% | 44,28% | 51,64% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Grupo «Viscofan» o «VIS»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 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 | 479.479 | 469.799 | 431.910 | 382.025 | 380.963 | 380.607 | 344.536 | 322.293 | 300.301 | 289.105 |
| Otros Activos | 25.161 | 26.621 | 29.122 | 15.829 | 18.665 | 15.334 | 12.383 | 11.993 | 17.202 | 9.891 |
| ACTIVO CORRIENTE | 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 |
| TOTAL ACTIVO | 1.033.742 | 960.804 | 930.994 | 831.921 | 876.899 | 790.675 | 777.569 | 697.296 | 689.171 | 615.989 |
| PATRIMONIO NETO | 757.626 | 727.681 | 708.081 | 633.199 | 575.867 | 521.617 | 498.569 | 449.436 | 406.369 | 345.207 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 102.422 | 119.567 | 103.996 | 82.539 | 99.866 | 94.830 | 83.377 | 83.656 | 101.271 | 116.711 |
| PASIVO CORRIENTE | 173.694 | 113.556 | 118.917 | 116.183 | 166.352 | 174.228 | 195.623 | 164.204 | 181.531 | 154.071 |
| TOTAL PASIVO | 276.116 | 233.123 | 222.913 | 198.722 | 266.218 | 269.058 | 279.000 | 247.860 | 282.802 | 270.782 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 1.033.742 | 960.804 | 930.994 | 831.921 | 842.085 | 790.675 | 777.569 | 697.296 | 689.171 | 615.989 |

| Significatividad | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 51,03% | 53,68% | 51,28% | 50,03% | 47,12% | 52,10% | 48,00% | 50,46% | 48,53% | 50,87% |
| Inmovilizado Intangible | 2,22% | 2,01% | 1,76% | 2,20% | 1,55% | 2,03% | 2,10% | 2,52% | 2,45% | 2,33% |
| Inmovilizado Tangible | 46,38% | 48,90% | 46,39% | 45,92% | 43,44% | 48,14% | 44,31% | 46,22% | 43,57% | 46,93% |
| Otros Activos | 2,43% | 2,77% | 3,13% | 1,90% | 2,13% | 1,94% | 1,59% | 1,72% | 2,50% | 1,61% |
| ACTIVO CORRIENTE | 48,97% | 46,32% | 48,72% | 49,97% | 52,88% | 47,90% | 52,00% | 49,54% | 51,47% | 49,13% |
| Existencias | 27,51% | 24,83% | 24,66% | 25,08% | 21,56% | 25,67% | 25,44% | 25,11% | 23,11% | 24,36% |
| Realizable | 18,46% | 18,57% | 19,22% | 19,55% | 28,40% | 20,11% | 20,78% | 22,32% | 20,05% | 20,59% |
| Disponible | 3,00% | 2,93% | 4,84% | 5,34% | 2,92% | 2,12% | 5,77% | 2,12% | 8,31% | 4,18% |
| TOTAL ACTIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| PATRIMONIO NETO | 73,29% | 75,74% | 76,06% | 76,11% | 68,39% | 65,97% | 64,12% | 64,45% | 58,96% | 56,04% |
| PASIVO NO CORRIENTE | 9,91% | 12,44% | 11,17% | 9,92% | 11,86% | 11,99% | 10,72% | 12,00% | 14,69% | 18,95% |
| PASIVO CORRIENTE | 16,80% | 11,82% | 12,77% | 13,97% | 19,75% | 22,04% | 25,16% | 23,55% | 26,34% | 25,01% |
| TOTAL PASIVO | 26,71% | 24,26% | 23,94% | 23,89% | 31,61% | 34,03% | 35,88% | 35,55% | 41,04% | 43,96% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Grupo «Barón de Ley» o «BDL»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 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 productos terminados/en curso | 1.595 | 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 | - 18.638 | - 16.124 | - 17.048 | - 16.390 | - 11.233 | - 12.875 | - 11.304 | - 11.624 | - 11.402 | - 9.743 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 31.554 | 31.253 | 30.914 | 25.596 | 31.117 | 30.145 | 34.300 | 31.535 | 33.090 | 29.477 |
| Amortizaciones | - 7.103 | - 6.296 | - 7.159 | - 7.214 | - 9.791 | - 9.676 | - 8.915 | - 6.634 | - 7.221 | - 7.632 |
| Deterioros | - | - | - | - 162 | - 11.233 | - 5.786 | - 4.761 | - 3.482 | - 5.034 | - 2.634 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 24.451 | 24.957 | 23.755 | 18.220 | 10.093 | 14.683 | 20.624 | 21.419 | 20.835 | 19.211 |
| Ingresos Financieros | 5.328 | - 1.813 | 14.850 | 13.374 | 14.670 | 9.935 | 2.846 | 1.801 | 1.312 | 442 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 29.779 | 23.144 | 38.605 | 31.594 | 24.763 | 24.618 | 23.470 | 23.220 | 22.147 | 19.653 |
| Gastos Financieros | - 135 | - 100 | - 148 | - 435 | - 1.636 | - 2.245 | - 1.548 | - 4.508 | - 859 | - 777 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 29.644 | 23.044 | 38.457 | 31.159 | 23.127 | 22.373 | 21.922 | 18.712 | 21.288 | 18.876 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | - 6.927 | - 4.535 | - 9.913 | - 7.694 | - 5.967 | - 3.839 | - 3.575 | - 8.627 | - 3.646 | - 3.432 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 22.717 | 18.509 | 28.544 | 23.465 | 17.160 | 18.534 | 18.347 | 10.085 | 17.642 | 15.444 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 22.717 | 18.509 | 28.544 | 23.465 | 17.160 | 18.534 | 18.347 | 10.085 | 17.642 | 15.444 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 22.717 | 18.509 | 28.544 | 23.465 | 17.160 | 18.534 | 18.347 | 10.085 | 17.642 | 15.444 |

| | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Significatividad sobre INCN | | | | | | | | | | |
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 0,99% | 1,02% | 1,06% | 1,20% | 1,21% | 1,13% | 1,35% | 1,32% | 1,40% | 2,36% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 1,64% | 3,00% | 2,67% | - 2,41% | - 1,13% | 0,12% | - 1,82% | - 0,60% | - 1,84% | - 2,28% |
| Aprovisionamientos | - 41,54% | - 44,87% | - 44,26% | - 43,99% | - 41,11% | - 38,27% | - 32,12% | - 37,16% | - 37,22% | - 41,95% |
| Gastos de personal | - 9,41% | - 9,35% | - 9,20% | - 9,49% | - 10,28% | - 10,85% | - 10,87% | - 11,27% | - 10,52% | - 11,44% |
| Otros gastos de explotación | - 19,19% | - 16,95% | - 17,87% | - 17,69% | - 12,92% | - 15,60% | - 14,01% | - 14,08% | - 13,28% | - 11,60% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 32,49% | 32,85% | 32,41% | 27,63% | 35,78% | 36,54% | 42,52% | 38,20% | 38,54% | 35,09% |
| Amortizaciones | - 7,31% | - 6,62% | - 7,50% | - 7,79% | - 11,26% | - 11,73% | - 11,05% | - 8,04% | - 8,41% | - 9,09% |
| Deterioros | 0,00% | 0,00% | 0,00% | - 0,17% | - 12,92% | - 7,01% | - 5,90% | - 4,22% | - 5,86% | - 3,14% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 25,18% | 26,23% | 24,90% | 19,67% | 11,61% | 17,80% | 25,57% | 25,95% | 24,27% | 22,87% |
| Ingresos Financieros | 5,49% | - 1,91% | 15,57% | 14,43% | 16,87% | 12,04% | 3,53% | 2,18% | 1,53% | 0,53% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 30,66% | 24,33% | 40,47% | 34,10% | 28,47% | 29,84% | 29,10% | 28,13% | 25,79% | 23,40% |
| Gastos Financieros | - 0,14% | - 0,11% | - 0,16% | - 0,47% | - 1,88% | - 2,72% | - 1,92% | - 5,46% | - 1,00% | - 0,93% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 30,52% | 24,22% | 40,31% | 33,63% | 26,59% | 27,12% | 27,18% | 22,67% | 24,79% | 22,47% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | - 7,13% | - 4,77% | - 10,39% | - 8,30% | - 6,86% | - 4,65% | - 4,43% | - 10,45% | - 4,25% | - 4,09% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 23,39% | 19,46% | 29,92% | 25,33% | 19,73% | 22,46% | 22,74% | 12,22% | 20,55% | 18,39% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 23,39% | 19,46% | 29,92% | 25,33% | 19,73% | 22,46% | 22,74% | 12,22% | 20,55% | 18,39% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 23,39% | 19,46% | 29,92% | 25,33% | 19,73% | 22,46% | 22,74% | 12,22% | 20,55% | 18,39% |

Grupo «Bodegas Riojanas» o «RIO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 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 |
| Otros ingresos de explotación | 470 | 586 | 461 | 647 | 698 | 484 | 552 | 544 | 458 | 189 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 1.262 | - 2.148 | 1.832 | 912 | 818 | - 184 | - 889 | - 973 | - 234 | 323 |
| Aprovisionamientos | - 10.528 | - 8.194 | - 8.602 | - 7.564 | - 7.180 | - 5.987 | - 5.401 | - 5.673 | - 6.126 | - 5.140 |
| Gastos de personal | - 4.078 | - 4.003 | - 3.922 | - 3.597 | - 3.500 | - 3.286 | - 3.244 | - 3.040 | - 3.131 | - 2.975 |
| Otros gastos de explotación | - 5.658 | - 5.515 | - 5.171 | - 4.881 | - 4.670 | - 4.745 | - 4.499 | - 3.819 | - 3.408 | - 2.998 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 680 | 2.562 | 3.155 | 3.054 | 3.202 | 3.222 | 3.258 | 3.144 | 2.856 | 2.916 |
| Amortizaciones | - 1.349 | - 1.354 | - 1.306 | - 1.200 | - 1.161 | - 1.196 | - 1.223 | - 1.204 | - 1.259 | - 1.314 |
| Deterioros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | - 669 | 1.208 | 1.849 | 1.854 | 2.041 | 2.026 | 2.035 | 1.940 | 1.597 | 1.602 |
| Ingresos Financieros | 7 | 6 | 10 | 11 | 18 | 27 | - | - | - | - |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | - 662 | 1.214 | 1.859 | 1.865 | 2.059 | 2.053 | 2.035 | 1.940 | 1.597 | 1.602 |
| Gastos Financieros | - 416 | - 469 | - 535 | - 662 | - 949 | - 1.026 | - 1.058 | - 1.015 | - 690 | - 771 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | - 1.078 | 745 | 1.324 | 1.203 | 1.110 | 1.027 | 977 | 925 | 907 | 831 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 445 | - 107 | - 284 | - 215 | - 218 | - 196 | - 233 | - 195 | - 208 | - 172 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 | 730 | 699 | 659 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 | 730 | 699 | 659 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | - 633 | 638 | 1.040 | 988 | 892 | 831 | 744 | 730 | 699 | 659 |
| intereses minoritarios | 2 | 8 | 6 | - | - | - | - | - | - | - |

| Significatividad sobre INCN | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 2,45% | 2,68% | 2,48% | 3,69% | 4,10% | 2,86% | 3,30% | 3,38% | 2,99% | 1,40% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 6,57% | -9,84% | 9,87% | 5,20% | 4,80% | -1,09% | -5,31% | -6,04% | -1,53% | 2,39% |
| Aprovisionamientos | -54,80% | -37,53% | -46,35% | -43,13% | -42,15% | -35,34% | -32,27% | -35,23% | -40,05% | -38,03% |
| Gastos de personal | -21,23% | -18,33% | -21,13% | -20,51% | -20,54% | -19,40% | -19,38% | -18,88% | -20,47% | -22,01% |
| Otros gastos de explotación | -29,45% | -25,26% | -27,87% | -27,83% | -27,41% | -28,01% | -26,88% | -23,71% | -22,28% | -22,18% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 3,54% | 11,73% | 17,00% | 17,41% | 18,80% | 19,02% | 19,46% | 19,52% | 18,67% | 21,57% |
| Amortizaciones | -7,02% | -6,20% | -7,04% | -6,84% | -6,81% | -7,06% | -7,31% | -7,48% | -8,23% | -9,72% |
| Deterioros | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | -3,48% | 5,53% | 9,96% | 10,57% | 11,98% | 11,96% | 12,16% | 12,05% | 10,44% | 11,85% |
| Ingresos Financieros | 0,04% | 0,03% | 0,05% | 0,06% | 0,11% | 0,16% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | -3,45% | 5,56% | 10,02% | 10,63% | 12,09% | 12,12% | 12,16% | 12,05% | 10,44% | 11,85% |
| Gastos Financieros | -2,17% | -2,15% | -2,88% | -3,77% | -5,57% | -6,06% | -6,32% | -6,30% | -4,51% | -5,70% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | -5,61% | 3,41% | 7,13% | 6,86% | 6,52% | 6,06% | 5,84% | 5,74% | 5,93% | 6,15% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 2,32% | -0,49% | -1,53% | -1,23% | -1,28% | -1,39% | -1,39% | -1,21% | -1,36% | -1,27% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% | 4,53% | 4,57% | 4,88% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% | 4,53% | 4,57% | 4,88% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | -3,29% | 2,92% | 5,60% | 5,63% | 5,24% | 4,91% | 4,44% | 4,53% | 4,57% | 4,88% |

Grupo «DEOLEO» u «OLE»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 605.557 | 692.332 | 695.213 | 817.284 | 773.242 | 812.989 | 828.868 | 960.806 | 1.033.557 | 1.100.280 |
| Otros ingresos de explotación | 9.268 | 9.594 | 7.861 | 5.203 | 3.780 | 10.851 | 11.779 | 22.981 | 15.035 | 16.811 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | - 15.993 | 5.272 | - 18.398 | 16.900 | - 510 | - 35.804 | 15.681 | - 36.812 | - 17.029 | - 20.515 |
| Aprovisionamientos | - 447.501 | - 544.649 | - 500.392 | - 651.446 | - 551.009 | - 560.313 | - 600.380 | - 671.286 | - 754.154 | - 809.970 |
| Gastos de personal | - 44.078 | - 47.606 | - 58.196 | - 50.699 | - 47.481 | - 48.202 | - 62.637 | - 60.601 | - 85.041 | - 74.225 |
| Otros gastos de explotación | - 92.005 | - 93.480 | - 113.060 | - 116.471 | - 106.255 | - 100.440 | - 124.550 | - 128.284 | - 164.783 | - 254.409 |
| Resultados de inmovilizado | 216 | 3.498 | - 2.718 | 293 | - 576 | - 41 | - 28 | - 4.073 | 1.368 | 429 |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 15.464 | 24.961 | 10.310 | 21.064 | 71.191 | 79.040 | 68.733 | 82.731 | 28.953 | - 41.599 |
| Amortizaciones | - 17.475 | - 17.988 | - 20.236 | - 21.036 | - 18.304 | - 18.106 | - 19.606 | - 20.306 | - 24.197 | - 22.675 |
| Deterioros | - 297.284 | - 7.658 | - 154.869 | - 34.877 | - 9.592 | - 881 | - 183.287 | - 40.260 | - 34.051 | - 49.897 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | - 299.295 | - 685 | - 164.795 | - 34.849 | 43.295 | 60.053 | - 134.160 | 22.165 | - 29.295 | - 114.171 |
| Ingresos Financieros | 9.734 | 14.063 | 12.437 | 16.927 | 15.784 | 13.768 | 8.718 | 2.444 | 54.978 | 15.479 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | - 289.561 | 13.378 | - 152.358 | - 17.922 | 59.079 | 73.821 | - 125.442 | 24.609 | 25.683 | - 98.692 |
| Gastos Financieros | - 42.197 | - 39.490 | - 46.848 | - 51.854 | - 63.375 | - 37.472 | - 37.694 | - 33.667 | - 85.313 | - 143.241 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | - 331.758 | - 26.112 | - 199.206 | - 69.776 | - 4.296 | 36.349 | - 163.136 | - 9.058 | - 59.630 | - 241.933 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 40.693 | 7.756 | 19.842 | 8.455 | 66.784 | - 16.438 | - 82.429 | - 10.081 | 2.762 | 58.689 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | - 291.065 | - 18.356 | - 179.364 | - 61.321 | - 71.080 | - 19.911 | - 245.565 | - 19.139 | - 56.868 | - 183.244 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | - 291.065 | - 18.356 | - 179.364 | - 61.321 | - 71.080 | - 19.911 | - 245.565 | - 19.139 | - 56.868 | - 183.244 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - | - | - | 20.218 | 7.199 | 4.844 |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | - 291.065 | - 18.356 | - 179.364 | - 61.321 | - 71.080 | - 19.911 | - 245.565 | 1.079 | - 49.669 | - 178.400 |
| Intereses minoritarios | - | - | 296 | 48 | 27 | 30 | 2 | 14 | 565 | 960 |

| Significatividad sobre INCN | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 1,53% | 1,39% | 1,13% | 0,64% | 0,49% | 1,33% | 1,42% | 2,39% | 1,45% | 1,53% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | -2,64% | 0,76% | -2,65% | 2,07% | -0,07% | -4,40% | 1,89% | -3,83% | -1,65% | -1,86% |
| Aprovisionamientos | -73,90% | -78,67% | -71,98% | -79,71% | -71,26% | -68,92% | -72,43% | -69,87% | -72,97% | -73,61% |
| Gastos de personal | -7,28% | -6,88% | -8,37% | -6,20% | -6,14% | -5,93% | -7,56% | -6,31% | -8,23% | -6,75% |
| Otros gastos de explotación | -15,19% | -13,50% | -16,26% | -14,25% | -13,74% | -12,35% | -15,03% | -13,35% | -15,94% | -23,12% |
| Resultados de inmovilizado | 0,04% | 0,51% | -0,39% | 0,04% | -0,07% | -0,01% | 0,00% | -0,42% | 0,13% | 0,04% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 2,55% | 3,61% | 1,48% | 2,58% | 9,21% | 9,72% | 8,29% | 8,61% | 2,80% | -3,78% |
| Amortizaciones | -2,89% | -2,60% | -2,91% | -2,57% | -2,37% | -2,23% | -2,37% | -2,11% | -2,34% | -2,06% |
| Deterioros | -49,09% | -1,11% | -22,28% | -4,27% | -1,24% | -0,11% | -22,11% | -4,19% | -3,29% | -4,53% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | -49,42% | -0,10% | -23,70% | -4,26% | 5,60% | 7,39% | -16,19% | 2,31% | -2,83% | -10,38% |
| Ingresos Financieros | 1,61% | 2,03% | 1,79% | 2,07% | 2,04% | 1,69% | 1,05% | 0,25% | 5,32% | 1,41% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | -47,82% | 1,93% | -21,92% | -2,19% | 7,64% | 9,08% | -15,13% | 2,56% | 2,48% | -8,97% |
| Gastos Financieros | -6,97% | -5,70% | -6,74% | -6,34% | -8,20% | -4,61% | -4,55% | -3,50% | -8,25% | -13,02% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | -54,79% | -3,77% | -28,65% | -8,54% | -0,56% | 4,47% | -19,68% | -0,94% | -5,77% | -21,99% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | 6,72% | 1,12% | 2,85% | 1,03% | -8,64% | -2,02% | -9,94% | -1,05% | 0,27% | 5,33% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% | -1,99% | -5,50% | -16,65% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% | -1,99% | -5,50% | -16,65% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 2,10% | 0,70% | 0,44% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | -48,07% | -2,65% | -25,80% | -7,50% | -9,19% | 2,45% | -29,63% | 0,11% | -4,81% | -16,21% |

Grupo «EBRO FOODS» o «EBRO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 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 | 2.041.266 | 1.804.111 | 1.702.023 | 1.765.397 |
| Otros ingresos de explotación | 13.083 | 10.599 | 22.170 | 12.797 | 21.156 | 14.859 | 37.314 | 33.184 | 19.764 | 29.000 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 18.978 | 23.878 | 16.231 | 12.419 | 949 | 6.042 | - 6.226 | 23.375 | - 4.902 | - 31.565 |
| Aprovisionamientos | - 1.462.269 | - 1.331.011 | - 1.314.475 | - 1.391.646 | - 1.189.285 | - 1.084.446 | - 1.121.487 | - 985.611 | - 831.438 | - 909.278 |
| Gastos de personal | - 360.496 | - 338.975 | - 331.443 | - 306.304 | - 261.710 | - 239.623 | - 248.193 | - 234.971 | - 243.843 | - 225.600 |
| Otros gastos de explotación | - 553.598 | - 529.353 | - 520.160 | - 484.188 | - 416.521 | - 382.439 | - 397.785 | - 362.435 | - 386.259 | - 374.713 |
| Resultados de inmovilizado | 4.719 | 8.658 | 9.872 | 5.794 | 2.075 | - 2.097 | 31.601 | - 9.495 | 4.321 | - 25.042 |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 306.940 | 350.765 | 341.441 | 310.787 | 277.386 | 268.943 | 336.490 | 268.158 | 259.666 | 228.199 |
| Amortizaciones | - 88.812 | - 79.686 | - 76.833 | - 68.410 | - 60.009 | - 56.036 | - 57.281 | - 49.084 | - 58.629 | - 53.158 |
| Deterioros | - 1.429 | - 181 | - 183 | - 4.213 | - 11.325 | - 177 | - 178 | - 176 | - 177 | - 28.138 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 216.699 | 270.898 | 264.425 | 238.164 | 206.052 | 212.730 | 279.031 | 218.898 | 200.860 | 146.903 |
| Ingresos Financieros | 27.879 | 39.795 | 31.788 | 34.741 | 34.455 | 17.563 | 14.593 | 27.837 | 23.630 | 22.187 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 244.578 | 310.693 | 296.213 | 272.905 | 240.507 | 230.293 | 293.624 | 246.735 | 224.490 | 169.090 |
| Gastos Financieros | - 31.628 | - 46.562 | - 36.803 | - 43.183 | - 24.758 | - 19.647 | - 45.723 | - 24.342 | - 31.128 | - 44.654 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 212.950 | 264.131 | 259.410 | 229.722 | 215.749 | 210.646 | 247.901 | 222.393 | 193.362 | 124.436 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | - 63.639 | - 34.157 | - 83.591 | - 79.034 | - 64.407 | - 69.157 | - 89.450 | - 70.750 | - 63.945 | - 31.156 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 151.342 | 141.489 | 158.451 | 151.643 | 129.417 | 93.280 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 151.342 | 141.489 | 158.451 | 151.643 | 129.417 | 93.280 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | - | - 2.223 | - 7.507 | - | - | - 259.525 | - 79.543 |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 149.311 | 229.974 | 175.819 | 150.688 | 149.119 | 133.982 | 158.451 | 151.643 | 388.942 | 172.823 |
| intereses minoritarios | 7.722 | 9.374 | 6.095 | 5.842 | 3.106 | 1.223 | - 141 | 101 | 145 | - 3.716 |

| Significatividad sobre INCN | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 0,49% | 0,42% | 0,90% | 0,52% | 1,00% | 0,76% | 1,83% | 1,84% | 1,16% | 1,64% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 0,72% | 0,95% | 0,66% | 0,50% | 0,04% | 0,31% | -0,31% | 1,30% | -0,29% | -1,79% |
| Aprovisionamientos | -55,25% | -53,09% | -53,45% | -56,53% | -56,08% | -55,42% | -54,94% | -54,63% | -48,85% | -51,51% |
| Gastos de personal | -13,62% | -13,52% | -13,48% | -12,44% | -12,34% | -12,25% | -12,16% | -13,02% | -14,33% | -12,78% |
| Otros gastos de explotación | -20,92% | -21,12% | -21,15% | -19,67% | -19,64% | -19,55% | -19,49% | -20,09% | -22,69% | -21,23% |
| Resultados de inmovilizado | 0,18% | 0,35% | 0,40% | 0,24% | 0,10% | -0,11% | 1,55% | -0,53% | 0,25% | -1,42% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 11,60% | 13,99% | 13,88% | 12,62% | 13,08% | 13,75% | 16,48% | 14,86% | 15,26% | 12,93% |
| Amortizaciones | -3,36% | -3,18% | -3,12% | -2,78% | -2,83% | -2,86% | -2,81% | -2,72% | -3,44% | -3,01% |
| Deterioros | -0,05% | -0,01% | -0,01% | -0,17% | -0,53% | -0,01% | -0,01% | -0,01% | -0,01% | -1,59% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 8,19% | 10,81% | 10,75% | 9,67% | 9,72% | 10,87% | 13,67% | 12,13% | 11,80% | 8,32% |
| Ingresos Financieros | 1,05% | 1,59% | 1,29% | 1,41% | 1,62% | 0,90% | 0,71% | 1,54% | 1,39% | 1,26% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 9,24% | 12,39% | 12,04% | 11,09% | 11,34% | 11,77% | 14,38% | 13,68% | 13,19% | 9,58% |
| Gastos Financieros | -1,20% | -1,86% | -1,50% | -1,75% | -1,17% | -1,00% | -2,24% | -1,35% | -1,83% | -2,53% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 8,05% | 10,54% | 10,55% | 9,33% | 10,17% | 10,77% | 12,14% | 12,33% | 11,36% | 7,05% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -2,40% | -1,36% | -3,40% | -3,21% | -3,04% | -3,53% | -4,38% | -3,92% | -3,76% | -1,76% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,14% | 7,23% | 7,76% | 8,41% | 7,60% | 5,28% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,14% | 7,23% | 7,76% | 8,41% | 7,60% | 5,28% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,10% | -0,38% | 0,00% | 0,00% | 15,25% | 4,51% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 5,64% | 9,17% | 7,15% | 6,12% | 7,03% | 6,85% | 7,76% | 8,41% | 22,85% | 9,79% |

Grupo «Viscofan» o «VIS»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 786.049 | 778.136 | 730.833 | 740.770 | 687.063 | 660.201 | 752.784 | 666.812 | 633.726 | 583.414 |
| Otros ingresos de explotación | 28.922 | 17.297 | 18.256 | 7.551 | 5.078 | 6.903 | 5.977 | 10.692 | 9.851 | 8.009 |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 25.097 | 18.809 | 2.387 | 23.531 | 10.273 | 7.985 | 29.502 | 4.093 | - 8.298 | 12.702 |
| Aprovisionamientos | - 252.646 | - 229.549 | - 205.307 | - 226.980 | - 201.021 | - 204.784 | - 272.943 | - 213.734 | - 161.201 | - 176.631 |
| Gastos de personal | - 189.135 | - 184.280 | - 168.576 | - 158.545 | - 147.031 | - 142.782 | - 150.319 | - 137.635 | - 136.213 | - 134.047 |
| Otros gastos de explotación | - 189.208 | - 189.889 | - 173.412 | - 172.362 | - 168.570 | - 156.727 | - 179.578 | - 168.045 | - 183.701 | - 163.825 |
| Resultados de inmovilizado | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 209.079 | 210.524 | 204.181 | 213.965 | 185.792 | 170.796 | 185.423 | 162.183 | 154.164 | 129.622 |
| Amortizaciones | - 62.438 | - 56.382 | - 49.699 | - 53.049 | - 49.163 | - 45.142 | - 45.010 | - 42.050 | - 43.757 | - 37.735 |
| Deterioros | - 320 | - 711 | - 116 | - 122 | - 369 | - 159 | - 390 | - 41 | - 22 | - 621 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 146.321 | 154.853 | 154.366 | 160.794 | 136.260 | 125.495 | 140.023 | 120.092 | 110.385 | 91.266 |
| Ingresos Financieros | 309 | 279 | 431 | 694 | 322 | 443 | 691 | 4.635 | 15.448 | 15.593 |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 146.630 | 155.132 | 154.797 | 161.488 | 136.582 | 125.938 | 140.714 | 124.727 | 125.833 | 106.859 |
| Gastos Financieros | 669 | - 9.775 | 458 | - 9.981 | - 2.341 | - 3.529 | - 7.719 | 3.157 | - 20.120 | - 20.897 |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 147.299 | 145.357 | 155.255 | 151.507 | 134.241 | 122.409 | 132.995 | 127.884 | 105.713 | 85.962 |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | - 23.588 | - 23.338 | - 30.244 | - 31.883 | - 30.612 | - 25.563 | - 27.932 | - 26.639 | - 24.367 | - 21.703 |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 119.624 | 103.629 | 96.846 | 105.063 | 101.245 | 81.346 | 64.259 |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 119.624 | 103.629 | 96.846 | 105.063 | 101.245 | 81.346 | 64.259 |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | - | - | - | 411 | 2.823 | 4.674 | - | - | - | - |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 123.711 | 122.019 | 125.011 | 120.035 | 106.452 | 101.520 | 105.063 | 101.245 | 81.346 | 64.259 |
| intereses minoritarios | - 122 | - 82 | - 73 | 13 | - | - | - | - | - | - |

| Significatividad sobre INCN | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Otros ingresos de explotación | 3,68% | 2,22% | 2,50% | 1,02% | 0,74% | 1,05% | 0,79% | 1,60% | 1,55% | 1,37% |
| Variación de existencias productos terminados/en curso | 3,19% | 2,42% | 0,33% | 3,18% | 1,50% | 1,21% | 3,92% | 0,61% | -1,31% | 2,18% |
| Aprovisionamientos | -32,14% | -29,50% | -28,09% | -30,64% | -29,26% | -31,02% | -36,26% | -32,05% | -25,44% | -30,28% |
| Gastos de personal | -24,06% | -23,68% | -23,07% | -21,40% | -21,40% | -21,63% | -19,97% | -20,64% | -21,49% | -22,98% |
| Otros gastos de explotación | -24,07% | -24,40% | -23,73% | -23,27% | -24,53% | -23,74% | -23,86% | -25,20% | -28,99% | -28,08% |
| Resultados de inmovilizado | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 26,60% | 27,05% | 27,94% | 28,88% | 27,04% | 25,87% | 24,63% | 24,32% | 24,33% | 22,22% |
| Amortizaciones | -7,94% | -7,25% | -6,80% | -7,16% | -7,16% | -6,84% | -5,98% | -6,31% | -6,90% | -6,47% |
| Deterioros | -0,04% | 0,09% | -0,02% | -0,02% | -0,05% | -0,02% | -0,05% | -0,01% | 0,00% | -0,11% |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | 18,61% | 19,90% | 21,12% | 21,71% | 19,83% | 19,01% | 18,60% | 18,01% | 17,42% | 15,64% |
| Ingresos Financieros | 0,04% | 0,04% | 0,06% | 0,09% | 0,05% | 0,07% | 0,09% | 0,70% | 2,44% | 2,67% |
| RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT) | 18,65% | 19,94% | 21,18% | 21,80% | 19,88% | 19,08% | 18,69% | 18,70% | 19,86% | 18,32% |
| Gastos Financieros | 0,09% | -1,26% | 0,06% | -1,35% | -0,34% | -0,53% | -1,03% | 0,47% | -3,17% | -3,58% |
| RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT) | 18,74% | 18,68% | 21,24% | 20,45% | 19,54% | 18,54% | 17,67% | 19,18% | 16,68% | 14,73% |
| Impuesto sobre resultados ordinarios | -3,00% | -3,00% | -4,14% | -4,30% | -4,46% | -3,87% | -3,71% | -3,99% | -3,85% | -3,72% |
| RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,15% | 15,08% | 14,67% | 13,96% | 15,18% | 12,84% | 11,01% |
| RESULTADOS EXCEPCIONALES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Impuesto sobre resultados excepcionales | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,15% | 15,08% | 14,67% | 13,96% | 15,18% | 12,84% | 11,01% |
| RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,06% | 0,41% | 0,71% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 15,74% | 15,68% | 17,11% | 16,20% | 15,49% | 15,38% | 13,96% | 15,18% | 12,84% | 11,01% |

3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

Grupo «Barón de Ley» o «BDL»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Efectivo Explotación | 17.809 | 16.005 | 24.885 | 26.861 | 30.988 | 32.732 | 26.559 | 38.724 | 39.529 | 29.571 |
| Pago por adquisición Inmovilizado | - 8.468 | - 11.563 | - 4.271 | - 5.962 | - 3.456 | - 3.977 | - 2.711 | - 4.779 | - 6.535 | - 7.695 |
| Cobro por adquisición Inmovilizado | 161 | - | - | - | - | 5.254 | 713 | 110 | 264 | 281 |
| Otros | - 30.107 | 33.683 | 17.292 | 14.000 | 46.072 | - 31.374 | - 60.342 | - 54.062 | - 14.614 | - 936 |
| Efectivo Inversión | - 38.414 | 22.120 | 13.021 | 8.038 | 42.616 | - 30.097 | - 62.340 | - 58.731 | - 20.885 | - 8.350 |
| Disposición de deuda financiera | - | 2.016 | 613 | 1.390 | 20.067 | 46.468 | 38.654 | 28.436 | 1.726 | - |
| Amortización de deuda financiera | - 4.279 | - 1.187 | - 15.506 | - 40.319 | - 70.475 | - 28.480 | - 2.366 | - 1.500 | - 4.584 | - 174 |
| Dividendos | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses | - 142 | - 101 | - 188 | - 507 | - 1.759 | - 2.191 | - 1.501 | - 4.541 | - 752 | - 777 |
| Otros | - 6.875 | - 16.557 | - 12.169 | 331 | - 31.889 | - 8.715 | - 1.337 | - 8.196 | - 20.231 | - 10.319 |
| Efectivo Financiación | - 11.296 | - 15.829 | - 27.250 | - 39.105 | - 84.056 | 7.082 | 33.450 | 14.199 | - 23.841 | - 11.270 |
| Otros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Aumento (Disminución) Efectivo | - 31.901 | 22.296 | 10.656 | - 4.206 | - 10.452 | 9.717 | - 2.331 | - 5.808 | - 5.197 | 9.951 |

Grupo «Bodegas Riojanas» o «RIO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Efectivo Explotación | 3.650 | 3.737 | 1.733 | 2.341 | 2.258 | 2.464 | 1.977 | 2.394 | 1.693 | 879 |
| Pago por adquisición Inmovilizado | - 1.247 | - 1.083 | - 2.735 | - 3.704 | - 1.627 | - 760 | - 805 | - 673 | - 954 | - 363 |
| Cobro por adquisición Inmovilizado | - | - | 1 | - | - | 1 | - | 7 | - | - |
| Otros | 2 | 16 | 5 | 30 | 152 | - | 4 | 3 | 53 | |
| Efectivo Inversión | - 1.245 | - 1.099 | - 2.739 | - 3.734 | - 1.779 | - 759 | - 805 | - 662 | - 951 | - 310 |
| Disposición de deuda financiera | 5.337 | 2.757 | 9.557 | 12.264 | 7.889 | 4.950 | 4.806 | 3.558 | 5.071 | 4.652 |
| Amortización de deuda financiera | - 7.281 | - 4.908 | - 5.913 | - 10.773 | - 8.135 | - 6.020 | - 5.309 | - 4.672 | - 4.421 | - 3.917 |
| Dividendos | - 675 | - 675 | - 744 | - 646 | - 592 | - 544 | - 544 | - 544 | - 544 | - 544 |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - | - | - 690 | - 771 |
| Otros | 116 | 197 | 1.889 | 557 | 369 | 196 | 39 | 182 | - | - |
| Efectivo Financiación | - 2.503 | - 2.629 | - 1.011 | 1.402 | - 469 | - 1.810 | - 1.086 | - 1.840 | - 584 | - 580 |
| Otros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Aumento (Disminución) Efectivo | - 98 | 9 | 5 | 9 | 10 | - 105 | 86 | - 108 | 158 | 11 |

Grupo «DEOLEO» u «OLE»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Efectivo Explotación | - 11.893 | - 22.738 | - 10.339 | - 30.316 | - 25.539 | 137.667 | 62.264 | 192.808 | 54.910 | 99.376 |
| Pago por adquisición Inmovilizado | - 3.962 | - 7.271 | - 9.194 | - 5.426 | - 4.989 | - 4.422 | - 15.398 | - 6.008 | - 4.658 | - 9.968 |
| Cobro por adquisición Inmovilizado | 775 | 6.659 | 9.750 | 351 | 472 | 220 | 4.551 | 1.734 | 5.232 | 784 |
| Otros | 102 | - 1.177 | - 2.173 | - 1.840 | 16.122 | - 6.799 | 4.685 | - 1.482 | 1.864 | - 18.296 |
| Efectivo Inversión | - 3.085 | - 1.789 | - 1.617 | - 6.915 | 11.605 | - 11.001 | - 6.162 | - 5.756 | 2.438 | - 27.480 |
| Disposición de deuda financiera | 34.000 | 22.658 | 4.873 | 919 | 515.000 | 1.842 | 370 | 9.272 | 62.554 | - 292.158 |
| Amortización de deuda financiera | - 12.924 | - 9.891 | - 11.551 | - 1.501 | - 599.739 | - 78.059 | - 46.624 | - 220.876 | - 192.165 | - |
| Dividendos | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros | 25.018 | - | - | - | - | 39 | 41 | - 750 | 199.663 | 158.687 |
| Efectivo Financiación | 46.094 | 12.767 | - 6.678 | - 582 | - 84.739 | - 76.256 | - 46.213 | - 212.354 | 70.052 | - 133.471 |
| Otros | - | 5.185 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Aumento (Disminución) Efectivo | 31.116 | - 6.575 | - 18.634 | - 37.813 | - 98.673 | 50.410 | 9.889 | - 25.302 | 127.400 | - 61.575 |

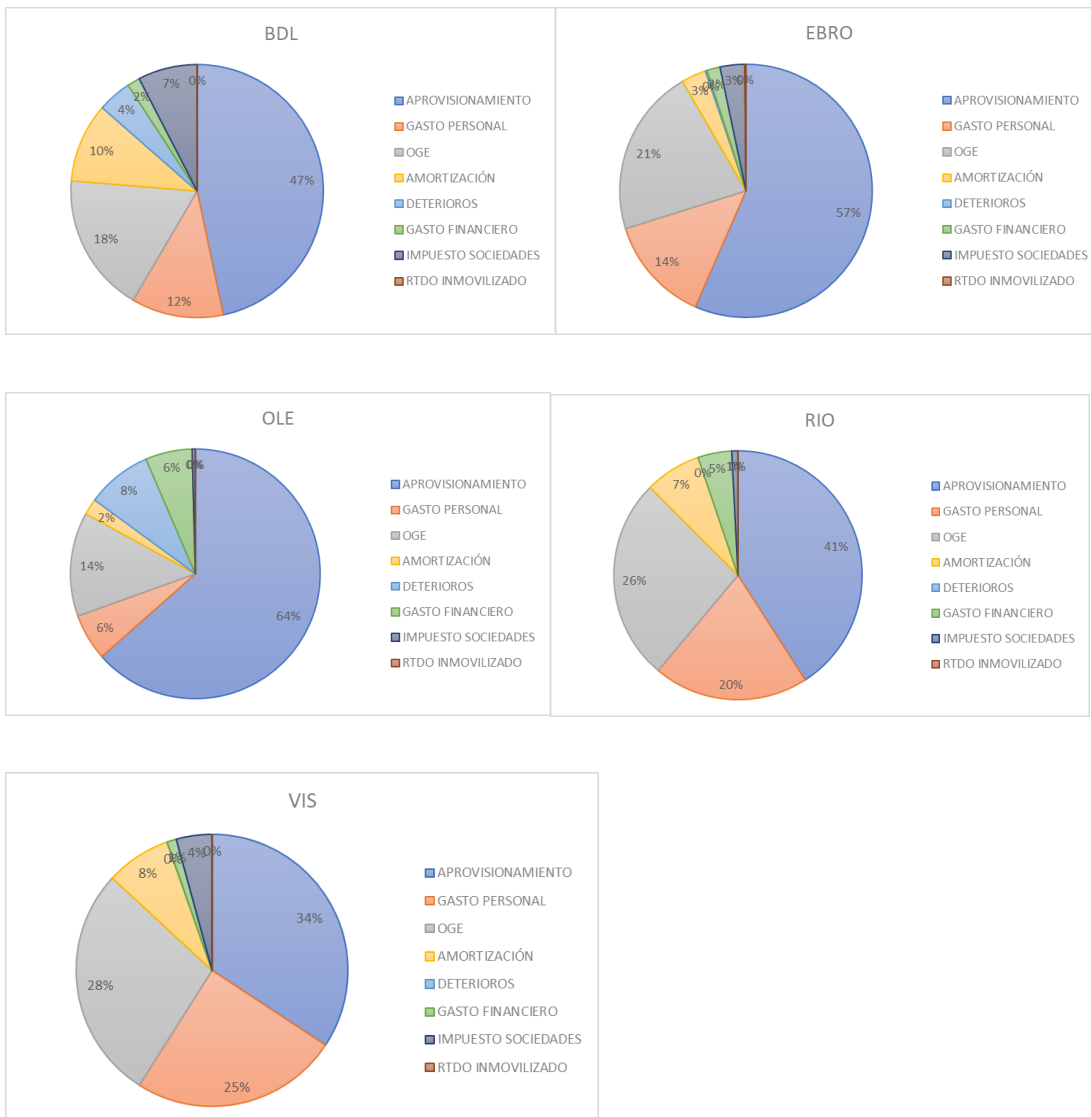
Grupo «EBRO FOODS» o «EBRO»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Efectivo Explotación | 211.708 | 196.719 | 185.661 | 254.140 | 211.275 | 161.118 | 220.734 | 58.496 | 199.490 | 245.808 |
| Pago por adquisición Inmovilizado | - 138.930 | - 120.671 | - 107.725 | - 81.466 | - 67.123 | - 61.308 | - 52.930 | - 66.596 | - 69.617 | - 87.571 |
| Cobro por adquisición Inmovilizado | 18.338 | 10.885 | 26.066 | 8.723 | 10.390 | 9.122 | 16.374 | 7.539 | 17.132 | 14.422 |
| Otros | - 96.280 | - 35.468 | - 23.066 | - 74.104 | - 3.460 | - 111.775 | - 473 | - 194.605 | 583.611 | 371.774 |
| Efectivo Inversión | - 216.872 | - 145.254 | - 104.725 | - 146.847 | - 60.193 | - 163.961 | - 37.029 | - 253.662 | 531.126 | 298.625 |
| Disposición de deuda financiera | 878.614 | 590.994 | 490.913 | 203.005 | 160.628 | 186.262 | 100.558 | 62.314 | 55.932 | 12.371 |
| Amortización de deuda financiera | - 875.591 | - 544.738 | - 411.546 | - 197.797 | - 150.431 | - 164.692 | - 162.852 | - 144.849 | - 346.710 | - 378.672 |
| Dividendos | - 95.566 | - 93.771 | - 85.676 | - 102.657 | - 76.932 | - 92.319 | - 71.501 | - 131.695 | - 105.328 | - 110.483 |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros | - 559 | - 791 | - 1.874 | - 785 | 364 | 273 | 27.745 | - 50.818 | 11.765 | 10.363 |
| Efectivo Financiación | - 93.102 | - 48.306 | - 8.183 | - 98.234 | - 66.371 | - 70.476 | - 106.050 | - 265.048 | - 384.341 | - 466.421 |
| Otros | - 6.728 | 2.117 | 2.129 | 1.104 | 4.709 | - 1.093 | - 1.237 | - 3.607 | 533 | 739 |
| Aumento (Disminución) Efectivo | - 104.994 | 5.276 | 74.882 | 10.163 | 89.420 | - 74.412 | 76.418 | - 463.821 | 345.742 | 77.273 |

Grupo «Viscofan» o «VIS»:

| (en miles de €) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|------------------------------------|----------|-----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Efectivo Explotación | 125.265 | 157.288 | 140.519 | 137.698 | 118.315 | 123.739 | 104.212 | 112.238 | 124.537 | 123.992 |
| Pago por adquisición Inmovilizado | - 71.949 | - 111.561 | - 80.747 | - 56.702 | - 60.074 | - 92.942 | - 69.238 | - 65.994 | - 43.606 | - 47.321 |
| Cobro por adquisición Inmovilizado | 583 | 1.619 | 678 | 1.103 | 505 | 867 | 274 | 644 | 1.596 | 1.764 |
| Otros | - 6.405 | - 8.096 | 1.906 | 52.502 | 3.680 | - 4.215 | 10.674 | - 6.090 | - 22.204 | - 1.634 |
| Efectivo Inversión | - 77.771 | - 118.038 | - 78.163 | - 3.097 | - 55.889 | - 96.290 | - 58.290 | - 71.440 | - 64.214 | - 47.191 |
| Disposición de deuda financiera | 50.264 | 28.211 | 29.036 | 8.037 | 59.247 | 76.154 | 55.634 | 10.905 | 32.099 | 16.702 |
| Amortización de deuda financiera | - 8.907 | - 12.216 | - 25.361 | - 67.346 | - 53.284 | - 81.957 | - 20.074 | - 52.690 | - 27.811 | - 40.539 |
| Dividendos | - 78.694 | - 69.439 | - 64.779 | - 57.975 | - 53.781 | - 51.450 | - 48.188 | - 26.284 | - 13.981 | - 21.671 |
| Intereses | - 2.182 | - 1.836 | - 1.708 | - 3.292 | - 3.544 | - 2.156 | - 3.390 | - 5.401 | - 1.517 | - 4.197 |
| Otros | - 5.015 | 181 | 612 | 1.880 | 118 | 842 | 237 | - 9.829 | - 19.445 | - 14.637 |
| Efectivo Financiación | - 44.534 | - 55.099 | - 62.200 | - 118.696 | - 51.244 | - 58.567 | - 15.781 | - 83.299 | - 30.655 | - 64.342 |
| Otros | - 53 | - 1.062 | 445 | 2.947 | - 2.320 | 2.994 | - 26 | - 52 | 1.870 | 710 |
| Aumento (Disminución) Efectivo | 2.907 | - 16.911 | 601 | 18.852 | 8.862 | - 28.124 | 30.115 | - 42.553 | 31.538 | 11.749 |

4. COMPOSICIÓN DEL GASTO



ANEXO V. ANÁLISIS FINANCIERO

1. ANÁLISIS CORTO PLAZO: RATIOS LIQUIDEZ

| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| BDL | Liquidez | 2,48 | 2,50 | 2,05 | 1,20 | 1,46 | 1,37 | 1,47 | 1,97 | 3,30 | 3,21 |
| | Liquidez Inmediata | 0,96 | 1,11 | 1,19 | 0,49 | 0,87 | 0,55 | 0,36 | 0,70 | 1,92 | 1,64 |
| | Tesorería | 0,28 | 0,20 | 0,08 | 0,05 | 0,10 | 0,04 | 0,01 | 0,16 | 0,48 | 0,03 |
| EBRO | Liquidez | 1,55 | 1,93 | 1,56 | 1,60 | 1,58 | 1,44 | 1,74 | 1,86 | 1,68 | 1,55 |
| | Liquidez Inmediata | 1,08 | 1,50 | 0,90 | 0,98 | 0,86 | 0,84 | 1,04 | 1,12 | 0,95 | 0,81 |
| | Tesorería | 0,34 | 0,92 | 0,18 | 0,31 | 0,18 | 0,27 | 0,34 | 0,44 | 0,35 | 0,21 |
| OLE | Liquidez | 0,41 | 2,26 | 2,46 | 2,28 | 1,67 | 2,02 | 1,92 | 2,59 | 1,84 | 2,61 |
| | Liquidez Inmediata | 0,24 | 1,72 | 1,66 | 1,53 | 1,28 | 1,36 | 1,07 | 1,40 | 0,98 | 1,53 |
| | Tesorería | 0,01 | 0,44 | 0,58 | 0,64 | 0,63 | 0,44 | 0,25 | 0,27 | 0,13 | 0,56 |
| RIO | Liquidez | 1,79 | 1,90 | 1,94 | 2,00 | 1,98 | 1,88 | 2,42 | 2,41 | 2,19 | 1,87 |
| | Liquidez Inmediata | 0,41 | 0,50 | 0,54 | 0,60 | 0,60 | 0,55 | 0,69 | 0,57 | 0,62 | 0,36 |
| | Tesorería | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 |
| VIS | Liquidez | 1,96 | 1,95 | 2,10 | 2,07 | 2,17 | 2,79 | 3,58 | 3,81 | 3,92 | 2,91 |
| | Liquidez Inmediata | 0,99 | 1,08 | 1,04 | 1,06 | 1,01 | 1,65 | 1,78 | 1,88 | 1,82 | 1,28 |
| | Tesorería | 0,17 | 0,32 | 0,09 | 0,23 | 0,10 | 0,15 | 0,38 | 0,38 | 0,25 | 0,18 |

| Media | | 1,64 | 2,11 | 2,02 | 1,83 | 1,77 | 1,90 | 2,22 | 2,53 | 2,59 | 2,43 |
|-------|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Liquidez | 1,64 | 2,11 | 2,02 | 1,83 | 1,77 | 1,90 | 2,22 | 2,53 | 2,59 | 2,43 |
| | Liquidez Inmediata | 0,74 | 1,18 | 1,06 | 0,93 | 0,92 | 0,99 | 0,99 | 1,13 | 1,26 | 1,12 |
| | Tesorería | 0,16 | 0,38 | 0,19 | 0,25 | 0,20 | 0,18 | 0,20 | 0,25 | 0,24 | 0,20 |

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

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BDL | 100.897 | 103.061 | 108.772 | 25.440 | 70.420 | 41.654 | 35.303 | 70.465 | 161.854 | 144.378 |
| EBRO | 322.925 | 560.292 | 306.199 | 333.873 | 308.727 | 312.073 | 465.594 | 570.370 | 521.848 | 438.887 |
| OLE | - 834.756 | 414.212 | 295.352 | 256.528 | 191.826 | 186.037 | 151.950 | 137.003 | 107.139 | 138.611 |
| RIO | 16.779 | 18.852 | 19.086 | 20.058 | 19.760 | 18.909 | 23.973 | 23.920 | 19.614 | 15.660 |
| VIS | 148.580 | 173.219 | 181.261 | 208.685 | 204.484 | 297.369 | 299.550 | 334.620 | 331.535 | 332.493 |

3. ANÁLISIS CORTO PLAZO: COEFICIENTE BÁSICO DE FINANCIACIÓN

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| BDL | 0,96 | 1,04 | 1,13 | 0,77 | 0,96 | 0,87 | 0,88 | 1,01 | 1,53 | 1,30 |
| EBRO | 1,01 | 1,19 | 0,96 | 0,98 | 0,97 | 0,96 | 1,02 | 1,03 | 1,00 | 0,96 |
| OLE | 0,45 | 1,12 | 1,04 | 1,05 | 1,09 | 1,06 | 1,03 | 1,03 | 1,00 | 1,07 |
| RIO | 0,64 | 0,67 | 0,67 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,81 | 0,80 | 0,81 | 0,76 |
| VIS | 0,87 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,92 | 1,06 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 0,96 |

4. ANÁLISIS CORTO PLAZO: PERIODOS

| | PERIODOS | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| BDL | Cobro | 119,67 | 119,14 | 111,65 | 103,15 | 97,76 | 97,01 | 97,90 | 99,58 | 95,29 |
| | Pago | 367,04 | 383,97 | 355,91 | 345,46 | 347,37 | 420,77 | 338,76 | 395,32 | 392,34 |
| | Almacén Materia Prima | 32,93 | 22,68 | 30,36 | 26,28 | 22,94 | 28,83 | 18,94 | 20,72 | 24,41 |
| | Fabricación | 643,35 | 510,14 | 605,33 | 518,19 | 528,37 | 465,47 | 460,93 | 487,94 | 503,45 |
| | Almacén Productos Terminados | 90,71 | 79,70 | 90,73 | 79,08 | 72,91 | 62,80 | 70,98 | 74,35 | 80,22 |
| | Medio Maduración Técnico | 886,65 | 731,66 | 838,07 | 726,69 | 721,97 | 654,10 | 648,74 | 682,59 | 703,36 |
| | Medio Maduración Financiero | 519,61 | 347,69 | 482,16 | 381,24 | 374,61 | 233,34 | 309,98 | 287,27 | 311,02 |
| EBRO | Cobro | 66,06 | 62,20 | 58,71 | 58,08 | 55,45 | 52,75 | 54,86 | 54,10 | 53,05 |
| | Pago | 146,04 | 114,42 | 94,61 | 96,27 | 99,08 | 96,89 | 106,20 | 110,03 | 104,92 |
| | Almacén Materia Prima | 40,90 | 43,95 | 48,46 | 57,62 | 59,14 | 53,01 | 61,09 | 65,38 | 60,03 |
| | Fabricación | 7,80 | 10,12 | 7,94 | 25,53 | 18,59 | 3,45 | 3,94 | 3,92 | 4,56 |
| | Almacén Productos Terminados | 30,56 | 30,31 | 29,52 | 35,96 | 31,55 | 32,54 | 35,22 | 39,24 | 40,70 |
| | Medio Maduración Técnico | 145,32 | 146,58 | 144,63 | 177,19 | 164,73 | 141,74 | 155,11 | 162,64 | 158,35 |
| | Medio Maduración Financiero | -0,72 | 32,16 | 50,02 | 80,92 | 65,65 | 44,84 | 48,91 | 52,61 | 53,43 |
| OLE | Cobro | 70,87 | 75,59 | 74,95 | 65,88 | 67,73 | 55,03 | 47,57 | 43,04 | 46,50 |
| | Pago | 80,46 | 86,75 | 81,78 | 99,01 | 110,91 | 79,80 | 75,23 | 51,69 | 62,48 |
| | Almacén Materia Prima | 32,96 | 33,71 | 28,46 | 19,35 | 22,26 | 22,20 | 23,40 | 16,29 | 20,22 |
| | Fabricación | 13,58 | 12,52 | 15,40 | 14,38 | 10,07 | 9,49 | 10,35 | 8,29 | 8,70 |
| | Almacén Productos Terminados | 38,09 | 35,24 | 37,84 | 36,20 | 33,87 | 32,92 | 39,29 | 37,65 | 40,54 |
| | Medio Maduración Técnico | 155,49 | 157,07 | 156,65 | 135,81 | 133,94 | 119,65 | 120,61 | 105,28 | 115,96 |
| | Medio Maduración Financiero | 75,03 | 70,32 | 74,86 | 36,80 | 23,02 | 39,85 | 45,38 | 53,59 | 53,48 |
| RIO | Cobro | 211,34 | 226,57 | 236,78 | 242,02 | 232,72 | 215,84 | 187,85 | 145,44 | 136,69 |
| | Pago | 213,48 | 250,92 | 275,07 | 301,93 | 278,45 | 299,64 | 255,87 | 259,84 | 222,48 |
| | Almacén Materia Prima | 55,15 | 65,48 | 89,32 | 95,07 | 75,16 | 64,91 | 56,97 | 64,23 | 51,77 |
| | Fabricación | 862,71 | 819,48 | 771,06 | 758,82 | 730,86 | 760,18 | 732,93 | 454,72 | 502,31 |
| | Almacén Productos Terminados | 8,94 | 9,61 | 10,23 | 10,90 | 14,08 | 12,32 | 10,40 | 9,55 | 19,17 |
| | Medio Maduración Técnico | 1138,14 | 1121,15 | 1107,39 | 1106,82 | 1052,82 | 1053,25 | 988,15 | 673,94 | 709,94 |
| | Medio Maduración Financiero | 924,66 | 870,23 | 832,32 | 804,89 | 774,37 | 753,61 | 732,28 | 414,10 | 487,45 |
| VIS | Cobro | 71,88 | 69,47 | 63,37 | 72,00 | 67,01 | 63,07 | 68,61 | 67,48 | 67,75 |
| | Pago | 120,72 | 105,29 | 82,55 | 117,54 | 117,76 | 95,11 | 107,03 | 107,64 | 97,71 |
| | Almacén Materia Prima | 104,75 | 88,84 | 70,30 | 94,90 | 92,95 | 81,43 | 101,16 | 98,64 | 97,70 |
| | Fabricación | 21,28 | 23,57 | 26,41 | 34,93 | 35,80 | 35,38 | 43,55 | 40,89 | 38,69 |
| | Almacén Productos Terminados | 41,88 | 55,23 | 63,96 | 82,06 | 74,23 | 70,07 | 73,35 | 69,70 | 82,06 |
| | Medio Maduración Técnico | 239,79 | 237,12 | 224,03 | 283,89 | 269,99 | 249,94 | 286,67 | 276,71 | 286,21 |
| | Medio Maduración Financiero | 119,06 | 131,83 | 141,48 | 166,35 | 152,22 | 154,84 | 179,64 | 169,07 | 188,49 |

5. ANÁLISIS LARGO PLAZO: COMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| BDL | Solvencia Ajustado | 3,39 | 3,30 | 2,60 | 2,36 | 2,22 | 2,58 | 3,52 | 4,26 | 4,37 | 4,89 |
| | Endeudamiento Total | 0,42 | 0,44 | 0,63 | 0,74 | 0,82 | 0,63 | 0,40 | 0,31 | 0,30 | 0,26 |
| | Endeudamiento c/p | 0,38 | 0,40 | 0,59 | 0,65 | 0,75 | 0,55 | 0,33 | 0,29 | 0,28 | 0,25 |
| | Endeudamiento l/p | 0,03 | 0,04 | 0,03 | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,06 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| | Composición Endeudamiento | 0,09 | 0,10 | 0,06 | 0,13 | 0,10 | 0,14 | 0,19 | 0,05 | 0,06 | 0,04 |
| EBRO | Solvencia Ajustado | 1,36 | 1,66 | 1,68 | 1,84 | 1,84 | 1,73 | 1,71 | 1,70 | 1,71 | 1,63 |
| | Endeudamiento Total | 1,07 | 0,79 | 0,71 | 0,61 | 0,60 | 0,69 | 0,71 | 0,73 | 0,73 | 0,75 |
| | Endeudamiento c/p | 0,45 | 0,38 | 0,34 | 0,33 | 0,31 | 0,38 | 0,31 | 0,32 | 0,36 | 0,37 |
| | Endeudamiento l/p | 0,61 | 0,42 | 0,36 | 0,28 | 0,30 | 0,31 | 0,39 | 0,42 | 0,36 | 0,38 |
| | Composición Endeudamiento | 1,35 | 1,12 | 1,06 | 0,87 | 0,96 | 0,80 | 1,25 | 1,32 | 1,00 | 1,05 |
| OLE | Solvencia Ajustado | 1,04 | 1,42 | 1,53 | 1,42 | 1,48 | 1,49 | 1,45 | 1,33 | 1,28 | 1,02 |
| | Endeudamiento Total | 6,64 | 1,77 | 1,45 | 1,97 | 1,76 | 1,67 | 1,79 | 2,46 | 2,80 | 21,90 |
| | Endeudamiento c/p | 4,66 | 0,40 | 0,25 | 0,36 | 0,46 | 0,32 | 0,33 | 0,26 | 0,42 | 2,44 |
| | Endeudamiento l/p | 1,98 | 1,37 | 1,20 | 1,62 | 1,30 | 1,35 | 1,47 | 2,20 | 2,37 | 19,46 |
| | Composición Endeudamiento | 0,42 | 3,45 | 4,81 | 4,52 | 2,85 | 4,20 | 4,50 | 8,40 | 5,61 | 7,98 |
| RIO | Solvencia Ajustado | 1,88 | 1,85 | 1,88 | 1,88 | 1,90 | 1,88 | 1,82 | 1,69 | 1,65 | 1,62 |
| | Endeudamiento Total | 1,13 | 1,18 | 1,14 | 1,14 | 1,11 | 1,14 | 1,22 | 1,45 | 1,53 | 1,60 |
| | Endeudamiento c/p | 0,87 | 0,85 | 0,83 | 0,81 | 0,81 | 0,86 | 0,66 | 0,72 | 0,77 | 0,91 |
| | Endeudamiento l/p | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,69 |
| | Composición Endeudamiento | 0,30 | 0,39 | 0,38 | 0,40 | 0,37 | 0,33 | 0,84 | 1,02 | 0,97 | 0,76 |
| VIS | Solvencia Ajustado | 2,27 | 2,44 | 2,81 | 2,79 | 2,94 | 3,29 | 4,19 | 4,18 | 4,12 | 3,74 |
| | Endeudamiento Total | 0,78 | 0,70 | 0,55 | 0,56 | 0,52 | 0,46 | 0,31 | 0,31 | 0,32 | 0,36 |
| | Endeudamiento c/p | 0,45 | 0,45 | 0,37 | 0,39 | 0,33 | 0,29 | 0,18 | 0,17 | 0,16 | 0,23 |
| | Endeudamiento l/p | 0,34 | 0,25 | 0,19 | 0,17 | 0,18 | 0,17 | 0,13 | 0,15 | 0,16 | 0,14 |
| | Composición Endeudamiento | 0,76 | 0,56 | 0,51 | 0,43 | 0,54 | 0,60 | 0,71 | 0,87 | 1,05 | 0,59 |
| Media | Solvencia Ajustado | 1,99 | 2,13 | 2,10 | 2,06 | 2,08 | 2,20 | 2,54 | 2,63 | 2,63 | 2,58 |
| | Endeudamiento Total | 2,01 | 0,97 | 0,89 | 1,00 | 0,96 | 0,92 | 0,89 | 1,05 | 1,13 | 4,97 |
| | Endeudamiento c/p | 1,36 | 0,49 | 0,48 | 0,51 | 0,53 | 0,48 | 0,36 | 0,35 | 0,40 | 0,84 |
| | Endeudamiento l/p | 0,73 | 0,55 | 0,49 | 0,57 | 0,51 | 0,52 | 0,55 | 0,69 | 0,72 | 4,14 |
| | Composición Endeudamiento | 0,58 | 1,12 | 1,36 | 1,27 | 0,96 | 1,21 | 1,50 | 2,33 | 1,74 | 2,08 |

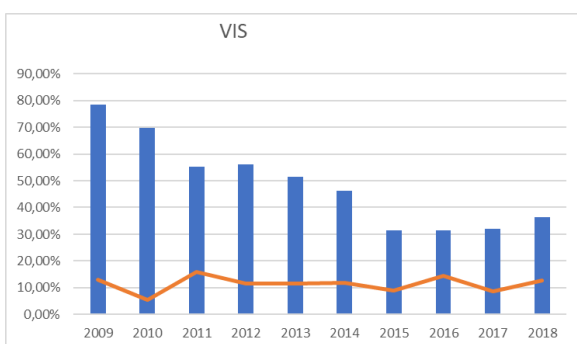
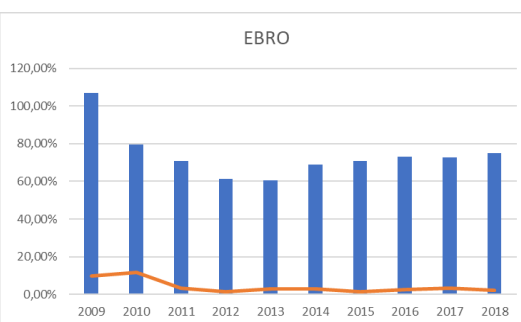
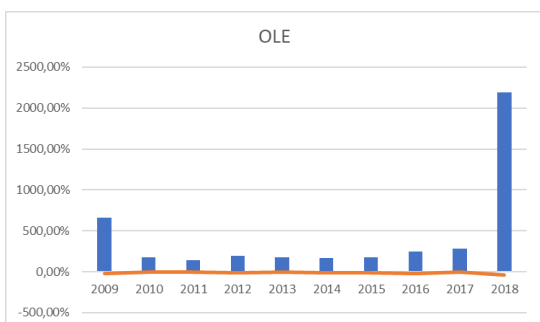
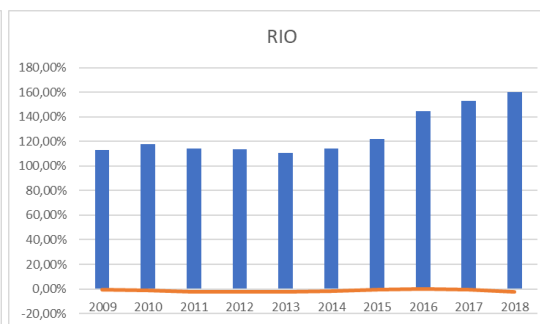
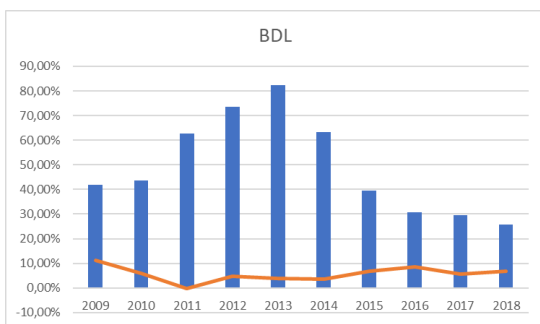
ANEXO VI. ANÁLISIS RENTABILIDAD

1. RENTABILIDADES

| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------|------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| BDL | ROI antes de impuestos | 15,03% | 8,51% | 7,00% | 7,09% | 6,33% | 6,53% | 9,55% | 11,98% | 7,11% | 9,03% |
| | ROI | 12,30% | 7,05% | 3,77% | 5,93% | 5,25% | 4,85% | 7,19% | 8,89% | 5,71% | 6,92% |
| | ROE antes de impuestos | 21,32% | 12,14% | 10,72% | 11,93% | 11,28% | 11,28% | 14,39% | 16,16% | 9,25% | 11,53% |
| | ROE | 17,44% | 10,06% | 5,78% | 9,98% | 9,34% | 8,37% | 10,84% | 12,00% | 7,43% | 8,83% |
| | L | 41,82% | 43,51% | 62,64% | 73,57% | 82,29% | 63,18% | 39,61% | 30,66% | 29,69% | 25,72% |
| | c | 1,05% | 1,14% | 4,11% | 1,09% | 1,33% | 1,26% | 0,48% | 0,19% | 0,13% | 0,20% |
| EBRO | ROI antes de impuestos | 9,27% | 6,94% | 7,95% | 9,11% | 7,65% | 7,27% | 7,00% | 7,36% | 7,23% | 5,68% |
| | ROI | 12,88% | 13,97% | 5,42% | 5,82% | 4,87% | 5,03% | 4,59% | 4,99% | 6,29% | 3,98% |
| | ROE antes de impuestos | 19,17% | 13,31% | 13,92% | 15,11% | 12,31% | 11,98% | 11,88% | 12,66% | 12,49% | 9,88% |
| | ROE | 26,63% | 26,77% | 9,49% | 9,66% | 7,83% | 8,28% | 7,79% | 8,58% | 10,88% | 6,93% |
| | L | 106,79% | 79,48% | 70,64% | 61,34% | 60,43% | 68,75% | 70,79% | 73,07% | 72,63% | 74,98% |
| | c | 3,22% | 2,44% | 2,17% | 4,40% | 1,88% | 1,92% | 3,06% | 2,39% | 3,02% | 1,93% |
| OLE | ROI antes de impuestos | -20,90% | -2,59% | -0,42% | -8,93% | 2,14% | -0,27% | -4,77% | -15,61% | -2,29% | -34,09% |
| | ROI | -15,41% | -2,15% | 0,05% | -13,44% | 1,17% | -4,39% | -4,19% | -14,06% | -1,61% | -29,90% |
| | ROE antes de impuestos | -159,70% | -10,54% | -1,10% | -23,77% | 6,13% | -0,72% | -13,02% | -47,71% | -8,31% | -197,98% |
| | ROE | -117,76% | -8,78% | 0,13% | -35,78% | 3,36% | -11,93% | -11,44% | -42,95% | -5,84% | -173,70% |
| | L | 664,02% | 176,97% | 144,57% | 197,31% | 175,67% | 167,22% | 179,25% | 245,98% | 279,53% | 2190,20% |
| | c | 7,12% | 5,82% | 2,87% | 3,41% | 3,41% | 6,70% | 5,71% | 5,79% | 4,71% | 5,46% |
| RIO | ROI antes de impuestos | 3,18% | 1,71% | 1,74% | 1,85% | 1,95% | 2,09% | 2,18% | 2,31% | 1,33% | -2,05% |
| | ROI | 2,52% | 1,32% | 1,37% | 1,41% | 1,58% | 1,68% | 1,79% | 1,81% | 1,14% | -1,20% |
| | ROE antes de impuestos | 6,78% | 3,69% | 3,75% | 3,95% | 4,13% | 4,44% | 4,75% | 5,37% | 3,31% | -5,24% |
| | ROE | 5,38% | 2,84% | 2,96% | 3,01% | 3,34% | 3,57% | 3,90% | 4,22% | 2,83% | -3,08% |
| | L | 113,29% | 117,59% | 114,11% | 113,61% | 110,59% | 114,10% | 121,88% | 144,58% | 152,80% | 160,14% |
| | c | 2,78% | 2,38% | 3,60% | 3,75% | 3,73% | 3,31% | 2,13% | 1,56% | 1,44% | 1,31% |
| VIS | ROI antes de impuestos | 27,91% | 16,20% | 18,45% | 18,03% | 15,61% | 16,10% | 17,73% | 17,61% | 15,37% | 14,77% |
| | ROI | 20,86% | 12,47% | 14,60% | 14,25% | 12,95% | 12,77% | 14,05% | 14,18% | 12,90% | 12,40% |
| | ROE antes de impuestos | 49,80% | 28,13% | 29,89% | 28,06% | 24,00% | 24,46% | 25,06% | 23,15% | 20,25% | 19,83% |
| | ROE | 37,23% | 21,65% | 23,66% | 22,17% | 19,90% | 19,40% | 19,86% | 18,64% | 17,00% | 16,66% |
| | L | 78,44% | 69,59% | 55,15% | 55,96% | 51,58% | 46,23% | 31,38% | 31,48% | 32,04% | 36,44% |
| | c | 7,72% | 7,11% | -1,27% | 2,77% | 1,31% | 0,88% | 5,02% | -0,21% | 4,19% | -0,24% |
| MEDIA | ROI antes de impuestos | 6,90% | 6,16% | 6,94% | 5,43% | 6,74% | 6,35% | 6,34% | 4,73% | 5,75% | -1,33% |
| | ROI | 6,63% | 6,53% | 5,04% | 2,79% | 5,16% | 3,99% | 4,69% | 3,16% | 4,89% | -1,56% |
| | ROE antes de impuestos | -12,52% | 9,35% | 11,43% | 7,06% | 11,57% | 10,29% | 8,61% | 1,93% | 7,40% | -32,40% |
| | ROE | -6,22% | 10,51% | 8,40% | 1,81% | 8,76% | 5,54% | 6,19% | 0,10% | 6,46% | -28,87% |
| | L | 200,87% | 97,43% | 89,42% | 100,36% | 96,11% | 91,90% | 88,58% | 105,15% | 113,34% | 497,50% |
| | c | 4,38% | 3,78% | 2,29% | 3,08% | 2,33% | 2,81% | 3,28% | 1,95% | 2,70% | 1,73% |

2. APALANCAMIENTO

| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| BDL | Dif. ROI - c | 11,25% | 5,92% | -0,33% | 4,84% | 3,91% | 3,59% | 6,71% | 8,70% | 5,57% | 6,72% |
| | L | 41,82% | 43,51% | 62,64% | 73,57% | 82,29% | 63,18% | 39,61% | 30,66% | 29,69% | 25,72% |
| EBRO | Dif. ROI - c | 9,65% | 11,53% | 3,25% | 1,42% | 2,99% | 3,10% | 1,53% | 2,60% | 3,27% | 2,06% |
| | L | 106,79% | 79,48% | 70,64% | 61,34% | 60,43% | 68,75% | 70,79% | 73,07% | 72,63% | 74,98% |
| OLE | Dif. ROI - c | -22,53% | -7,97% | -2,82% | -16,85% | -2,24% | -11,09% | -9,91% | -19,85% | -6,33% | -35,36% |
| | L | 664,02% | 176,97% | 144,57% | 197,31% | 175,67% | 167,22% | 179,25% | 245,98% | 279,53% | 2190,20% |
| RIO | Dif. ROI - c | -0,26% | -1,06% | -2,23% | -2,35% | -2,15% | -1,63% | -0,34% | 0,25% | -0,30% | -2,51% |
| | L | 113,29% | 117,59% | 114,11% | 113,61% | 110,59% | 114,10% | 121,88% | 144,58% | 152,80% | 160,14% |
| VIS | Dif. ROI - c | 13,15% | 5,35% | 15,88% | 11,48% | 11,64% | 11,89% | 9,03% | 14,39% | 8,71% | 12,65% |
| | L | 78,44% | 69,59% | 55,15% | 55,96% | 51,58% | 46,23% | 31,38% | 31,48% | 32,04% | 36,44% |



ANEXO VII. ANÁLISIS BURSÁTIL

1. INDICADORES BURSÁTILES

| | Capitalización Bursátil (miles €) | BPA | Beta | Variación anual (15/11/18-15/11/19) | PER | PER Cash Flow | Pay-Out | Book to Market |
|------|-----------------------------------|-------|------|-------------------------------------|--------|---------------|---------|----------------|
| BDL | 437.000 | 6,02 | 0,38 | 0,47% | 17,88 | 22,73 | 0% | 1,57 |
| EBRO | 2.996.000 | 0,9 | 0,24 | 10,69% | 20,49 | 30,13 | 55% | 1,35 |
| OLE | 64.000 | -0,21 | 1,17 | -47,54% | -0,28 | -4,73 | 0% | 1,97 |
| RIO | 23.000 | -0,1 | 0,38 | -23,79% | -52,17 | -28,27 | 95% | 1,19 |
| VIS | 2.219.000 | 2,23 | 0,24 | -5,22% | 19 | 19,03 | 58% | 2,41 |

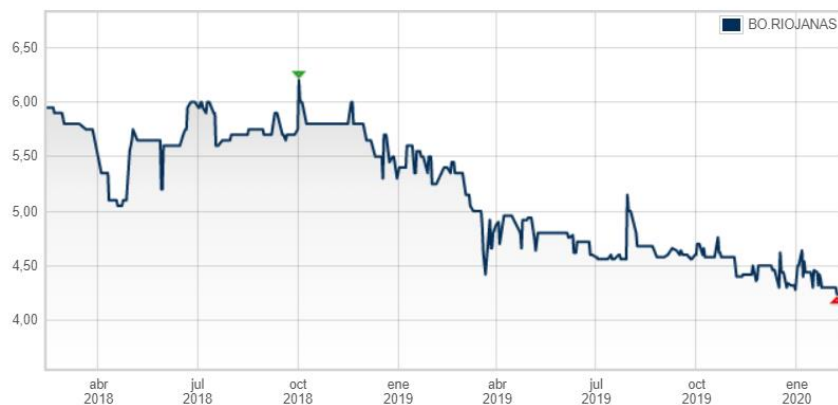
2. COTIZACIÓN ÚLTIMOS DOS AÑOS:

Fuente: Bolsa Madrid

Barón de Ley:



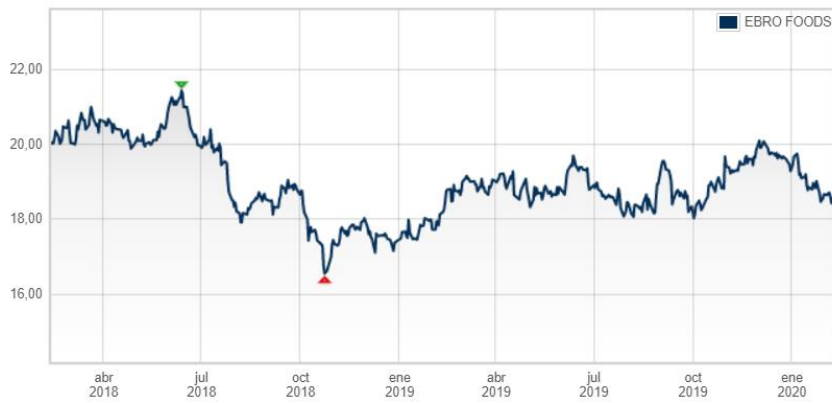
Bodegas Riojanas:



Deoleo:



Ebro Foods:



Viscofan:



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

1. RESUMEN RESULTADOS

Tasas de crecimiento aplicadas y tipos de gravamen:

| | BDL | EBRO | OLE | RIO | VIS |
|-------------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| Tasa crecimiento BAIT | 3,88% | 3,69% | 10% | -20,26% | 3,09% |
| Tipo gravamen efectivo IS | 23,42% | 29,81% | -25,00% | -25% | 20,64% |
| Tasa crecimiento amortización | -3,02% | 7,98% | -0,59% | 2,03% | 5,55% |
| Tasa crecimiento AFN | 5,00% | 6,75% | 4,50% | 2,00% | 6,35% |
| Tasa crecimiento NOF | 0,47% | 6,83% | -4,45% | -4,33% | 5,85% |

Variables modelo CAPM, ke, kd y g:

| | BDL | EBRO | OLE | RIO | VIS |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| beta | 0,38 | 0,24 | 1,17 | 0,38 | 0,24 |
| Tipo Renta Fija | 1,24% | 1,24% | 1,24% | 1,24% | 1,24% |
| Tipo Prima de Riesgo Estimada | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% | 6,70% |
| Ke | 3,91% | 2,97% | 9,20% | 3,91% | 2,97% |
| Kd | 1,33% | 4,18% | 8,69% | 2,85% | 3,07% |
| g | 1,40% | 1,40% | 1,40% | 1,40% | 1,40% |

Resultados:

| | BDL | EBRO | OLE | RIO | VIS |
|---------------------------------|---------|-----------|-------------|--------|-----------|
| Valoración según Capitalización | 446.080 | 2.683.412 | 79.374 | 27.487 | 2.242.569 |
| Valoración según FCF | 471.856 | 3.739.636 | - 1.959.933 | 22.516 | 2.499.332 |
| Precio Cotización | 109,00 | 17,44 | 0,06 | 5,30 | 48,12 |
| Precio según FCF | 115,31 | 24,30 | - 1,40 | 4,34 | 53,63 |
| Margen | 5,8% | 39,4% | -2569,2% | -18,1% | 11,4% |

2. BDL

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| BAIT | 30.934,39 | 32.134,61 | 33.381,40 | 34.676,56 | 36.021,97 |
| IS | - 7.244,76 | - 7.525,84 | - 7.817,84 | - 8.121,16 | - 8.436,25 |
| RESULTADO | 23.689,64 | 24.608,77 | 25.563,56 | 26.555,40 | 27.585,72 |
| AMORTIZACIONES | 6.888,37 | 6.680,22 | 6.478,36 | 6.282,61 | 6.092,76 |
| AFN | - 8.722,35 | - 9.158,47 | - 9.616,39 | - 10.097,21 | - 10.602,07 |
| NOF | - 8.256,34 | - 8.294,86 | - 8.333,56 | - 8.372,44 | - 8.411,50 |
| FCF | 13.599,31 | 13.835,66 | 14.091,97 | 14.368,35 | 14.664,90 |
| FCF desc. | 13.096,48 | 12.831,44 | 12.585,92 | 12.358,27 | 12.146,97 |

| | |
|-----------------|------------|
| WACC | 3,84% |
| Fondos Propios* | 446.080,00 |
| Fondos Ajenos** | 11.330,00 |
| Ke | 3,91% |
| Kd | 1,33% |
| t | 23,42% |

* Capitalización Bursátil a 01/01/2019

**Pasivo con coste

| | |
|----------------------|-------|
| Ke (CAPM) | 3,91% |
| beta | 0,38 |
| Renta Fija | 1,37% |
| Rentabilidad Mercado | 6,70% |

| | |
|----------------------------|------------|
| Sumatorio FCF desc. | 63.019,08 |
| Valor Residual actualizado | 418.221,58 |
| Fondos Ajenos actualizados | 9.384,66 |
| Valor Actual Grupo | 471.856,00 |
| nº de títulos | 4.092 |
| Valor Intrínseco | 115,31 |

| | |
|----------------------------|------------|
| FCF desc. 2023 | 12.146,97 |
| g | 1,40% |
| WACC | 3,84% |
| Valor Residual | 504.914,53 |
| Valor Residual actualizado | 418.221,58 |

3. RIO

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAIT | - 796,10 | - 957,36 | - 1.151,30 | - 1.384,51 | - 1.664,97 |
| IS | 199,02 | 239,34 | 287,82 | 346,13 | 416,24 |
| RESULTADO | - 597,07 | - 718,02 | - 863,47 | - 1.038,38 | - 1.248,73 |
| AMORTIZACIONES | 1.376,34 | 1.404,23 | 1.432,69 | 1.461,73 | 1.491,35 |
| AFN | - 1.271,94 | - 1.297,38 | - 1.323,33 | - 1.349,79 | - 1.376,79 |
| NOF | - 2.317,04 | - 2.216,63 | - 2.120,58 | - 2.028,68 | - 1.940,77 |
| FCF | 1.824,37 | 1.605,46 | 1.366,47 | 1.102,23 | 806,60 |
| FCF desc. | 1.768,85 | 1.509,23 | 1.245,47 | 974,06 | 691,11 |

| | |
|-----------------|-----------|
| WACC | 3,14% |
| Fondos Propios* | 27.487,00 |
| Fondos Ajenos** | 21.248,00 |
| Ke | 3,91% |
| Kd | 2,85% |
| t | 25,00% |

* Capitalización Bursátil a 01/01/2019

**Pasivo con coste

| | |
|----------------------|-------|
| Ke (CAPM) | 3,91% |
| beta | 0,38 |
| Renta Fija | 1,37% |
| Rentabilidad Mercado | 6,70% |

| | |
|----------------------------|-----------|
| Sumatorio FCF desc. | 6.188,72 |
| Valor Residual actualizado | 34.533,17 |
| Fondos Ajenos actualizados | 18.205,74 |
| Valor Actual Grupo | 22.516,15 |
| nº de títulos | 5.186 |
| Valor Intrínseco | 4,34 |

| | |
|----------------------------|-----------|
| FCF desc. 2023 | 691,11 |
| g | 1,40% |
| WACC | 3,14% |
| Valor Residual | 40.303,81 |
| Valor Residual actualizado | 34.533,17 |

4. OLE

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| BAIT | - 260.604,90 | - 234.544,41 | - 211.089,97 | - 189.980,97 | - 170.982,87 |
| IS | 65.151,23 | 58.636,10 | 52.772,49 | 47.495,24 | 42.745,72 |
| RESULTADO | - 195.453,68 | - 175.908,31 | - 158.317,48 | - 142.485,73 | - 128.237,16 |
| AMORTIZACIONES | 17.371,99 | 17.269,59 | 17.167,79 | 17.066,60 | 16.966,00 |
| AFN | - 3.330,42 | - 3.480,28 | - 3.636,90 | - 3.800,56 | - 3.971,58 |
| NOF | - 15.270,92 | - 14.081,33 | - 12.984,41 | - 11.972,94 | - 11.040,26 |
| FCF | - 166.141,18 | - 148.037,67 | - 131.802,17 | - 117.246,75 | - 104.202,48 |
| FCF desc. | - 155.488,71 | - 129.662,79 | - 108.040,66 | - 89.947,07 | - 74.814,51 |

| | |
|-----------------|------------|
| WACC | 6,85% |
| Fondos Propios* | 79.374,00 |
| Fondos Ajenos** | 560.977,00 |
| Ke | 9,20% |
| Kd | 8,69% |
| t | 25,00% |

* Capitalización Bursátil a 01/01/2019

**Pasivo con coste

| | |
|----------------------|-------|
| Ke (CAPM) | 9,20% |
| beta | 1,17 |
| Renta Fija | 1,37% |
| Rentabilidad Mercado | 6,70% |

| | |
|----------------------------|----------------|
| Sumatorio FCF desc. | - 557.953,74 |
| Valor Residual actualizado | - 999.213,50 |
| Fondos Ajenos actualizados | 402.766,03 |
| Valor Actual Grupo | - 1.959.933,27 |
| nº de títulos | 1.404.850 |
| Valor Intrínseco | - 1,40 |

| | |
|----------------------------|----------------|
| FCF desc. 2023 | - 74.814,51 |
| g | 1,40% |
| WACC | 6,85% |
| Valor Residual | - 1.391.715,64 |
| Valor Residual actualizado | - 999.213,50 |

5. EBRO

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| BAIT | 253.606,53 | 262.968,35 | 272.675,75 | 282.741,51 | 293.178,83 |
| IS | - 75.608,11 | - 78.399,16 | - 81.293,24 | - 84.294,16 | - 87.405,86 |
| RESULTADO | 177.998,42 | 184.569,19 | 191.382,51 | 198.447,34 | 205.772,97 |
| AMORTIZACIONES | 95.897,16 | 103.547,55 | 111.808,27 | 120.728,00 | 130.359,32 |
| AFN | - 128.731,96 | - 137.421,37 | - 146.697,31 | - 156.599,38 | - 167.169,84 |
| NOF | 64.494,55 | 68.899,74 | 73.605,83 | 78.633,36 | 84.004,29 |
| FCF | 80.669,08 | 81.795,63 | 82.887,64 | 83.942,60 | 84.958,17 |
| FCF desc. | 78.347,99 | 77.156,34 | 75.936,75 | 74.690,52 | 73.419,08 |

| | |
|-----------------|--------------|
| WACC | 2,96% |
| Fondos Propios* | 2.683.412,00 |
| Fondos Ajenos** | 876.306,00 |
| Ke | 2,97% |
| Kd | 4,18% |
| t | 29,81% |

* Capitalización Bursátil a 01/01/2019

**Pasivo con coste

| | |
|----------------------|-------|
| Ke (CAPM) | 2,97% |
| beta | 0,24 |
| Renta Fija | 1,37% |
| Rentabilidad Mercado | 6,70% |

| | |
|----------------------------|--------------|
| Sumatorio FCF desc. | 379.550,68 |
| Valor Residual actualizado | 4.117.370,21 |
| Fondos Ajenos actualizados | 757.285,38 |
| Valor Actual Grupo | 3.739.635,50 |
| nº de títulos | 153.865 |
| Valor Intrínseco | 24,30 |

| | |
|----------------------------|--------------|
| FCF desc. 2023 | 73.419,08 |
| g | 1,40% |
| WACC | 2,96% |
| Valor Residual | 4.764.486,80 |
| Valor Residual actualizado | 4.117.370,21 |

6. VIS

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BAIT | 151.159,71 | 155.829,35 | 160.643,24 | 165.605,85 | 170.721,76 |
| IS | - 31.200,98 | - 32.164,85 | - 33.158,49 | - 34.182,82 | - 35.238,80 |
| RESULTADO | 119.958,72 | 123.664,50 | 127.484,75 | 131.423,03 | 135.482,96 |
| AMORTIZACIONES | 65.906,31 | 69.567,28 | 73.431,61 | 77.510,60 | 81.816,17 |
| AFN | - 75.897,74 | - 80.717,25 | - 85.842,79 | - 91.293,81 | - 97.090,97 |
| NOF | 57.152,01 | 60.495,85 | 64.035,33 | 67.781,90 | 71.747,67 |
| FCF | 52.815,28 | 52.018,68 | 51.038,25 | 49.857,92 | 48.460,49 |
| FCF desc. | 51.305,66 | 49.087,48 | 46.785,67 | 44.397,34 | 41.919,52 |

| | |
|-----------------|--------------|
| WACC | 2,94% |
| Fondos Propios* | 2.242.569,00 |
| Fondos Ajenos** | 136.465,00 |
| Ke | 2,97% |
| Kd | 3,07% |
| t | 20,64% |

* Capitalización Bursátil a 01/01/2019

**Pasivo con coste

| | |
|----------------------|-------|
| Ke (CAPM) | 2,97% |
| beta | 0,24 |
| Renta Fija | 1,37% |
| Rentabilidad Mercado | 6,70% |

| | |
|----------------------------|--------------|
| Sumatorio FCF desc. | 233.495,67 |
| Valor Residual actualizado | 2.383.882,04 |
| Fondos Ajenos actualizados | 118.045,59 |
| Valor Actual Grupo | 2.499.332,13 |
| nº de títulos | 46.604 |
| Valor Intrínseco | 53,63 |

| | |
|----------------------------|--------------|
| FCF desc. 2023 | 41.919,52 |
| g | 1,40% |
| WACC | 2,94% |
| Valor Residual | 2.755.854,47 |
| Valor Residual actualizado | 2.383.882,04 |