



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA



# VALORACIÓN DE EMPRESAS

## EBRO FOODS, S.A.

### **TRABAJO FINAL DE MÁSTER**

Máster en Dirección Financiera y  
Fiscal

Alumno: Iván Morcillo Cabanilles

DNI: 20236048G

Directora: Ana Blasco Ruiz

Valencia, Septiembre 2016.

## AGRADECIMIENTOS

*Me gustaría aprovechar estas líneas para mostrar mi más sincera gratitud a todas las personas que han estado junto a mí, me han apoyado a lo largo de todos estos cinco años y han depositado su confianza en mí.*

*En primer lugar me gustaría agradecer a mis padres y hermana por el esfuerzo, motivación y comprensión en los momentos más difíciles, un pilar fundamental en mi vida y que sin ellos todo este trabajo no hubiera sido posible. A mi tío Ferrán que allí donde estés siempre estarás guiándome y ayudándome.*

*Además, me gustaría dar las gracias a todo el equipo de profesores que me han ayudado con sus conocimientos y experiencia a formarme para iniciar una nueva etapa en la vida, una etapa profesional muy esperada. Y como no olvidarme de mi tutora Ana Blasco que con sus consejos, disposición y orientación me han permitido realizar este trabajo final de máster con una gran satisfacción, gracias por tu confianza y generosidad.*

*Y por último, a mis compañeros y amigos que siempre los recordaré.*

*A todos vosotros, GRACIAS.*

# Índice

<b>Capítulo 1: Introducción</b>	<b>7</b>
1.1. Resumen	8
1.2. Objeto y justificación de las asignaturas cursadas	9
1.3. Objetivos del Trabajo Final de Máster (TFM) y metodología empleada	11
1.3.1. Objetivos	11
1.3.2. Metodología	12
<b>Capítulo 2: Marco conceptual sobre Valoración de Empresas. Antecedentes</b>	<b>13</b>
2.1. Introducción a la valoración de empresas	14
2.1.1. Definición de valoración de empresas	14
2.1.2. Aplicación y utilidad de la valoración de empresas	15
2.2. Precio y valor	20
2.2.1. Valor de mercado	23
2.2.2. Valor razonable o justo	24
2.2.3. Valor económico	24
2.2.4. Valor de liquidación	24
2.2.5. Valor acordado	25
2.3. Valoración de empresas	26
2.3.1. Principios para la valoración	26
2.3.2. Principales métodos para la valoración	27
2.4. Valoración por múltiplos vs. Valoración por Descuento de Flujo de Caja	39
<b>Capítulo 3: Estudio de la empresa objeto de valoración</b>	<b>40</b>
3.1. Descripción de la empresa	41
3.1.1. Política general de la compañía: misión, visión y valores	42
3.1.2. Modelo de negocio, estrategias y creación de valor	44
3.2. Análisis DAFO	49
3.4. Empresas competidoras	51
<b>Capítulo 4: Análisis sectorial: El sector agroalimentario</b>	<b>52</b>
4.1. Consideraciones generales	53
4.2. Variables macroeconómicas	53
4.2.1. Producto Interior Bruto (PIB) y cifra de negocios	54
4.2.2. Empleo	56
4.2.3. Precios e inflación	58
4.3. Acceso a la financiación	61
4.4. Exportaciones e Importaciones	62

<b>4.5. Análisis PESTEL</b>	<b>63</b>
4.2.1. Factores político-legales	63
4.2.2. Factores económicos	64
4.2.3. Factores sociológicos	67
4.2.4. Factores tecnológicos y ecológicos	68
<b>Capítulo 5: Análisis económico – financiero de Ebro Foods, S.A.</b>	<b>69</b>
<b>5.1. Introducción y consideraciones generales</b>	<b>70</b>
<b>5.2. Crecimiento</b>	<b>71</b>
5.2.1. Evolución del negocio	72
5.2.2. Evolución del balance y análisis de la situación patrimonial	73
5.2.3. Análisis del Estado de cambios en el Patrimonio Neto y del Estado de Flujos de Efectivo	77
5.2.4. Evolución del número de empleados	83
<b>5.3. Fortaleza financiera</b>	<b>87</b>
5.3.1. Análisis de la situación de liquidez	87
5.3.2. Análisis de la situación de endeudamiento y solvencia	93
5.3.3. Análisis de las políticas de inversión – financiación	96
5.3.4. Riesgo de quiebra (Índice Z de Altman)	100
<b>5.4. Calidad del negocio y ventaja competitiva</b>	<b>101</b>
5.4.1. Análisis de la cuenta de resultados	102
5.4.2. Rentabilidad económica y financiera	108
<b>5.5. Conclusiones extraídas del análisis económico – financiero</b>	<b>113</b>
<b>Capítulo 6: Valoración de Ebro Foods por el método de descuento de flujos de caja (DFC)</b>	<b>114</b>
<b>6.1. Objetivos y metodología</b>	<b>115</b>
<b>6.2. Horizonte temporal</b>	<b>115</b>
<b>6.3. Determinación de la tasa de descuento o tasa de actualización (CMPC)</b>	<b>116</b>
6.3.1. Estructura financiera	117
6.3.2. Coste del endeudamiento	118
6.3.3. Coste de los recursos propios	120
<b>6.4. Proyecciones financieras</b>	<b>124</b>
6.4.1. Ventas	125
6.4.2. Aprovechamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación	127
6.4.3. Amortizaciones	128
6.4.4. Inversiones en activo fijo	129
6.4.5. Valor Actual de los Flujos de Caja	130
<b>6.4. Escenarios pesimista y optimista</b>	<b>132</b>
6.4.1. Escenario optimista	132
6.4.2. Escenario pesimista	135
<b>6.5. Valor residual</b>	<b>137</b>

<b>6.6. Valor de la empresa</b>	<b>139</b>
<b>Capítulo 7: Método de valoración por múltiplos</b>	<b>141</b>
<b>7.1. Objetivos y metodología</b>	<b>142</b>
<b>7.2. Identificación de la empresa</b>	<b>143</b>
<b>7.3. Análisis y selección de comparables</b>	<b>143</b>
<b>7.3. Cálculo y selección de múltiplos de cotización</b>	<b>146</b>
<b>7.4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo</b>	<b>150</b>
<b>7.5. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo</b>	<b>152</b>
<b>Capítulo 8: Conclusiones</b>	<b>154</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>159</b>
<b>Anexos</b>	<b>161</b>
<b>Anexo 1: Estructura económica (Activos) del Balance de situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).</b>	<b>162</b>
<b>Anexo 2: Estructura financiera (Patrimonio Neto + Pasivo) del Balance de Situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).</b>	<b>163</b>
<b>Anexo 3: Cuenta de pérdidas y ganancias de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).</b>	<b>165</b>
<b>Anexo 4: Estado de Flujos de Efectivo de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).</b>	<b>166</b>
<b>Anexo 4: Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN) de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).</b>	<b>169</b>

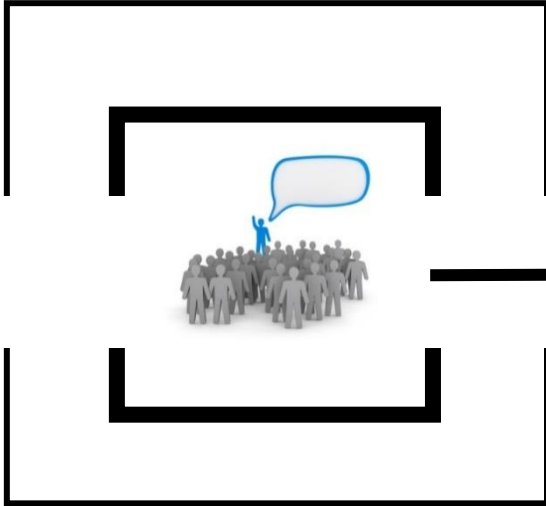
## Índice de tablas

Tabla 1: Clasificación de las aplicaciones para valorar una compañía	16
Tabla 2: Propósitos de la valoración	19
Tabla 3: Métodos de valoración de empresas	29
Tabla 4: Componentes de los múltiplos	34
Tabla 5: Clasificación de los múltiplos de cotización	35
Tabla 6: Sociedades dependientes y asociadas del grupo Ebro Foods.	41
Tabla 7: Participación del accionariado de Ebro Foods, S.A.	43
Tabla 8: Principales innovaciones y desarrollo del grupo Ebro Foods	48
Tabla 9: Análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) de Ebro Foods, S.A.	50
Tabla 10: Evolución del empleo en la industria manufacturera y de la Alimentación y Bebidas	57
Tabla 11: Peso del sector de la Alimentación y Bebidas (en porcentajes)	58
Tabla 12: Variación interanual del IPRI e IPC. 2007-2015 (en porcentajes)	59
Tabla 13: Factores del análisis PESTEL	63
Tabla 14: Composición del Balance según masas patrimoniales de Ebro Foods y el sector, 2012-2015	74
Tabla 15: Estado de Ingresos y Gastos reconocidos de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)	78
Tabla 16: Estructura analítica simplificada del EFE (2012-2015)	80
Tabla 17: Distribución y evolución de la plantilla de empleados (2012-2015)	83
Tabla 18: Ratios de liquidez de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)	88
Tabla 19: Ratios de solvencia y endeudamiento de Ebro Foods (2012-2015)	93
Tabla 20: Amortización acumulada de Ebro Foods en 2014 y 2015	97
Tabla 21: Estado de Origen y Aplicaciones de fondos de Ebro Foods 2015	97
Tabla 22: Índice Z de Altman de Ebro Foods, S.A.	100
Tabla 23: Cuenta de resultados analítica de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)	102
Tabla 24: Ratios de expansión de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)	103
Tabla 25: Ratios de rentabilidad económica y financiera de Ebro Foods (2012-2015)	108
Tabla 26: Estructura financiera de Ebro Foods	118
Tabla 27: Ratio del coste de endeudamiento de Ebro Foods	119
Tabla 28: Ratio del coste de endeudamiento medio de Ebro Foods y del Banco de España	120
Tabla 29: Rentabilidades de las Obligaciones del Estado a 10 años	121
Tabla 30: Rentabilidad del mercado (IGBM, Bolsa de Madrid)	122
Tabla 31: Betas de Ebro Foods y del sector (2015)	123
Tabla 32: Modelo definitivo, cálculo de la tasa de descuento	124
Tabla 33: Proyecciones sobre el crecimiento de las ventas	127
Tabla 34: Proyecciones sobre el crecimiento de los gastos generales y gastos de personal	128
Tabla 35: Proyecciones sobre el crecimiento de las amortizaciones	129
Tabla 36: Valor actual de los Flujos de Caja (2016-2020)	130
Tabla 37: Valor actual de los Flujos de Caja (2021-2025)	131
Tabla 38: Valor actual de los Flujos de Caja (2026-2030)	131
Tabla 39: Valor Actual Neto del modelo	132
Tabla 40: Proyecciones financieras escenario optimista (2016-2020)	133
Tabla 41: Proyecciones financieras escenario optimista (2021-2025)	133
Tabla 42: Proyecciones financieras escenario optimista (2026-2030)	134
Tabla 43: Valor Actual Neto del escenario optimista	134
Tabla 44: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2016-2019)	135
Tabla 45: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2021-2025)	136
Tabla 46: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2026-2030)	136
Tabla 47: Valor Actual Neto del escenario pesimista	137
Tabla 48: Valor residual en un escenario realista, optimista y pesimista	139
Tabla 49: Valor final de Ebro Foods por el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC)	139

Tabla 50: Cálculo de los múltiplos de cotización	148
Tabla 51: Aplicación de resultados a Ebro Foods (I)	150
Tabla 52: Aplicación de resultados a Ebro Foods (II)	151
Tabla 53: Aplicación de resultados (III)	151

## Índice de gráficos e ilustraciones

Gráfico 1: Variaciones de la Cifra de Negocios de las industrias extractivas y manufactureras	54
Gráfico 2: Producto Interior Bruto a precios corrientes y VAB de la industria manufacturera	56
Gráfico 3: Variación interanual del Índice de Precios de Consumo (2007-2015)	60
Gráfico 4: Variación interanual del Índice de Precios Industriales (2007-2015)	60
Gráfico 5: Crédito concedido a la industria manufacturera (en miles de euros)	61
Gráfico 6: Evolución del Producto Interior Bruto en España 2000-2014 (valores absolutos)	65
Gráfico 7: Evolución del Producto Interior Bruto en España 2000-2014 (variaciones interanuales en porcentajes)	65
Gráfico 8: Evolución del IPC general y sectorial (2000-2014)	66
Gráfico 9: Pirámide poblacional estimada (2008-2018)	68
Gráfico 10: Composición del Balance según masas patrimoniales de Ebro Foods, S.A.	74
Gráfico 11: Evolución de la plantilla de empleados (2012-2015)	84
Gráfico 12: Distribución de la plantilla de empleados por sexos (2012-2015)	85
Gráfico 13: Ratio de liquidez & Test Ácido de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	89
Gráfico 14: Ratio del Fondo de Maniobra sobre el Activo total de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	90
Gráfico 15: Ciclo de maduración y ciclo de caja de Ebro Foods (en días)	92
Gráfico 16: Ratios de endeudamiento y Patrimonio Neto sobre Pasivo total de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	94
Gráfico 17: Ratio de cobertura de intereses de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	95
Gráfico 18: Capacidad de endeudamiento de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	96
Gráfico 19: Evolución del Margen Bruto de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	104
Gráfico 20: Gastos generales, gastos sobre ventas y gastos de personal de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	105
Gráfico 21: EBITDA Y Gastos sobre ventas de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	106
Gráfico 22: Gastos financieros y gastos sobre ventas de Ebro Foods (2012-2015)	107
Gráfico 23: Rentabilidad económica (ROA) Y Rentabilidad financiera de Ebro Foods (2012-2015)	109
Gráfico 24: Rentabilidad económica de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	110
Gráfico 25: Rentabilidad Financiera de Ebro Foods y el sector (2012-2015)	111
Gráfico 26: Selección de un rango de valoración para Ebro Foods	152
Ilustración 1: Factores influyentes en el precio de una empresa	22
Ilustración 2: Metodología del Descuento de Flujos de caja (DFC)	38
Ilustración 3: Fases metodológicas de la Valoración por múltiplos	142
Ilustración 4: Listado de empresas sector bienes de consumo	145



# Capítulo 1: Introducción

---

**1.1. Resumen**

**1.2. Objeto del TFG y justificación de las asignaturas relacionadas**

**1.3. Objetivos y metodología**

**1**



En el primer capítulo se expondrá inicialmente un breve resumen del Trabajo Fin de Máster, con el propósito de detallar posteriormente el objeto del TFM y el listado de las asignaturas del Máster en Dirección Financiera y Fiscal (MDFF) relacionadas con el presente trabajo y cuyos conocimientos han sido necesarios para la consecución del mismo. Finalmente, se describirán y desarrollarán los objetivos a alcanzar y que se espera conseguir una vez elaborado el siguiente Trabajo Fin de Máster.

## 1. 1. Resumen

La búsqueda de la mejor oportunidad de inversión en una determinada compañía en base a unas proyecciones de futuro atractivas en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez, constituyen el eje principal para muchos inversores, quienes con su elevada liquidez buscan la mejor opción para incrementar sus beneficios futuros. En este sentido, resulta fundamental indagar sobre las diferentes alternativas dentro de las cotizadas en el mercado continuo y, así pues, Ebro Foods es una compañía cotizada que podría adaptarse en mayor medida a las necesidades de inversores potenciales.

De este modo, en el presente Trabajo Fin de Máster se plantea, en primer lugar, un análisis sectorial y su impacto en la economía española en términos macroeconómicos, tales como por ejemplo su contribución en el PIB español, el proceso inflacionario en relación a los índices de precios al consumo, el volumen de empleo, entre otros aspectos relevantes y de mayor impacto sobre el sector objeto de análisis, la industria manufacturera en general y la industria de la alimentación y bebidas en particular.

Además, dicho análisis se particularizará a la situación del grupo objeto de valoración posterior, Ebro Foods, De este modo se realizará un análisis económico – financiero a partir de la información económica que de las cuentas anuales de los últimos cuatro ejercicios económicos se puede extraer (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto...). Con todo ello se analizará la evolución empresarial experimentada por la compañía, la fortaleza financiera y la mayor o menor ventaja competitiva en términos de rentabilidades. En este sentido, se empezará a evidenciar si realmente es una gran oportunidad de inversión o no, y que posteriormente se corroborará mediante la valoración de la compañía.

A continuación, se deberá predecir cuál es el valor de la compañía para observar si ésta está sobrevalorada o infravalorada, permitiendo determinar si es una buena oportunidad de inversión o no. Para ello, se llevarán a cabo dos métodos de valoración: Método de descuento

de flujos de efectivo (DFC) y Método de valoración por múltiplos. El primero de los métodos trata de buscar unos flujos de caja bajo las hipótesis de las diferentes proyecciones financieras a futuro y que descontados a una tasa de descuento determinada previamente permitirán obtener un Valor actual para la compañía. El segundo método se basa en valorar la compañía por múltiplos de valoración en relación a las empresas comparables.

Finalmente y teniendo en cuenta que Ebro Foods es un Holding de un grupo de empresas cuyo volumen de ventas generado anualmente representa el reparto de dividendos de todas las empresas que componen el grupo, es una compañía que muestra una elevada volatilidad en sus resultados pero las perspectivas de crecimiento de la economía refleja una atractiva oportunidad de inversión en el momento presente.

## 1.2. Objeto y justificación de las asignaturas cursadas

El objeto del trabajo que a continuación se expone es el análisis y estudio del grupo manufacturero Ebro Foods S.A. Para ello, se incidirá en un análisis económico – financiero exhaustivo que permite llegar a una aproximación específica a la vez que realista en torno cuestiones que tienen un efecto directo sobre el crecimiento y evolución del negocio, la fortaleza financiera y la ventaja competitiva.

A continuación y a modo informativo, se expone una tabla en la que se puede observar todos los capítulos que constituyen el presente trabajo y su vinculación con las asignaturas impartidas en el Máster en Dirección Financiera y Fiscal en la Facultad de Administración y Dirección de Empresas (FADE, UPV), así como una breve justificación de los conocimientos que se han adquirido y que han sido imprescindibles para realizar el presente Trabajo Fin de Máster.

<i>Asignatura relacionada</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b><i>Mercados financieros y valoración de empresas (Máster Dirección Financiera y Fiscal).</i></b></li> <li>- <b><i>Análisis y Consolidación Contable (Grado ADE).</i></b></li> </ul>
<i>Breve justificación</i>	<p>La asignatura de Mercados financieros y valoración de empresas ha sido empleada desde dos puntos de vista. Por un lado los conocimientos adquiridos mediante la parte de Mercados financieros junto con asignaturas impartidas en el Grado en Administración y Dirección de Empresas como Análisis y Consolidación Contable han permitido desarrollar el análisis económico – financiero de Ebro Foods.</p> <p>A través de este análisis la primera parte de la asignatura ha desarrollado un breve estudio del análisis fundamental, y que ha servido para interpretar el análisis desarrollado en el presente trabajo y, de este modo, poder hacer las proyecciones financieras futuras necesarias para emplear el primero de los métodos de valoración en base a los resultados obtenidos del momento presente y pasado en términos económico – financieros.</p> <p>En segundo lugar, la segunda parte de la asignatura, valoración de empresas, ha permitido desarrollar en marco teórico y los antecedentes de la Valoración de Empresas, así como poner en práctica ambos métodos de valoración para la compañía objeto de análisis, Ebro Foods, S.A.</p>

## 1.3. Objetivos del Trabajo Final de Máster (TFM) y metodología empleada

### 1.3.1. Objetivos

El objeto del presente Trabajo Final de Máster es la realización de la valoración de Ebro Foods, S.A., que se dedica a la producción y comercialización de arroces, pastas y salsas. Para alcanzar dicho objetivo principal, será necesario realizar un análisis exhaustivo de la compañía, del sector en el que opera, un análisis económico – financiero y, posteriormente, se aplicará la metodología de valoración económica.

Los objetivos presentados y desarrollados en los diferentes capítulos que componen el Trabajo Final de Máster, son los siguientes:

- Poseer un conocimiento previo sobre el campo de la valoración de empresas, para posteriormente poder aplicar de forma práctica en la compañía Ebro Foods, S.A.
- Realizar un análisis detallado de la situación actual del sector manufacturero y de la industria de la Alimentación y Bebidas.
  - ✓ Detectando las debilidades, fortalezas, oportunidades y amenazas existentes en el entorno competitivo en el que opera (Análisis DAFO).
  - ✓ Analizando el impacto de la situación económica actual del país basada en una coyuntura económica en fase de recuperación (Análisis PESTEL).
- Efectuar un análisis económico – financiero de la empresa objeto de valoración, que deberá girar en torno a tres bloques fundamentales sobre los cuales se analizarán diversos aspectos.
  - ✓ Crecimiento: evolución del negocio, evolución patrimonial, análisis del EFE y ECPN y de la plantilla de empleados.
  - ✓ Fortaleza financiera: análisis de la situación de liquidez, endeudamiento, solvencia, políticas de inversión – financiación y riesgo de quiebra.
  - ✓ Calidad del negocio y ventaja competitiva: Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancia y rentabilidades económica y financiera.
- Establecer el valor de la compañía Ebro Foods, S.A., a través de la aplicación de la metodología de valoración de “Descuento de Flujos de Caja” y la de Valoración por

“Múltiplos de cotización”. Mediante ambas metodologías se pretende analizar la posible infravaloración o sobrevaloración de la compañía en el mercado continuo en el que cotiza.

### 1.3.2. Metodología

A continuación, una vez desarrollados los objetivos que se pretenden conseguir y alcanzar mediante la elaboración del Trabajo Fin de Máster, es necesario hacer hincapié en la metodología seguida para su desarrollo. El presente trabajo se estructura en siete capítulos, quedando excluido el capítulo introductorio.


En primer lugar, para desarrollar el marco conceptual de Valoración de empresas, antecedentes (capítulo 2) se han empleado libros de algunos investigadores que han tratado el ámbito de la valoración de forma exhaustiva como es el caso de Pablo Fernández, Sheridan Titman o Antonio de la Torre Gallegos, entre otros.

En segundo lugar, el estudio de la compañía objeto de valoración (capítulo 3) y el análisis del sector manufacturero y de la industria de la Alimentación y Bebidas (capítulo 4) se ha empleado como metodología a seguir la consulta a bases de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), pero también información documental en base a publicaciones oficiales, noticias de prensa y libros. Mediante esta metodología se han podido elaborar todo tipo de tablas, gráficos e ilustraciones imprescindibles.

En tercer lugar, el análisis económico – financiero de la compañía Ebro Foods, S.A. (capítulo 5) se ha desarrollado mediante la puesta en práctica de técnicas analíticas (análisis multidimensional, análisis mediante ratios, análisis horizontal, vertical y porcentual...), así como a través de toda la información obtenida de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. necesaria para ser capaces de interpretar y entender todos los resultados extraídos del análisis.

Posteriormente, la puesta en práctica de la valoración de empresas mediante ambos métodos (Descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos, capítulos 6 y 7) que constituyen el núcleo del presente trabajo, se ha desarrollado mediante una metodología basada en la recopilación de las conclusiones extraídas del análisis económico – financiero, así como de las cuentas anuales y demás webs sobre información bursátil.

Finalmente, el último capítulo de conclusiones se ha desarrollado mediante una metodología basada en la recopilación de información tanto interna (partiendo de conclusiones alcanzadas a lo largo de todo el trabajo desarrollado) como de fuentes externas.



## Capítulo 2: Marco conceptual sobre Valoración de Empresas. Antecedentes

---

**2.1. Introducción a la Valoración de Empresas**

**2.2. Precio y Valor**

**2.3. Valoración de empresas**

**2.4. Valoración por múltiplos vs. Valoración por Descuento de Flujo de Caja**

**2**

## 2.1. Introducción a la valoración de empresas

La valoración de empresas trata de fijar el valor objetivo o común considerado adecuado para determinar su valor con el objetivo de estimar los derechos de los propietarios de una determinada empresa objeto de valoración.

En este sentido, en cualquier proceso de valoración se pueden establecer uno o varios valores que forman el intervalo de valores razonables sobre el cual debe integrarse el valor de la empresa. Así pues, se calcula el valor intrínseco o estimación objetiva de valor actual y potencial de la empresa mediante la aplicación de diferentes métodos de valoración de empresas, por lo que no será necesario el precio o valor de mercado de la empresa pues se basa en criterios de negociación. No obstante, no significa que la multitud de valores conlleve a que el valor de mercado pierda relevancia, sino más bien que además de dicho valor de mercado existen otros valores a tomar en consideración.

Por otro lado, la finalidad de la valoración condiciona tanto el método empleado como los resultados obtenidos a partir del desarrollo de dicho método. Además, existen numerosas aplicaciones prácticas en la valoración de empresas, tales como la compraventa, fusiones, adquisiciones, aportaciones de capital, entre otras.

A continuación se realizará un breve recorrido conceptual entorno los principales aspectos teóricos relativos a la valoración de empresas a modo de desarrollo de todo lo expuesto en los párrafos anteriores.

### 2.1.1. Definición de valoración de empresas

La valoración de empresas se define como “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico”. Caballer (2008)

En este sentido, cabe destacar algunos aspectos ante la definición anteriormente expuesta:

- La valoración de empresas se constituye como una parte de la economía, pretendiendo aclarar la separación de un enfoque en términos económicos con otras perspectivas o enfoques.

- La estimación de un determinado valor o valores de una empresa se lleva a cabo con arreglo a determinadas hipótesis. Estas hipótesis son aceptadas pese a no estar sustentadas por una demostración previa, pero aun así busca reflejar una realidad objetiva.
- Es necesario determinar cuál es la finalidad de la valoración de empresas concretas, puesto que ésta persigue unos fines concretos.
- Utilización de procesos de cálculos basados en información de carácter económico y técnico.

Además, partiendo de la definición expuesta por Caballer se observa la subjetividad implícita derivada de la valoración de una empresa concreta, pues se parte de determinadas hipótesis o predicciones que permitirán determinar un valor final que variará en función de la finalidad por la que se lleve a cabo la valoración y del método de valoración utilizado. Por este motivo, resulta imprescindible estandarizar la valoración mediante principios y métodos que sean aceptados como válidos.

### 2.1.2. Aplicación y utilidad de la valoración de empresas

La estimación del valor de una determinada empresa puede llevarse a cabo por determinados motivos o circunstancias, todos ellos encaminados a la búsqueda de la información necesaria para la toma de decisiones en términos racionales ante determinadas situaciones en las que se pueda ver involucrada la empresa, por ejemplo, la compraventa o una fusión.

En primer lugar, algunas de las circunstancias o motivos que llevan a la necesidad de realizar la valoración de una empresa son las siguientes:

- **Circunstancias especiales** como modificaciones en la estructura del capital (ampliaciones y reducciones de capital, compraventa de la totalidad o parte de acciones de la empresa objeto de valoración, la salida a Bolsa o liquidación), así como operaciones de crecimiento externo (fusiones y adquisiciones donde la empresa adquiriente y cedente determinan la cuantía que están dispuestos a pagar y recibir, adquisición de participaciones de otras empresas o escisión de una empresa en varias empresas).
- **Circunstancias ordinarias en el ciclo vital de la empresa** por hechos que obligan a ésta a la valoración en función de la necesidad, es decir, como vía para el cumplimiento de los objetivos fijados por la empresa (creación de valor para los accionistas, gestión



eficiente valorada en función del mayor o menor impacto de la misma entorno el valor de la empresa), como base para la negociación con terceros (negociación de préstamos, seguros y en las relaciones con la Administración Pública entorno al cumplimiento de los compromisos fiscales en términos de impuestos), como base para cálculos económicos (cálculo del coste de capital invertido en la empresa y búsqueda de recursos financieros) y como información expuesta a terceros (accionistas, acreedores, obligacionistas, inversores del mercado secundario de renta variable y el Estado).

En segundo lugar, una vez expuestos algunos de los principales motivos o circunstancias que dan lugar a la necesidad de llevar a cabo la valoración de una determinada empresa, también resulta fundamental analizar brevemente las principales aplicaciones de toda valoración siguiendo unos criterios para clasificar dichas aplicaciones.

A continuación se observan tanto los criterios empleados como las aplicaciones derivadas de cada criterio.

**Tabla 1: Clasificación de las aplicaciones para valorar una compañía**

Por su interés o utilidad		Por su naturaleza
<i>Pública</i>	<i>Privada</i>	
Nacionalizaciones	Fusión	Sociedades de capital
Expropiaciones	Absorción	Empresas individuales
Privatizaciones	Escisión	Empresas públicas
	Variaciones de capital	Empresas de economía social
	Transformación de sociedades	
	Análisis bursátil	
	Compraventa de empresas	
	Garantías bancarias	

*Fuente: Caballer (1997) y elaboración propia*

En relación a la **utilidad pública**, se observan algunas de las finalidades (nacionalizaciones y expropiaciones), cuyo principal objetivo radica en la obtención de un “precio justo” en una determinada cesión obligatoria de la propiedad de la empresa, pasando de los propietarios de la misma al Estado. Por un lado, el concepto nacionalización se refiere a la expropiación de un sector que por su posición estratégica en la economía de un país se convierte en un sector concreto y único (transporte, banca, energía, comunicaciones, etc.). Por el contrario, la

expropiación se refiere a una sola empresa o grupo de empresas por razones económico – sociales.

Finalmente, dentro de este bloque se encuentran además las privatizaciones, que se constituyen como proceso inverso de las expropiaciones, es decir, consiste en que una empresa o grupo de empresas propiedad del Estado pasen a manos privadas, bien porque el sector que en un momento dado era estratégico para la economía de un país ha dejado de serlo, o porque el sector público es ineficaz o excesivamente grande, o para aumentar los ingresos estatales y así poder reducir los niveles de déficit público.

En este último proceso, la valoración resulta fundamental para establecer las condiciones de la privatización, en especial el precio por el que los posibles compradores piensan adquirir la totalidad o una parte del capital de una determinada empresa que se privatiza.

En cuanto a la **utilidad privada** cabe destacar por un lado los procesos de fusión, absorción y escisión. La absorción y fusión se diferencian por el punto de partida de las distintas empresas y sus resultados principalmente. En el supuesto de absorción, la empresa absorbente tiene una situación de superioridad sobre otra u otras empresas absorbidas, donde permanece la empresa absorbente que aumenta el capital con la aportación de las empresas absorbidas.

Por el contrario, en el supuesto de fusión todas las empresas implicadas se sitúan en la misma posición, desapareciendo todas las empresas que se fusionan para dar lugar a una nueva empresa. Por el contrario, la escisión es el proceso inverso y opuesto a la fusión.

Por último, las numerosas operaciones llevadas a cabo entre empresas tanto a nivel interno como externo ha dado lugar a la necesidad de elaborar informes de valoración de empresas derivados de la actividad económica, suponiendo en la actualidad una fuerte demanda de los mismos.

De este modo, algunas de las principales aplicaciones sobre las que resulta imprescindible desarrollar dichos informes son las siguientes:

- **Análisis bursátil:** entorno a empresas cotizadas en un mercado secundario (la Bolsa, por ejemplo), la estimación del valor de la empresa es el valor bursátil resultante de multiplicar el valor de una acción por el número total de acciones que posea la empresa cotizada.
- **Compraventa de empresas:** las transacciones de pequeñas y medianas empresas (Pymes) por empresarios individuales es un aspecto distinto al de la absorción o fusión,

y el comportamiento racional del posible y futuro comprador o vendedor da lugar a la necesidad de realizar una valoración formalizada, con el propósito de fijar la estrategia de negociación en la compraventa futura.

- **Constitución de garantías bancarias:** la concesión de préstamos bancarios a una determinada empresa está condicionado tanto por el inmovilizado que posea como por el valor de la empresa.

Por otro lado, en cuanto a la utilidad de las valoraciones se debe tener en cuenta las diferencias existentes entre una valoración y una auditoría, pues pese a que conceptualmente se asemejan en las relaciones empresariales su objetivo empresarial se muestra diferente.

La auditoría de cuentas tiene por objetivo ofrecer una seguridad y evidencia adecuada y suficiente de que las cuentas anuales de la sociedad auditada muestran la imagen fiel de su situación económico – financiera y patrimonial y de sus resultados obtenidos derivados de sus operaciones durante el periodo auditado. En este sentido, los procedimientos y técnicas de auditoría de carácter analítico pretenden alcanzar ese objetivo.

Por el contrario, la valoración de empresas no busca la comprobación y verificación de que las cuentas anuales de la sociedad muestran la imagen fiel de sus resultados y su situación económico – financiera y patrimonial, sino más bien, parte de unas cifras consideradas como válidas, sujetas a auditoría o no, sobre las que desarrolla la valoración.

De este modo, el valorador deberá entender el funcionamiento del negocio, los conductores de valor y finalmente tratar de prever el futuro empresarial de dicho negocio. Conforme a lo expuesto por Pablo Fernández, una valoración puede servir para diversos propósitos, entre los que se pueden encontrar los siguientes:

**Tabla 2: Propósitos de la valoración**

PROPÓSITO DE LA VALORACIÓN	DESCRIPCIÓN
<b>Operaciones de compraventa</b>	Desde la perspectiva del vendedor, la valoración le permite conocer el precio mínimo por el que debe vender. Por el contrario, desde el punto de vista del comprador, la valoración le informa sobre el precio máximo que deberá pagar.
<b>Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa</b>	Con el propósito de comparar el valor de cotización de la acción en el mercado con el valor obtenido mediante la valoración (observar aquellos que parecen más infravalorados por el mercado). Por tanto, la valoración de varias empresas y su evolución sirve para realizar comparaciones entre ellas y establecer estrategias.
<b>Salidas a bolsa</b>	La valoración permite indicar el precio por el que se ofrecen las acciones entre el público inversor.
<b>Herencias y testamentos</b>	La valoración de una empresa permite comparar el precio de las acciones con el de otros bienes.
<b>Sistemas de remuneración basados en la creación de valor</b>	La valoración de una empresa permite cuantificar la creación de valor.
<b>Jerarquización e identificación de los impulsores de valor (value drivers)</b>	Identificar cuáles son las fuentes de creación y destrucción de valor.
<b>Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa</b>	La valoración de una empresa se constituye como paso previo a la toma de decisiones sobre la continuidad del negocio empresarial:

	comprar, vender, fusionarse, comprar otras empresas o crecer/expandirse.
<b>Planificación estratégica</b>	La valoración de una empresa permite medir el impacto de las futuras y posibles políticas y estrategias a seguir por la empresa en la creación y destrucción de valor (decidir qué productos/países/clientes/líneas de negocio abandonar, mantener o potenciar).
<b>Procesos de arbitraje y pleitos</b>	En ocasiones y ante disputas sobre precios, el informe de valoración suele ser uno de los requisitos a presentar, pues es un sustento fiable para la decisión del tribunal de arbitraje o del juez (no siempre es así).

*Fuente: IESE Business School-Universidad de Navarra, Pablo Fernández, 2008*

## 2.2. Precio y valor

En el ámbito de la valoración de empresas, ha habido muchos autores que han expuesto su opinión entorno a la relación existente entre el precio y el valor de una empresa. Como dijo Warren Buffet, “el precio es lo que se paga. El valor lo que se obtiene”, o A. Machado, “solo el necio confunde el valor con el precio”.

Por lo general, una determinada empresa posee un valor distinto para distintos compradores y también puede tener un valor distinto para comprador y vendedor. No obstante, una empresa, pese a tener varios valores, únicamente tendrá un único precio (en el caso de cotizar en bolsa, su precio será el de las acciones). Por esta razón, el valor debe diferenciarse del precio, explicándose a través de múltiples razones, entre las que cabe destacar que el valor es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una determinada empresa. No obstante, los conceptos de precio y valor son utilizados con frecuencia en el ámbito de la valoración de empresas indistintamente, pero realmente diferentes conceptualmente.

Por un lado, el precio es simplemente el resultado de una determinada transacción sobre un bien o derecho en circunstancias concretas. Además, sobre el precio influyen numerosos factores relacionados con los propios intervinientes de su fijación (compradores y vendedores) y con circunstancias exógenas acaecidas en una determinada transacción.

Pese a ello, en términos de valoración de empresas es necesario tener en cuenta que existe una diferencia clara entre el precio de las acciones de una determinada compañía y el valor de la misma, dando lugar a una divergencia en el concepto a cuantificar económicamente más que en el significado de precio y valor. En este sentido, no significa lo mismo valorar la compañía que valorar las acciones, es decir, el valor de ésta es el valor que posee para la totalidad de proveedores de capital o inversores de la industria (accionistas, acreedores financieros y demás proveedores de deuda tanto a corto como a largo plazo).

Por lo general, la valoración de una empresa se realiza aplicando dos de los métodos más conocidos en la actualidad, el descuento de flujos de efectivo y el método de valoración por múltiplos. En relación al primero de ellos, el flujo que caja libre hace referencia al flujo teórico que representa lo que queda para los proveedores de capital una vez han sido contabilizadas las operaciones y restadas las necesidades de inversión de capital de la empresa (en inmovilizados y capital corriente) y libre de impuestos. De estos flujos de caja libres se obtiene el valor de la compañía para la totalidad de proveedores de capital dando lugar al **Valor de la Empresa**.

Por otro lado, el valor de vital importancia para el accionista, es decir, el **Valor de las Acciones**, es el resultado de restar el valor de mercado de la deuda neta a largo y a corto plazo al valor de la empresa y posteriormente, si procede, sumar el valor de mercado de los activos no operativos de la misma, es decir, de todos los activos que no contribuyen a la obtención de efectivo y por ese motivo no son valorados por el Descuento de Flujos de Caja (DCF).

A continuación, en relación al precio, algunos de los factores que influyen habitualmente en la determinación del precio de una determinada compañía se pueden agrupar en tres grandes bloques: Relacionados con el comprador, relacionados con el vendedor y relacionados con circunstancias exógenas.

## Ilustración 1: Factores influyentes en el precio de una empresa

### Relacionados con el comprador:

- Justificación estratégica de la operación
- Posibles sinergias como consecuencia de una integración posterior
- Urgencia para realizar la operación
- Escasa información sobre la empresa a adquirir.
- Mejor información que el mercado sobre la empresa objetivo.

### Relacionados con el vendedor:

- Necesidad del accionista de vender
- Mejor/peor información sobre desarrollos futuros del negocio
- Falta de sucesión empresarial
- Urgencia para realizar la operación
- Búsqueda de viabilidad futura a un negocio en declive.

### Relacionados con circunstancias exógenas:

- Recientes o previsibles nuevas regulaciones sectoriales que afecten al negocio
- Modificaciones sustanciales en tipos de interés
- Cambios tecnológicos
- Alteraciones sustanciales de los precios de materias primas
- Mayor o menor presión de otros competidores en el proceso de compraventa.

*Fuente: Asignatura Mercados financieros y valoración de empresas. Elaboración propia*

No obstante, a la hora de determinar el valor de una compañía concreta se aplican sobre el negocio una serie de hipótesis que no tienen por qué ser necesariamente las que surgen en la determinación del precio efectivamente pagado. A modo de ejemplo, el valor de mercado se define mediante el “precio” al que un determinado vendedor y comprador, actuando libremente, sin ningún tipo de interés especial o presión y con una adecuada información sobre el negocio, estarían dispuestos a realizar la operación o transacción. A continuación se observan algunos de los puntos clave para la creación de valor de una empresa.

- En el mercado real, mediante la obtención de una rentabilidad del capital invertido por encima del coste de oportunidad de capital se crea valor.
- Se creará mayor valor cuanto más se pueda invertir para obtener rentabilidades superiores al coste de capital, es decir, a mayor crecimiento mayor creación de valor siempre que el rendimiento de capital supere al coste de capital.
- Es conveniente establecer estrategias que busquen maximizar el valor actual de la corriente de beneficios económico esperados y del cash flow.
- Las perspectivas futuras de la empresa en términos de crecimiento de los flujos de caja, incrementos en la cuota de mercado y en las rentabilidades de los activos también influyen en el valor de la misma.
- La rentabilidad obtenida por los accionistas depende fundamentalmente de los cambios en las expectativas de futuro y no tanto en el rendimiento presente de la compañía.

A continuación se detallan los distintos tipos de valor existentes en el ámbito de la valoración de empresa y que, a su vez, permiten aportar una distinción clara en relación a los conceptos de valor y precio.

### 2.2.1. Valor de mercado

El valor de mercado se define como el precio al que se espera llevar a cabo una determinada operación de compraventa en el libre mercado, entre dos partes informadas perfectamente (un vendedor libre y un comprador libre), ambas con similar conocimientos sobre los mercados en los que se opera (leyes del mercado) y los negocios, actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio y en un plazo razonable de tiempo para efectuar la transacción.

A continuación, se observan algunas de las características básicas del hipotético comprador, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Tener total acceso a la información sobre el mercado y el negocio.
- No existencia de limitación de recursos.
- Ser un inversor prudente.
- Ser capaz de pagar el valor de mercado antes de dejar pasar la oportunidad de compra.
- No tener circunstancias concretas que le hagan estar en situación de obtener sinergias o reconocer valores especiales.

Este tipo de valor es el más utilizado en el ámbito empresarial tanto por los usuarios como por las autoridades competentes como consecuencia de ser caracterizado por la primacía del mercado y de las reglas que éste define, de ser el más realista y de ser considerado como regulador de toda actividad económica.

Además, el valor de mercado es utilizado en operaciones de compraventa de inversiones o empresas y para determinar si el precio pagado por una determinada transacción está dentro del rango de valores de una justa operación entre la parte compradora y vendedora. Incluso con el valor de mercado se asume que la compañía objeto de valoración se encuentra en situación de “empresa en funcionamiento”.



### 2.2.2. Valor razonable o justo

El valor razonable o justo trata de determinarse de forma independiente a los intereses de las partes. Este valor se determina según las condiciones de la compañía, haciéndolo único para un determinado momento de la vida de la empresa, con base a otro tipo de valoraciones (valor de mercado, valor económico o valor de los activos de la empresa).

En este sentido, siempre trata de ser equitativo y justo para ambas partes participantes en la transacción, siendo fundamental la independencia del valorador. Además, algunas de las situaciones donde se utiliza dicho valor se muestran a continuación:

- Por decreto judicial.
- En la aplicación de cláusulas estatutarias.
- Como soporte del valor que se refleja en la información financiera divulgada por las empresas, en algunos países.
- En situaciones de arbitraje de tipo voluntario.

### 2.2.3. Valor económico

El valor económico es el valor que posee un negocio determinado para un posible y futuro comprador o para su propietario actual, sin llegar a ser nunca el valor de mercado ya que representa su valor únicamente para una de las partes. Además es estimado por el propietario del negocio con el propósito de evaluar las ofertas recibidas o para realizar procesos privatizadores en el caso de determinadas empresas públicas.

### 2.2.4. Valor de liquidación

El valor de liquidación es el valor que poseería la empresa en el supuesto de que vendiese la totalidad de sus activos y hacer frente a las deudas o pasivos pendientes al llevarse a cabo la liquidación o cierre del negocio de forma definitiva.

Por un lado, este método de valoración es utilizado tradicionalmente por empresas que se encuentran en situación de crisis (por ejemplo, en empresas con pérdidas continuadas). No obstante, también suele utilizarse en empresas que quieran cesar su actividad de forma voluntaria o en los supuestos de disolución de joint – ventures.

Por otro lado, el valor de liquidación se realiza siguiendo un proceso bien definido mediante un enfoque estático debido a que en el momento de la valoración toma en consideración la situación de sus activos y pasivos en ese mismo momento sin tener en cuenta su evolución futura. Además, únicamente se tienen en cuenta las posibles operaciones que pueden producirse durante dicho periodo de liquidación.

A continuación se detallan los diferentes tipos de valores de liquidación que se puedan hallar en la valoración de una determinada compañía.

- **Valor de liquidación ordenada:** Este proceso se lleva a cabo de forma ordenada y sin urgencia drástica en la liquidación de la compañía, empleando el tiempo necesario para obtener, por ejemplo, un precio de mercado en la realización de los activos. En este tipo de liquidaciones suele ser conveniente elaborar un plan de liquidación para posteriormente poder llevar a cabo la valoración.
- **Valor de liquidación forzosa:** Este proceso se efectúa con urgencia a diferencia del anterior y, en consecuencia, es probable que el valor de realización de los activos se reduzca de forma sustancial. Este tipo de liquidaciones aparecen en empresas en las que se den alguno o varios de los siguientes supuestos:
  - Declaración de quiebra
  - Mandato judicial
  - Subasta pública o privada
  - Decisión de los propietarios de liquidar sus activos y pasivos con la mayor brevedad posible debido a la magnitud de las pérdidas generadas.

### 2.2.5. Valor acordado

El valor acordado es aquel que se obtiene mediante un conjunto de procedimientos centrados en fórmulas sencillas acordadas previamente. Es considerado como un procedimiento característico dentro de una compañía, donde sus estatutos recogen las cláusulas donde se explican los ajustes sobre el precio y las fórmulas, y además es necesario para poder llevar a cabo una operación de compraventa entre los accionistas.

## 2.3. Valoración de empresas

El siguiente epígrafe abordará dos aspectos fundamentales entorno al ámbito de la valoración de empresas: los principios sobre los que se sustenta todos y cada uno de los métodos valorativos empleados y los principales métodos de valoración en base a una concreta clasificación dando lugar a un valor de la compañía variable según el método empleado.

### 2.3.1. Principios para la valoración

La valoración de empresas es una actividad muy amplia que conlleva una excesiva regulación legal, desde normas contables y fiscales en materia de operaciones de reestructuración empresarial (fusiones, adquisiciones, escisiones...) hasta una orden ministerial ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras.

En el presente trabajo, la orden ministerial expuesta anteriormente será el núcleo para poder entender el conjunto de principios sobre los que se debe sustentar toda valoración de cualquier compañía. Esta orden expone las normas necesarias para el cálculo del valor de tasación de bienes inmuebles y demás derechos reales con el propósito de elaborar informes y certificados con posterioridad a la ejecución del trabajo de valoración en una empresa concreta. Además, el objetivo de estas normas es potenciar y fomentar la calidad formal y técnica de la valoración con el objetivo de proteger los intereses de terceros inversores o asegurados. Por otro lado, la orden ECO parte de la Orden de 30 de noviembre de 1994 sobre normas de valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras, disposición actualmente derogada pero que con anterioridad había contribuido al perfeccionamiento del funcionamiento del mercado de tasación con finalidades financieras.

Por otro lado, la presente orden determina un conjunto de principios sobre los que se debe centrar toda valoración de cualquier empresa, tales como:

- **Principio de anticipación**, según el cual el valor de un determinado bien inmueble que se encuentre en explotación económica es función de las expectativas de renta que previsiblemente proporcionará en el futuro.
- **Principio de finalidad**, según el cual la finalidad de la valoración determina el método y las técnicas de valoración a emplear. Por tanto, los métodos y criterios valorativos utilizados deberán ser coherentes con el propósito de la valoración.

- **Principio de mayor y mejor uso**, según el cual el valor de un inmueble dedicado a diferentes usos será el que resulte de destinarlo dentro de las posibilidades legales y físicas, al económicamente más aconsejable o el que permite obtener el mayor valor.
- **Principio de probabilidad**, según el cual ante distintos escenarios razonables de elección, se elegirán los estimados como más probables.
- **Principio de proporcionalidad**, según el cual los informes de valoración se elaborarán con una amplitud adecuada considerando el uso y la valoración del objeto de valoración, así como su singularidad en el mercado.
- **Principio de prudencia**, según el cual ante diversos escenarios o posibilidades de elección igualmente probables se seleccionará aquella que muestre un valor menor en sus resultados.
- **Principio de sustitución**, según el cual el valor de un inmueble es equivalente al de otros activos de características similares y sustitutivos de este.
- **Principio de temporalidad**, según el cual el valor de un inmueble se considera variable en el tiempo.
- **Principio de transparencia**, según el cual el informe de valoración de una compañía deberá mostrar la información suficiente y necesaria para su fácil comprensión, detallando tanto las hipótesis de partida como la documentación utilizada.
- **Principio del valor residual**, según el cual el valor que se atribuye a cada factor de producción de un inmueble es el resultante de la diferencia entre el valor total del activo y los valores que se atribuyen a los demás factores productivos.

### 2.3.2. Principales métodos para la valoración

En el ámbito de la valoración de empresas cabe diferenciar distintos enfoques en función de la consideración que se haga de la compañía como unidad valorativa. “La empresa es la unidad económica que cuenta con el factor humano y los activos circulantes y fijos, financiados mediante endeudamiento o recursos propios, necesarios para desarrollar las tareas de producción” (R. Alonso Sebastián y A. Villa Pérez).

En ese sentido, como unidad valorativa, resulta fundamental conocer su valor a partir de su situación presente observada a través del balance de situación y buscando confrontar en una determinada fecha los activos que posee la empresa con las deudas que tiene contraída con terceros ajenos a la empresa. Este enfoque valorativo recibe el nombre de **Valoración Estática** (Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias) y se caracteriza por tres aspectos fundamentales:

- Corresponde a un enfoque patrimonial centrado en el Balance.
- No considera a la empresa como un sistema organizativo.
- Considera que la empresa será capaz en un futuro de generar un flujo o corriente de beneficios, permitiendo determinar una vida futura para la misma y con ello la continuidad del negocio.

Dicho enfoque recae sobre la Escuela Clásica de Valoración y permite determinar los valores obtenidos por medio de la información extraída de los Estados Financieros. Además, su aplicación supone la valoración guiada por el principio de prudencia valorativa y su utilidad se centra en calcular la cuantía que los accionistas podrían repartirse en caso de liquidación de la sociedad.

Por otro lado, el enfoque alternativo es el llamado **Valoración Dinámica** y se caracteriza por los siguientes aspectos fundamentales:

- El enfoque patrimonial centrado en el Balance de situación de la compañía queda relegado a un segundo plano.
- La organización empresarial es considerada explícitamente.
- Considera que la empresa tiene capacidad suficiente para generar un flujo de resultados (beneficios, ganancias, dividendos...) durante su vida futura.
- Se apoya, fundamentalmente, en la cuenta de Pérdidas y Ganancias, el Balance de Situación o las estrategias empresariales que se pretenden seguir en un futuro.

Por último, otro de los enfoques valorativos son los Métodos basados en modelos de comportamiento, más conocidos en la actualidad como **Métodos de Valoración por comparables o múltiples**. Este tipo de métodos estudian las relaciones existentes entre el valor de mercado y variables como la evolución de las cotizaciones futuras de la compañía, la política de distribución de dividendos o el ratio PER (Precio Cash-Flow), mediante el análisis basado en la Teoría de la regresión, entre otras.

Además, estos métodos resultan relevantes para los inversores, quienes muestran una mayor preocupación por los beneficios que la compañía va a generar en el futuro, sin tener en cuenta lo hecho por la empresa en el pasado. En este sentido, estos métodos se basan en que el valor de un activo es el valor presente de los flujos de rendimiento que se espera que el activo genere en un futuro más o menos próximo, mediante la consideración para su cuantificación de diferentes valores, tales como los dividendos pagados, los flujos de caja libres o los beneficios (Beneficios netos, beneficios antes de impuestos...).

A continuación, en la tabla 3 se observa la clasificación de los principales métodos de valoración de empresas encuadrados en los diferentes enfoques, indicando además el valor que determina y que es característico de cada método valorativo y el fundamento de cada uno de ellos.

**Tabla 3: Métodos de valoración de empresas**

Métodos	Valoración	Valor	Fundamento
<b>SIMPLES</b>	ESTÁTICA	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Valor Contable</li> <li>▪ Valor Contable Ajustado</li> <li>▪ Valor Liquidación</li> <li>▪ Valor Substancial</li> </ul>	<b>Balance de Situación</b>
	DINÁMICA	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Múltiplo de:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Beneficio, PER</li> <li>- Ventas</li> <li>- EBITDA</li> <li>- Otros múltiplos</li> </ul> </li> </ul>	<b>Cuenta de Resultados</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Subjetivo</li> </ul>	<b>Rentabilidad de la empresa según los planes del agente económico.</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bursátil</li> </ul>	<b>Balance e información bursátil</b>
<b>COMPUESTOS</b>	MÉTODOS MIXTOS (GOODWILL o Fondo de Comercio)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Clásico</li> <li>▪ Unión Expertos Contables Europeos</li> <li>▪ Renta Abreviada</li> <li>▪ Otros</li> </ul>	<b>Balance de Situación y rentabilidad de la empresa</b>
<b>DESCUENTO DE FLUJOS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Free Cash Flow</li> <li>▪ Cash Flow por acciones</li> <li>▪ Dividendos</li> <li>▪ Capital Cash Flow</li> </ul>		

Fuente: Valoración de empresas (R. Alonso Sebastián y A. Villa Pérez); P. Fernández, 2005;

Una de las preguntas que se deben realizar es ¿Qué método escoger? El método de Descuento de Flujos de Caja es el más aceptado, extendido y reconocido entre los profesionales del ámbito de la valoración de empresas debido a su uso acertado que considera la compañía como una organización generadora de flujos y, en consecuencia, debe ser valorada como un activo financiero que posee un valor presente bajo determinadas condiciones o hipótesis. Por el contrario, el resto de métodos de valoración, también son útiles para poder realizar contrastes, pero sin embargo no están muy extendidos en la práctica profesional de las negociaciones empresariales. A continuación se detallarán las características de cada uno de ellos con el fin de comprender las limitaciones de éstos últimos

#### *2.3.2.1. Métodos basados en el Balance*

Estos métodos se basan en datos extraídos a partir del Balance de Situación de la empresa objeto de análisis, obtenidos a partir de las normas de registro y valoración contable (principalmente sobre inmovilizados materiales valorados a precio de adquisición, inmovilizado intangible o inversiones inmobiliarias). No obstante, en el caso del inmovilizado material valorado a precio de adquisición, dicho valor no coincidirá con el valor de mercado, pues los inmuebles de revalorizan, pero ésta es una forma rápida de obtener el valor de la empresa de forma aproximada tras realizar ciertos ajustes.

En este sentido, a continuación se detallan los diferentes métodos basados en el Balance partiendo de los tipos de valor que se detallaban en el epígrafe 2.2 del presente capítulo:

- **Método basado en el valor contable:** El valor de la empresa es el valor del Patrimonio Neto o Fondo propios. Nunca coincidirá con el valor de mercado, pues se basa en criterios de registro y valoración contables.
- **Método basado en el valor contable ajustado:** Empleando la misma metodología que en el método anterior, se ajustarán los valores a situaciones realistas (precios de mercado, obsolescencias...).
- **Método basado en el valor de liquidación:** Muestra el valor mínimo de una compañía, calculado como la diferencia entre el valor obtenido tras vender la totalidad de sus activos y lo obtenido tras cancelar las deudas.
- **Método basado en el valor substancial (o valor de reposición de los activos):** Es la inversión necesaria para construir una empresa con idénticas condiciones.

### 2.3.2.2. Métodos basados en la Cuenta de Resultados

El propósito de estos métodos es buscar el valor de la empresa en función de los beneficios generados por la misma y observables a través de su contabilidad y en las ventas y demás partidas de la cuenta de resultados. Por lo tanto, del mismo modo que los métodos anteriores, se centra en datos extraídos de la información contable, sin tener en consideración el futuro ni el macroentorno. Además, estos métodos se caracterizan por ser fáciles y rápidos y cabe destacar los siguientes:

- **Método Múltiplo de los beneficios (PER, Price Earning Ratio):** Indica el dividendo pagado en función de la cotización de las acciones.
- **Método Múltiplo de las ventas:** se obtiene un valor en función de las ventas, tras multiplicar dicho valor por un determinado número.
- **Método Otros Múltiplos:** Tras utilizar múltiplos de empresas comparables, cabe destacar los siguientes:
  - *Valor de la empresa / EBIT* → EBIT = Earnings before Interests and Taxes
  - *Valor de la empresa / EBITDA* → EBITDA = Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization.
  - *Valor de la empresa / Cash Flow Operativo*
  - *Valor de las acciones / Valor contable*
  - *Precio/ventas; precio/suscriptor; precio/habitante, etc.*

### 2.3.2.3. Método Valoración por Múltiplos

Este método de valoración es uno de los más utilizados en el campo de la valoración de empresas junto al Método de Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF), y trata de valorar una determinada compañía con el propósito de encontrar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras empresas comparables. De este modo, dicha metodología empleada permite hallar el valor de empresas no cotizadas en la Bolsa de Valores y, en el caso de ser una empresa cotizada, el método de valoración por múltiplos permite detectar si el mercado está sobrevalorando o infravalorando dicho valor de mercado.

Además, es un método que por sí solo no permite determinar el valor de una determinada compañía de forma precisa debido a la inexistencia de dos empresas



idénticamente iguales u homogéneas, pero sirve para comparar con los valores obtenidos mediante la aplicación de otros métodos de valoración como el Descuento de Flujos de Caja.

Por otro lado, parte de la hipótesis de que los mercados son totalmente eficientes, es decir, que el precio es igual al valor de los activos de la compañía y de este modo no existen oportunidades de compra o venta ya que toda la información disponible se encuentra descontada en el precio. También se asume que el mercado corrige todos los fallos de infravaloración y sobrevaloración en el corto plazo.

A continuación se observa la metodología y los pasos que se deben seguir para poder determinar el valor mediante el Método de Valoración por Múltiplos.

### **Paso 1: Análisis de la empresa objetivo**

Consiste en llevar a cabo un estudio sobre la empresa objeto de valoración, siendo imprescindible para tener una mejor perspectiva y criterio para valorar la empresa y analizar sus resultados obtenidos de forma más eficaz. Algunos de los aspectos se deben analizar en este primer paso están:

- Actividad desarrollada: análisis de bienes y servicios ofrecidos.
- Historia de la compañía.
- Nacionalidad.
- Países y mercados en los que opera.
- Estructura del accionariado y la propiedad.
- Aspectos fundamentales del sector en el que opera (clientes, proveedores, competidores, regulación legal, cuota de mercado, posicionamiento, etc.).
- “Business mix”.
- Estructura de la organización.
- Políticas de empresa (financieras, estratégicas, de capital humano...).
- Participaciones en otras empresas, alianzas estratégicas, etc.
- Análisis de los estados financieros de los últimos años y análisis de los datos de mercado (para empresas cotizadas).

## **Paso 2: Análisis y selección de las compañías comparables**

En este segundo paso se selecciona las empresas comparables con la compañía objeto de valoración. Este es uno de los aspectos fundamentales de esta metodología de valoración, pues todo el estudio valorativo posterior puede verse influenciado y distorsionado si en este paso no se han seleccionado las compañías adecuadamente.

Algunos de los aspectos se deben analizar en este primer paso están:

- Deben ser compañías cotizadas en Bolsa y deben realizar la misma actividad que la empresa objeto de valoración.
- Deben tener un mismo “mix” de negocio y/o productos.
- Deben tener un tamaño similar, mismas perspectivas de crecimiento de beneficios empresariales, un equipo directivo de categoría similar, una rentabilidad similar, y una posición competitiva equivalente.
- Deben tener el mismo grado de integración vertical en cuanto a sus activos.
- Deben tener una estructura y volumen de gastos de investigación en I+D y Marketing similares.
- Deben ser de un mismo país o región y deben operar en una misma zona geográfica.

No obstante, es innegable que encontrar empresas que cumplan todos y cada uno de los aspectos anteriores resulta bastante complicado e incluso imposible. De este modo, el analista deberá mostrarse más flexible a la hora de tomar estos criterios para seleccionar empresas comparables.

## **Paso 3: Cálculo y selección de los múltiplos de cotización**

En el tercer paso se deben definir todos los componentes de los ratios más utilizados en la práctica y analizar posteriormente el proceso de cálculo y selección de los múltiplos de cotización. A continuación, en la siguiente tabla se observan algunos de los componentes que el analista deberá tener en cuenta a la hora de llevar a cabo el cálculo posterior.

**Tabla 4: Componentes de los múltiplos**

COMPONENTE	DEFINICIÓN
<b>Beneficio Neto</b>	Beneficio después de impuestos
<b>BPA</b>	Beneficio neto por acción
<b>BAIL o EBIT</b>	Beneficio antes de intereses e impuestos
<b>EBITDA</b>	Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos
<b>Valor en libros</b>	Capital social + Reservas
<b>Valor del capital (P)</b>	Capitalización bursátil
<b>Valor de la empresa (EV)</b>	Capitalización bursátil + deuda neta
<b>Deuda Neta</b>	Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo + Leasing financiero – Caja – Activos líquidos
<b>DPA</b>	Dividendo por acción

*Fuente: Pablo Fernández (2008).*

Una vez determinados y calculados los diferentes componentes de los múltiplos, se deberán seleccionar los múltiplos necesarios para realizar el estudio. A continuación, en la tabla 5 se observa los diferentes múltiplos, así como la clasificación y el cálculo de los mismos:

**Tabla 5: Clasificación de los múltiplos de cotización**

Clasificación	Múltiplo	Cálculo
<b>Múltiplos basados en la capitalización</b>	PER	Precio / Beneficio
	P/CF	Precio / Cash Flow
	PTB	Capitalización / Recursos Propios
	P/Clientes	Precio / Clientes
	P/S	Precio / Ventas
	P/Output	Precio / Output
<b>Múltiplos basados en el valor de la empresa</b>	EV / EBITDA	Valor empresa / Bº antes de intereses, impuestos y amortizaciones.
	EV / S	Valor empresa / Ventas
	EV / CF	Valor empresa / Cash Flow
<b>Múltiplos basados en el crecimiento</b>	EV / EG	Valor empresa / Crecimiento del beneficio
	PEG	Precio / Crecimiento del Beneficio

Fuente: Pablo Fernández (2008).

#### **Paso 4: Aplicación de los resultados a la empresa objetivo**

Este paso consiste en multiplicar los ratios expuestos en la tabla 5 por los datos que corresponden a la empresa objetivo, para poder hallar la información deseada. De este modo, el rango de múltiplos obtenido deberá aplicarse a datos históricos de la empresa objetivo (ventas, EBITDA, EBIT, Valor en libros, reflejados en la memoria) y a datos futuros o estimados de la empresa objetivo (datos de informes financieros elaborados y publicados por analistas).

#### **Paso 5: Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo**

Tras haber obtenido los valores para la empresa objeto de valoración, se recomienda realizar un gráfico con todos los valores obtenidos con el propósito de acotar los valores seleccionados dentro de un único rango de valores.

De este modo, en el gráfico se podrá observar la existencia de puntos muy alejados unos de otros, aspecto que deberá ser explicado. Por lo tanto, una vez obtenido el rango de valores

de la compañía objetivo, resultará útil además dividir los resultados por los datos de la compañía, con el propósito de obtener los múltiplos de la misma y así poder comprobar si están en la línea con el resto del sector.

#### *2.3.2.4. Métodos Mixtos, basados en el Goodwill*

Estos métodos se basan fundamentalmente en el goodwill o fondo de comercio de la compañía. El fondo de comercio es definido por el Plan General de Contabilidad de 2007 como el “conjunto de bienes inmateriales o intangibles que aportan valor a la empresa, tales como la clientela, nombre o razón social, ubicación de la empresa...”.

Estos métodos muestran un enfoque mixto pues, llevan a cabo una valoración estática de los activos de la empresa y también añaden un cierto dinamismo a dicha valoración al tratar de cuantificar el valor que generará la compañía en el futuro. En este sentido, tienen por objeto calcular el valor de la compañía a partir de los activos netos más el valor que representarán los beneficios futuros. Dichos beneficios se generan por medio de los activos intangibles no registrados en los balances de las empresas y dan lugar al denominado Fondo de Comercio o Goodwill. De este modo, algunos de los métodos de escasa utilidad son los siguientes:

- Método “clásico” de valoración.
- Método simplificado de la “renta abreviada del Goodwill” o método de la UEC simplificado.
- Método indirecto o método de los prácticos.
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos.
- Método de compra de resultados anuales.
- Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo.

#### *2.3.2.5. Método basado en el Descuento de Flujos de Fondos (cash flow)*

El método basado en el Descuento de flujos de caja es uno de los más empleados en la práctica en el campo de la valoración de empresas entre profesionales independientes, inversores financieros y empresarios.

En primer lugar, cabe destacar que es modelo que valora los fondos propios o recursos propios de una determinada compañía objeto de valoración como la diferencia entre el valor de la compañía disponible para los inversores (valor de explotación) y el valor de la deuda neta

(volumen total de deuda a largo y corto plazo más leasing financiero, efectivo o caja y demás activos líquidos equivalentes).

En segundo lugar, la metodología de Descuento de flujos de caja está presente en numerosos trabajos en los cuales se profundiza sobre este método de valoración. Algunos de los autores que se deberían destacar son Garicano (2004) que considera que este método es el más perfeccionado técnicamente y, aunque mejorable, determina las principales referencias a tener en cuenta ante la compraventa de un negocio o la valoración de una determinada inversión, Loeffler (2006) caracterizado por exponer las principales ventajas e inconvenientes derivadas del uso de este método de valoración y Labatut (2006) quien estudio los métodos de valoración en base a los flujos de caja esperados o resultados bajo la hipótesis de que una compañía vale más cuanto mayor sea su producción, tanto por medio de la liquidez o del beneficio.

No obstante, pese a la multitud de estudios elaborados sobre la valoración de empresas, cabe destacar que la valoración de empresas no cotizadas resulta muy compleja, ya que es necesario llevar a cabo multitud de ajustes con el fin de adaptarse a los modelos de valoración, principalmente en la previsión de los flujos de caja y en la estimación de la tasa de descuento (Romera, 2004). Además, la valoración en este tipo de empresas posee una dificultad añadida, su vinculación a una percepción subjetiva.

En tercer lugar, cabría destacar que en la valoración de empresas, en muchas ocasiones se cometen errores y autores como Fernández (2007) analizan los más de 100 errores cometidos en distintas valoraciones de empresas clasificados en las siguientes categorías:

- Errores al prever o calcular los flujos de caja esperados;
- Errores al interpretar la valoración de la compañía;
- Errores al interpretar la contabilidad de la compañía;
- Errores al calcular el valor terminal;
- Errores sobre la tasa de descuento y la tasa del riesgo de la compañía;
- Errores en términos de la estructura organizativa de la compañía;
- Inconsistencias y errores conceptuales.

A continuación, en la siguiente ilustración se detalla el proceso que se debe seguir a la hora de aplicar el método de valoración por Descuento de flujos de caja.

Ilustración 2: Metodología del Descuento de Flujos de caja (DFC)



Fuente: Asignatura de Mercados Financieros y Valoración de empresas. Elaboración propia.

En capítulos posteriores se pondrá en práctica el método de Descuento de Flujos de caja aplicado a la empresa Ebro Foods con el fin de valorar la compañía en términos cuantitativos siguiendo los aspectos destacados en la ilustración anterior.

## 2.4. Valoración por múltiplos vs. Valoración por Descuento de Flujo de Caja

Del método de valoración por Descuento de Flujos de Caja o DCF (Discounted Cash Flows) ha sido y es uno de los métodos más utilizados. No obstante, los métodos basados en múltiplos de cotización y transacción son cada vez más utilizados por las compañías en el campo de la valoración de empresas, debido a las ventajas que muestran en comparación con el Descuento de Flujo de Caja. En este sentido, algunas de las ventajas que presentan son las siguientes:

- Más simples.
- Más rápidos.
- Utilizados por mercados de renta variables (Bolsa de valores, por ejemplo).
- Más prácticos

Por otro lado, en algunas ocasiones el método de valoración por múltiplos permite valorar empresas que no pueden ser valoradas por el método de DCF o pueden resultar difícil hacerlo, alcanzando resultados poco fiables. Por ejemplo, en una empresa creada recientemente debido a los avances tecnológicos, resulta complicado estimar las ventas futuras y, por consiguiente, los flujos de caja, tanto de la compañía objeto de valoración como del sector en general.

Desde este punto de vista, los resultados obtenidos mediante el DCF dependen íntegramente de las hipótesis de partida, mientras que la valoración por múltiplos no implica realizar tantos supuestos como el descuento de flujos de caja.

En definitiva, pese a todo lo comentado anteriormente, ambos métodos de valoración deben ser complementarios y no sustitutivos, es decir, debería proporcionar resultados similares y el valor obtenido a través del DCF debería ir acorde con el valor obtenido por múltiplos de cotización. Así pues, esta es una forma excelente de comprobar si los supuestos realizados en el DCF resultan coherentes y adecuados.





## Capítulo 3: Estudio de la empresa objeto de valoración

**3.1. Descripción de la empresa**

**3.2. Análisis DAFO**

**3.3. Empresas competidoras**

**3**

### 3.1. Descripción de la empresa

Ebro Foods es una compañía multinacional dedicada al sector de la alimentación, y más específicamente al sector del arroz, pasta y salsas. Tiene su sede en España, pero con una fuerte presencia tanto comercial como industrial a nivel internacional que se ve reflejada en la extensa red de filiales y marcas situadas en más de 25 países de Europa, África, Asia y Norteamérica. Debido a este aspecto, Ebro Foods se ha posicionado como la compañía líder mundial en el sector del arroz y como segundo fabricante a nivel mundial de pasta.

En este sentido, esta multinacional muestra un fuerte desempeño económico, medioambiental y social de aquellas empresas que desarrollan los negocios del Grupo Ebro Foods en todo el mundo. A continuación se observa cuáles son las sociedades pertenecientes al grupo así como el país al que pertenecen y donde se desarrolla principalmente su actividad y el área de negocio donde radica ésta.

**Tabla 6: Sociedades dependientes y asociadas del grupo Ebro Foods.**

SOCIEDAD	PAÍS	ÁREA DE NEGOCIO
American Rice Inc.	USA	Arroz
Arrozeras Mundiarroz, S.A.	Portugal	Arroz
Boost Nutrition, C.V.	Bélgica	Arroz
Bosto Panzani Benelux, N.V.	Bélgica	Arroz y pasta
Catelli Foods Corporation	Canadá	Pasta
Ebro Foods, S.A.	España	Matriz (Holding)
Ebrofrost Holding, GmbH	Alemania	Arroz y pasta
Ebro India, Privated Ltd.	India	Arroz
Euryza GmbH	Alemania	Arroz
Herba Bangkok	Tailandia	Arroz
Herba Egypt Ricemills, Ltd.	Egipto	Arroz
Herba Puerto Rico, L.L.C.	Puerto Rico	Arroz
Herba Ricemills, S.L.U.	España	Arroz
Herba Ricemills Rom, S.R.L.	Rumania	Arroz
Lassie, B.V.	Holanda	Arroz
Lustucru Frais, S.A.S.	Francia	Arroz y pasta

Mundi Riso, S.R.L.	Italia	Arroz
Mundi Riz, S.A.	Marruecos	Arroz
New World Pasta	USA y Canadá	Pasta
Panzani, S.A.S.	Francia	Pasta
Pastificio Lucio Garofalo, Spa	Italia	Pasta
Riceland Magyarorzag, KFT	Hungria	Arroz
Riviana Foods, Inc.	USA y Canadá	Arroz
Stevens&Brotherton Herba Foods, Ltd.	Reino Unido	Arroz

Fuente: Informe anual 2014 de Ebro Foods S.A.

### 3.1.1. Política general de la compañía: misión, visión y valores

Por otro lado, en cuanto a la misión, visión y valores de la compañía cabe destacar que su principal misión es la investigación, creación, producción y comercialización de alimentos de alto valor añadido que permita satisfacer las necesidades nutritivas de la sociedad y mejorar su bienestar y su salud. La visión radica en poder llegar a ser líderes en el sector “Meal Solutions” con el fin de aportar las mejores soluciones en términos de alimentación a los consumidores en aspectos como la funcionalidad, salud, conveniencia y placer. Todo ello orientado a la innovación, siendo capaces de satisfacer las demandas del mercado de cada momento y alcanzando un liderazgo en el sector en todas sus áreas geográficas (Europa, África, Asia y Norteamérica) y en toda su actividad industrial y comercial o de comercialización/distribución.

Además, los valores propios de la compañía giran en torno al liderazgo, transparencia, honestidad, integridad, respeto y compromiso con los diferentes grupos de interés de la compañía. Así pues, a continuación se puede observar los diferentes grupos de interés más implicados en el propio negocio y que son necesarios para el adecuado funcionamiento de Ebro Foods en todos sus aspectos:

- **Accionistas:** En relación a los accionistas y, en consecuencia, a la junta general de accionistas, la compañía debe comunicar anualmente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) los porcentajes de participación en Ebro Foods como accionistas significativos. A continuación, se muestra la siguiente tabla donde se observarán las principales participaciones de la sociedad.

**Tabla 7: Participación del accionariado de Ebro Foods, S.A.**

ACCIONISTA	% PARTICIPACION DIRECTA	% PARTICIPACIÓN INDIRECTA	% TOTAL SOBRE CAPITAL SOCIAL
Sociedad Estatal de Participaciones Industriales	0%	10,36%	10,36%
Instituto Hispánico del Arroz, S.A.	0%	6,95%	6,95%
Corporación Financiera Alba, S.A.	0%	10,01%	10,01%
Sociedad Anónima Damm	0%	10,03%	10,03%
Juan Luís Gómez-Trenor Fos	0%	7,10%	7,10%

Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Página web de la compañía.

- **Empleados:** En torno a este aspecto, en el siguiente capítulo del presente trabajo se analizará de forma detallada la evolución de la plantilla de empleados durante los últimos cuatro ejercicios económicos, con el fin de determinar el mayor o menor crecimiento de la compañía. Además, uno de los aspectos clave en torno a los empleados es la formación continua en materia de Prevención y Riesgos laborales y multitud de cursos de formación para todas las categorías profesionales (Directivos, mandos intermedios, administrativos, Auxiliares, comerciales, etc.).
- **Clientes:** El éxito de cualquier empresa radica en su aceptación por parte de sus clientes que, en definitiva, son los que dan la buena o mala imagen de la compañía al mercado. Es por ello que Ebro Foods dirige todos sus esfuerzos a satisfacer las exigencias del cliente, ofreciéndole el servicio que demanda y busca. En este sentido, el informe de sostenibilidad sobre los productos publicado por Ebro Foods en 2015, afirma que se están adoptando todas las medidas de homologación y programas de calidad concertada que conduzcan a la satisfacción del cliente final.
- **Proveedores:** Con el fin de tener a su alcance los proveedores más cualificados, se requiere del establecimiento de normas que aseguren el correcto funcionamiento de la compañía y, con ello, la continuidad con los proveedores en busca de la fidelidad. Así pues, se han adoptado normas de aseguramiento de la calidad (ISO 9001:2000, ISO 9001:2008 e ISO 22000 o la norma British Retail Consortium que cualifican a sus proveedores de producto y marca).

- **Sociedad:** En este aspecto, la sociedad engloba todo lo referido a la compañía, es decir, todo lo expuesto con anterioridad, con el fin de sincronizar cada uno de los aspectos en uno solo, siendo capaz de coordinar la sociedad por el camino correcto y adecuado.
- **Medios de comunicación:** Relevantes por la necesidad del grupo en torno a la capacidad comunicativa con todos los grupos de interés o stakeholders pertenecientes el propio grupo empresarial. Con ello, se consigue la imagen que la propia compañía desea tener de cara a posibles futuros inversores potenciales.

### 3.1.2. Modelo de negocio, estrategias y creación de valor

En el presente apartado, el propósito es entender cuál es el modelo de negocio que ha sido capaz de llevar a la compañía a una posición dominante en el sector de la alimentación, así como las estrategias implantadas para lograrlo de la forma más eficaz y eficiente posible y cómo se basa su método para crear valor añadido que le permita diferenciarse de la competencia.

#### 3.1.2.1. Modelo de negocio

El Grupo Ebro Foods desarrolla una actividad descentralizada para las diferentes áreas de gestión del negocio, enfocado a éste y a una estructura dinámica y ligera donde prevalece la funcionalidad, cohesión y conocimiento del mercado frente al personalismo, según se afirma en el Informe Anual 2014 de la compañía.

Además, cabe destacar que toda la red de filiales que pertenecen al Grupo reportan al Holding Ebro Foods, S.A. cuyo objetivo en común es la coordinación, liderazgo e impulso en el desarrollo continuo de la compañía en términos consolidados, y cuya estrategia se centra en proporcionar soluciones de alimentación saludables a los consumidores que permitan la diferenciación de todas sus marcas a través de la innovación y el desarrollo de nuevos productos y formatos.

Por otro lado, la gestión del Grupo se lleva a cabo por segmentos de negocio que tratan de combinar el tipo de actividad que desarrollan y el lugar físico donde se desarrolla dicha actividad. Los dos principales segmentos de actividad son:

- **Negocio Arroceros:** Incluye la producción y distribución de arroces, derivados y complementos culinarios. Actividad de tipo industrial con un modelo de “multimarca” con presencia en Europa, el Arco Mediterráneo, India y Tailandia a través de las sociedades del

Grupo Herba y por América del Norte, América Central, Caribe y Oriente Medio a través del Grupo Riviana y su filial American Rice (ARI).

- **Negocio de Pasta:** Incluye la producción y comercialización de pasta tanto seca como fresca, salsas, derivados y complementos culinarios. Tiene presencia en Norteamérica a través del Grupo New World Pasta y en el resto del mundo (principalmente Francia e Italia) por medio de los Grupos Panzani y Garofalo. El proceso productivo de los productos que comercializa el Grupo utiliza como materias primas fundamentales el arroz y el trigo duro.

El comercio mundial del arroz es inferior al de otros granos y cereales, pero es el grano de mayor consumo mundial pese a ser algunos de los mayores productores mundiales deficitarios (Indonesia, China o Filipinas). Se pueden distinguir tres grandes fuentes de abastecimiento en relación con las diferentes variedades de arroces que son Estados Unidos, el Sur de Europa y el Sudeste Asiático. Por otro lado, la pasta se produce a partir de una variedad de trigo denominada trigo duro, cuya distribución geográfica y el mercado son mucho más reducidos. Sus principales fuentes de abastecimiento están localizadas en Estados Unidos, Canadá y el Sur de Europa (principalmente España, Francia e Italia)

### *3.1.2.2. Estrategias*

Como ya se había comentado con anterioridad, el Grupo Ebro Foods tiene el propósito principal de tener un fuerte liderazgo en los mercados de arroz, pasta y más generalmente en el mercado de “Meal Solutions”. En este sentido, los objetivos principales para la compañía se centran en alcanzar una posición global y dominante en un mundo altamente interrelacionado y liderar la innovación en las áreas geográficas en que tiene presencia internacional y nacional, siendo flexibles a la incorporación de productos conexos (legumbres de valor añadido y los noodles).

A la hora de adecuar la estrategia al incremento del valor del negocio, se elaboran Planes Estratégicos trimestralmente donde se abordan diversas estrategias tales como las que se muestran a continuación:

- **Crecimiento orgánico/inorgánico en países donde el consumo es elevado y búsqueda de nuevas posibilidades de expansión en países en desarrollo con un mayor potencial de crecimiento futuro:**
  - ✓ Ocupar nuevos territorios o categorías: Patatas fritas, nuevos productos frescos...

- ✓ Nuevos formatos
  - ✓ Posicionamiento relevante en el ámbito de la salud a través de nuevos conceptos basados en ancient grains, gluten free, quinoa, integrales, fibra, vitaminas, minerales...
  - ✓ Ampliar presencia geográfica mediante la búsqueda de oportunidades de negocio, la expansión a otros mercados como India, Oriente Medio, Europa del Este o África y mejorar el negocio en las áreas geográficas ya establecidas.
- **Diferenciación e innovación** apostando por la inversión en el producto desde dos vertientes: Investigación, innovación y desarrollo y la apuesta por marcas líderes en su segmento de actividad con una fuerte inversión publicitaria que permita su desarrollo.
  - **Baja exposición al riesgo:** En los últimos años los mercados de materias primas han experimentado un aumento de la volatilidad así como importantes cambios en los patrones de consumo. En este sentido, el Grupo busca el equilibrio en las fuentes de ingresos recurrentes (mercados, monedas), una situación de bajo apalancamiento financiero que permite crecer sin exposición a las tormentas financieras, nuevos canales de suministro y el establecimiento de relaciones a largo plazo con nuestros socios (clientes, proveedores, administraciones, empleados, sociedad).

### *3.1.2.3. Creación de valor:- Innovación, desarrollo e investigación*

El Grupo Ebro Foods siempre ha tratado de adaptarse a las nuevas tendencias de consumo, siendo un referente a nivel internacional en la investigación y desarrollo de productos del sector de la alimentación. Además, son conscientes de que la inversión en I+D+i es fundamental para alcanzar una mayor calidad del negocio y diferenciación. Se han ido desarrollando continuamente proyectos de investigación y desarrollo en torno a los cuatro centros de investigación situados en Francia, España y Estados Unidos, y entre los principales que se han realizado en el ejercicio económico 2014 cabe destacar los siguientes:

- **CEREC** (St. Genis Laval, Francia): Orientado al desarrollo de la gama de pasta fresca, patatas y salsas (ampliación de la gama de salsas bolo balls, nuevos formatos para salsas en tubo y lanzamiento/desarrollo del Sandwich Croque).
- **CRECERPAL** (Marsella): Orientado al desarrollo de la categoría de trigo duro, pasta seca, cuscús y nuevas tecnologías de transformación alimentaria aplicadas a las cereales.

- **TECH CENTER** (Estados Unidos): Se dedican principalmente al desarrollo de nuevos productos, procesos y tecnología, así como a la adaptación de éstas para las divisiones de arroz y pasta en Estados Unidos (lanzamiento de una nueva gama Healthy Harvest® denominada ancient grains y ampliación de la gama de productos sin gluten, bajo en calorías...).
- **Centros asociados al Grupo Herba** (Moncada, Valencia) **y la planta de San José de la Rinconada**: Orientado al desarrollo de productos y tecnologías nuevas y mejoradas y a la asistencia técnica en las áreas geográficas donde se produce arroz y derivados para la restauración moderna (fast-food y catering).

Por último cabe destacar que en los ejercicios económicos de 2013 y 2014, se han llevado a cabo importantes innovaciones en productos, fruto de la política de Innovación y Desarrollo (I+D+i) seguida por la compañía. Se han desarrollado nuevos productos y conceptos que dinamizan las categorías en que opera, con el fin de satisfacer las necesidades de los consumidores y clientes.

Las principales innovaciones que el Grupo Ebro Foods ha lanzado al mercado tanto en España como en Francia o Norteamérica son las siguientes:



**Tabla 8: Principales innovaciones y desarrollo del grupo Ebro Foods**

<b>ÁREA GEOGRÁFICA</b>	<b>INNOVACIÓN</b>	<b>AÑO DE LANZAMIENTO</b>
<b>España</b>	SOS Integral con Quinoa y 4 cereales	2014
	SOS Platos	2013
	Brillante a la Sartén	2013
	Brillante Mix & Go	2013
	Brillante Vasito Arroz Integral con Quinoa	2014
<b>Francia</b>	Patés 1,4 KG	2013
	Patés Spécial Sauces	2013
	Patés en nids	2014
	Patés maxi	2014
	Riz Parfumé Taureau Ailé	2013
	Riz Lustucru basmati 5 mn	2014
	Sauce Tube Ail Oignon	2013
	Sauces Pesto Squeeze	2013
	Couscous Facile	2013
	Tortillas (fresco)	2013
	Frites (fresco)	2013
Raviole a poèler (fresco)	2014	
<b>Norteamérica</b>	Minute MGM 12/14 oz	2013
	Minute RTS BB&R 9,3 oz	2013
	Minute RTS Fried Rice 2/4,4 oz	2013
	Carolina LG	2014
	Mahatma / Carolina Basmati 5 lbs	2014
	Blue Ribbon Viet Jasmine 20	2014
	Mahatma / Carolina Black Beans & Rice	2014
	Carolina MG 5#	2014
	Ronzoni 150	2013
	Ronzoni Tricolor	2014
	San Giorgio Tricolor	2014
	Prince Tricolor	2014
	San Giorgio Oven Ready Penne	2014
	Healthy Harvest Ancient Grains	2014
Ronzoni Gluten Free	2013	

Fuente: Informe anual 2014 de Ebro Foods S.A.

## 3.2. Análisis DAFO

El objeto principal de realizar el siguiente análisis DAFO es plasmar la situación de Ebro Foods de forma sintéticamente en relación al entorno en que opera de forma continua así como a su propia situación interna. De este modo, se identifican inicialmente las debilidades y fortalezas, es decir, aspectos o cuestiones ligadas a su situación interna sobre las que posteriormente se evaluarán las medidas necesarias para corregir las debilidades y mantener las fortalezas en un sector altamente competitivo como es el agroalimentario tanto a nivel nacional como internacional/mundial.

En segundo lugar, se identifican las amenazas y oportunidades, es decir, aspectos que dependen del análisis del entorno externo a la empresa objeto de análisis, estableciendo posteriormente las medidas necesarias para afrontar las amenazas y explotar las oportunidades.

El análisis DAFO es una técnica que se utiliza de forma preferente para los estudios de las estrategias de las empresas, no obstante en nuestro caso también resulta adecuado a la hora de evaluar el entorno interno y externo en que se encuentra el grupo para posteriormente ser capaces de valorar la empresa de la mejor forma posible. En este sentido, a continuación se observa el siguiente análisis DAFO de Ebro Foods S.A.:

**Tabla 9: Análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) de Ebro Foods, S.A.**

<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Diversificación geográfica tanto en países productores como consumidores (permite un mayor diferencial de precios).</li> <li>▪ Liderazgo en el mercado nacional e internacional.</li> <li>▪ Desarrollo del proceso de diferenciación de la gama de productos.</li> <li>▪ Es considerado un gran grupo alimentario “multisector” con importantes recursos e importantes sinergias.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Malas condiciones de trabajo en las plantaciones de arroces en países terceros.</li> <li>▪ Producto básico muy maduro, con pequeños márgenes y un escaso crecimiento a largo plazo.</li> </ul>
<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Incrementar y fortalecer los productos que generen un mayor valor añadido para el Grupo.</li> <li>▪ Continuar con la diversificación de la gama de productos. Profundización en la diversificación de producto.</li> <li>▪ Diversificación hacia otros productos alimentarios que genere un mayor volumen de negocio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Decremento de los precios en el mercado internacional/europeo.</li> <li>▪ Crecimiento de la marca de la distribución.</li> <li>▪ Aumento de las marcas propias de la competencia.</li> </ul>

*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

### 3.4. Empresas competidoras

A continuación se observa de forma esquemática algunas de las empresas competidoras de Ebro Foods. No obstante, pese a que su actividad productiva puede discrepar de la actividad desarrollada por la empresa objeto de estudio, todas ellas son empresas o grupos caracterizados por desarrollar su actividad entorno al área alimentaria por lo que desde nuestro punto de vista, son las idóneas a tener en cuenta a la hora de comparar resultados, perspectivas y valoraciones futuras.

- Barón de Ley, S.A.
- Bodegas Bilbainas, S.A.
- Bodegas Riojanas, S.A.
- Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A.
- Deoleo, S.A.
- Ebro Foods, S.A.
- Natra, S.A.
- Naturhouse Health, S.A.
- Pescanova, S.A.
- Viscofan, S.A.

En el capítulo de valoración por múltiplos (capítulo 7) se realizará una breve descripción de estas sociedades con el propósito de seleccionar las empresas comparables que resulten más idóneas para posteriormente aplicar dichos múltiplos a la valoración de la compañía objeto de cuantificación en términos absolutos en el mercado actual.



## Capítulo 4: Análisis sectorial: El sector agroalimentario

---

- 4.1. Consideraciones generales**
- 4.2. Variables macroeconómicas**
- 4.3. Acceso a la financiación**
- 4.4. Exportaciones e importaciones**
- 4.5. Análisis PESTEL**

# 4

## 4.1. Consideraciones generales

La función principal de la sociedad Ebro Foods, S.A. es la de gestionar las filiales que ostenta, desarrollando todas ellas su actividad en el ámbito de la industria manufacturera, más concretamente en la industria de la alimentación (sector agroalimentario). Estos últimos años, la evolución de la industria manufacturera española ha estado muy condicionada por la crisis económica que ha afectado muy negativamente a las cifras de negocio de casi todas las sociedades. En este sentido, 2015 se ha consolidado como el año de los inicios de la recuperación económica en España y la industria manufacturera, de forma general, y la industria de la alimentación y bebidas se ha posicionado como el primer sector industrial del país.

Según se analiza en el último Informe Económico Anual de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (FIAB), la producción del sector ha alcanzado en 2015 su valor máximo histórico en torno los 95.000 millones de euros aproximadamente, constituyéndose como la cuarta economía en la Unión Europea en términos de producción bruta. Además, el Valor Añadido Bruto (VAB) del sector agroalimentario, tanto desde el punto de vista de la economía general como de las manufacturas, ha alcanzado en 2015 su máximo histórico en un 22,3% y experimentando un crecimiento desde el año 2007 del 2% aproximadamente, mientras la economía en general y la manufacturera han mostrado unos ligeros decrecimientos del -0,45% y -1,82% respectivamente.

Por lo tanto, la Industria de Alimentación y Bebidas sigue consolidándose desde hace varios ejercicios económicos como un fuerte soporte para la creación de valor en la economía nacional.

## 4.2. Variables macroeconómicas

Por lo tanto, en el presente capítulo se pretende observar en qué medida ha evolucionado la economía española en los últimos años y como se ha comportado el sector agroalimentario en un contexto actual basado en la coyuntura económica de España. Así pues, se busca obtener una primera aproximación de forma realista al sector industrial y manufacturero, de forma general, y al subsector de la Alimentación y Bebidas, en particular.

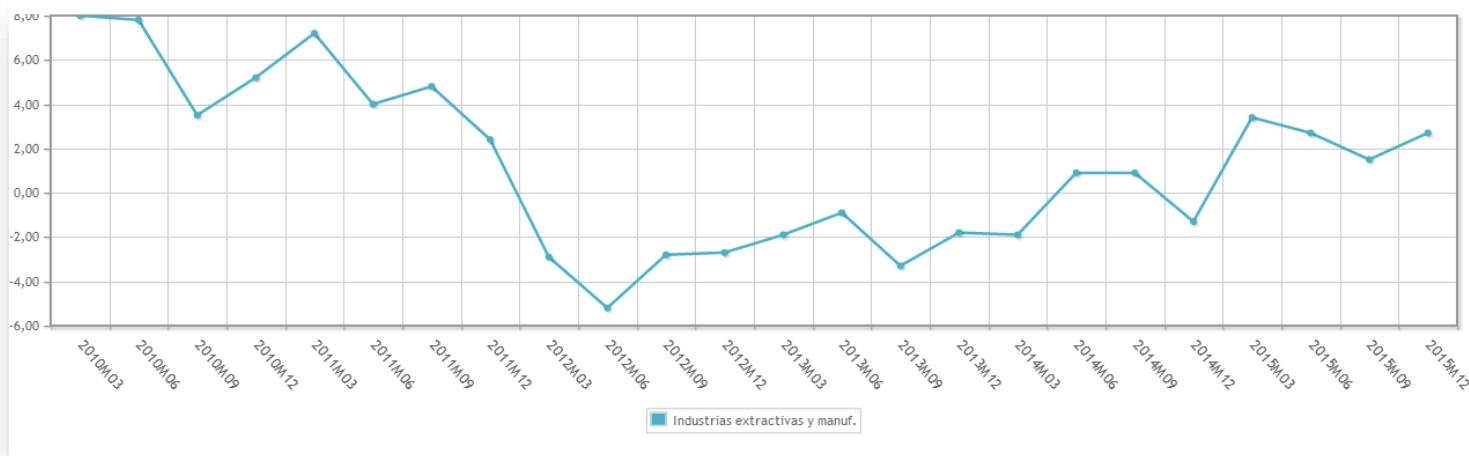
Con este propósito se deberán tomar en consideración alguna de las variables macroeconómicas de mayor relevancia para el entendimiento de la evolución sectorial con mayor profundidad. En este sentido, algunas de dichas variables serán el Producto Interior Bruto

(PIB), el empleo y la evolución experimentada por los precios por medio de la inflación (o deflación).

#### 4.2.1. Producto Interior Bruto (PIB) y cifra de negocios

En el presente epígrafe resulta fundamental evaluar la evolución de la cifra de negocios en la industria manufacturera y en la industria de la alimentación y bebidas con el propósito de analizar posteriormente el impacto del sector agroalimentario sobre el Producto Interior Bruto en España. Así pues, en el gráfico 1, extraído de la página web del Instituto Nacional de Estadística (INE) se pueden observar las variaciones de la cifra de negocio del sector, corregida de efectos estacionales.

**Gráfico 1: Variaciones de la Cifra de Negocios de las industrias extractivas y manufactureras**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

En primer lugar y como se puede observar en el gráfico, la tendencia hasta el tercer trimestre del año 2011 fue ascendente, con variaciones positivas en todo momento. La proporción de dichas variaciones positivas fue muy oscilante, ya que la economía española ya se encontraba en recesión. Sin embargo, a partir de este periodo, la tendencia cambió y el importe neto de la cifra de negocios de la industria manufacturera española cayó drásticamente con variaciones anuales negativas de hasta el 5%. Las causas de dicha caída significativa se deben a varios motivos como es la debilidad de la oferta a causa de la reducción de la capacidad adquisitiva de los ciudadanos o la restricción crediticia por parte de las empresas financieras, impidiendo a las empresas del sector abordar nuevos proyectos e inversiones para mejorar su competitividad.

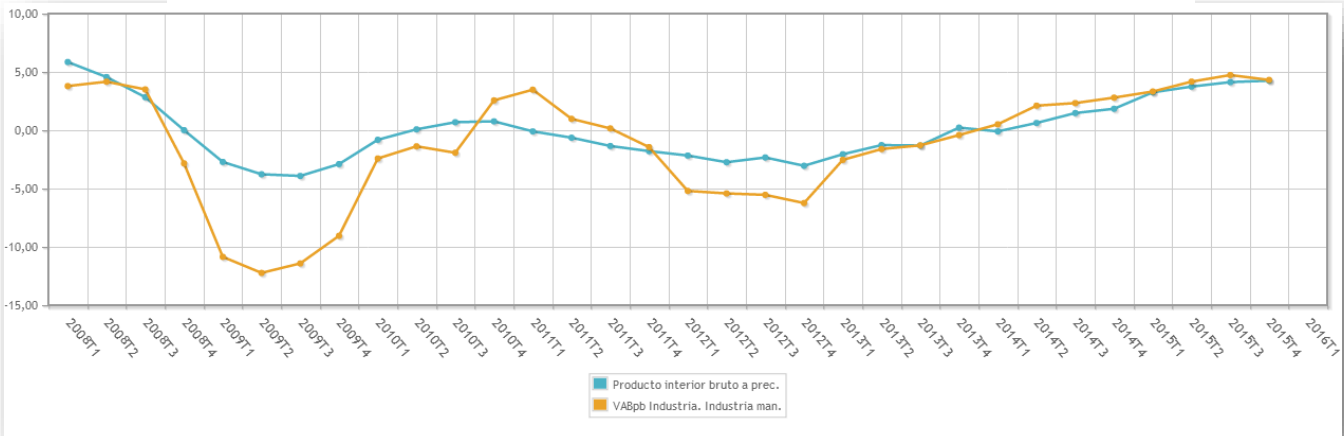
Además, esta tendencia negativa se mantiene constante hasta mediados de 2014 que es cuando vuelve la senda de variaciones positivas en la industria manufacturera y del sector agroalimentario. Desde ese momento, el importe neto de la cifra de negocios del sector ha ido en aumento en todos los trimestres, aunque dichos aumentos hayan sido bastante leves y poco acusados. Sin embargo, se puede diagnosticar que la industria manufacturera española ha superado el periodo más duro de la recesión económica.

En segundo lugar y como ya se ha mencionado con anterioridad, la caída de la actividad del sector manufacturero vino acompañado de la grave crisis que ha sufrido la economía española. Como se observa en el gráfico 2, el PIB de España comenzó a caer en el tercer trimestre de 2008, con drásticas caídas de hasta el 12%. Sin embargo, esta tendencia se suavizó a mediados de 2010, a pesar de que la valoración seguía siendo negativa. A finales de 2011 y principios de 2012 el Producto Interior Bruto aumentó ligeramente, pero rápidamente volvió a decrecer, con variaciones negativas hasta finales de 2013. No obstante, desde este periodo hasta la actualidad el PIB está aumentando y cada vez a un ritmo mayor, por lo que se puede indicar que hay claros indicios de recuperación de la economía española, y todo ello como consecuencia del gradual hundimiento de las importaciones y la caída del precio del petróleo, explicándose así la intensa recuperación del PIB en 2015.

En cuanto a la industria manufacturera, ha seguido una tendencia similar, aunque las caídas y las recuperaciones no han sido tan extremas como en el caso del Producto Interior Bruto. Por ejemplo, cuando en 2009 la caída de la producción fue del 12,23%, la producción de la industria manufacturera cayó un máximo de 3,9% aproximadamente. Sin embargo, cuando parecía que se había superado el bache a finales de 2010, viendo que el PIB había aumentado casi un 3,4%, la producción manufacturera aumentó 0,76%. Hoy en día los porcentajes de aumento de la producción son muy parecidos en ambos casos. En el gráfico 2 se observa dicha evolución del PIB general en comparación con la contribución del PIB al sector manufacturero o agroalimentario.



**Gráfico 2: Producto Interior Bruto a precios corrientes y VAB de la industria manufacturera**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

#### 4.2.2. Empleo

Otro de los aspectos fundamentales que se deben tener en cuenta a la hora de estudiar la evolución del sector agroalimentario es el empleo. En este sentido, en 2015 la Industria de la Alimentación y Bebida se ha consolidado como uno de los subsectores manufactureros que mayor volumen de personal posee.

En este sentido, el sector ha experimentado durante los últimos tres ejercicios económicos variaciones interanuales positivas con tasas de afiliación a la Seguridad Social incrementales y por lo tanto se refleja un cambio en la tendencia experimentada en ejercicios precedentes visible a través de la creación de empleo incrementada en 2015 respecto a 2014. Este incremento se refleja en los datos aportados por la EPA donde se observa como en 2015 se han creado 531.874 puestos de trabajo en la economía española, mientras el sector manufacturero multiplica por cuatro estos resultados de la economía general con un total de 83.627 puestos de trabajo nuevos. Con todo ello, el sector de la alimentación y bebidas abarca un total de 469.000 personas ocupadas, situándose en cifras similares a las experimentadas en el ejercicio económico 2009.

Por otro lado, si se observa cómo ha evolucionado el empleo en el sector de la alimentación y bebidas desde el inicio de la crisis económica en 2008 se puede concluir que dicha evolución ha resultado más positiva que en la economía en su conjunto y que en la industria manufacturera. De este modo, mientras las tasas de variación interanual del empleo

en el sector manufacturero reflejaban una caída del mismo en el año 2008, el subsector de la alimentación y bebidas estaba creando empleo, ocurriendo lo mismo en 2011 y 2013 aunque con menor intensidad. No obstante, en 2014 la creación de puestos de trabajo se hace generalizada, pese a que el sector de la alimentación registra una muy superior tasa de crecimiento del empleo frente al ligero incremento en la economía general y en la industria manufacturera (incrementos del 7,13% de 2013 a 2014 en la industria de alimentación y bebidas frente al 1,2% y 1,07% de la economía general y la industria manufacturera respectivamente).

En el ejercicio económico 2015, la industria de la alimentación y bebidas experimenta una caída del empleo (-2,24%), mientras la economía general y la industria manufacturera alcanzaban tasas de variación positivas (3,01% y 3,91% respectivamente). A continuación, en la siguiente tabla se puede observar en qué medida ha evolucionado la variable macroeconómica del empleo tanto en la economía en general como en la Industria Manufacturera y en la Industria de la Alimentación y Bebidas según todo lo comentado anteriormente.

**Tabla 10: Evolución del empleo en la industria manufacturera y de la Alimentación y Bebidas**

	Total economía		Industria manufacturera		Industria de alimentación y bebidas	
	nº personas	Tasas de variación (%)	nº personas	Tasas de variación (%)	nº personas	Tasas de variación (%)
<b>2008</b>	20.469.657	-0,54	3.003.234	-0,65	508.246	3,65
<b>2009</b>	19.106.889	-6,66	2.549.405	-15,11	464.899	-8,53
<b>2010</b>	18.724.472	-2	2.405.432	-5,65	451.111	-2,97
<b>2011</b>	18.421.407	-1,62	2.349.655	-2,32	454.489	0,75
<b>2012</b>	17.632.665	-4,28	2.223.890	-5,35	446.326	-1,8
<b>2013</b>	17.139.007	-2,8	2.118.685	-4,73	447.832	0,34
<b>2014</b>	17.344.174	1,2	2.141.403	1,07	479.770	7,13
<b>2015</b>	<b>17.866.048</b>	<b>3,01</b>	<b>2.225.030</b>	<b>3,91</b>	<b>469.018</b>	<b>-2,24</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE); Informe anual de la Federación Española de Alimentación y Bebidas; Elaboración propia.

De los datos expuestos anteriormente, cabe destacar el fuerte impacto sobre el volumen de empleo en los inicios de la crisis económica (2009) y con mayor impacto en 2010 para la industria de la alimentación y bebidas. No obstante, este subsector experimentó una recuperación más rápida en 2011, mientras que el total de la economía y la industria

manufacturera han frenado más la creación de empleo con tasas interanuales de variación negativas hasta 2014 y 2015.

Por ultimo cabe destacar el peso del sector de alimentación y bebidas en relación a la economía general y la industria manufacturera. En este sentido, en la siguiente tabla número 11 se puede observar como en la actualidad dicho subsector en el que se engloba Ebro Foods representa el 21,08% sobre el total de empleo de la industria manufacturera, suponiendo un incremento de aproximadamente 4 puntos porcentuales desde que se inició la crisis en España en 2008.

No obstante, el porcentaje que representa sobre la economía general es muy inferior al anterior pero con alcanzando un incremento año a año de forma gradual y situándose en 2015 en 2,63% sobre el total de empleo en España, es decir, únicamente un 0,15% respecto el inicio de la crisis económica.

**Tabla 11: Peso del sector de la Alimentación y Bebidas (en porcentajes)**

	Total economía	Industria manufacturera
<b>2008</b>	2,48%	16,92%
<b>2009</b>	2,43%	18,24%
<b>2010</b>	2,41%	18,75%
<b>2011</b>	2,47%	19,34%
<b>2012</b>	2,53%	20,07%
<b>2013</b>	2,61%	21,14%
<b>2014</b>	2,77%	22,40%
<b>2015</b>	2,63%	21,08%

*Fuente: Encuesta de Población Activa (INE), FIAB y elaboración propia.*

### 4.2.3. Precios e inflación

En este epígrafe se hablará sobre otra de las variables macroeconómicas de mayor relevancia a la hora de entender cómo ha evolucionado el sector agroalimentario en comparación con la economía española en los últimos años, es decir, la evolución de los precios por medio de la variable inflación.

En primer lugar, resulta fundamental distinguir entre el Índice de Precios Industriales (IPRI en adelante) y el Índice de Precios de Consumo (IPC en adelante). El primero de ellos, el IPRI, mide la evolución de los precios de todos los productos de tipo industrial durante la primera fase de comercialización, venta o salida de almacén sin tener en cuenta los gastos de

comercialización, transporte o IVA facturado. Por el contrario, el IPC mide la evolución de los precios de todos aquellos productos que forman parte de la cesta de compra de la totalidad de las familias en España. A continuación, en la tabla 12 se puede observar cómo han evolucionado ambos índices desde el inicio de la crisis económica (diciembre 2007) hasta la actualidad.

**Tabla 12: Variación interanual del IPRI e IPC. 2007-2015 (en porcentajes)**

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
<b>Índice de Precios Industriales (IPRI)</b>									
<i>Índice general</i>	5,7	0,4	0,4	6,3	5	3,3	0,6	-3,6	-2,2
<i>Índice de la Alimentación y Bebidas</i>	9,5	-0,4	2,8	4,6	3,1	7,6	-2,2	-0,4	0,4
<b>Índice de Precios de Consumo (IPC)</b>									
<i>Índice general</i>	4,2	1,4	0,8	3	2,4	2,9	0,3	-1	0
<i>Alimentos y Bebidas</i>	6,6	2,4	-2,4	0,7	2,1	3	1,2	-0,3	1,8

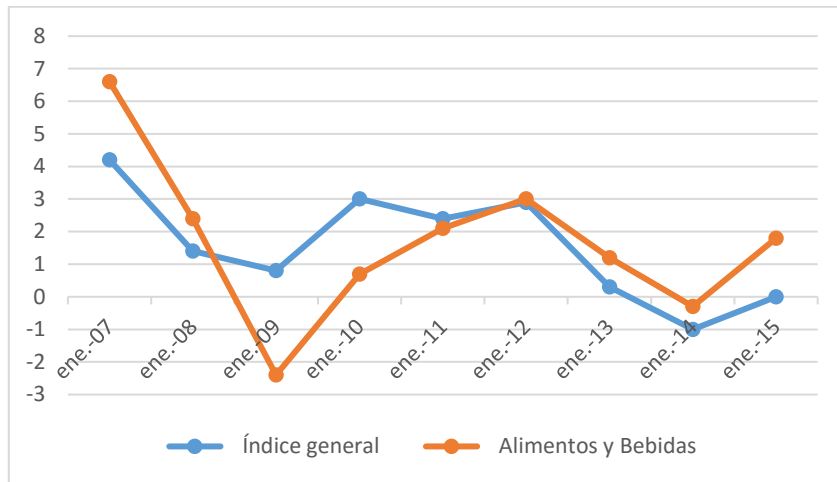
Fuente: INE y elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 12, en 2015 el descenso de los precios experimentado en el ejercicio económico anterior se ha moderado sustancialmente, puesto que el IPRI ha disminuido en un 2,2% en 2015 frente al 3,6% de caída en 2014, mientras que el IPC ha pasado de una tasa de variación interanual del -1% a una tasa del 0%.

Por otro lado, haciendo referencia al sector agroalimentario de la Alimentación y Bebidas, el efecto ha sido adverso pues, entre 2009 y 2011 mientras el índice general (tanto para el IPC como el IPRI) experimentaba incrementos del 0,8%, 3% y 2,4% respectivamente, el índice del sector agroalimentario disminuía o se incrementaba en menor medida respecto al índice general. No obstante, en 2015 el Índice de Alimentación y Bebidas de precios industriales muestra una variación interanual del 0,4% frente al -2,2% del general y el Índice de precios de consumo ha alcanzado un incremento del 1,8% frente al efecto neutral del índice general.

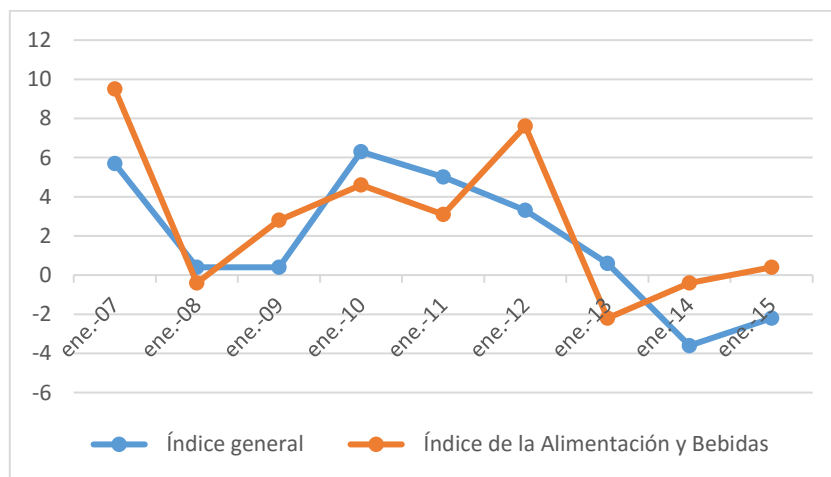
A continuación se observarán estas variaciones interanuales experimentadas de forma gráfica para ambos índices de referencia.

**Gráfico 3: Variación interanual del Índice de Precios de Consumo (2007-2015)**



Fuente: Informe Anual de la Federación española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (IFAB, 2015); Elaboración propia.

**Gráfico 4: Variación interanual del Índice de Precios Industriales (2007-2015)**



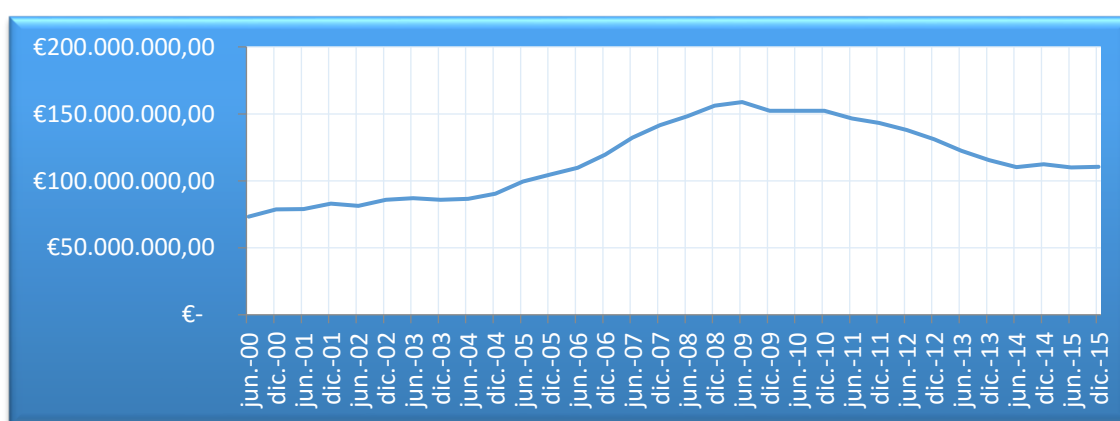
Fuente: Informe Anual de la Federación española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (IFAB, 2015); Elaboración propia.

En definitiva, se observa como en el último ejercicio económico se han experimentado variaciones interanuales positivas en el sector agroalimentario, lo que permite corroborar un proceso inflacionario del sector en la economía española actual, con un efecto positivamente superior al experimentado por el índice general de precios industriales y precios de consumo.

### 4.3. Acceso a la financiación

Por otro lado, en el gráfico 5 se muestra otra de las causas que limitan el desarrollo de la industria manufacturera: el freno al acceso a la financiación para la industria en España. La falta de financiación ha provocado el cierre de muchas empresas y ha supuesto graves dificultades para muchas empresas que han visto imposibilidad de financiar nuevas inversiones y una grave falta de liquidez. La financiación a las empresas del sector se ha reducido en más de un 30%, un porcentaje muy significativo.

**Gráfico 5: Crédito concedido a la industria manufacturera (en miles de euros)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España (2015).

En diciembre de 2015, el crédito al sector agroalimentario registró un valor absoluto de aproximadamente 19.000 millones de euros, es decir, un 3,1% más que el crédito concedido a finales de 2014, suponiendo un 3% del total del crédito concedido por las entidades de crédito para el desarrollo de actividades productivas (incluye construcción y actividades inmobiliarias) y un 17,5% para el desarrollo de actividades puramente industriales. No obstante se sitúa a niveles muy inferiores a los alcanzados durante ejercicios anteriores y con anterioridad al inicio de la crisis económica en España.

En este sentido, después de seis años caracterizados por el desapalancamiento en la concesión de créditos, en junio de 2015 el crédito destinado al desarrollo de la actividad industrial de la Alimentación y Bebidas ha cambiado la tendencia de descenso continuado, alcanzando una tasa de variación interanual positiva del 2,3% y del 3,1% en diciembre de ese mismo año respecto a diciembre de 2014. Además, la tasa de morosidad ha disminuido de forma considerable en el contexto de recuperación en términos macroeconómicos y, en el caso del sector agroalimentario dicha tasa de morosidad disminuyó en 3,4 puntos respecto 2014.

En definitiva, en relación al acceso a la financiación por parte de las empresas que constituyen el sector agroalimentario de Alimentación y Bebidas, se ha observado una tendencia de crecimiento y de mayor acceso a los créditos para actividades productivas e industriales acompañado de una menor tasa de morosidad que ha favorecido este crecimiento en la financiación.

## 4.4. Exportaciones e Importaciones

Por otro lado, otro de los pilares básicos para la adecuada evolución de sector agroalimentario en España es el continuo aumento de las exportaciones. En este sentido, a continuación se detallará el impacto de dicho sector en la balanza de pagos (exportaciones e importaciones) con el propósito de observar la incidencia de estos conceptos en la evolución sectorial. Así pues, según la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas, en el último ejercicio económico la Industria de Alimentación y Bebidas ha exportado un total de aproximadamente 26.000 millones de euros suponiendo un incremento del 6,1% respecto el ejercicio precedente. Además, este incremento de las operaciones exportadoras supone el 10,2% de las exportaciones de bienes de la economía de España y el 11,5% del sector manufacturero.

Por todo ello, en 2015 el sector IAB se posiciona como la sexta potencia exportadora de la Unión Europea (con unos volúmenes de facturación de las exportaciones similares a Francia e Italia) y como la décima potencia a nivel mundial confirmando una balanza comercial positiva con un superávit de aproximadamente 6.000 millones de euros (5.991), es decir, un 2,2% superior respecto al ejercicio precedente. Los mercados de alimentos y bebidas españoles más atractivos para realizar las operaciones exportadoras como destino preferente son la Unión Europea en un 68,7% en 2015 (Francia, Portugal, Italia, Alemania y Reino Unido), Estados Unidos en un 5,1%, China y Hong Kong en un 3,6% y Japón en un 2,4%.

Además, la industria manufacturera, en general, y de la alimentación y bebidas de forma específica han mostrado su mayor resistencia a la crisis económica y financiera actual en el ejercicio económico 2014 y 2015, con un crecimiento del 4% aproximadamente, siendo drásticamente superior al incremento experimentado por dicha industria en su conjunto. Además, como consecuencia de la atonía del consumo interior, la internacionalización se ha consolidado como la mejor forma de expandirse en estos últimos años, lo que ha llevado a la apertura en nuevos mercados.

En definitiva, la industria de alimentación y bebidas en España se posiciona en un momento decisivo para consolidar su fortaleza, apostando por la innovación como uno de los elementos primordiales para garantizar la competitividad, el progreso y el futuro del sector, y todo bajo el apoyo de la distribución con el fin de asegurar que la innovación y el progreso lleguen hasta el consumidor final.

## 4.5. Análisis PESTEL

Con el fin de analizar con mayor profundidad la estrategia que llevará a cabo el Grupo en el futuro más o menos próximo resulta fundamental analizar el entorno en el que opera y donde se mueve constantemente y, de este modo, entender también que aspectos son clave a la hora de entender e interpretar la evolución del sector manufacturero y agroalimentario.

Puesto que parte del presente trabajo consiste en intuir y predecir la estrategia seguida con el fin de conocer el valor que posee la compañía en el mercado en el que opera, resulta necesario elaborar el análisis PESTEL, en relación a los factores político-legales, económicos, sociales, tecnológicos y ecológicos, dentro de los cuales destacaremos los aspectos más relevantes.

**Tabla 13: Factores del análisis PESTEL**

<b>Factores político-legales</b>	<b>Factores económicos</b>	<b>Factores sociológicos</b>	<b>Factores tecnológicos</b>	<b>Factores ecológicos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gobierno</li> <li>▪ Tributación</li> <li>▪ Estabilidad social</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Crecimiento</li> <li>▪ Política monetaria</li> <li>▪ Inflación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estilos de vida</li> <li>▪ Religiosos</li> <li>▪ Demográficos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Impacto de las nuevas tecnologías</li> <li>▪ TIC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Medidas medioambientales</li> </ul>

*Fuente: Elaboración propia.*

### 4.2.1. Factores político-legales

En relación a los factores políticos y legales cabe destacar algunos aspectos tales como la estabilidad social, las políticas impositivas y la legislación laboral en las que su mayor control implica una anticipación a los posibles cambios y una posición de ventaja sobre la competencia. El hecho de ignorar o prestar atención a dichos factores por parte de la compañía puede marcar



la diferencia entre un posicionamiento efectivo como líder del sector o quedarse atrás mientras la competencia lidera el mercado en que opera.

Las políticas que han tenido un mayor efecto sobre el sector agroalimentario en general y sobre Ebro Foods, S.A. específicamente son las relacionadas con los impuestos indirectos (IVA). El aumento impositivo del Impuesto sobre el Valor Añadido que se ha experimentado en los últimos años provocó un descenso de las ventas importante, entorno al 15% en un año. Este hecho, ocasionó una de las primeras veces en que España entraba en crisis en términos de ventas de las empresas productoras y distribuidoras.

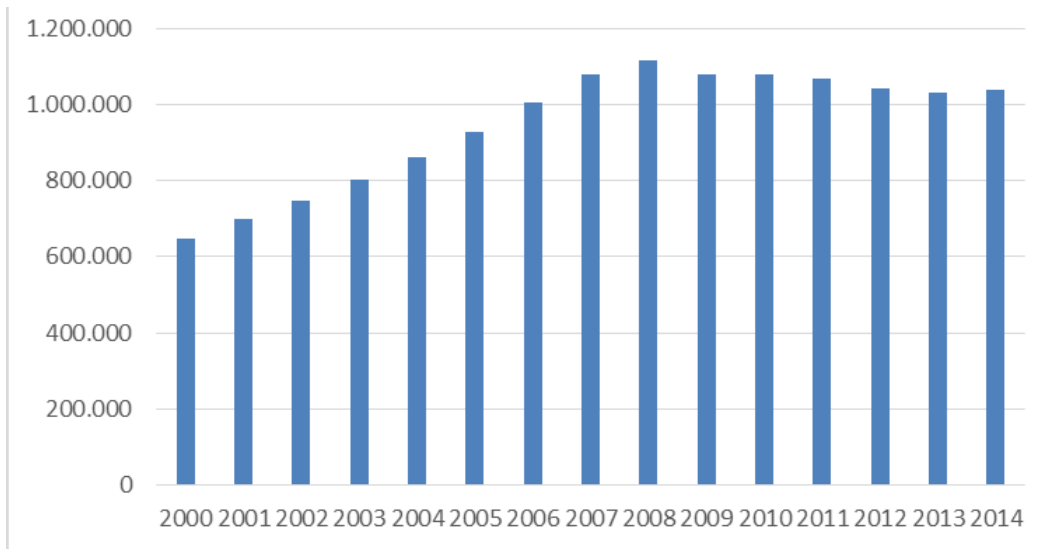
#### 4.2.2. Factores económicos

En segundo lugar, haciendo referencia a los factores económicos éstos indican la evolución de la economía general, así como los ciclos económicos que experimenta, las estadísticas y previsiones de las distintas variables macroeconómicas. En este sentido, haremos uso de la Contabilidad Nacional del Instituto Nacional de Estadística (INE) dónde se exponen las principales características que definen la economía nacional como se puede observar a continuación:

##### 4.2.2.1. *Producto Interior Bruto (PIB, base 2010)*

Como ya se había comentado en el presente capítulo anteriormente, el PIB es la medida macroeconómica por excelencia que informa sobre si el crecimiento económico nacional ha sido positivo o negativo. Éste expresa en valores monetarios la producción de bienes y servicios de demanda final, generalmente en el periodo de un año. A continuación se observan dos gráficos, uno en que se expresa la contribución del PIB en España en el periodo comprendido entre 2000 y 2014 y un segundo gráfico donde se observan las variaciones interanuales del PIB en España en precios corrientes:

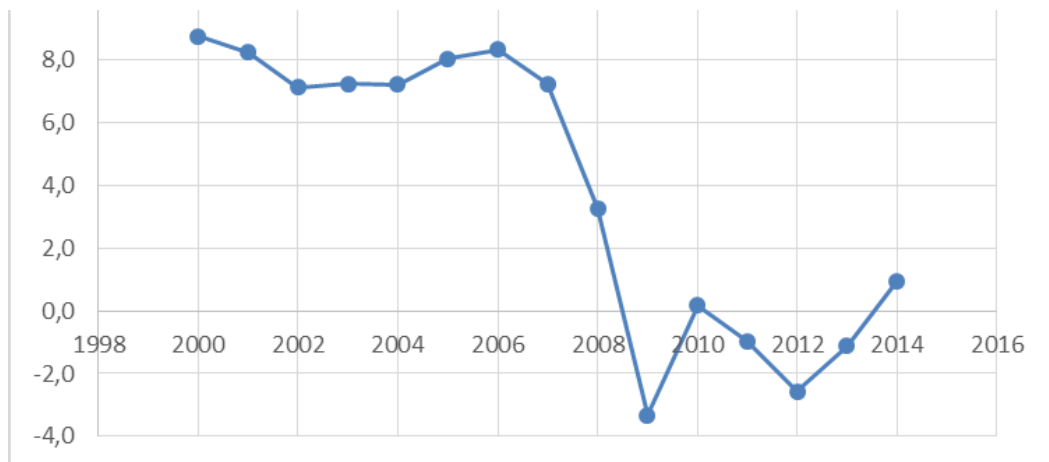
**Gráfico 6: Evolución del Producto Interior Bruto en España 2000-2014 (valores absolutos)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2010).

**Gráfico 7: Evolución del Producto Interior Bruto en España 2000-2014 (variaciones interanuales en porcentajes)**

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2010).



En los gráficos anteriores se puede observar como durante el inicio del siglo XXI el PIB experimentó un crecimiento importante hasta el 2008 alcanzando un valor de 1.115.000 aproximadamente, el valor más elevado del periodo hasta la actualidad. Además, en términos de variaciones interanuales, este crecimiento se observa también con unas tasas de variación entorno al 6-8% en este mismo periodo.

No obstante, con el inicio de la crisis económica y la desaceleración de la economía española, la contribución al PIB español descendió con unas tasas interanuales negativas

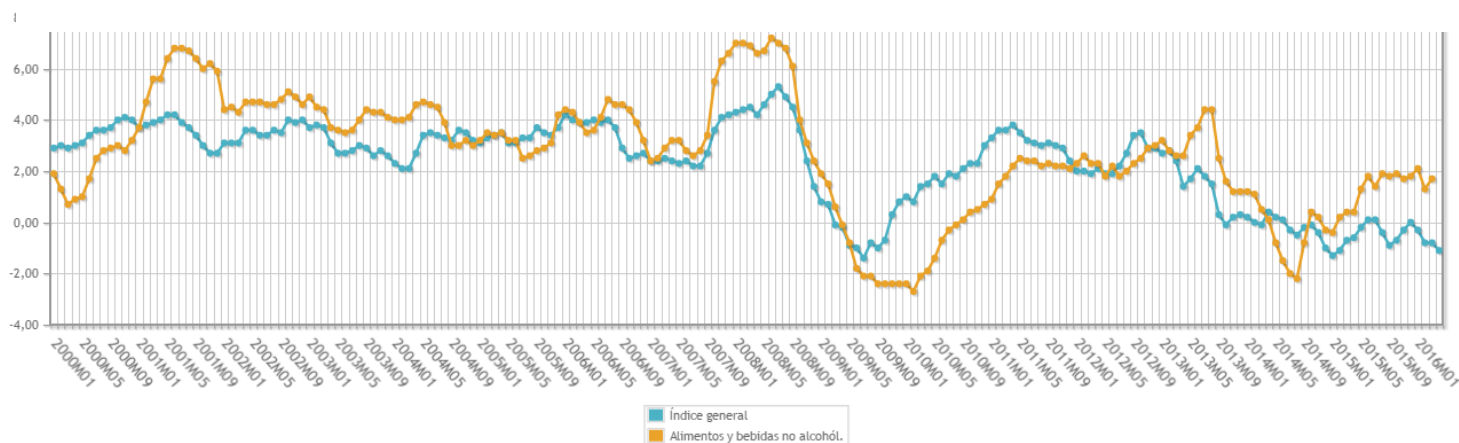
entorno al -1% en los años 2011, 2012, 2013 y 2014, así como una variación del -3.3% en 2008 con el inicio de la crisis. En valores absolutos, este descenso se observa al pasar de un valor de 1.115.000 en 2008 hasta 1.041.000 en 2014 aproximadamente.

#### 4.2.2.2. Índice de Precios al consumo (IPC)

El IPC es otro de los componentes de estudio de la economía del sector en que opera Ebro foods, ya que marca el crecimiento de los precios por el que se está dispuesto a producir vender y comprar este tipo de productos. Su variación nos da la inflación que sufre el país.

A continuación en el gráfico 8 se pueden observar las variaciones del IPC tanto en términos generales como en el ámbito de los alimentos y bebidas no alcohólicas en el periodo comprendido entre los años 2000 y 2014.

**Gráfico 8: Evolución del IPC general y sectorial (2000-2014)**



*Fuente: Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2010).*

Se puede observar como el crecimiento y decrecimiento de los precios tienen cierta correlación con las etapas del ciclo económico observados cuando analizábamos la evolución del PIB anteriormente. En este sentido, se observa como la tendencia alcista o bajista experimentada por el índice general es muy similar a la experimentada por el sector de los alimentos y bebidas alcohólicas. Además, desde 2000 hasta 2008 se observa unos niveles de precios elevados a la vez que constantes con irrelevantes variaciones. No obstante, a partir de 2008 y con el inicio de la desaceleración económica y la crisis económica, los precios sufrieron un descenso significativo hasta alcanzar valores negativos de deflación, pese a un ligero

incremento en los últimos años por los constantes intentos por salir de la crisis económica y ser capaces de alcanzar una ligera recuperación de la economía española.

### 4.2.3. Factores sociológicos

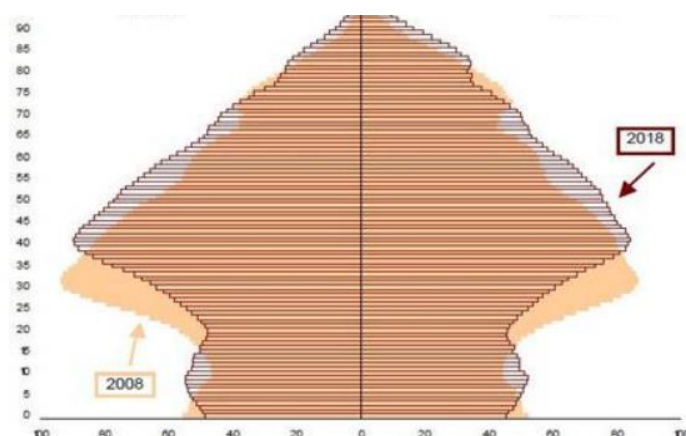
A la hora de analizar los factores sociológicos y culturales, es necesario prestar especial atención a la distribución de población y el nivel de envejecimiento de ésta. En cuanto a las diferentes pirámides poblacionales previstas entre 2008 y 2018 según se expone en un artículo del blog de economía<sup>18</sup>, se observa un ligero envejecimiento de la población, lo que supone un descenso del nivel de población activa y un aumento del número de pensionistas. Todo ello supone una amenaza al cumplimiento del pago de dichas pensiones y, según expone Pampillón en 2009, “el envejecimiento de la población española complica el futuro de las pensiones” donde se observan dos pirámides poblacionales superpuestas.

En el gráfico 9 se observa cómo el grueso de la población se situaba en 2008 entre los 30-35 años, mientras que las previsiones para el año 2018 según las estimaciones del INE pasarían a estar entorno a los 40-45 años. Este aspecto supone un problema para el pago de las pensiones pues habría un mayor número de pensionistas en proporción con el volumen de población activa. En consecuencia, una de las soluciones que el autor propone para evitar una bajada de las pensiones consistiría en subir los impuestos con el fin de incrementar la recaudación o bien bajar los costes salariales, y de este modo existiría una mayor contratación y menos subsidios derivados de pensiones, desempleo...

Dicha evolución de la población podría suponer un importante problema ante futuras crisis, pues el país tendría cada vez mayores problemas para atender los pagos por mantenimiento de la población no activa.

A continuación, se muestra la siguiente pirámide poblacional a partir de las estimaciones realizadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) entre los años 2008 y 2018.

Gráfico 9: Pirámide poblacional estimada (2008-2018)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

#### 4.2.4. Factores tecnológicos y ecológicos

Con el propósito de conocer los factores tecnológicos que afectan al sector objeto de estudio, será necesario llevar a cabo un análisis explicativo entorno al uso de las TIC por parte de empresas y familias.

Las nuevas TIC tienen un papel fundamental en la sociedad actual, pues su fuerte impacto ha cambiado tanto la forma de interactuar entre las personas como el tejido empresarial en su conjunto. Según se expone en el Boletín del Instituto Nacional de Estadística (INE) sobre el comercio electrónico, éste es un sector que en últimos años ha experimentado un crecimiento exponencial donde prácticamente casi un tercio de la población española ha adquirido bienes por Internet durante los últimos años. Aproximadamente el 70% de las familias españolas ya tienen acceso a internet, facilitando este consumo revolucionario. Además aproximadamente el 98 con más de 10 empleados en sus plantillas posee conexión a internet, suponiendo un factor sustancial para entender el crecimiento del sector alimentario entorno a las nuevas tecnologías de la información.

En segundo lugar, otro de los factores que tienen un fuerte impacto sobre empresas como Ebro Foods y en general sobre prácticamente la totalidad de empresas españolas, es el compromiso con el medio ambiente, promoviendo constantemente iniciativas para favorecer un entorno cada vez más cambiante y evitando todo tipo de externalidades negativas que puedan acarrear efectos nocivos sobre el sostenimiento de la empresa.



## Capítulo 5: Análisis económico – financiero de Ebro Foods, S.A.

- 5.1. Introducción y consideraciones generales.**
- 5.2. Crecimiento**
- 5.3. Fortaleza financiera**
- 5.4. Calidad del negocio y ventaja competitiva.**
- 5.5. Conclusiones extraídas del análisis económico – financiero**

**5**

## 5.1. Introducción y consideraciones generales

El objetivo del presente capítulo del trabajo consiste en llevar a cabo un análisis económico – financiero de Ebro Foods, una de las compañías productoras y manufactureras más importantes en el panorama actual dada su fuerte expansión con múltiples marcas comerciales en su cadena productiva. Este análisis se realizará entorno a los estados financieros consolidados que presenta la empresa objeto de estudio y valoración, y bajo la comparativa sectorial entre las empresas que posteriormente serán comparables en el método de valoración por múltiplos, y cuyos datos se han obtenido a través de la aplicación Agregados Sectoriales del Banco de España.

No obstante, debido a las diferencias que posteriormente se encontraran en las comparables en términos de volumen de negocio, resultados y objeto social concreto, resultará complicado poder comparar analíticamente los ratios de Ebro Foods con estas empresas. Se van a tener en cuenta las empresas que se dediquen a llevar a cabo actividades de holding, ya que la empresa objetivo del presente trabajo es un Holding cuyo volumen de ingresos derivan del mayor o menor reparto de dividendos de las empresas partícipes del grupo a este.

De este modo y siguiendo la metodología empleada en el Trabajo Final de Grado de Iván Morcillo Cabanilles “El sector de los medios de comunicación audiovisual en España: análisis económico – financiero y estrategias de crecimiento empresarial”, a continuación se clasificará el presente análisis en función de un conjunto de conceptos relevantes para poder comprender como ha evolucionado la compañía en los últimos ejercicios económicos en términos de volumen de negocio, volumen de facturación, rentabilidades, entre otros aspectos. En este sentido, en primer lugar se estudiará el crecimiento del grupo objeto de análisis, y para ello, se deberá analizar de qué forma ha evolucionado el negocio, el balance de situación, el volumen de ingresos obtenidos en cada ejercicio económico y el número de empleados.

En segundo lugar, se pretende estudiar la fortaleza financiera, es decir, analizar cuál es la situación de equilibrio o desequilibrio financiero a corto y largo plazo tras observar si la compañía va a poder hacer frente a sus deudas con vencimientos a corto plazo (análisis de la liquidez), así como el nivel de endeudamiento, la solvencia y el riesgo de quiebra que presentan.

Finalmente, se analizará desde otro punto de vista económico – financiero la calidad del negocio en términos de ventaja competitiva, rentabilidades y calidad desde una perspectiva de los resultados alcanzados por la compañía y de las cuentas de explotación observables, así como

la delimitación de la menor o mayor calidad financiera en base a 9 principios contables que giran en torno a aspectos conceptuales tales como la rentabilidad, liquidez, apalancamiento financiero, eficiencia operativa, entre otros (ratio F-Score de Piotroski). No obstante, en el presente sub apartado se prestará mayor atención a las necesidades teóricas y reales de financiación (ciclo de maduración y de caja respectivamente) y a la evolución que ha experimentado la compañía ejercicio económico tras ejercicio económico.

De este modo y por todo lo anterior, resulta fundamental tener en cuenta un horizonte temporal suficientemente amplio para poder obtener unas conclusiones económico – financieras útiles para su posterior aplicación práctica en la valoración Ebro Foods mediante los dos métodos de valoración más importantes y conocidos, el método de valoración por múltiplos y el método de valoración por Descuento de Flujos de caja. Así pues, se ha seleccionado un espacio temporal de 4 ejercicios económicos.

## 5.2. Crecimiento

En el presente apartado el objetivo principal consiste en comprender de qué forma ha evolucionado el negocio manufacturero de Ebro Foods, para posteriormente ser capaces de entender cómo va a evolucionar probablemente la compañía en un futuro en el caso de seguir la misma tendencia observada a continuación. Además, mediante el análisis de la situación patrimonial y la evolución del Balance de situación del grupo se observarán las masas patrimoniales de mayor significatividad en la estructura económico – financiera de éste y que a su vez se completará el análisis con una visión global de otros dos estados financieros, el Estado de Flujos de Efectivo y el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.

Finalmente, se llevará a cabo un análisis de la composición y evolución de la plantilla de empleados que forman parte de la actividad “productiva y manufacturera” de la compañía, un aspecto de vital importancia o síntoma del mayor o menor crecimiento del grupo.



### 5.2.1. Evolución del negocio

El primero de los aspectos que deben ser analizados en cuanto al crecimiento del negocio de Ebro Foods es en qué medida ha evolucionado el grupo durante los cuatro ejercicios económicos analizados. De este modo, inicialmente y como primera toma de contacto, en términos económico y financiero, se mostrará una ligera aproximación de las perspectivas futuras. Con este objetivo, en adelante se analizará la evolución experimentada por la compañía en el horizonte temporal fijado en el presente trabajo.

En primer lugar, cabe destacar que Ebro Foods, S.A. es la empresa cabecera del Grupo Ebro Foods, el primer grupo alimenticio en España. Mediante sus empresas filiales, es un grupo presente en los mercados de arroz y pasta en América del Norte y Europa principalmente, pero también en crecimiento y expansión en economías emergentes.

Además, como sociedad holding, su principal propósito consiste en coordinar, liderar e impulsar el desarrollo del Grupo bajo la estrategia de proporcionar soluciones de alimentación de tipo saludable a los consumidores finales y, de este modo, poder diferenciar sus marcas a través de la innovación y el desarrollo de nuevos productos y formatos.

A grandes rasgos, Ebro Foods ha conseguido aumentar el volumen de negocio en un 7% medio anual aproximadamente durante los últimos 4 años analizados. En este sentido, dicho crecimiento del negocio resulta muy positivo y beneficioso para la compañía para el valor que posee esta frente a los propietarios y futuros posibles inversores. No obstante, resulta fundamental tener en cuenta que un elevado crecimiento de los ingresos no se mantiene constante a largo y medio plazo en el tiempo y, antes o después, disminuirá este crecimiento a niveles más moderados una vez la cuota de mercado haya marcado una estabilidad duradera.

En los últimos 4 años la compañía ha conseguido alcanzar un beneficio contable medio de veinte millones de euros de forma aproximada. No obstante y pese a que se ha generado un beneficio positivo es necesario garantizar la buena calidad de dicho beneficio generado y del negocio mediante el contraste de dicha cifra positiva con el Free Cash Flow. Es por ello que en los epígrafes siguientes se analizará de forma detallada la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Estado de Flujos de Efectivo con el fin de entender la calidad del negocio en términos económicos y financieros.

En definitiva y pese a que se analizará con posterioridad, uno de los indicadores económicos de mayor relevancia a la hora de determinar y analizar la evolución “real” de los resultados obtenidos por una determinada compañía, es el Free Cash Flow (FCF). Dicho ratio indica cuánto dinero en efectivo es generado por el negocio una vez pagados la totalidad de gastos e inversiones de capital necesarias para mantenerlo. En este sentido, durante los últimos 4 años analizados, Ebro Foods ha generado un Free Cash Flow medio de 18 millones de euros aproximadamente, lo que permite indicar que la compañía ha sido capaz de generar efectivo con su negocio. Además este Free Cash Flow ha experimentado un crecimiento año tras año de forma gradual, siguiendo la misma tendencia que el beneficio neto.

### 5.2.2. Evolución del balance y análisis de la situación patrimonial

El principal objetivo del análisis patrimonial de Ebro Foods, S.A. consiste en diagnosticar las masas patrimoniales de mayor peso relativo en el balance de situación de la compañía, tanto en la estructura económica (compuesta por el conjunto de activos) como la estructura financiera (compuesta por el patrimonio neto + pasivo), así como analizar la evolución experimentada en los ejercicios económicos comprendidos entre el 2012 y el 2015. Todo ello se llevará a cabo con el propósito de evaluar si dicha estructura es coherente desde el punto de vista económico y financiero y en relación a la actividad empresarial desarrollada por la compañía.

En este sentido, en la tabla 14 se observa la agrupación del balance de situación entre sus principales masas patrimoniales en términos porcentuales sobre el total de activo y total de patrimonio neto + pasivo (análisis vertical). De este modo, se alcanza una primera aproximación a la realidad patrimonial de Ebro Foods, con mayor objetividad que en el supuesto de realizarse únicamente con valores absolutos. Además, se observa esa misma agrupación en el caso del sector, tras haber agrupado los datos de las principales competidoras del grupo.

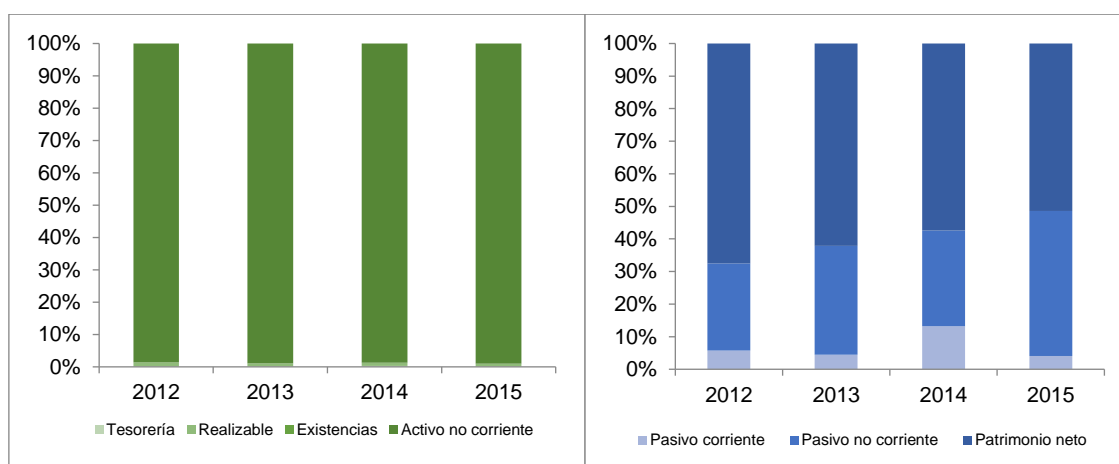
**Tabla 14: Composición del Balance según masas patrimoniales de Ebro Foods y el sector, 2012-2015**

	2012	2013	2014	2015	SECTOR		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Activo no corriente	98,6	98,9	98,8	99	73,6	70	78,8
Existencias	0	0	0	0	0	0	0
Realizable	1,3	1	1	0,9	19,8	22,1	14,4
Tesorería	0,1	0,1	0,3	0,1	6,6	7,8	6,8
<b>Total activo</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Patrimonio neto	67,5	62,1	57,4	51,4	38,9	41,7	42,8
Pasivo no corriente	26,8	33,4	29,4	44,5	32,8	32,1	28,2
Pasivo corriente	5,7	4,5	13,2	4,1	28,3	26,2	29
<b>Total PN y pasivo</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia

A continuación, y con la intención de observar las conclusiones alcanzadas sobre el análisis patrimonial de Ebro Foods, S.A. se representan los porcentajes anteriores de forma gráfica para poder visualizar la composición del grupo visualmente.

**Gráfico 10: Composición del Balance según masas patrimoniales de Ebro Foods, S.A.**



Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia

En primer lugar, tras observar la composición del activo de Ebro Foods, se puede extraer como primera conclusión que más del 92% del activo está formado por inversiones financieras a largo plazo. Este dato es lógico teniendo en cuenta que su principal función consiste en gestionar sus empresas filiales, todas ellas dedicadas a la industria manufacturera. Por lo tanto, a la hora de comparar su composición patrimonial con las de las empresas del sector, no se compararán con los datos del sector manufacturero, sino con las que efectúan actividades de

holding con el propósito de obtener unas conclusiones más realistas y acordes con el tipo de empresa que se pretende valorar. De otra forma, al comparar los resultados con empresas pertenecientes al sector manufacturero, obtendríamos valores que no reflejan la realidad y tendríamos unos resultados distorsionados que nos llevarían a conclusiones erróneas. Sin embargo, las observaciones realizadas en los apartados anteriores se mantendrán, ya que las variables externas que afectan al sector manufacturero serán las que afecten al resultado económico de Ebro Foods.

En segundo lugar y como ya se había comentado previamente, la característica más representativa de las empresas holding es que la gran mayoría de su activo está compuesto por las participaciones de sus empresas filiales. Si bien, en el caso de Ebro Foods esta circunstancia es aún más significativa, ya que en el caso de las empresas del sector esta cifra representa entre el 70% y 80% del activo total, mientras que en el caso de la empresa objeto de valoración es de un 96% en el ejercicio 2015. Este aspecto será de vital importancia a la hora de analizar los ratios de la sociedad (liquidez, endeudamiento, solvencia, riesgo de quiebra...), pues el resto de partidas presentan cifras muy reducidas.

En tercer lugar, resulta fundamental analizar la composición de ambas estructuras de forma individualizada. En relación a la estructura económica y por el lado del activo se observa un aumento del activo no corriente, y una reducción del corriente pero en menor dimensión. Todo ello se traduce en un aumento patrimonial del 6% entre los ejercicios económicos 2012 y 2015. Durante todo este periodo de cuatro años, Ebro Foods ha destinado un esfuerzo cada vez mayor a sus actividades de holding y eso se refleja en el aumento en la inversión en empresas del grupo, mientras que la inversión en inmovilizado material se ha reducido aproximadamente a la mitad.

Por otro lado, en relación al activo corriente, la partida del Activo que representa un mayor peso sobre la estructura económica son los deudores y otras cuentas a cobrar (realizable), puesto que representa el 83% de todo el activo corriente. Además, las inversiones financieras a corto plazo también se han reducido de forma extraordinaria, ya que en la actualidad los recursos invertidos son el 35% de los que eran en el ejercicio 2012. No obstante, el efectivo y otros activos líquidos equivalentes así como las existencias representan las últimas masas patrimoniales en importancia tanto en el activo corriente como en el activo total de forma generalizada, siendo las menos destacables en todos los ejercicios económicos objeto de estudio en el presente análisis.

En relación a la **estructura financiera**, cabe destacar que el volumen de financiación ajena y financiación propia se muestra muy similar en términos porcentuales en 2015, si bien no en exceso ninguno de ambos tipos de financiación, es decir, Ebro Foods es una sociedad endeudada pero dentro de los límites de una capitalización adecuada. No obstante, si se observara su evolución se vería como ejercicio económico tras ejercicio económico la empresa se ha endeudado más, por lo que ha dado lugar a un proceso de descapitalización pronunciado llegando a la composición similar de ambos tipos de financiación en 2015.

En cuanto al Patrimonio Neto, la partida más importante es la de las reservas, aunque ha ido disminuyéndose paulatinamente, a pesar de los resultados positivos de la entidad. Esta disminución se debe al reparto de dividendos, como ya se analizará en el apartado pertinente. Por otro lado, el capital social se ha mantenido constante durante todo el periodo analizado. También resulta excesivamente llamativo cómo ha evolucionado el resultado del ejercicio, siendo muy positivo en todo el ejercicio pero con grandes variaciones. Desde el ejercicio 2012 hasta el 2014 el resultado aumentó de manera exponencial, mientras que en el ejercicio 2015 se redujo casi hasta la mitad.

Por último, tras observar el pasivo se podría concluir que la partida más importante es el de las deudas a largo plazo, tanto con terceros como con empresas del grupo. Las deudas con empresas del grupo representan más de la mitad del pasivo total. Sin embargo, esto puede ser un aspecto positivo para la sociedad, ya que se puede intuir que no tendrá coste de financiación, o al menos, será altamente reducido. Además, la cifra ha experimentado un incremento exponencial durante todos los ejercicios económicos. Por otro lado, las deudas a corto plazo con terceros representan casi el 70% del activo corriente, mientras que la deuda con acreedores comerciales o empresas del grupo no resulta muy significativa en comparación con el resto de las partidas. Además, cabe destacar que el pasivo corriente representa tan sólo el 4% de todo el pasivo, algo bastante lógico, viendo lo diminuto que es el activo corriente en comparación al activo total.

Comparando todos los datos expuestos y explicados en párrafos anteriores con las empresas de su sector (las que realizan actividades de holding), se observan varias similitudes. La primera de ellas, es la que se ha mencionado en párrafos anteriores y es la importancia de las inversiones financieras a largo plazo. Sin embargo, no se experimenta un aumento de inversión en los ejercicios analizados, ya que se mantiene constante.

No obstante, observando las diferencias, se puede mencionar que las empresas del sector invierten mucho más en activos a corto plazo, aunque en 2014, esta inversión disminuyó

de manera muy clara. Esta inversión desemboca en un activo corriente muy superior al de Ebro Foods en términos relativos, ya que en el grupo de las empresas del sector supone más del 20% del activo total, en contra del 1% en el caso de la sociedad objeto del presente análisis. Conociendo que las inversiones a corto plazo están relacionadas con la financiación a corto plazo, es lógico que el pasivo corriente en términos relativos sea superior en el caso de las empresas holding. En el caso de Ebro Foods, la proporción del pasivo corriente en comparación al patrimonio neto y pasivo es de 4%, mientras que el pasivo corriente de las empresas del sector es aproximadamente el 29% del patrimonio neto y pasivo, proporción muy superior a la de la empresa objeto de valoración.

También resulta llamativo que la financiación a corto plazo con coste es muy superior en el caso de las empresas del sector. Esta financiación va a generar unos costes financieros muy superiores, por lo que en este apartado, Ebro Foods disfruta de una situación privilegiada, que le permitirá obtener financiación de manera mucho más barata.

### 5.2.3. Análisis del Estado de cambios en el Patrimonio Neto y del Estado de Flujos de Efectivo

En el siguiente apartado, el objetivo consiste en analizar los movimientos experimentados por la masa patrimonial del patrimonio neto (Estado de cambios en el Patrimonio Neto), así como la tesorería propia del activo corriente (Estado de Flujos de Efectivo)

En primer lugar, haciendo referencia al Estado de cambios en el Patrimonio Neto, este está compuesto por dos partes: la primera denominada Estado de ingresos y gastos reconocidos (EIGR) que refleja en exclusividad la totalidad de ingresos y gastos que han sido generados por la propia actividad desarrollada por la empresa durante un determinado ejercicio económico; y la segunda denominada Estado de cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN) que refleja todos los movimientos derivados del patrimonio neto, así como los derivados de transacciones realizadas con propietarios y socios de una determinada sociedad al actuar como tales.

En este sentido, a continuación se presenta el Estado de Ingresos y Gastos reconocidos, es decir, el primero de los componentes del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN):

**Tabla 15: Estado de Ingresos y Gastos reconocidos de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)**

<b>ESTADO DE INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS</b>				
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>A) Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias</b>	<b>3.533.000,00</b>	<b>8.342.000,00</b>	<b>42.731.000,00</b>	<b>23.220.000,00</b>
Ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto	-10.504.000,00	14.279.000,00	-3.620.000,00	110.000,00
Valoración de instrumentos financieros	-15.006.000,00	20.398.000,00	-5.171.000,00	153.000,00
Efecto impositivo	4.502.000,00	-6.119.000,00	1.551.000,00	-43.000,00
<b>B) Total ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto</b>	<b>-10.504.000,00</b>	<b>14.279.000,00</b>	<b>-3.620.000,00</b>	<b>110.000,00</b>
Transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias	18.071.000,00	-1.424.000,00	-9.802.000,00	0
Valoración de instrumentos financieros	25.816.000,00	-2.035.000,00	-14.003.000,00	0
Efecto impositivo	-7.745.000,00	611.000,00	4.201.000,00	0
<b>C) Total transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias</b>	<b>18.071.000,00</b>	<b>-1.424.000,00</b>	<b>-9.802.000,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS</b>	<b>11.100.000,00</b>	<b>21.197.000,00</b>	<b>29.309.000,00</b>	<b>23.330.000,00</b>

*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia*

Una de las principales conclusiones que se extraen desde el Estado de Cambios y Patrimonio Neto de Ebro Foods, es que durante los últimos ejercicios se ha seguido una campaña muy agresiva de reparto de dividendos con cargo a reservas. Esto ha hecho que las reservas se hayan reducido en 179.269.000 € desde el principio de 2012 a pesar de haber dotado todos los años una parte del resultado del ejercicio a reservas. Por otra parte, la empresa también ha adquirido acciones propias, que han vuelto a salir del balance en forma de dividendo. Además el dividendo repartido es en todos los casos superior al resultado del ejercicio.

Por lo tanto y a pesar de que aún tiene un gran margen por las reservas, la entidad no puede mantener esta política tan agresiva de reparto de dividendo, ya que año a año el patrimonio neto es inferior. Teniendo en cuenta que el patrimonio neto es una cifra de garantía ante los acreedores, se puede concluir que cada año muestra una situación patrimonial más débil. En caso de no desear abandonar esta política, los directivos deberían tomar medidas drásticas para aumentar los beneficios y de esa forma seguir con un nivel tan alto de reparto de dividendos.

Además en el Anexo 4 se presenta el segundo de los componentes del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN), el Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN). En este se recogen todos los cambios experimentados en el patrimonio neto derivados de la totalidad de ingresos y gastos reconocidos, variaciones originadas por operaciones con socios o propietarios y demás variaciones, así como los ajustes por cambios en criterios contables y corrección de errores, tratando de complementar el análisis anterior del Estado de Ingresos y Gastos reconocidos en concordancia con varios ejercicios económicos.

En segundo lugar, se presenta el Estado de Flujos de Efectivo, considerado como uno de los documentos que integran las cuentas anuales de las compañías mostrando debidamente y por categorías los cobros y pagos de una determinada empresa, con el propósito de informar sobre las variaciones experimentadas por el efectivo y determinar cuáles han sido las causas que han originado estas variaciones. De este modo, se clasifica en las siguientes categorías: flujos de actividades de explotación que constituyen la fuente principal de ingresos ordinarios de la compañía, los flujos de actividades de inversión que reflejan las inversiones o desinversiones en términos de inmovilizado y los flujos de actividades de financiación los cuales incluyen todas las operaciones de captación de capitales propios y ajenos, el reembolso de deudas y la devolución de aportaciones.

Además, se analizará si la empresa genera fondos suficientes para hacer frente a sus deudas, mediante los flujos de explotación. En el caso de que la sociedad no pueda hacer frente a sus pagos con los flujos generados mediante su actividad, tendrá que deshacer sus inversiones o solicitar financiación a terceros. En este último caso se deterioraría la situación patrimonial de la sociedad, por lo que es de vital importancia que la sociedad genere los flujos necesarios mediante su actividad para hacer frente a sus pagos más inmediatos.

El primer paso para poder llevar a cabo el análisis del Estado de Flujos de Efectivo consiste en elaborar una estructura analítica simplificada a través de un análisis relativo o porcentual. A través de esta estructura se proporciona una información muy valiosa y útil para evaluar la situación económica – financiera de Ebro Foods. A continuación se observa la siguiente estructura analítica simplificada del EFE:



**Tabla 16: Estructura analítica simplificada del EFE (2012-2015)**

	2012	2013	2014	2015
	miles €	miles €	miles €	miles €
Resultado del ejercicio antes de impuestos.	-2.295.000	2.934.000	39.180.000	18.657.000
Ajustes al resultado	-6.409.000	-11.312.000	-46.430.000	-26.182.000
RPO	-8.704.000	-8.378.000	-7.250.000	-7.525.000
Cambios Capital Corriente	3.193.000	-9.135.000	-10.867.000	-5.321.000
Otros flujos	2.080.000	14.711.000	52.688.000	34.577.000
FTO	-3.431.000	-2.802.000	34.571.000	21.731.000
Pagos inversiones	-6.859.000	-20.098.000	-58.628.000	-6.022.000
Cobros desinversiones	13.118.000	9.444.000	41.784.000	1.766.000
FTI	6.259.000	-10.654.000	-16.844.000	-4.256.000
FTI producción	11.419.000	-14.823.000	-57.112.000	-4.256.000
FTI activos financieros	-5.160.000	4.169.000	40.268.000	0
FTF propietarios	-43.927.000	-92.319.000	-76.833.000	-101.226.000
FTF ajena	7.140.000	106.304.000	61.358.000	81.066.000
FTF	-36.787.000	13.985.000	-15.475.000	-20.160.000
Aumento/disminución Efectivo	-33.959.000	529.000	2.252.000	-2.685.000
Efectivo Inicial	35.265.000	1.306.000	1.835.000	4.087.000
Efectivo Final	1.306.000	1.835.000	4.087.000	1.402.000

Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia

Mediante el análisis vertical del Estado de Flujos de Efectivo, se observa que la compañía ha generado efectivo en los ejercicios económicos 2013 y 2014, pero en 2012 y 2015 la generación de efectivo se muestra con saldo negativo. No obstante, en los dos ejercicios económicos en los que se ha generado efectivo (2013 y 2014) las únicas actividades generadoras de dicho efectivo son únicamente las de financiación en 2013 y las ordinarias o de explotación en 2014.

En cuanto al ejercicio económico 2012, se puede observar como Ebro Foods muestra unos flujos de explotación negativos, lo que unido a la agresiva política de reparto de dividendos hizo que la sociedad consumiese una gran cantidad de efectivo en el transcurso del ejercicio. Se obtuvieron flujos a través de desinversiones en bienes intangibles, pero no fue suficiente para contrarrestar el efecto de los otros flujos negativos.

Además, en 2013 los flujos de explotación volvieron a ser negativos. El resultado obtenido antes de impuestos no fue suficiente para contrarrestar la partida de “otros gastos”

que supuso una salida de más de 16.000.000 € de las cuentas de Ebro Foods. Como matriz de un grupo de muchas sociedades, los mayores ingresos provinieron de dividendos repartidos por otras sociedades. Si bien, el pago por dividendos aumentó hasta los 92.319.000 €, una cifra escandalosa, comparado con el resultado antes de impuestos de la sociedad, inferior a los 3.000.000 €. De todas formas, los flujos de financiación fueron positivos, a causa de emitir una gran cantidad de deuda a sociedades del grupo. Este aumento de recursos por parte de las empresas de grupo, también vino acompañado de una inversión de más de 10.000.000 € en adquirir empresas de grupo. En resumen, la deuda emitida tanto a las empresas de grupo como a entidades bancarias, hizo que se compensaran todas las salidas de efectivo en forma de flujo de explotación y flujo de inversión, generando un aumento de efectivo global de 529.000€.

No obstante, el ejercicio 2014 se caracteriza por un giro radical en cuanto a la tendencia de los flujos de explotación seguido durante los dos ejercicios anteriores y de forma consecutiva, pasando de -2.806.000€ en el ejercicio anterior a 34.571.000€. Las causas principales de este aumento son la mejora del resultado antes de impuestos y del cobro de dividendos, que se multiplica por 4,25. Además de esos recursos, se desinvertieron más de 40.000.000€ en otros activos financieros. La mayoría de esos recursos fueron destinados a devolver los préstamos a las entidades de grupo y a adquirir acciones y participaciones de empresas del grupo. El excedente, 2.252.000€, supuso el aumento de efectivo de la sociedad en ese periodo. El saldo final de efectivo ascendió hasta los 4.087.000€.

Finalmente, el ejercicio económico 2015 cierra con una variación de caja negativa de 2.685.000 €. Una de las causas más importantes fue la caída del resultado antes de beneficios, que se redujo aproximadamente a la mitad. Sin embargo, los flujos de explotación fueron de 21.731.000€, muy positivos, y por lo tanto de importancia capital para los intereses de la sociedad. Los flujos de inversión fueron negativos, ya que se siguió invirtiendo en empresas del grupo. Los movimientos más importantes de efectivo tuvieron que ver con los flujos de financiación. Se obtuvieron 191.785.000€ a través de la emisión de pasivos financieros, tanto con bancos, como con empresas del grupo, una cuantía muy significativa teniendo en cuenta el resultado de explotación. No obstante, también se devolvieron más de 108.000.000€ a las entidades bancarias y se repartió el mayor dividendo de todo el periodo analizado: 101.500.000€. Todos estos pagos hicieron que el cierre del ejercicio 2015 muestre que se consumió más efectivo de lo que se generó.

En definitiva, cabe destacar de esta primera parte del análisis del Estado de Flujos de Efectivo que los ejercicios económicos 2012 y 2013 fueron muy negativos en cuanto a la

generación de efectivo, ya que los déficits de los flujos generados a través de las actividades de la sociedad tuvieron que ser compensados emitiendo deuda a las empresas del grupo o adquiriendo préstamos de entidades bancarias. No obstante, esta tendencia cambia en 2014 con un repunte espectacular del resultado antes de impuestos, lo que se traduce en unos flujos de explotación positivos. Estos flujos positivos fueron invertidos en adquirir más participaciones y acciones de empresas del grupo y sobre todo el reparto de dividendos, muy superior en todos los casos al resultado antes de impuestos obtenido por la empresa.

Como se ha dicho en el apartado anterior, para que la empresa pueda seguir distribuyendo un dividendo tan elevado tendrá que mejorar su resultado antes de impuestos u obtener más dividendos de las empresas del grupo, ya que solicitar financiación para poder repartir dividendos, o hacerlo con cargo a reservas no es una política viable a medio y largo plazo. Tal y como se puede apreciar en el apartado de análisis patrimonial, el peso relativo del patrimonio neto se está reduciendo, se está descapitalizando la sociedad y esa estructura más arriesgada puede empeorar el resultado a causa de los gastos financieros. Incluso, por otro lado, al ofrecer menos garantías ante los acreedores y tratándose de una sociedad cotizada, la cotización de los títulos de Ebro Foods puede que se vea afectada de forma negativa.

## 5.2.4. Evolución del número de empleados

En el presente epígrafe se llevará a cabo un breve análisis de la evolución experimentada por la plantilla de empleados, así como su composición entre personal femenino y masculino en cada uno de los ejercicios económicos objeto del presente análisis y su clasificación por áreas geográficas, por categorías profesionales y por rango de edad de los empleados. Este aspecto, será relevante a la hora de entender el mayor o menor crecimiento alcanzado por la compañía no solo en términos económicos sino también de capital humano. De este modo, a continuación se observa la siguiente tabla que permitirá posteriormente analizar cada uno de los aspectos expuestos a partir de los valores obtenidos.

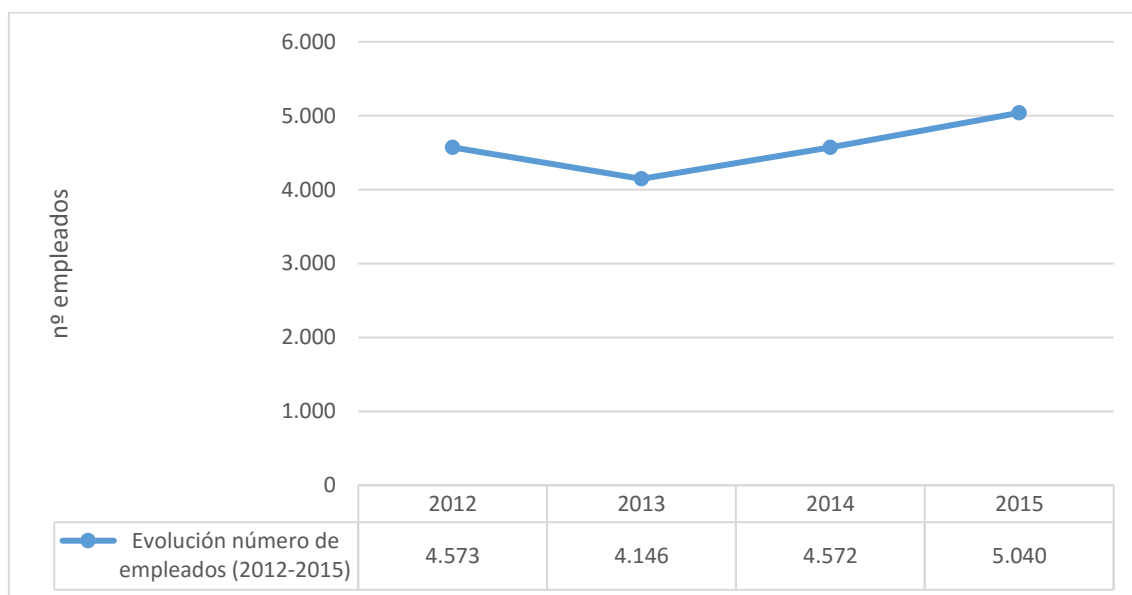
**Tabla 17: Distribución y evolución de la plantilla de empleados (2012-2015)**

	2012		2013		2014		2015	
	nº empleados	%	nº empleados	%	nº empleados	%	nº empleados	%
<b>Distribución por áreas de negocio</b>	<b>4.573</b>	<b>100,00%</b>	<b>4146</b>	<b>100,00%</b>	<b>4572</b>	<b>100,00%</b>	<b>5040</b>	<b>100,00%</b>
División arroz	2.749	60,11%	2307	55,64%	2262	49,48%	2349	46,61%
Hombres	2.034	44,48%	1826	44,04%	1781	38,95%	1867	37,04%
Mujeres	715	15,64%	481	11,60%	481	10,52%	482	9,56%
División pasta	1.763	38,55%	1778	42,88%	2249	49,19%	2631	52,20%
Hombres	1.192	26,07%	1202	28,99%	1533	33,53%	1712	33,97%
Mujeres	571	12,49%	576	13,89%	716	15,66%	919	18,23%
Holding	61	1,33%	61	1,47%	61	1,33%	60	1,19%
Hombres	35	0,77%	37	0,89%	37	0,81%	36	0,71%
Mujeres	26	0,57%	24	0,58%	24	0,52%	24	0,48%
<b>Distribución por área geográfica</b>	<b>4.573</b>	<b>100,00%</b>	<b>4146</b>	<b>100,00%</b>	<b>4572</b>	<b>100,00%</b>	<b>5040</b>	<b>100,00%</b>
África	882	19,29%	366	8,83%	335	7,33%	358	7,10%
América	8	0,17%	6	0,14%	7	0,15%	7	0,14%
Asia	54	1,18%	130	3,14%	146	3,19%	164	3,25%
Europa	2.382	52,09%	2382	57,45%	2527	55,27%	2974	59,01%
Norte América	1.247	27,27%	1262	30,44%	1557	34,06%	1537	30,50%
<b>Distribución por rango de edad</b>	<b>4.573</b>	<b>100,00%</b>	<b>4146</b>	<b>100,00%</b>	<b>4572</b>	<b>100,00%</b>	<b>5040</b>	<b>100,00%</b>
<= 30 años	821	17,95%	524	12,64%	572	12,51%	729	14,46%
Hombres	544	11,90%	372	8,97%	394	8,62%	473	9,38%
Mujeres	277	6,06%	152	3,67%	178	3,89%	256	5,08%
30 a 50 años	1.167	25,52%	2224	53,64%	2475	54,13%	2640	52,38%
Hombres	842	18,41%	1659	40,01%	1839	40,22%	1944	38,57%
Mujeres	325	7,11%	565	13,63%	636	13,91%	696	13,81%
>= 50 años	2.585	56,53%	1398	33,72%	1525	33,36%	1671	33,15%
Hombres	1.875	41,00%	1034	24,94%	1118	24,45%	1198	23,77%
Mujeres	710	15,53%	364	8,78%	407	8,90%	473	9,38%
<b>Distribución por categoría profesional</b>	<b>4.573</b>	<b>100,00%</b>	<b>4146</b>	<b>100,00%</b>	<b>4572</b>	<b>100,00%</b>	<b>5040</b>	<b>100,00%</b>
Administrativos	649	14,19%	532	12,83%	666	14,57%	703	13,95%
Auxiliares	601	13,14%	658	15,87%	672	14,70%	171	3,39%
Mandos intermedios	464	10,15%	614	14,81%	567	12,40%	584	11,59%
Comerciales	162	3,54%	183	4,41%	195	4,27%	198	3,93%
Directivos	131	2,86%	134	3,23%	125	2,73%	145	2,88%
Resto de personal	2.566	56,11%	2025	48,84%	2347	51,33%	3239	64,27%

Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia

En primer lugar, será necesario alcanzar una visión global y a grandes rasgos sobre la evolución de la plantilla durante los cuatro ejercicios económicos 2012-2015 con el propósito de entender en qué medida ha crecido la compañía durante este periodo y, de este modo, ser capaces de entender el crecimiento económico analizado a lo largo de todo este epígrafe. Así pues, a continuación se observa el gráfico 11.

**Gráfico 11: Evolución de la plantilla de empleados (2012-2015)**

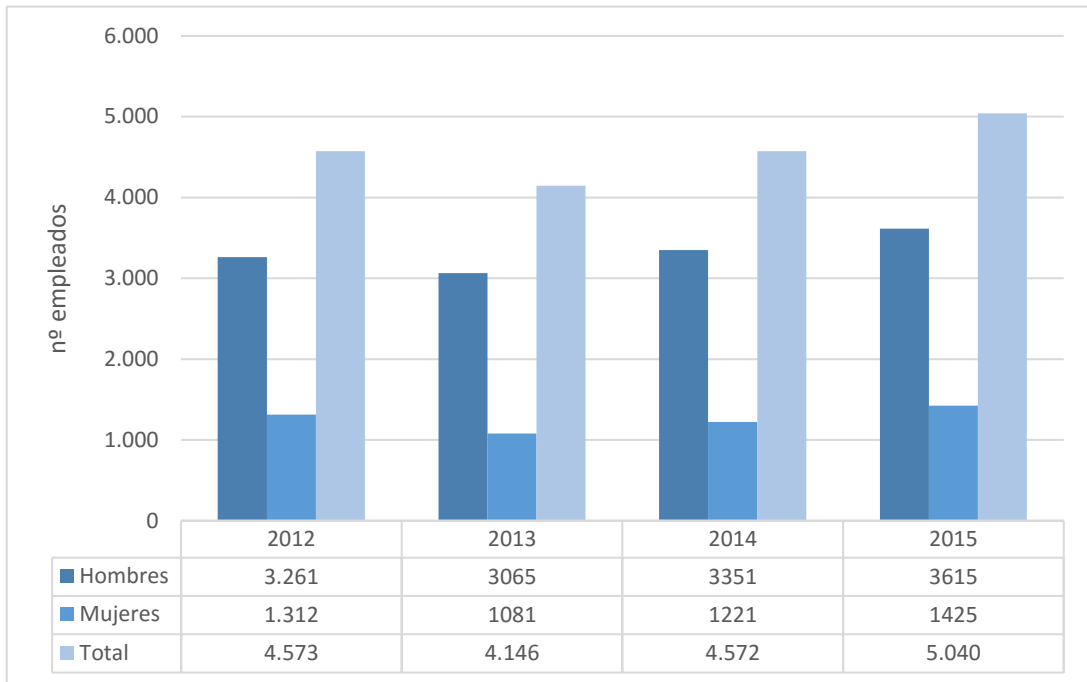


*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

En el anterior gráfico 11 se observa como la evolución de la plantilla de empleados de Ebro Foods ha seguido una tendencia ligeramente creciente en los últimos ejercicios económicos pasando de un total de 4.573 empleados en 2012 a un total de 5.040 en 2015, es decir, un crecimiento del 10.2%. Pese a ello, se observa como en 2013 el número de empleados de la compañía disminuye un 9.33% respecto al ejercicio económico anterior, no obstante, resulta un dato análogo puesto que en este año Ebro Foods optó por elaborar el informe entorno a la plantilla de empleados con datos “medios” y no datos finales, por lo que se supone que realmente la empresa ha mantenido la tendencia creciente durante este año también.

A continuación y con el fin de profundizar más sobre la evolución experimentada por la plantilla de empleados, se descompondrá entre plantilla femenina y masculina, pues la distribución por sexos es uno de los pilares clave para la compañía.

**Gráfico 12: Distribución de la plantilla de empleados por sexos (2012-2015)**



*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

En el gráfico 12 se puede ver como el incremento de la plantilla se ha materializado no solo en un incremento de la plantilla masculina en un 10.8% de 2012 a 2015, sino también en un crecimiento de la plantilla femenina en un 8.61% durante ese mismo periodo. No obstante, haciendo referencia al hecho de que en 2013 los datos expuestos son datos medios que hacen difícil la comparativa en términos absolutos, se observa como en 2014 pese a tener el mismo número de empleados que en 2012 la plantilla femenina es más reducida en comparación a este ejercicio debido al tipo de actividad económica desarrollada de producción y manufactura que conlleva mayor personal masculino que femenino.

En segundo lugar, haciendo referencia a la tabla expuesta inicialmente se harán algunas pequeñas pinceladas a los datos más relevantes para cada una de las descomposiciones realizadas previamente a través del informe anual realizado por Ebro Foods. En este sentido, la división del arroz es la que presenta un mayor número de empleados a su cargo durante los años 2012, 2013 y 2014 en un 60,11%, 55,64% y 49,48% respectivamente, dejando en segundo lugar a la división de la pasta en un 38,55%, 42,88% y 49,19% respectivamente. No obstante en 2015, la tendencia cambia debido al fomento de la división de pastas mediante una mayor diversificación de productos en torno a esta área productiva alcanzando un 52,2% frente al 46,61% de la división de arroces. Además, otra de las divisiones fundamentales pero de menor

relevancia es la del Holding en un 1% aproximadamente durante los cuatro ejercicios económicos.

Por otro lado, en relación a la distribución de la plantilla de empleados por áreas geográficas, Ebro Foods tienen una mayor presencia en el continente europeo con un 55%-60% sobre el total de empleados como consecuencia del mayor número de fábricas a su poder en gran parte de los países europeos. Además, Norte América es la segunda de mayor presencia geográfica de la compañía con un 30,5% de empleados en 2015, seguida de África, Asia y América con unos pesos de 7,1%, 3,25% y 0,14% respectivamente.

En tercer lugar, otra de las clasificaciones que se realizaba anteriormente es la descomposición por rango de edad y por categoría profesional. En relación al rango de edad se observa como más de la mitad de la plantilla tienen entre 30 y 50 años (52,38% en 2015) y posteriormente en un 30% se constituyen empleados de más de 50 años, todo ello debido a la madurez en que se encuentra la compañía lo que supone tener una plantilla madura, fija y estable. No obstante, la plantilla joven de menos de 30 años de edad únicamente representa un 14,46% en 2015 lo que permite corroborar la estructura estable de la plantilla de Ebro Foods.

Además, atendiendo a la clasificación por categoría profesional se observa como los administrativos, mandos intermedios y auxiliares representan el mayor peso de la plantilla en un 30% en 2015, pero inferior a los demás ejercicios económicos donde tenían un peso del 40-45% aproximadamente. Incluso, los directivos y comerciales representan un porcentaje diminuto pues se trata de una empresa "manufacturera" que requiere de un elevado volumen de personal "obrero" que realice labores productivas y de comercialización y no tanto labores de dirección y de relaciones empresariales.

En definitiva, en el presente análisis se ha podido observar como la plantilla masculina es superior a la femenina pero que en conjunto han experimentado una evolución positiva durante los cuatro ejercicios económicos analizados. Además, se trata de una compañía con una estructura de capital humano bastante fija y estable con un personal altamente cualificado y mayor de 30 años, principalmente ligado a las labores administrativas, auxiliares y de mandos intermedios. Todo ello, permite corroborar la evolución positiva de la compañía no solo en términos económicos y financieros sino también de expansión geográfica y productiva.

## 5.3. Fortaleza financiera

El segundo apartado del presente análisis económico – financiero tratará sobre la fortaleza financiera de Ebro Foods, S.A., una vez analizada la composición del balance de situación de la compañía entre las diferentes masas patrimoniales que lo componen y en conjunto la evolución económica y crecimiento de la empresa, es decir, la capacidad que posee para generar beneficios. De este modo, a continuación y mediante la fortaleza financiera se analizará la capacidad para hacer frente de forma adecuada a los compromisos de pagos y su evolución, siendo necesario para ello lleva a cabo un análisis de aspectos como la liquidez, el endeudamiento y la solvencia, inicialmente.

Posteriormente, se analizará la eficacia de las políticas de inversión – financiación desarrolladas por la compañía en los distintos ejercicios económicos. Finalmente, se analizará la mayor o menor exposición al riesgo de quiebra a través del Índice Z de Altman, donde a través de un enfoque multidimensional basado en el uso de múltiples ratios se evaluará si la compañía muestra una situación “sana” o “desfavorable” en términos económico – financieros y de fortaleza financiera.

### 5.3.1. Análisis de la situación de liquidez

Una vez analizada previamente la situación patrimonial de la compañía en relación a su estructura económico – financiera, se había dado una pequeña pincelada a la situación de liquidez que resulta imprescindible ser completada con otras técnicas analíticas que corroboren, maticen e incluso sean capaces de modificar las conclusiones alcanzadas. Desde este punto de vista, mediante el análisis de ratios es posible relacionar diferentes magnitudes patrimoniales de cierta similitud para una mayor comparabilidad entre valores de forma individualizada.

Para llevar a cabo el presente análisis, a continuación se muestra la tabla 18 donde se exponen los ratios de liquidez más utilizados. No obstante, a la hora de analizar estos ratios, hay que tener en cuenta que las existencias de las empresas que se dedican a actividades de holding como es Ebro Foods, suelen ser inexistentes, pero aun así, en este análisis se obtendrán todos los ratios, incluyan o no existencias en su cálculo.



**Tabla 18: Ratios de liquidez de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)**

Ratios de liquidez		2012	2013	2014	2015
<b>Ratio de liquidez</b>	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	0,24	0,25	0,09	0,25
<b>Test Ácido</b>	$\frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$	0,24	0,25	0,09	0,25
<b>Ratio FM</b>	$\frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Activo}}$	-0,04	-0,03	-0,12	-0,03
<b>Pc: Periodo medio de cobro (días)</b>	$\frac{\text{Clientes} \times 365}{\text{Ventas}}$	321,54	269,57	86,57	129,12
<b>Pp: Periodo medio de pago (días)</b>	$\frac{\text{Proveedores} \times 365}{\text{Gastos y compras}}$	196,14	196,46	119,1	169,5
<b>Ciclo de maduración (días)</b>	$Pe + Pc$	321,54	269,57	86,57	129,12
<b>Ciclo de caja (días)</b>	$\text{Ciclo de maduración} - Pp$	125,4	73,11	-32,53	-40,38

Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia

“Los ratios de liquidez comprenden un conjunto de indicadores y medidas cuya finalidad es diagnosticar si una entidad es capaz de generar tesorería, o lo que es lo mismo, convertir sus activos en liquidez a través de su ciclo de explotación”

(Boal Velasco, Nohemí. Diario Expansión.)

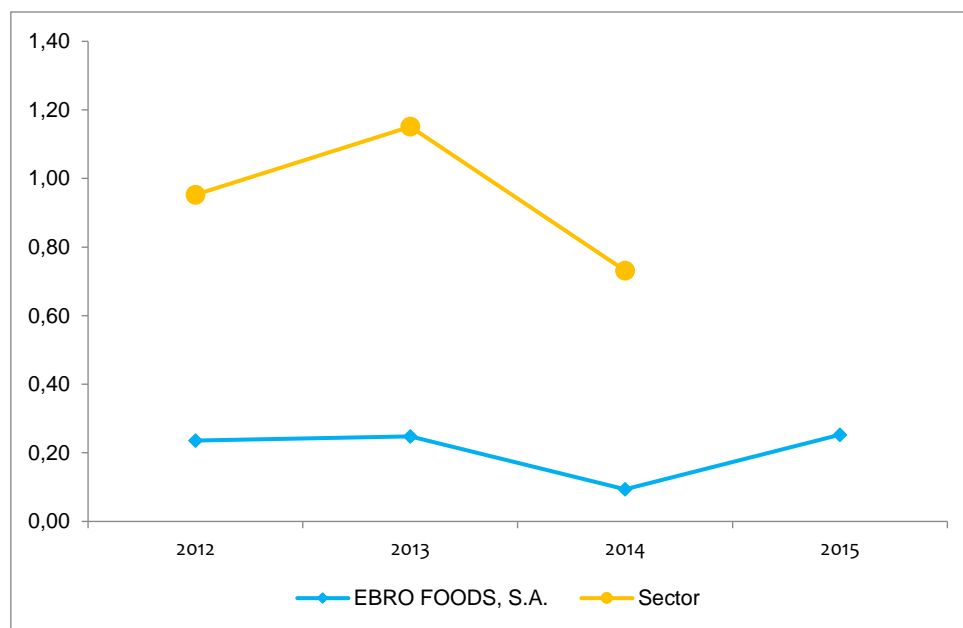
En primer lugar, haciendo referencia a los ratios de liquidez y test ácido, se observa que la compañía se sitúa en valores muy inferiores a la media del sector. Por otro lado, el ratio de liquidez y el test ácido reportan exactamente los mismos valores debido a que no hay existencias en el almacén.

Durante los cuatro ejercicios económicos (2012-2015) se observa como tanto la liquidez general como el Test Ácido presentan valores inferiores a la unidad, lo que revela la existencia de un valor negativo en el fondo de maniobra, y en este sentido, una aparente situación de suspensión de pagos técnica que presupone una carencia de liquidez de forma continuada debido a una falta de activos o a una falta de coordinación entre los vencimientos de las deudas

y el cobro de los activos pertenecientes constituyentes de la estructura económica de la empresa. No obstante, no se podría estar hablando de una situación de quiebra técnica ya que durante los cuatro ejercicios económicos el Activo supera al Pasivo total. Todo ello se puede observar a través de los ratios sobre el fondo de maniobra sobre el activo, que muestra unos valores negativos de 0,04, 0,03, 0,12 y 0,03 entre 2012 y 2015 respectivamente.

En el gráfico 13 se puede comprobar que los valores de las empresas del sector se sitúan en torno a la unidad, mientras que el ratio de Ebro Foods está alrededor de 0,25, lo que permite observar como este ratio ha evolucionado y variado excesivamente en el sector, con un claro descenso en el ejercicio 2014. Este descenso también se experimentó en el caso de Ebro Foods, con un valor de 0,09. En ambos casos los valores de los ratios vienen condicionados por el saldo de los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, ya que es la que forma casi íntegramente el activo corriente.

**Gráfico 13: Ratio de liquidez & Test Ácido de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**

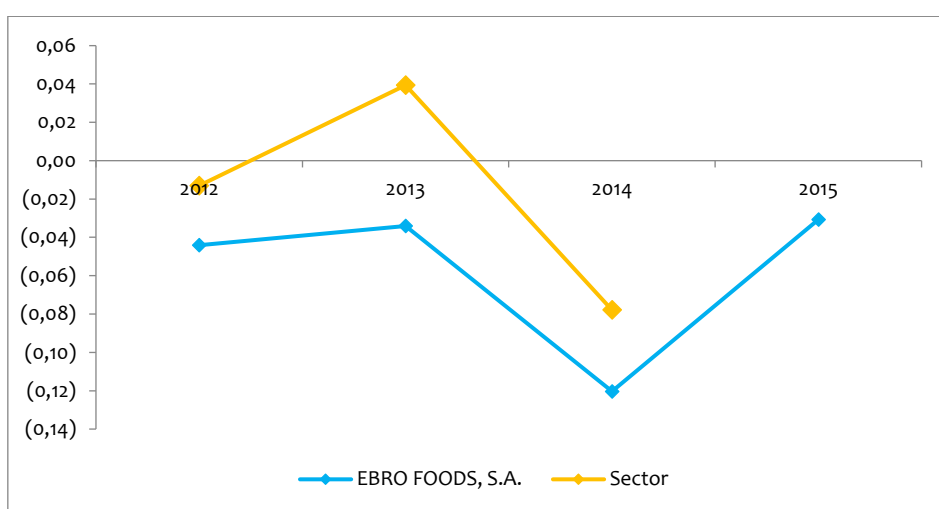


*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

Además, como bien se había comentado anteriormente, el fondo de maniobra en todo el periodo es negativo, con una caída drástica en el ejercicio 2014. Esta caída se debe al gran incremento experimentado en las deudas a corto plazo con entidades de crédito. De todas formas, ese pico se neutraliza en el ejercicio siguiente, retornando a valores de ejercicios anteriores. El ratio de fondo maniobra sobre el activo se mantiene alrededor de -0,04, por lo

que es necesario obtener unas condiciones de pago favorables que permita mantener este fondo de maniobra negativo. Este punto se analizará más adelante con el ciclo de maduración y caja. En cuanto a las empresas del sector, este ratio ofrece resultados muy dispares en todo el periodo analizado, siendo negativo en 2012 y 2014 y de 0,04 en 2013. Estos valores hacen pensar que las empresas holding tendrán una posición de poder por su importancia y ejercerán presión a sus proveedores para obtener unas condiciones favorables a la hora de efectuar los pagos. En el gráfico 14 se puede observar la evolución del ratio fondo de maniobra sobre activo.

**Gráfico 14: Ratio del Fondo de Maniobra sobre el Activo total de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

Atendiendo al ciclo de maduración y ciclo de caja, se realizan las siguientes observaciones.

En cuanto al ciclo de maduración, se puede comprobar que coincide con el periodo medio de cobro de clientes. Esto se debe, como ya se ha mencionado en los apartados anteriores, a la falta de existencias, por lo que el periodo de existencias es cero. Los valores que se obtienen en el ciclo de maduración son muy elevados, aunque con un claro descenso en el ejercicio 2014. Si bien, el periodo de cobro en el año 2015 sigue siendo de 130 días. En consecuencia, la pregunta sería la siguiente ¿Cuál es la razón de que todos estos valores sean tan anómalos? Observando el desglose de los deudores de Ebro Foods se puede ver que el saldo de deudores está formado casi íntegramente por las deudas con empresas del grupo. Esto hace suponer que las condiciones aplicadas a las empresas del grupo serán mucho más flexibles que a terceros, por lo que está ofreciendo financiación a sus matrices. Por otro lado, el periodo de

cobro de dividendos suele ser diferente al periodo de cobro de ventas, lo que desvirtúa los valores de este ratio.

Además, el plazo de pago, también es muy elevado asumiendo las cifras que se suelen manejar en el mercado, aunque es inferior al periodo medio de pago en el 2012 y 2013. En el 2014 se reduce drásticamente, aunque vuelve a incrementarse en el 2015. En este caso, la razón de dichos elevados periodos no se debe a las deudas con los proveedores de grupo, ya que no son significativas. La deuda se reparte casi íntegramente entre los proveedores y el personal. En la página web de Ebro Foods, explica lo siguiente:

- *“De conformidad con lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital, se hace constar que durante el ejercicio 2015 el período medio de pago a proveedores ha sido de 15,4 días”*

Este dato no se corresponde con los resultados obtenidos mediante la aplicación de la fórmula de periodo medio de pago, ya que es muy superior a la que explica Ebro Foods, llegando a ser de 197 días en 2012 y 2013. Por lo tanto esta diferencia debe de ser explicada por la política retributiva del personal, que según se indica en la memoria está formado por 59 personas en 2015, que se dividen en 12 directivos, 27 mandos intermedios y 20 administrativos. Tras investigar el plan estratégico de Ebro Foods para los ejercicios 2013-2015 podemos comprobar que la sociedad sigue una política retributiva que tiene una característica especial en el caso de los altos directivos:

- *“La retribución anual diferida de los ejercicios 2013 y 2014 suponen el 25% del total del trienio cada año, mientras que la retribución anual diferida del ejercicio 2015 supone un 50% del trienio.*
- *La retribución anual diferida no se devengará y abonará hasta transcurridos once meses desde su determinación a la vista de los resultados financieros de cada ejercicio.”*

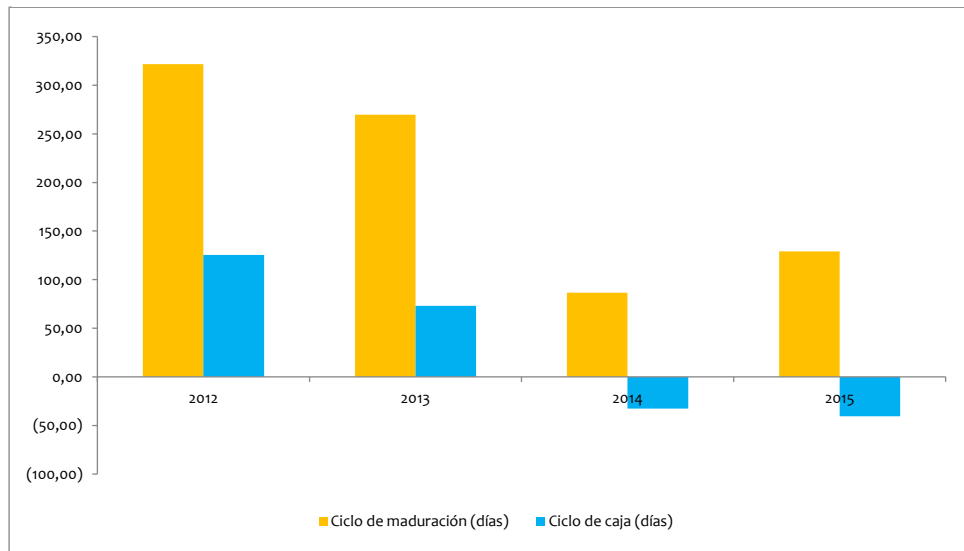
Esta circunstancia explica que el periodo medio de pago sea tan elevado, ya que se genera una elevada deuda con el personal a 11 meses, que desvirtúa el cálculo del periodo medio de pago.

Como resumen, el ciclo de caja es difícilmente comparable a las empresas del sector, ya que el periodo de cobro está condicionado por las condiciones pactadas con las empresas del grupo y el periodo medio de pago por su política contributiva. También cabe indicar que el periodo medio de pago a los proveedores es muy reducido, señal de que no ejerce la posición

de poder que podría ejercer a causa de su dimensión e importancia, imponiendo condiciones mucho más favorables. No obstante, se puede comprobar que el ciclo de caja es negativo en 2014 y 2015, lo que le permite ser viable con un fondo de maniobra negativo, ya que las retribuciones diferidas le permiten disponer de un crédito con el que puede abonar las deudas más inmediatas.

A continuación y para finalizar con el análisis de la liquidez de Ebro Foods, se presenta el siguiente gráfico número 15 donde se observa el ciclo de maduración y ciclo de caja expresados en número de días.

**Gráfico 15: Ciclo de maduración y ciclo de caja de Ebro Foods (en días)**



*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

### 5.3.2. Análisis de la situación de endeudamiento y solvencia

Anteriormente, se ha podido realizar una primera aproximación al señalar el aparentemente adecuado nivel de endeudamiento y cómo la compañía estaba siguiendo un proceso de descapitalización en los últimos ejercicios económicos, un nivel de deuda principalmente a largo plazo. A continuación, mediante el método de los ratios y partiendo de esta primera perspectiva entorno al endeudamiento y solvencia, se ampliará analizando tanto el volumen de deuda, como la calidad de dicha deuda y el esfuerzo que esta deuda representa para la estructura de la compañía, es decir, determinando hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para ser capaces de soportar la carga financiera derivada de dicha deuda. Así pues, los valores de los ratios de endeudamiento y solvencia aparecen en la tabla 19:

**Tabla 19: Ratios de solvencia y endeudamiento de Ebro Foods (2012-2015)**

Ratios de solvencia y endeudamiento		2012	2013	2014	2015
<b>Ratio de endeudamiento</b>	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Total PN y pasivo}}$	0,32	0,38	0,43	0,49
<b>Ratio de autonomía</b>	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Total}}$	2,08	1,64	1,35	1,06
<b>Ratio de Reservas / Activo</b>	$\frac{\text{Reservas}}{\text{Activo}}$	0,01	0,01	0,58	0,52
<b>Cobertura de intereses</b>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses}}$	0	0,72	6,26	3,69
<b>Capacidad de endeudamiento</b>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Pasivo total}}$	0,1	0,01	0,06	0,03

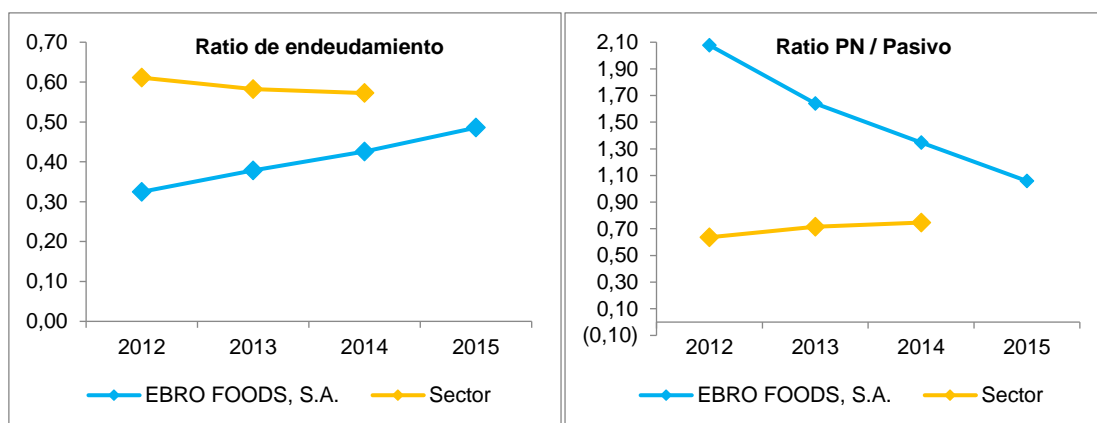
Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Base de datos SABI; Elaboración propia

Como se ha hecho en los apartados anteriores, estos ratios también se compararán con los obtenidos por las empresas que se dedican al mismo sector, ya que la actividad que desempeña una sociedad es clave a la hora de determinar su estructura patrimonial.

En cuanto al endeudamiento de Ebro Foods, se puede comprobar que en todo el periodo analizado ha sido inferior a las cifras experimentadas en el sector. Si bien, en el sector el endeudamiento tiende a ser cada vez menor, lo contrario que en el caso de Ebro Foods, que ha ido aumentando paulatinamente. Por lo tanto, la independencia financiera de la compañía objeto de valoración se está reduciendo cada vez más, con un previsible aumento de los gastos financieros. El análisis del ratio fondos propios entre pasivo (autonomía financiera) nos aporta

la misma información, ya que en términos relativos, los fondos propios son cada vez inferiores en comparación al pasivo total, lo que implica una pérdida de independencia financiera. En la actualidad, los fondos propios son muy ligeramente superiores a la financiación obtenida a través de terceros cuando en 2012 se multiplicaban por dos.

**Gráfico 16: Ratios de endeudamiento y Patrimonio Neto sobre Pasivo total de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**

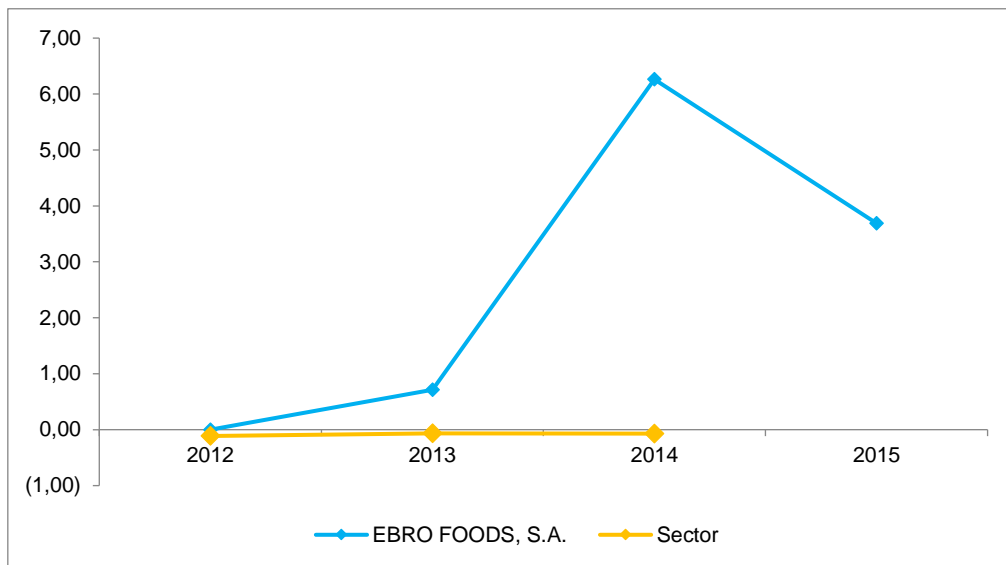


Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia

Por otro lado, el ratio de cobertura de intereses, muestra valores muy bajos en los ejercicios 2012 y 2013, lo que significa que en esos periodos el beneficio antes de amortizaciones, deterioros y gastos financieros era consumido por los gastos financieros, o lo que es lo mismo, los intereses bancarios y las pérdidas de valor de instrumentos financieros no estaban siendo cubiertos por los resultados de la actividad desarrollada por la compañía. Sin embargo, en el ejercicio 2014, con el incremento del importe neto de la cifra de negocios, el EBITDA mejoró considerablemente, por lo que los gastos financieros fueron cubiertos holgadamente, ocurriendo de forma similar en el ejercicio económico 2015, aunque la cobertura no sea tan amplia como en el ejercicio precedente (2014). En cuanto a las empresas del sector, se registran cifras de cobertura negativas, ya que el EBITDA es negativo en todos los ejercicios. Esta circunstancia hace que sea cuál sea la cifra de gastos bancarios, nunca estarán cubiertos por el EBITDA.

A continuación, se puede observar en el gráfico 17 cómo ha evolucionado el ratio de cobertura de los gastos financieros durante los cuatro ejercicios económicos analizados por Ebro Foods, S.A. en comparación con los valores obtenidos del mismo ratio para el sector en el que interactúa la compañía objeto de valoración.

**Gráfico 17: Ratio de cobertura de intereses de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



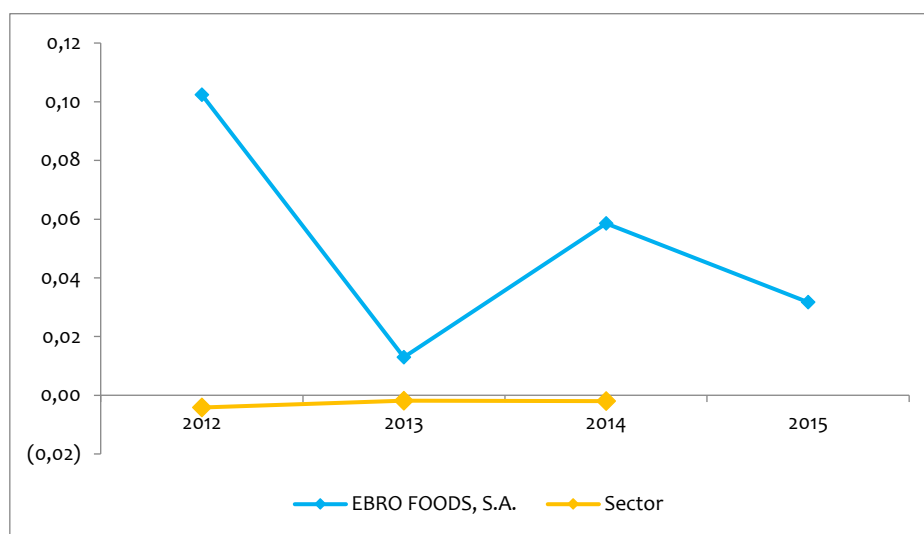
*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

Para finalizar con el apartado de los ratios de solvencia y endeudamiento, se analizará la capacidad de endeudamiento que viene condicionada por el EBITDA y el pasivo total. Este ratio mide la capacidad de devolución de las deudas que tiene la sociedad a través de su EBITDA. En el gráfico que se muestra posteriormente se puede comprobar que Ebro Foods tiene una capacidad mucho mayor que las empresas de su mismo sector, a pesar de que estos valores fueron muy similares en 2013. Esta diferencia se debe a que la media de las empresas holding no consigue obtener un EBITDA positivo, lo que lastra de manera clara su posibilidad de devolver las deudas. En consecuencia, se ven con graves dificultades o incluso con incapacidad de atender sus pagos frente a terceros, no obstante la situación de Ebro Foods en este aspecto es mucho mejor.

A continuación se observa en el gráfico 18 la capacidad de endeudamiento que posee la compañía en comparación con el sector en el que opera.



**Gráfico 18: Capacidad de endeudamiento de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



*Fuente: Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; Elaboración propia*

### 5.3.3. Análisis de las políticas de inversión – financiación

A través del análisis patrimonial en base a la estructura económica y financiera de Ebro Foods, S.A. ha revelado un aparente equilibrio entre las políticas de inversión de la compañía y la procedencia de las fuentes de financiación utilizadas para llevar a cabo dichas inversiones, es decir, durante los cuatro ejercicios económicos (2012-2015) se observa como una política inversionista basada fundamentalmente en activos a largo plazo o activos no corrientes en un 98% aproximadamente se está financiando mayoritariamente con fondos propios y deudas a largo plazo (representan el 96% en 2015, ligeramente superior al ejercicio precedente).

Debido a ello, resulta necesario profundizar en torno a este aspecto mediante la utilización del estado de origen y aplicación de fondos (E.O.A.F), conocido también como el estado de fuentes y empleos. Dicho análisis, se pretende correlacionar y detectar las variaciones producidas en las partidas del balance durante los dos últimos ejercicios económicos, tratando de explicar de qué forma ha evolucionado el fondo de maniobra que delimita la situación económico – financiera en que se encuentra la compañía. De esta forma, con los resultados obtenidos de la consecución de dicho análisis del E.O.A.F se responderá a cuestiones relativas al tipo de inversiones efectuadas por la empresa, la financiación utilizada y la existencia de un equilibrio o desequilibrio entre las inversiones que se hayan realizado y la financiación que haya sido empleada.

En el presente trabajo, se realizará un análisis del E.O.A.F para el año 2015, último ejercicio económico, con el propósito de prever la evolución de la compañía durante ejercicios futuros, y de este modo ser capaces de establecer hipótesis acertadas a la hora de realizar la valoración de la compañía en los capítulos siguientes del presente trabajo.

#### Política de inversión – financiación (2014-2015)

La memoria publicada por Ebro Foods en sus Cuentas Anuales, revela la siguiente información en relación a las amortizaciones en inmovilizado material e intangible, pero también se muestra una tabla (en miles de euros) donde se puede observar las variaciones experimentadas en el balance de situación del grupo consolidado en el ejercicio 2015, en relación al ejercicio 2014.

**Tabla 20: Amortización acumulada de Ebro Foods en 2014 y 2015**

<b>Amortización acumulada 2015</b>	14.260
<b>Amortización acumulada 2014</b>	13.605

Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales EBRO FOODS, S.A

A partir de las variaciones anteriores es posible obtener el E.O.A.F. del ejercicio 2015:

**Tabla 21: Estado de Origen y Aplicaciones de fondos de Ebro Foods 2015**

		APLICACIONES	ORIGENES		
L/P	Activo no corriente	35.440.655	253.433.000	Pasivo no corriente	
	Patrimonio Neto	101.171.000	23.219.345	Autofinanciación	L/P
C/P	Pasivo Corriente	142.916.690	191.000	Realizable	
			2.685.000	Efectivo	C/P
		<b>Σ Aplic.</b>	<b>279528345</b>	<b>279528345</b>	<b>Σ Origenes</b>

Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales EBRO FOODS, S.A.

El análisis de los resultados obtenidos en el E.O.A.F. debe pasar por responder a las tres cuestiones:

*1º. ¿Cuál ha sido la política de inversión – financiación seguida por la empresa en el ejercicio 2015?*

En cuanto a las aplicaciones y orígenes a largo plazo se puede observar como financiación ajena a largo plazo o pasivo no corriente constituye el principal origen de fondos en el ejercicio, pues representa el 90,6% del total de orígenes tanto a largo como a corto plazo y el 91,6% del total de orígenes a largo plazo. Además, la segunda partida más representativa que se engloba dentro de los orígenes a largo plazo es la autofinanciación (amortización acumulada más el resultado del ejercicio) representando un 8,3% del total de orígenes a largo y corto plazo y un 8,4% del total de orígenes a largo plazo.

Dicha generación de fondos a largo plazo han sido aplicados principalmente en inversiones en activos no corrientes que constituyen la principal fuente de aplicaciones (inversiones) representando un 36,2% del total de aplicaciones a largo y corto plazo y un 74% del total de aplicaciones a largo plazo, que junto al descenso del patrimonio neto representan la totalidad de las aplicaciones a largo plazo, suponiendo entre ambas casi el 50% del total de aplicaciones a largo y corto plazo.

Este incremento del activo no corriente deriva fundamentalmente de un incremento del inmovilizado intangible y de inversiones en empresas del grupo, pese a los ligeros descensos de las inversiones financieras a largo plazo y del inmovilizado material. Además, el descenso experimentado por los fondos propios se debe fundamentalmente al descenso de las reservas como consecuencia de la política de reparto de dividendos seguida por la compañía, así como al descenso del resultado del ejercicio.

En relación a los orígenes y aplicaciones de fondos a corto plazo, se ha producido una ligera disminución del efectivo y del realizable junto a una disminución considerable de la financiación ajena a corto plazo (deudas de vencimiento a corto plazo). Dichos orígenes a corto plazo derivados del descenso del efectivo y realizable se han destinado a cubrir la totalidad de las aplicaciones a corto plazo integradas por el descenso de la deuda a corto plazo (representa el 100% del total de aplicaciones a corto plazo). En estas aplicaciones destaca el descenso del pasivo corriente tras la amortización de gran parte de las deudas a corto plazo y el descenso de la deuda con los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar y demás pasivos corrientes.

*2º. ¿Ha sido equilibrada esta política de inversión – financiación?*

La política de inversión – financiación ha generado una variación positiva del fondo de maniobra, pasando de un valor negativo de -189.395 millones de euros en 2014 a un mejor valor en 2015 de -49.353 millones de euros, por lo que se puede calificar como una política equilibrada. Los fondos generados a largo plazo por Ebro Foods han sido suficientes para cubrir todas las aplicaciones a largo plazo. Además, las aplicaciones a corto plazo están creciendo a un ritmo mayor a lo que están creciendo los orígenes a corto plazo.

*3º. ¿Cómo ha afectado esta política a la situación económico – financiera de la empresa?*

Tras la política de inversión – financiación seguida por Ebro Foods en 2014-2015 el fondo de maniobra presentado ha pasado de unos valores negativos en situación de suspensión de pagos técnica a unos valores igualmente negativos pero con menor peso en términos de suspensión de pagos técnica y menor dificultad para llegar a una situación de equilibrio económico – financiero, llevando a la compañía en 2015 a una situación de suspensión de pagos técnica menos comprometida en relación al ejercicio económico 2014.

No obstante, la financiación ajena a largo plazo o pasivo no corriente a largo plazo ha sido el principal origen de fondos en el periodo (90,66% sobre el total de orígenes), lo que se corrobora con la situación de endeudamiento analizada anteriormente y que además resulta desfavorable para la entidad, y más aún al tratarse de deuda con vencimiento elevado donde se supone que estará en la entidad durante un mayor periodo de tiempo. No obstante, la autofinanciación es otra de las partidas de mayor peso, lo que resulta altamente favorable dado que se trata de una financiación sin coste para la empresa (ni explícito ni implícito). Además, a pesar de ello, aparecen otros aspectos de la política que resultan favorables, pues, a través del incremento importante del activo no corriente, ha sido posible experimentar un crecimiento patrimonial.

### 5.3.4. Riesgo de quiebra (Índice Z de Altman)

Otro de los aspectos que se han considerado en el presente análisis como un punto clave para evaluar de forma global la situación pasada y actual de Ebro Foods, S.A. ha sido el análisis del riesgo de quiebra, mediante un enfoque multidimensional o de utilización simultánea de varios ratios.

El indicador sintético que trata de diferenciar las empresas “sanas” de las empresas que se encuentran en situación de riesgo de quiebra o de “peligro” es el **Índice Z de Altman**. Este permite evaluar la exposición de la compañía al riesgo de quiebra, debido a la situación de suspensión de pagos técnica en la que se encuentra la compañía en la actualidad y en los últimos ejercicios económicos. De este modo, el objetivo consiste en predecir la probabilidad que posee la compañía de entrar en situación concursal.

**Tabla 22: Índice Z de Altman de Ebro Foods, S.A.**

		<b>Ponderación</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<i>Liquidez</i>	FM/Activo	1,2	-0,0439	-0,0338	-0,1197	-0,0306
<i>Autofinanciación</i>	<b>Rvas / Activo</b>	1,4	0,6116	0,5470	0,4888	0,4425
<i>Rentabilidad econ.</i>	BAll/Activo	3,3	0,0013	0,0027	0,0249	0,0154
<i>Estructura financiera</i>	PN/Pasivo	0,6	2,0775	1,6405	1,3479	1,0587
<i>Rotación de activos</i>	Ventas/Activo	1	0,0114	0,0119	0,0389	0,0243
		<b>Índice Z</b>	<b>2,065669</b>	<b>1,73033</b>	<b>1,470615</b>	<b>1,29312</b>

Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.

Como se puede observar en los resultados del índice Z de Altman calculados y expuestos en la tabla anterior, en 2012 y 2013 con unas cifras de 2.06 y 1.73 respectivamente, se puede concluir que la compañía se encuentra en una zona de alerta o de sombra donde no es posible extraer conclusiones realistas y objetivas pero se podría determinar que la compañía objeto de análisis deberá dar un cambio radical a sus condiciones financieras para evitar una posible quiebra del negocio. En los siguientes ejercicios económicos 2014 y 2015 con unos valores por debajo de 1.8 determinan que la situación de la empresa ha empeorado respecto los dos ejercicios económicos anteriores, caracterizado por un peligro financiero de nivel máximo.

En este sentido, cabe destacar que esta situación de la compañía se preveía anteriormente en el análisis de un fondo de maniobra negativo durante todos los ejercicios económicos y una situación de endeudamiento y liquidez complicada. Por lo tanto, Ebro Foods

debería controlar los resultados de sus ratios, tratando de mejorar estos y buscar alcanzar una situación de equilibrio económico – financiero dejando atrás la situación de suspensión de pagos técnica o teórica.

## 5.4. Calidad del negocio y ventaja competitiva

En el presente apartado se analizará la ventaja competitiva de Ebro Foods, S.A. desde el punto de vista económico – financiero y desde una perspectiva económica mediante el análisis de la cuenta de resultados expuesta de forma simplificada. Así pues, se evaluará cómo Ebro Foods ha alcanzado los resultados obtenidos que se pueden extraer de las cuentas de resultados de los diferentes ejercicios económicos (2012-2015). Además, permite extraer algunas conclusiones y recomendaciones en base a la mejora de dichos resultados.

En este sentido y con todo ello, se pretende evaluar la ventaja competitiva actual de la compañía en los distintos ejercicios económicos a modo de comparativa y en perspectivas de futuro de esta. En definitiva, en el presente epígrafe se abordarán fundamentalmente los siguientes aspectos:

- Evaluación de la cuenta de resultados de Ebro Foods, preparada para el posterior análisis, tratando cuestiones en relación a la evolución de las ventas (relativas al importe neto de la cifra de negocios), el margen bruto, el EBITDA, el valor añadido o los distintos tipos de ingresos y gastos según su naturaleza, y de qué forma influyen éstos ingresos y gastos sobre el resultado del ejercicio obtenido finalmente.
- Análisis de la rentabilidad económica (ROA) y financiera (ROE) que permita relacionar el resultado generado con lo que se ha precisado para generarlo y desarrollar la actividad empresarial.

### 5.4.1. Análisis de la cuenta de resultados

Inicialmente se analizará la cuenta de resultados, llevándose a cabo un análisis económico, y para ello será necesario elaborar la **cuentas de pérdidas y ganancias simplificada**, sobre la cual se presentan la totalidad de ingresos y gastos y el cálculo porcentual que representan todos y cada uno de los elementos que integran la propia cuenta simplificada (cifra de ventas, EBITDA, VAB, EBIT, BAI y BN). De esta forma, se evaluará posteriormente la mayor o menor eficacia que posee la compañía para obtener sus resultados anuales. A continuación se observa la tabla 23 que recoge dicha cuenta simplificada durante los cuatro ejercicios económicos (2012-2015) y el cálculo de los ratios de expansión y la evolución de todos los resultados intermedios.

**Tabla 23: Cuenta de resultados analítica de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)**

Cuenta de resultados analítica					% s/ventas (%)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Ventas	17.294.000	18.314.000	61.484.000	39.184.000	100,00	100,00	100,00	100,00
Consumos	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Margen Bruto</b>	<b>17.294.000</b>	<b>18.314.000</b>	<b>61.484.000</b>	<b>39.184.000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Otros Ingresos de explotación	3.086.000	2.965.000	4.639.000	3.936.000	17,84	16,19	7,55	10,04
Gastos generales de explotación	7.536.000	7.179.000	16.328.000	7.699.000	43,58	39,20	26,56	19,65
<b>Valor Añadido Bruto (VAB)</b>	<b>12.844.000</b>	<b>14.100.000</b>	<b>49.795.000</b>	<b>35.421.000</b>	<b>74,27</b>	<b>76,99</b>	<b>80,99</b>	<b>90,40</b>
Gastos de personal	10.904.000	9.958.000	10.346.000	10.573.000	63,05	54,37	16,83	26,98
<b>EBITDA</b>	<b>1.940.000</b>	<b>4.142.000</b>	<b>39.449.000</b>	<b>24.848.000</b>	<b>11,22</b>	<b>22,62</b>	<b>64,16</b>	<b>63,41</b>
Amortizaciones	1.259.000	1.169.000	897.000	655.000	7,30	6,40	1,50	1,70
Deterioros	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros resultados	48.687.000	3.404.000	6.000	0	281,50	18,60	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>49.368.000</b>	<b>6.377.000</b>	<b>38.558.000</b>	<b>24.193.000</b>	<b>285,46</b>	<b>34,82</b>	<b>62,71</b>	<b>61,74</b>
Ingresos financieros	829.000	2.343.000	13.626.000	3.829.000	4,80	12,80	22,20	9,80
Gastos financieros	52.492.000	5.786.000	13.004.000	9.365.000	303,50	31,60	21,20	23,90
<b>BAI</b>	<b>-2.295.000</b>	<b>2.934.000</b>	<b>39.180.000</b>	<b>18.657.000</b>	<b>-13,27</b>	<b>16,02</b>	<b>63,72</b>	<b>47,61</b>
Impuestos	5.828.000	5.408.000	3.551.000	4.563.000	33,70	29,50	5,80	11,60
<b>BDI</b>	<b>3.533.000</b>	<b>8.342.000</b>	<b>42.731.000</b>	<b>23.220.000</b>	<b>20,43</b>	<b>45,55</b>	<b>69,50</b>	<b>59,26</b>

Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.

**Tabla 24: Ratios de expansión de Ebro Foods, S.A. (2012-2015)**

<b>Ratios de expansión</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>
<i>Expansión ventas</i>	1,06	3,36	0,64
<i>Expansión MB</i>	1,06	3,36	0,64
<i>Expansión VAB</i>	1,10	3,53	0,71
<i>Expansión EBITDA</i>	2,14	9,52	0,63
<i>Expansión EBIT</i>	0,13	6,05	0,63
<i>Expansión BAI</i>	-1,28	13,35	0,48
<i>Expansión BN</i>	2,36	5,12	0,54

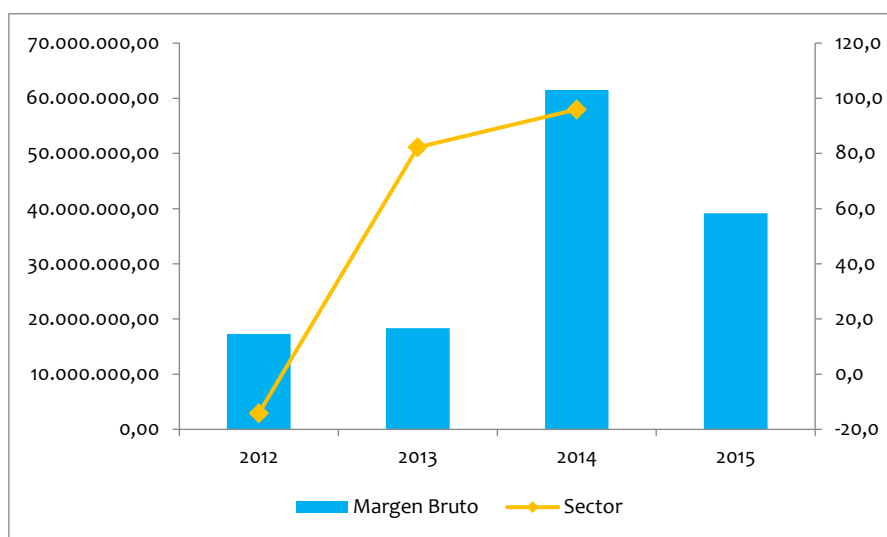
*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Los ratios relacionados con la cuenta de resultados muestran la composición de las partidas más importantes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Indudablemente una de ellas es la de las ventas, que muestra una situación bastante deficitaria en los ejercicios económicos 2012 y 2013, teniendo en cuenta que los gastos de personal y los gastos generales neutralizan todos los ingresos generados a través de las ventas. Antes de analizar cualquier otra circunstancia, hay que tener en cuenta que una de las principales fuentes de ingresos de una empresa holding son los dividendos recibidos por parte de las empresas del grupo, y según la memoria, las cuantías recibidas por este concepto se clasifican como importe neto de cifra de negocios.

Este aspecto explica que la crisis haya influido tan significativamente en el importe neto de la cifra de negocios de la matriz, ya que en caso de obtener malos resultados, las empresas del grupo no reparten dividendos. No obstante, en 2014 la cifra de negocios experimenta una clara mejora multiplicando la cifra anterior por más de 3. Esta mejora se reduce en más de 33% en 2015 pero aun así sigue siendo claramente superior a las de 2012 y 2013. A continuación, en el gráfico 19 se observa cómo ha evolucionado el margen bruto de Ebro Foods en relación al sector.



**Gráfico 19: Evolución del Margen Bruto de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Hay que tener en cuenta que al no existir consumos, el margen de Ebro Foods coincide con el importe neto de la cifra de negocios. Por otro lado, en el gráfico se puede comprobar que el sector experimentó una gran mejora en el 2013, debido en gran medida a un incremento de los dividendos recibidos. Pasó de tener un margen bruto negativo, que explica la mala situación de las empresas holding en crisis, a un margen muy elevado. No obstante, esta mejora se mantiene en 2014 debido a una reducción de los consumos.

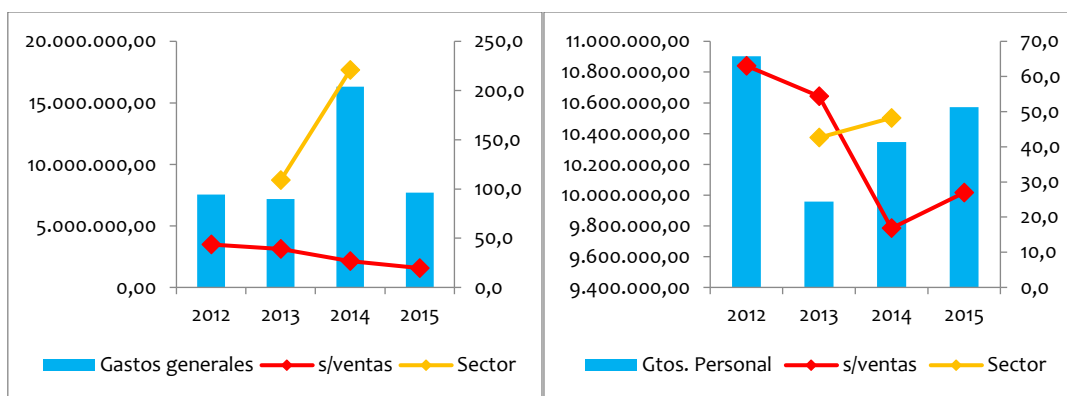
En este sentido, se puede corroborar la evolución experimentada por las ventas y, por consiguiente, del margen bruto (pues los consumos son nulos durante los cuatro ejercicios económicos analizados) mediante los ratios de expansión sobre las ventas y sobre el margen bruto con unos valores de 1,06 que muestra un ligero incremento de estas partidas en 2013 respecto 2012, de 3,36 que permite ver como el volumen de ventas en 2014 se incrementa tres veces por encima del ejercicio precedente y de 0,64 que determina el decremento del importe neto de la cifra de negocios en un 36% de 2014 a 2015. No obstante, pese a que se observa como en 2013 y 2014 se ha experimentado un incremento significativo, el peso en 2012 era diminuto, por lo que el efecto sobre el resultado del ejercicio final será menor que en el resto de ejercicios económicos.

Por otro lado, el aumento de las ventas y el cobro de dividendos en 2014 vienen acompañados de un incremento de los gastos generales, que no es de la misma cuantía en términos absolutos y los gastos de personal se mantienen constantes. Por lo tanto, el EBITDA, o el beneficio antes de amortizaciones, deterioros, resultados financieros e impuestos mejora

sustancialmente en 2014. Este resultado no se mantiene en 2015, reduciéndose y pasando de 39.449.000€ a 24.848.000€ (ratio de expansión de 0,63). En cuanto a las empresas del sector, la proporción entre los gastos generales entre ventas y gastos de personal entre ventas está condicionada por la volatilidad del importe neto de la cifra de negocios, por lo que sería más correcto observar las variaciones en términos absolutos. En este sentido, los gastos generales de explotación como los gastos de personal se han reducido drásticamente a causa de las políticas austeras aplicadas por las empresas holding en el ejercicio 2014. Sin embargo, la reducción de los ingresos por dividendos ha sido aún superior en términos relativos, por lo que la reducción de gastos no se ha traducido en una mejora del resultado.

A continuación, se observa gráficamente la evolución experimentada por los gastos generales sobre ventas y los gastos de personal, en comparación a la evolución experimentada por el sector, permitiendo comprender como ha evolucionado el Valor Añadido Bruto y el EBITDA. No obstante, resulta imprescindible tener en cuenta que en ambos gráficos no se incluirán los valores del sector para el ejercicio económico 2012, ya que aportan un valor anómalo como consecuencia de la reducida cifra de ventas (Gastos generales: 2200% sobre ventas; Gastos de personal: 900% sobre ventas).

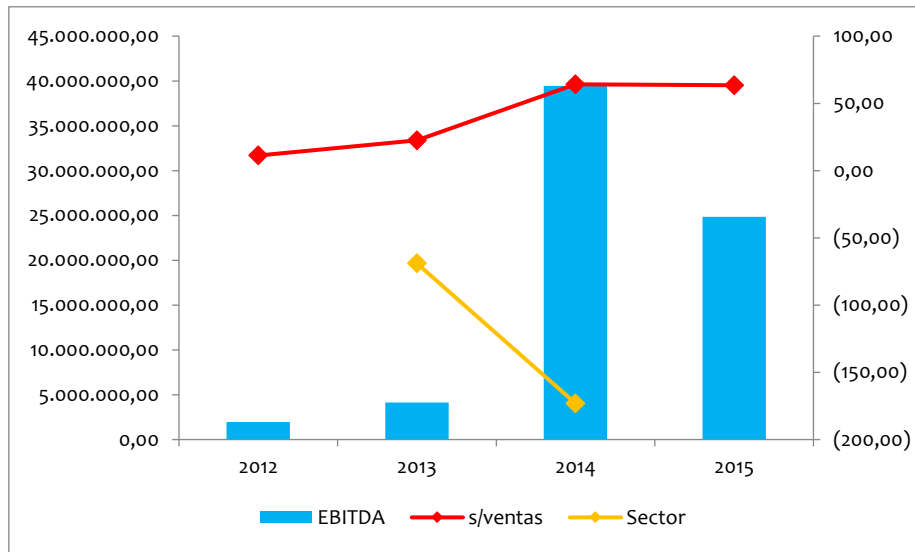
**Gráfico 20: Gastos generales, gastos sobre ventas y gastos de personal de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.

En definitiva, a continuación se presenta gráficamente la evolución del EBITDA sobre el importe neto de la cifra de negocios (INCN). No obstante, y al igual que en los dos gráficos anteriores, el valor del sector ara el ejercicio económico 2012 no se ha incluido por presentar un valor anómalo derivado de la reducida cifra o volumen de ventas (EBITDA: -3189% sobre ventas).

**Gráfico 21: EBITDA Y Gastos sobre ventas de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



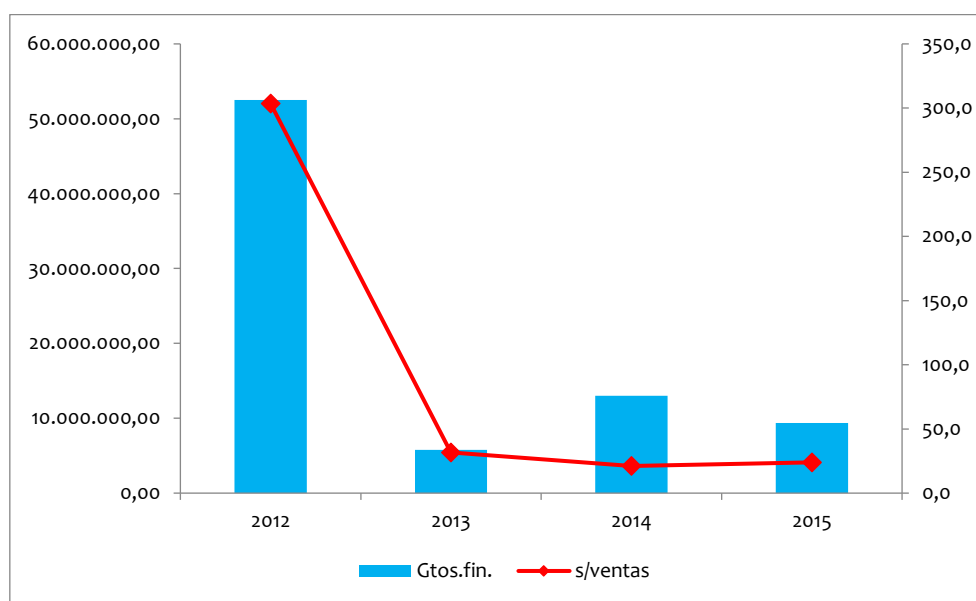
*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

En relación al resultado financiero, cabe destacar que los gastos financieros han experimentado un descenso drástico a partir del ejercicio 2012. En este caso, la elevada cifra de gastos financieros no tiene una correlación sobre la cuantía ni la calidad de la deuda con entidades de crédito, sino que se debe a una pérdida de valor de instrumentos financieros de 25.834.000€. Este valor es muy significativo teniendo en cuenta que el importe neto de la cifra de negocios de ese resultado fue de 17.294.000 €. Además, los deterioros y resultados por enajenaciones de instrumentos financieros lastraron el resultado en 19.144.000€. Por lo tanto, la caída de valor de los instrumentos financieros lastró el resultado de forma drástica. Tras superar ese periodo negativo, los gastos financieros se han mantenido aproximadamente entre 20% y 30% sobre el valor de la cifra de negocios.

Todo ello, se observa a través de los ratios de expansión del Beneficio Antes de Impuestos (BAI), con unos valores de -1,28 entre 2012 y 2013 (aumento sustancial del BAI como consecuencia del menor impacto de los gastos financieros respecto 2012), de 13,35 entre 2013 y 2014 (incremento muy significativo sobre la cuenta de resultados derivado de un volumen de ventas elevado y el consiguiente lastre sobre los demás elementos integrantes de la cuenta de resultados) y de 0,48 entre 2014 y 2015 (valor poco significativo pues pese a mostrar un descenso el BAI en 2015 respecto 2014, se muestra como un valor muy superior a ejercicios anteriores 2012 y 2013).

A continuación, se presenta el gráfico 22 dónde se representa el volumen de gastos financieros y este volumen sobre la cifra de ventas de la compañía.

**Gráfico 22: Gastos financieros y gastos sobre ventas de Ebro Foods (2012-2015)**



*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Finalmente y, para concluir con el primero de los análisis de este epígrafe, es necesario hacer referencia al resultado del ejercicio derivado de la actividad desarrollada por Ebro Foods, S.A. En este sentido, se observa como la compañía ha experimentado unos beneficios netos de impuestos positivos y ligeramente holgados en relación al volumen de ventas, pues en 2015 representa aproximadamente un 60% sobre el volumen total de ventas (70% en 2014 y 46% en 2013). Este crecimiento del resultado final del ejercicio se observa mediante los ratios de expansión con valores de 2,36 y 5,12 entre 2012 y 2014, pero en 2015 experimenta un decremento del beneficio respecto 2014 debido al menor reparto de dividendos en este último ejercicio y, por lo tanto, el efecto arrastre que ha tenido sobre las demás partidas de la cuenta de resultados. Además, en relación con el sector en el que opera, se trata de una empresa holding cuyo volumen de ventas viene delimitado por el reparto de dividendos, por lo que resulta lógico y coherente que se alcancen resultados después de impuestos bastante holgados como se han generado en Ebro Foods durante los cuatro ejercicios económicos analizados.

En definitiva, se observa como en el último ejercicio económico ha habido una mayor eficiencia en la gestión económica de Ebro Foods, pues un incremento del importe neto de la cifra de negocios (cifra de ventas) se ha materializado en un mayor incremento del resultado del ejercicio en cada uno de los ejercicios económicos analizados.

## 5.4.2. Rentabilidad económica y financiera

En primer lugar, se llevará a cabo un análisis de la rentabilidad económica, también denominada rendimiento, sobre la cual se trata de relacionar el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) con el volumen de activo total. Mediante este análisis, se pretende analizar tanto la evolución como los factores que influyen sobre la productividad de los activos de la compañía, es decir, que beneficio bruto antes de considerar el resultado financiero puede generar la compañía con la totalidad de activos de que dispone. Así pues, a mayor rendimiento o rentabilidad económica, mayor productividad generará el activo de balance, con independencia de la forma en que se haya financiado este. A continuación se muestra en la tabla 25 los valores de la rentabilidad tanto económica como financiera y su descomposición.

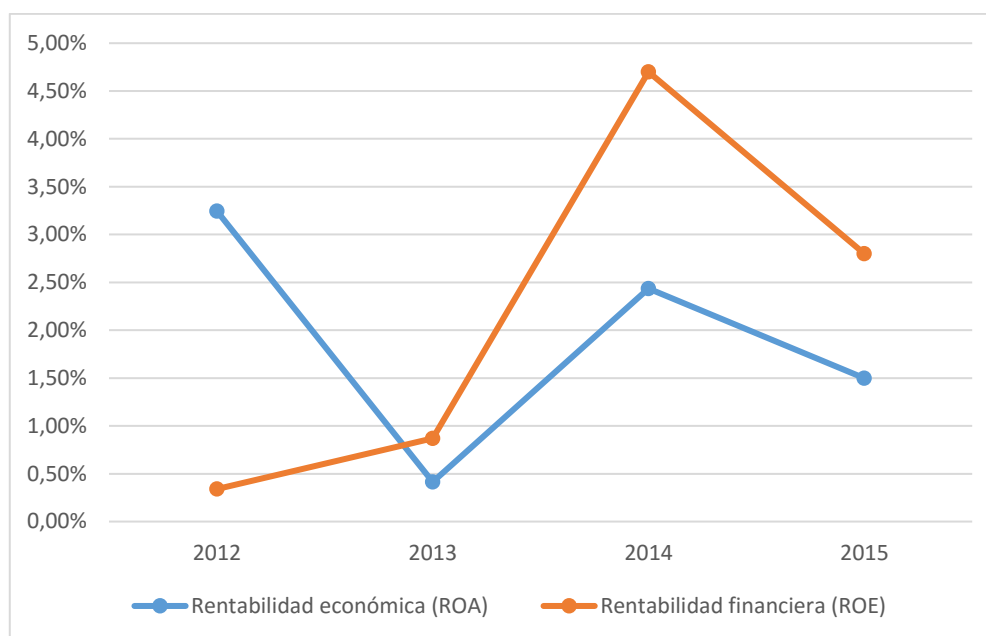
**Tabla 25: Ratios de rentabilidad económica y financiera de Ebro Foods (2012-2015)**

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad económica (%)</b>	<b>3,24%</b>	<b>0,41%</b>	<b>2,44%</b>	<b>1,50%</b>
<b>Rotación de activos</b>	<b>0,011</b>	<b>0,012</b>	<b>0,039</b>	<b>0,024</b>
<b>Margen de ventas</b>	<b>2,855</b>	<b>0,348</b>	<b>0,627</b>	<b>0,617</b>
<b>Rentabilidad financiera (%)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,87</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>
<b>Rotación de activos</b>	<b>0,011</b>	<b>0,012</b>	<b>0,039</b>	<b>0,024</b>
<b>Margen de ventas</b>	<b>2,855</b>	<b>0,348</b>	<b>0,627</b>	<b>0,617</b>
<b>Apalancamiento financiero</b>	<b>-0,069</b>	<b>0,741</b>	<b>1,770</b>	<b>1,500</b>
<b>Efecto fiscal</b>	<b>0,003</b>	<b>0,009</b>	<b>0,047</b>	<b>0,028</b>

*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Además, los valores representados en la tabla anterior se pueden visualizar gráficamente en el gráfico 23 de la Rentabilidad económica y financiera (ROA Y ROE respectivamente) de Ebro Foods, permitiendo ver las tendencias que sigue ambos ratios de rentabilidad.

**Gráfico 23: Rentabilidad económica (ROA) Y Rentabilidad financiera de Ebro Foods (2012-2015)**



*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

En primer lugar, se hará referencia al rendimiento que se obtiene a través de los activos de la sociedad denominado rentabilidad económica o ROA (Return on assets), Muestra el cociente entre el resultado de explotación y el activo y se descompone entre margen y rotación de activos. Teniendo en cuenta que los activos principales de Ebro Foods son las acciones y participaciones de las empresas de grupo, y que los ingresos provienen fundamentalmente de los dividendos que reparten estos, se podría indicar que la rentabilidad económica podría explicarse a través de la generosidad de las empresas del grupo, es decir, de mayor o menor reparto de dividendos o la política de estos dividendos para cada ejercicio económico. No obstante, en el ejercicio 2014, los principales ingresos provienen del exceso de provisiones y de los beneficios obtenidos a través de la venta de participaciones, por lo que el análisis de la rentabilidad económica se encuentra un poco distorsionado en este sentido.

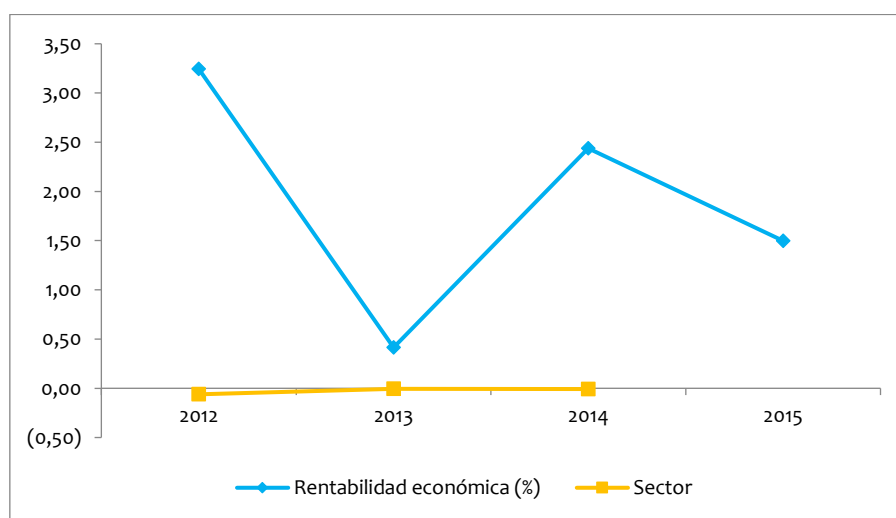
Por lo tanto, la rentabilidad económica ese año fue muy elevada, pero no se debe a un elevado importe neto de cifra de negocios, sino a las partidas que ya hemos mencionado. Una vez explicado esto, la rentabilidad económica guarda una gran correlación con los dividendos cobrados, ya que los valores de la rentabilidad económica aumentan cuando el importe neto de la cifra de negocios aumenta y viceversa. La rentabilidad de Ebro Foods proviene fundamentalmente del margen aplicado, ya que la rotación es muy baja, aunque mucho mayor

que el de las empresas del sector. Esto significa que los dividendos recibidos en comparación con el activo son escasos, pero el margen hace que la rentabilidad no sea tan reducida.

Además, la rentabilidad económica de Ebro Foods disminuye en el último ejercicio económico como consecuencia del pico experimentado en 2014, pese a ser un valor no representativo de la verdadera rentabilidad obtenida por la empresa por el motivo expuesto anteriormente. No obstante, crece en comparación al 2013 y es ligeramente inferior al valor de 2012 y un valor de 1,50% significa que por cada euro que tiene la compañía invertido en el Activo, obtiene un rendimiento de explotación del 1,50%. Inicialmente, la obtención de una rentabilidad económica positiva asegura una cierta productividad de los activos pertenecientes a la compañía, pero resulta fundamental evaluar y determinar si dicha productividad de los activos es considerada suficiente y para ello se analizará la referencia sectorial (rentabilidad económica media de otras empresas del sector para evaluar la posición competitiva de Ebro Foods sobre el conjunto).

Así pues, se observa que Ebro Foods experimenta una situación mucho más favorable que el de las empresas de su sector, ya que la rentabilidad económica es negativa en todo el periodo, a causa de los resultados de explotación negativos en todos los ejercicios. A continuación, en el gráfico 24 se observa cómo ha evolucionado la rentabilidad económica (como ya se observaba en el gráfico anterior) en comparación con la rentabilidad económica del sector en el que opera la empresa objeto del presente análisis.

**Gráfico 24: Rentabilidad económica de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**

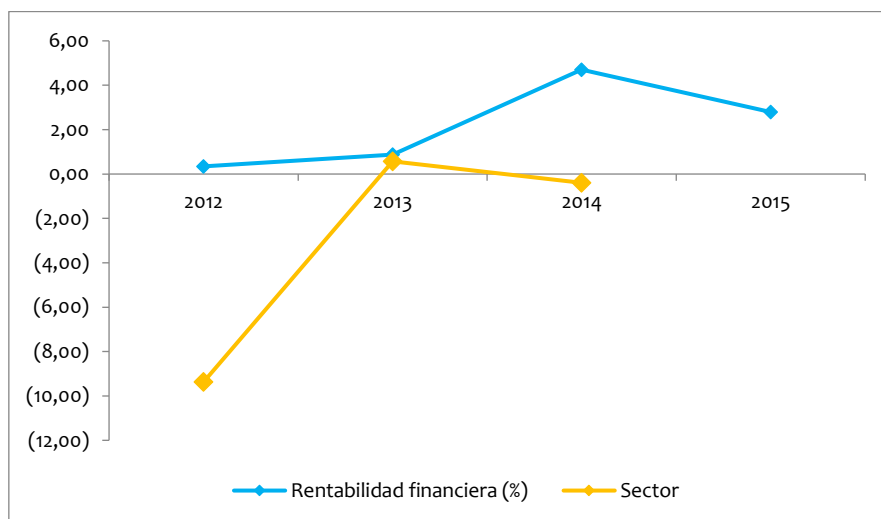


*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Por todo ello, se puede corroborar que los datos expuestos por Ebro Foods en términos de Rentabilidad económica o ROA resultan adecuados y coherentes con el sector en el que opera de forma activa en la actualidad, con un rendimiento superior al obtenido por las empresas del sector. Este aspecto, muestra una posición competitiva más favorable en términos de ROA en Ebro Foods frente al sector en conjunto.

Por otro lado, también se puede calcular el beneficio que los accionistas obtienen por cada euro invertido en la empresa, esto es, la relación entre los fondos propios y el beneficio neto. En este caso, al usar el resultado neto, también se tendría en cuenta el margen y la rotación que se ha analizado en la rentabilidad económica pero también los gastos financieros y el efecto impositivo, ya que tienen una clara incidencia en el resultado neto. En el gráfico 25, se puede comprobar que en todos los ejercicios el rendimiento obtenido por los accionistas por cada euro invertido es superior al de las empresas del sector. Por lo tanto, el atractivo de Ebro Foods sería superior que el del resto de empresas. Si bien, el aumento de la rentabilidad financiera está condicionado por la constante reducción del patrimonio neto a causa de la descapitalización causada por la política de dividendos.

**Gráfico 25: Rentabilidad Financiera de Ebro Foods y el sector (2012-2015)**



*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

Tras observar los resultados expuestos en la tabla número 25, se puede afirmar que la rentabilidad financiera o ROE muestra unos valores muy satisfactorios para los propietarios de la compañía, una vez comparada con las empresas de sector competitivo en el que opera que muestra unos ROE negativos durante todos los ejercicios económicos frente a las rentabilidades



positivas de Ebro Foods (2,8 y 4,7 en 2015 y 2015 respectivamente). Además, en el caso de utilizar las letras del tesoro a 10 años cuya rentabilidad se sitúa en 2015 entorno al 2% (“el Tesoro paga menos del 2% a 10 años y del 1% a 5 años” Expansión, 2015), se reafirma la adecuada posición dominante de Ebro Foods en términos de rentabilidad financiera respecto otras posibles oportunidades de inversión más seguras pero que aportan una menor rentabilidad para el inversor.

Además, en relación a la evolución experimentada, se observa como el valor del ROE aumenta de 2012 a 2014 pasando de un 0,34% en 2012 a un 4,7% en 2014. Esta tendencia alcista deriva de un incremento del apalancamiento financiero que anula el efecto ocasionado por el descenso de la rentabilidad económica, así como de incremento del efecto fiscal. Por lo tanto, en 2014 la compañía muestra su valor más alto en términos de rentabilidad financiera (4,7%) como consecuencia del mayor reparto de dividendos que hace que la compañía sea más atractiva para los futuros inversores de ésta. No obstante, en 2015 el ROE disminuye dos puntos porcentuales respecto al 2014, situándose en un 2,8%, como consecuencia de una caída de la rentabilidad económica así como del apalancamiento financiero y del efecto fiscal.

Profundizando en la evolución del apalancamiento financiero y en qué medida la deuda mejora o no la rentabilidad financiera de la compañía, se puede concluir el presente análisis afirmando que resulta favorable, pues posee un valor superior a la unidad en 2014 y 2015, y por lo tanto, durante estos dos ejercicios económicos la deuda es favorable para la rentabilidad financiera.

En definitiva, debido a que en los últimos ejercicios económicos el apalancamiento financiero es superior a la unidad, la rentabilidad económica resulta suficiente y adecuada y el nivel de endeudamiento favorece la rentabilidad financiera, la compañía podrá recurrir a un mayor volumen de deuda para realizar nuevas inversiones, sin ningún riesgo aparentemente alto de que pueda perjudicar la rentabilidad financiera o ROE alcanzada por los propietarios de la misma.

## 5.5. Conclusiones extraídas del análisis económico – financiero

Tras realizar el análisis económico-financiero de la sociedad Ebro Foods, estas son las principales conclusiones que se pueden extraer:

- La agresiva política de reparto de dividendos ha lastrado el patrimonio neto de la entidad, ya que se ha hecho con cargo a reservas en todos los casos. En el caso de querer mantener esta política tan agresiva se debería aumentar la cifra de negocios de la entidad o reducir los gastos.
- La mejora de la situación económica ha repercutido en la cuenta de resultados de la sociedad. Al no dotarse más deterioros y pérdidas de valor de los activos financieros, que principalmente nutren el activo de las sociedades de holding, los gastos financieros se han reducido drásticamente y eso ha hecho mejorar el resultado del ejercicio. Por otro lado, las empresas filiales se pueden permitir un reparto más generoso de dividendos y eso hace que mejore el importe neto de la cifra de negocios.
- Las empresas del grupo le permiten obtener una gran financiación a un coste muy reducido o nulo, lo que hace que la independencia financiera no se vea tan lastrada.
- A pesar de que el ciclo de caja sea negativo, y las deudas con entidades de crédito a corto plazo se hayan reducido significativamente, el activo corriente parece insuficiente, ya que las deudas a corto plazo con entidades de crédito ascienden a más de 45.000.000€, mientras que todo el activo corriente es inferior a 17.000.000€. Puede ser que la entidad se vea obligada a tomar medidas para neutralizar este desequilibrio, tales como reducir la financiación a las empresas del grupo, ser menos generoso con el dividendo, obtener mayores ingresos a través de dividendos de las empresas del grupo o refinanciar la deuda a corto plazo para que sea de mayor calidad.

## Capítulo 6: Valoración de Ebro Foods por el método de descuento de flujos de caja (DFC)

---



- 6.1. Objetivos y metodología.**
- 6.2. Horizonte temporal.**
- 6.3. Determinación de la tasa de descuento.**
- 6.4. Proyecciones financieras.**
- 6.5. Escenario optimista y pesimista**
- 6.6. Valor de la empresa.**

# 6

## 6.1. Objetivos y metodología

El principal objetivo del presente apartado es determinar el valor del grupo Ebro Foods S.A., y para ello será necesario hacer uso de toda la información analizada en apartados anteriores.

Existen diversas metodologías para valorar una determinada empresa, no obstante, a la hora de realizar dicha valoración puede llevar a la obtención de resultados distintos y dispares unos de otros para cada uno de los “valoradores” que utilicen esta metodología. De este modo, como posible potencial inversor o accionista de Ebro Foods, se hallará mediante uno de los métodos más usados por los expertos, el descuento de flujos de efectivo, dándonos un valor lo más objetivo posible en comparación con otros métodos valorativos.

Éste se basa en la capacidad que tiene la empresa para generar recursos durante los próximos años, siendo necesario realizar unas proyecciones de los ingresos y gastos desde un punto de vista subjetivo. Además, teniendo en cuenta aspectos como el entorno en el que se sitúa la empresa objeto de valoración y el entorno competitivo en que opera (amenazas, oportunidades, fortalezas y debilidades). Además se ha realizado un exhaustivo análisis de la situación económico – financiera del grupo con el fin de conocer tanto su estructura patrimonial como la solvencia, liquidez, capacidad de crecimiento en el corto y largo plazo y rentabilidades.

De esta forma y teniendo en cuenta toda esta información, se llevará a cabo una estimación lo más ajustada posible, prestando una mayor atención a la estrategia financiera seguida por la empresa, es decir, de sus flujos de caja libres. Para ello, primero será necesario determinar el horizonte temporal, la tasa de descuento a aplicar, los flujos de caja libres y una estimación del valor residual. Además, se plantearán dos escenarios (optimista y pesimista) para obtener finalmente el valor total de Ebro Foods S.A.

## 6.2. Horizonte temporal

La valoración mediante el Descuento de Flujo de Caja se descompone en dos partes, la primera integrada por los cash flows libres esperados (proyección explícita) y la segunda parte constituye una valoración de la vida restante de la compañía mediante la aplicación de una fórmula simplificada. En base a ello, se busca un horizonte temporal explícito con el objetivo de

que los resultados generados por la compañía alcancen una situación estable, cuyo crecimiento se encuentre por debajo del crecimiento de la economía y de la inflación.

Según exponen algunos expertos en multitud de manuales o guías sobre valoración de empresas, el horizonte temporal idóneo de las proyecciones es de diez años debido a que este periodo de tiempo es apropiado a efectos de considerar y tener en cuenta las fluctuaciones cíclicas de la mayoría de los negocios y de la economía en general. No obstante, y con el propósito de abarcar un mayor periodo de tiempo y tener en cuenta este comportamiento cíclico de la economía se tomará un horizonte temporal de 15 años siendo suficiente para que las proyecciones se estabilicen.

### 6.3. Determinación de la tasa de descuento o tasa de actualización (CMPC)

Uno de los principales pasos a la hora de calcular el valor de la empresa mediante el método de valoración por Descuento de Flujos de Efectivo es la determinación de la tasa de actualización o tasa de descuento ( $k$ ), debiendo tener en cuenta que pequeñas variaciones en la tasa de descuento, pueden tener un efecto significativo sobre el valor de la empresa, pudiendo cambiar de forma relevante.

Mediante la tasa de descuento se puede traer al momento actual cantidades monetarias futuras, pero además presenta el coste de oportunidad en el que incurrirían todos los proveedores de capital por el simple hecho de invertir en Ebro Foods. Se trata de una ponderación que viene determinada por la aportación relativa al capital total de la empresa (al volumen de financiación) y recibe el nombre de Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC).

Se trata de una tasa ponderada entre todos los costes de todas las fuentes de capital (deuda y recursos propios), ya que el flujo de caja libre hace referencia a la liquidez disponible para todos los proveedores de capital.

En definitiva, se trata de un cociente de transformación de cantidades monetarias futuras al momento en que se lleva a cabo la valoración, es decir, al momento actual por lo general. Además, dicha tasa ponderada en función de recursos ajenos y propios se debe a que los flujos de caja no incorporan gastos de tipo financiero y van a aportar la retribución a los propietarios de Ebro Foods a proporción con el capital aportado al negocio.

De este modo, dicha tasa de actualización o de descuento se define a través de la fórmula que se presenta a continuación:

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

Donde,

K = CMPC (expresado en porcentaje)

K<sub>d</sub> = Coste de los recursos ajenos, TAE de la financiación

K<sub>e</sub> = Coste de los recursos propios, rentabilidad exigida por los propietarios

t = Tipo impositivo

E = Recursos propios o fondos propios

D = Exigible

De este modo, se trata de una media ponderada de todas y cada una de las fuentes de financiación que tiene a su alcance la empresa, o dicho de otro modo, cuanto le cuesta de media una unidad de financiación. No obstante, para poder realizar de forma adecuada el cálculo de la fórmula expuesta anteriormente, resulta necesario calcular detalladamente cada uno de los componentes integrantes de dicha fórmula, es decir, tanto el coste del endeudamiento como el coste de los recursos propios, todo ello predefinido en función del volumen de recursos propios y ajenos en la empresa objeto del presente análisis. A continuación se analizarán cada uno de estos componentes.

### 6.3.1. Estructura financiera

El primer paso consiste en determinar de qué forma se financia la empresa, es decir, que porcentaje de los recursos de la empresa son recursos propios o ajenos. En conjunto, consiste en determinar la estructura financiera de Ebro Foods, y para ello se determinará dentro de la estructura de Patrimonio Neto + Pasivo, que porcentaje corresponde a cada una de las partidas. Por ello, a continuación se presenta la tabla 26 en la que se expone porcentualmente el volumen de financiación propia y ajena en la empresa, así como la media de los cuatro ejercicios

económicos objeto del presente análisis a partir del histórico de información de las cuentas anuales de Ebro Foods S.A.

**Tabla 26: Estructura financiera de Ebro Foods**

<b>Ebro Foods</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>Media</b>
<b>Fondos propios</b>	51,40%	57,40%	62,10%	67,50%	59,60%
<b>Pasivo total</b>	48,60%	42,60%	37,90%	32,50%	40,40%

Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.

En la tabla 26 se puede observar como la estructura financiera de Ebro Foods se caracteriza por tener de media un volumen de financiación mediante recursos propios del 60% aproximadamente, frente al 40% de financiación ajena. Por ello, se podría considerar que se trata de una compañía caracterizada por una ligera y menor aportación ajena y/o externa a la empresa frente al mayor volumen de capitales o fondos propios, siendo una empresa ligeramente endeudada mientras que el sector en que opera la estructura patrimonial se caracteriza por un mayor volumen de endeudamiento frente a capitales propios como se ha podido observar en el análisis del endeudamiento de Ebro Foods expuesto en el capítulo 5.

No obstante, pese a estas discrepancias con el sector se puede considerar que la compañía objeto de valoración posee un comportamiento similar a la media del sector en términos de volumen de fondos propios y de financiación ajena y, por lo tanto, no se tendrán en cuenta dichas diferencias porcentuales entre Ebro Foods y el sector a la hora de obtener las tasas de descuento (k).

### 6.3.2. Coste del endeudamiento

En este subapartado se determinará el coste del endeudamiento ( $K_d$ ), como la tasa determinante en la ecuación, punto de partida de los presentes cálculos y análisis.

El coste del endeudamiento o coste de los recursos ajenos está generado por los gastos financieros a lo que deba hacer frente la compañía y se calcula como el porcentaje de dichos gastos financieros sobre la totalidad de pasivo con coste. Debido a que Ebro Foods no es un grupo dedicado directamente a la producción, sino que es un holding de empresas que producen arroces y pastas lleva a considerar que su activo está prácticamente compuesto por inversiones

financieras y los gastos financieros derivan en mayor proporción de cambios en el valor de los instrumentos de patrimonio y valores representativos de deuda, frente a un minúsculo peso de los intereses y las comisiones. Por ello, no tendría mucho sentido comparar los gastos financieros con el nivel de deuda en el análisis del endeudamiento del grupo.

A continuación se observa la composición del ratio del coste de endeudamiento para los cuatro ejercicios económicos analizados, siendo este el horizonte temporal fijado para la realización del siguiente método de valoración, viendo la estructura de la deuda donde se observa como la mayor parte de la financiación es a largo plazo, por lo que resultaría coherente obtener un menor porcentaje frente al de mercado (Banco de España):

**Tabla 27: Ratio del coste de endeudamiento de Ebro Foods**

<b>Ebro Foods</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>Media</b>
<b>Gastos financieros</b>	9.365.000	13.004.000	5.786.000	52.492.000	20.161.750
<b>Pasivo con coste</b>	732.946.000	623.957.000	522.447.000	429.218.000	577.142.000
<b>Ratio coste de endeudamiento</b>	1,28%	2,08%	1,11%	12,23%	<b>3,50%</b>

*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

No obstante, ante la imposibilidad de obtener información de forma detallada de los tipos aplicados en las fuentes de financiación obtenidas por la compañía se recurrirá a los tipos de interés no oficiales concedidos por los Bancos publicados de forma periódica en el Boletín Estadístico del Banco de España. Así pues, resulta fundamental tener en cuenta una Tasa Anual Equivalente (TAE) de un crédito al consumo (zona Euro) al cierre de 2015 para cualquier plazo fijado e incluyendo un plazo de 15 años como referencia al horizonte temporal de la siguiente valoración de la compañía, siendo de media del 6,25%.

Para determinar finalmente la tasa de descuento, se tendrá en consideración ambas opciones como coste de los recursos ajenos, puesto que se debe tener en cuenta tanto la TAE de Ebro Foods como la futura financiación.



**Tabla 28: Ratio del coste de endeudamiento medio de Ebro Foods y del Banco de España**

<b>K<sub>d</sub></b>	
<b>Ebro Foods</b>	<b>3,50%</b>
<b>Banco de España</b>	<b>6,25</b>

Fuente: *Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.; WEB oficial del Banco de España.*

### 6.3.3. Coste de los recursos propios

A continuación, se determinará el coste de los recursos propios ( $K_e$ ), donde existen diversas metodologías para su cálculo: mediante el cálculo de la Rentabilidad Financiera (ROE), el ratio de Sharpe o el CAPM. No obstante, en este caso se utilizará el método del CAPM, que se define como la suma de la tasa libre de riesgo y el cociente entre Beta (prima de riesgo) y el rendimiento del mercado. De este modo, se presenta a continuación la siguiente ecuación que define dicho coste mediante el método del CAPM y, posteriormente se analizarán cada uno de sus componentes (tasa libre de riesgo, rentabilidad del mercado y prima de riesgo).

$$K_e = R_f + \beta * P_m$$

- **Determinación de la tasa libre de riesgo  $R_f$ :** Hace referencia a los activos financieros que se presumen libres de riesgos (letras del tesoro, bonos y obligaciones del Estado). A la hora de realizar la valoración por el método de descuento de flujos de efectivo (DFC), se escogerá la media de la rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años (activos financieros emitidos por el Estado) a partir de la página web del Banco de España en los últimos 4 años, con el objetivo de que coincida con nuestro horizonte temporal. Además cabe destacar que cuando sube el rendimiento libre de riesgo, baja el valor de las compañías, pero se observa a continuación como el rendimiento de las Obligaciones del Estado a 10 años se han reducido considerablemente en torno a 4 puntos porcentuales en 4 años (rentabilidad en 2015 más baja en los últimos 15 años), dando lugar a una mejoría en la valoración de la compañía.

**Tabla 29: Rentabilidades de las Obligaciones del Estado a 10 años**

Rf (%)	
2015	1,74
2014	2,72
2013	4,74
2012	5,67
2011	5,51
2010	4,49
2009	3,98
2008	4,46
2007	4,24
2006	3,78
2005	3,42
2004	4,02
2003	4,11
2002	4,98
2001	5,12
2000	5,56
<b>Media últimos 15 años</b>	<b>4,28</b>

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España (Enero 2015); Elaboración propia

De este modo, el valor de rentabilidad para los activos libres de riesgo que se tomará en consideración será del 4,28%.

- **Determinación del rendimiento de mercado:** El rendimiento del mercado se obtendrá tomado como referencia la media de las rentabilidades históricas que genera el Índice General de la Bolsa de Madrid, puesto que agrupa todas las empresas competidoras (incluida Ebro Foods) que se han tenido en consideración para realizar el análisis exhaustivo de los datos, y además, por agrupar un mayor número de empresas que el IBEX-35. A continuación se observan dichas rentabilidades históricas durante los últimos cuatro años en términos absolutos y relativos.

Tabla 30: Rentabilidad del mercado (IGBM, Bolsa de Madrid)

$R_m$	Último (puntos)	Rentabilidad (variación interanual)
2015	965,13	-7,42%
2014	1.042,46	3,01%
2013	1.011,98	22,71%
2012	824,7	-3,84%
2011	857,65	-14,55%
2010	1003,73	-19,17%
2009	1241,72	27,23%
2008	975,97	-40,56%
2007	1642,01	5,60%
2006	1554,93	34,49%
2005	1156,21	20,56%
2004	959,06	18,70%
2003	807,98	27,44%
2002	633,99	
Media últimos 15 años	1048,3943	9,56%

Fuente: Elaboración propia; Bolsa de Madrid (IGBM).

De este modo, se tomará como rentabilidad del mercado ( $R_m$ ) el 9,56%, sin tomar en consideración el efecto excesivamente negativo que tuvo lugar en 2008 con el inicio de la crisis económica y financiera. Además se observa que esta rentabilidad es muy similar pero ligeramente superior a la obtenida anteriormente en cuanto a las Obligaciones del Estado a 10 años, debido a la prima de riesgo y el descenso de la calidad de la deuda según la calificación crediticia de las agencias de rating.

- **Determinación de la prima de riesgo o prima de mercado:** En finanzas,  $\beta$  hace referencia al riesgo sistemático que posee un determinado valor en el mercado, es decir, el riesgo no diversificable que mide la volatilidad de la rentabilidad de ese determinado valor en contraposición a los cambios en el mercado. Para calcular  $\beta$ , se utilizará el documento de Damodaran, el cual proporciona información relevante de empresas que cotizan en los mercados de valores en cada uno de los países en los que opera, incluyendo información relativa a las Betas.

A continuación se observa en la tabla 31 las diferentes compañías que engloban el sector de “food processing” en España, donde se observa el ratio de deuda, la Beta y la Beta defensiva desapalancada del conjunto del sector.

**Tabla 31: Betas de Ebro Foods y del sector (2015)**

Company name	Exchange Ticker	Industry Group	Book Debt to Equity Ratio	Beta	Beta defensiva desapalancada
Ebro Foods SA	CATS:EBRO	Food Processing	26.16%	0.89	0.74
Deoleo SA	CATS:OLE	Food Processing			
Home Meal Replacement SA	CATS:HMR	Food Processing			
Natra, S.A.	CATS:NAT	Food Processing			
Viscofan SA	CATS:VIS	Food Processing			

*Fuente: Informe anual Damodaran; Elaboración propia*

Así pues y tomando como referencia estos datos, se debe obtener la Beta de Ebro Foods observable en la tabla 31 anterior y que cuyo valor se ha obtenido a partir de la fórmula que se muestra a continuación y, además teniendo en cuenta que el valor de la Beta está influenciado por la estructura financiera de la compañía.

$$\beta L = \left[ 1 + (1 - t) * \frac{D}{E} \right] * \beta ij$$

De este modo, puesto que en la estructura financiera se observa un equilibrio entre el pasivo exigible y los fondos propios, la diferencia entre la beta apalancada y desapalancada no acarreará un efecto significativo sobre el valor final de la compañía.

- **Cálculo final del coste medio de los recursos propios (K<sub>e</sub>): Según las diferentes alternativas:**  
**(1) Beta defensiva desapalancada ; (2) beta apalancada**

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$K_e (1) = 4,10\% + 0,74 * (9,56\% - 4,10\%) = 8,14\%$$

$$K_e (2) = 4,10\% + 0,89 * (9,56\% - 4,10\%) = 8,96\%$$

Por último, tomaremos como efecto impositivo el 30%, y de esta forma nuestro modelo quedará de la siguiente forma:

**Tabla 32: Modelo definitivo, cálculo de la tasa de descuento**

	k1	k2	k3	k4
kd	3,50%	3,50%	6,25%	6,25%
Beta	0,74	0,89	0,74	0,89
ke	8,14%	8,96%	8,14%	8,96%
E	59,62%	59,62%	59,62%	59,62%
D	40,38%	40,38%	40,38%	40,38%
K	5,84%	6,33%	6,62%	7,11%

Fuente: *Elaboración propia*

## 6.4. Proyecciones financieras

En el siguiente apartado, una vez calculada la tasa de descuento, se realizarán las proyecciones financieras cuyo propósito es determinar cuál es el comportamiento de la compañía durante los próximos ejercicios económicos en términos de actividad desarrollada dentro del negocio, de la forma más objetiva y realista posible.

No obstante, dicho sub apartado del método de valoración posee una subjetividad de quien valora la empresa que hace difícil la obtención de dos proyecciones financieras idénticamente iguales. No obstante, se deben analizar e interpretar todas las variables que están afectas a la actividad desarrollada en el negocio de Ebro Foods y así poder alcanzar, en la medida de lo posible, una mayor objetividad.

Para alcanzar este objetivo, durante el presente trabajo se han analizado aspectos relacionados con el entorno competitivo en el que opera la compañía, así como la política y estrategias llevadas a cabo por ésta, lo que nos ha permitido comprobar la falta de correlación existente entre el crecimiento del negocio y el comportamiento de la economía en su conjunto. Además se analizarán las estrategias a medio plazo y otras características propias del negocio con el fin ofrecer una justificación de las decisiones tomadas en este capítulo.

¿Qué son las proyecciones financieras? Es un estudio que cualquier compañía desarrolla o debería desarrollar constantemente, puesto que permite valorarla para poder tomar decisiones en el futuro que afecten a las estrategias de Marketing y garanticen el buen funcionamiento de ésta. No obstante, las proyecciones no garantizan que la empresa tenga en un futuro un comportamiento generalizado e idéntico, sino simplemente es una estimación y la compañía deberá ir modificando según los resultados que vaya obteniendo ejercicio tras ejercicio económico.

Las proyecciones efectuadas en adelante tendrán como base la estimación del Importe Neto de la Cifra de negocios y las demás variables mostrarán una evolución aparejada a la de la cifra de negocios. Tras haber llevado a cabo previamente un análisis económico y financiero, se observaba de qué forma la empresa gestionaba sus resultados en los últimos cuatro ejercicios económicos mediante las ventas por ser la base económica y financiera del crecimiento, fortaleza financiera y calidad de todo negocio propio de una empresa holding. Todos los aspectos necesarios para analizar las proyecciones financieras de futuro en la compañía se irán observando a lo largo del presente apartado, hasta calcular finalmente los flujos de caja libres y su posterior cálculo del valor de la empresa.

#### 6.4.1. Ventas

Uno de los pasos más importantes entorno a las proyecciones financieras es el relacionado con la estimación de las ventas. Se trata de una empresa que muestra una estabilidad futura pese a la situación de crisis actual que ha tenido un efecto significativo sobre el volumen de cifra de negocios en la empresa con descensos en las ventas en un 36% en el último ejercicio económico (2015), pero también un incremento exponencial de éstas en 2014 en más de un 200% respecto el ejercicio anterior.

No obstante, no se puede omitir que al tratarse de una sociedad holding, el importe neto de la cifra de negocios de Ebro Foods está integrado principalmente por los dividendos que

perciba de las empresas del grupo. Además se trata de un grupo formado por un gran abanico de sociedades, cada una con circunstancias muy diferentes. Por lo tanto, ante las evidentes dificultades para predecir la evolución del importe neto de la cifra de negocios, se tomará como referencia la evolución esperada de la economía, ya que entendemos que el beneficio (y por tanto los dividendos que repartan las empresas del grupo) vendrá muy influenciada por la misma.

Teniendo en cuenta el comportamiento cíclico de la economía que hablábamos en capítulos anteriores, el PIB y el IPC han mostrado variaciones interanuales, por lo general, negativas pero ajustadas, frente a las variaciones de las ventas de Ebro Foods que se han mostrado más volátiles. En este sentido, en periodos de crisis como el actual, las empresas suelen adoptar políticas de dividendos mucho más restrictivas y eso ha hecho que las cifras de ventas de la sociedad matriz hayan sido muy escasas. De la misma manera, se espera que cuando crezca la economía, el importe neto de la cifra de negocios crezca más que la economía. Estas circunstancias explican la mayor volatilidad de las ventas de Ebro Foods, respecto al sector alimenticio y manufacturero.

Para realizar la predicción sobre las ventas futuras de Ebro Foods, se tomarán como base las previsiones de organizaciones de reconocido prestigio mundial como pueden ser la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica (OCDE) o la Agencia de calificación crediticia Standard & Poor's.

*OCDE: "El organismo que engloba a las economías más desarrolladas del mundo mejora su pronóstico sobre la evolución de España para este año, cuando espera un crecimiento del 2,8%" (Sérvulo González, 2016)*

*Standard & Poor's: "La agencia de «rating» prevé que el PIB español crecerá entre un 2,6% y un 2,3%" (Europa Press, 2016)*

Por este motivo, y tras haber observado que pequeños incrementos sobre el importe de las ventas genera unos flujos menores y teniendo en cuenta la fuerte volatilidad del resultado de pérdidas y ganancias de la compañía, en un escenario realista se estimará una tasa de crecimiento del 10% cada año sobre el volumen de ventas del ejercicio anterior, teniendo en cuenta que se trata de una compañía que cotiza en bolsa y que en este último ejercicio económico ha ampliado el rango de marcas en el mercado y ha diversificado su modelo de negocio, siendo bastante probable este crecimiento del 8% durante los próximos quince años siguientes.

De este modo, el volumen de ventas (Importe neto de la Cifra de Negocios) estimado para Ebro Foods en los próximos 15 años será el siguiente:

**Tabla 33: Proyecciones sobre el crecimiento de las ventas**

	Ventas (€)	Crecimiento (%)
2016	43.102.400,00 €	10,00%
2017	47.412.640,00 €	10,00%
2018	52.153.904,00 €	10,00%
2019	57.369.294,40 €	10,00%
2020	63.106.223,84 €	10,00%
2021	69.416.846,22 €	10,00%
2022	76.358.530,85 €	10,00%
2023	83.994.383,93 €	10,00%
2024	92.393.822,32 €	10,00%
2025	101.633.204,56 €	10,00%
2026	111.796.525,01 €	10,00%
2027	122.976.177,51 €	10,00%
2028	135.273.795,26 €	10,00%
2029	148.801.174,79 €	10,00%
2030	163.681.292,27 €	10,00%

Fuente: Elaboración propia.

#### 6.4.2. Aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación

Teniendo en cuenta la estrategia en términos de evolución del negocio de Ebro Foods, se observa como su principal objetivo es ganar la mayor cuota de mercado como demuestra el incremento y diversificación de la variedad de marcas, y para ello es necesario incurrir en un mayor volumen de gastos en términos de aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos generales de explotación.

Un incremento de estos gastos debe ir acompañado de un incremento aún mayor del volumen de ventas en ejercicios económicos futuros y por lo tanto, un aumento de los beneficios empresariales de la compañía, ganando así mayor cuota de mercado en el sector donde opera.

En este sentido, con la recuperación económica, se estimará un incremento de los gastos de personal en un 3% anual como consecuencia de un mayor número de contrataciones que



generen un mayor coste laboral para la empresa, pero también un incremento de los gastos generales de explotación entorno al 2% de incremento anual, superior a medida que avanza la actividad productiva de la empresa. Además consideraremos que los ingresos se incrementarán un 3% anual.

De este modo la previsión de estos gastos viene detallada a continuación:

**Tabla 34: Proyecciones sobre el crecimiento de los gastos generales y gastos de personal**

	Gastos de personal (€)	Crecimiento (%)	Gastos generales (€)	Crecimiento (%)
2016	-10.890.190,00 €	3,00%	-7.852.980,00 €	2,00%
2017	-11.216.895,70 €	3,00%	-8.010.039,60 €	2,00%
2018	-11.553.402,57 €	3,00%	-8.170.240,39 €	2,00%
2019	-11.900.004,65 €	3,00%	-8.333.645,20 €	2,00%
2020	-12.257.004,79 €	3,00%	-8.500.318,10 €	2,00%
2021	-12.624.714,93 €	3,00%	-8.670.324,47 €	2,00%
2022	-13.003.456,38 €	3,00%	-8.843.730,96 €	2,00%
2023	-13.393.560,07 €	3,00%	-9.020.605,57 €	2,00%
2024	-13.795.366,87 €	3,00%	-9.201.017,69 €	2,00%
2025	-14.209.227,88 €	3,00%	-9.385.038,04 €	2,00%
2026	-14.635.504,72 €	3,00%	-9.572.738,80 €	2,00%
2027	-15.074.569,86 €	3,00%	-9.764.193,58 €	2,00%
2028	-15.526.806,95 €	3,00%	-9.959.477,45 €	2,00%
2029	-15.992.611,16 €	3,00%	-10.158.667,00 €	2,00%
2030	-16.472.389,50 €	3,00%	-10.361.840,34 €	2,00%

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4.3. Amortizaciones

Resulta complicado estimar para los ejercicios económicos futuros el porcentaje de amortizaciones sobre el total de activos que posee Ebro Foods, debido a que se desconoce la apertura de nuevos posibles negocios, lo que conllevaría la adquisición de maquinaria, naves donde desarrollar la actividad, etc. Además, todo ello debe ser amortizado a cierre del ejercicio contabilizándose como un gasto del ejercicio, y dicho gasto no genera ninguna salida de efectivo, por lo que se considera que la compañía juega con esta partida, por lo que se estima que se mantendrá una proporción constante sobre el volumen de ventas.

Observando los porcentajes de amortizaciones sobre ventas que se han obtenido en el periodo analizado en apartados anteriores, se puede ver como en 2012 y 2013 se obtienen valores del 7% y 8% respectivamente. No obstante, teniendo en cuenta que la mayoría de activos de Ebro Foods son activos financieros (y por lo tanto no se amortizan) se considera que este valor es muy elevado, y que está condicionado por las malas cifras de ventas obtenidas. En los dos ejercicios posteriores se obtuvo un porcentaje cercano al 1,5%, que se utilizará como referencia para calcular la evolución de las amortizaciones futuras.

De este modo, el reparto de gasto por amortizaciones en los próximos años será el siguiente:

**Tabla 35: Proyecciones sobre el crecimiento de las amortizaciones**

	Ventas (€)	Amortizaciones	Crecimiento
2016	43.102.400,00 €	646.536,00 €	1.5% s/ventas
2017	47.412.640,00 €	711.189,60 €	1.5% s/ventas
2018	52.153.904,00 €	782.308,56 €	1.5% s/ventas
2019	57.369.294,40 €	860.539,42 €	1.5% s/ventas
2020	63.106.223,84 €	946.593,36 €	1.5% s/ventas
2021	69.416.846,22 €	1.041.252,69 €	1.5% s/ventas
2022	76.358.530,85 €	1.145.377,96 €	1.5% s/ventas
2023	83.994.383,93 €	1.259.915,76 €	1.5% s/ventas
2024	92.393.822,32 €	1.385.907,33 €	1.5% s/ventas
2025	101.633.204,56 €	1.524.498,07 €	1.5% s/ventas
2026	111.796.525,01 €	1.676.947,88 €	1.5% s/ventas
2027	122.976.177,51 €	1.844.642,66 €	1.5% s/ventas
2028	135.273.795,26 €	2.029.106,93 €	1.5% s/ventas
2029	148.801.174,79 €	2.232.017,62 €	1.5% s/ventas
2030	163.681.292,27 €	2.455.219,38 €	1.5% s/ventas

Fuente: Elaboración propia.

#### 6.4.4. Inversiones en activo fijo

Como se ha podido observar en la estructura patrimonial de la compañía, la mayor parte del activo está constituido por Activos no Corrientes o inversiones financieras a largo plazo. Debido a ello, será necesario pensar que en un futuro seguirán incrementando las inversiones en adquisición de activos financieros, si se pretende seguir con la estrategia de la compañía entorno a la expansión y crecimiento de la cuota de mercado.

No obstante, puesto que se trata de una compañía dedicada a la gestión de totalidad de las empresas que componen el grupo Ebro Foods, S.A. se estimará de forma prudente unas **inversiones en activos fijos prácticamente nulas**, pues no sería coherente con el propósito empresarial de la compañía objeto de valoración.

#### 6.4.5. Valor Actual de los Flujos de Caja

Tras haber realizado un análisis detallado de las estimaciones futuras de cada una de las partidas que componen la cuenta de resultados de Ebro Foods, a continuación se obtendrá el valor actual de los flujos de caja mediante estas proyecciones financieras realizadas, para un horizonte temporal de 4 años.

**Tabla 36: Valor actual de los Flujos de Caja (2016-2020)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ventas	43.102.400,00 €	47.412.640,00 €	52.153.904,00 €	57.369.294,40 €	63.106.223,84 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>43.102.400,00 €</b>	<b>47.412.640,00 €</b>	<b>52.153.904,00 €</b>	<b>57.369.294,40 €</b>	<b>63.106.223,84 €</b>
Otros Ingresos	4.054.080,00 €	4.175.702,40 €	4.300.973,47 €	4.430.002,68 €	4.562.902,76 €
Gastos de personal	-10.890.190,00 €	-11.216.895,70 €	-11.553.402,57 €	-11.900.004,65 €	-12.257.004,79 €
Gastos generales	-7.852.980,00 €	-8.010.039,60 €	-8.170.240,39 €	-8.333.645,20 €	-8.500.318,10 €
Amortizaciones	-646.536,00 €	-711.189,60 €	-782.308,56 €	-860.539,42 €	-946.593,36 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>27.766.774,00 €</b>	<b>31.650.217,50 €</b>	<b>35.948.925,95 €</b>	<b>40.705.107,81 €</b>	<b>45.965.210,35 €</b>
Impuesto sobre BAI (30%)	-8.330.032,20 €	-9.495.065,25 €	-10.784.677,78 €	-12.211.532,34 €	-13.789.563,10 €
<b>BAII NETO</b>	<b>19.436.741,80 €</b>	<b>22.155.152,25 €</b>	<b>25.164.248,16 €</b>	<b>28.493.575,47 €</b>	<b>32.175.647,24 €</b>
Amortización	646.536,00 €	711.189,60 €	782.308,56 €	860.539,42 €	946.593,36 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>20.083.277,80 €</b>	<b>22.866.341,85 €</b>	<b>25.946.556,72 €</b>	<b>29.354.114,88 €</b>	<b>33.122.240,60 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>20.083.277,80 €</b>	<b>22.866.341,85 €</b>	<b>25.946.556,72 €</b>	<b>29.354.114,88 €</b>	<b>33.122.240,60 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 37: Valor actual de los Flujos de Caja (2021-2025)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Ventas	69.416.846,22 €	76.358.530,85 €	83.994.383,93 €	92.393.822,32 €	101.633.204,56 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>69.416.846,22 €</b>	<b>76.358.530,85 €</b>	<b>83.994.383,93 €</b>	<b>92.393.822,32 €</b>	<b>101.633.204,56 €</b>
Otros Ingresos	4.699.789,84 €	4.840.783,53 €	4.986.007,04 €	5.135.587,25 €	5.289.654,87 €
Gastos de personal	-12.624.714,93 €	-13.003.456,38 €	-13.393.560,07 €	-13.795.366,87 €	-14.209.227,88 €
Gastos generales	-8.670.324,47 €	-8.843.730,96 €	-9.020.605,57 €	-9.201.017,69 €	-9.385.038,04 €
Amortizaciones	-1.041.252,69 €	-1.145.377,96 €	-1.259.915,76 €	-1.385.907,33 €	-1.524.498,07 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>51.780.343,97 €</b>	<b>58.206.749,08 €</b>	<b>65.306.309,57 €</b>	<b>73.147.117,68 €</b>	<b>81.804.095,44 €</b>
Impuesto sobre BAI (30%)	-15.534.103,19 €	-17.462.024,73 €	-19.591.892,87 €	-21.944.135,30 €	-24.541.228,63 €
<b>BAII NETO</b>	<b>36.246.240,78 €</b>	<b>40.744.724,36 €</b>	<b>45.714.416,70 €</b>	<b>51.202.982,38 €</b>	<b>57.262.866,81 €</b>
Amortización	1.041.252,69 €	1.145.377,96 €	1.259.915,76 €	1.385.907,33 €	1.524.498,07 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>37.287.493,47 €</b>	<b>41.890.102,32 €</b>	<b>46.974.332,46 €</b>	<b>52.588.889,71 €</b>	<b>58.787.364,88 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>37.287.493,47 €</b>	<b>41.890.102,32 €</b>	<b>46.974.332,46 €</b>	<b>52.588.889,71 €</b>	<b>58.787.364,88 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 38: Valor actual de los Flujos de Caja (2026-2030)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Ventas	111.796.525,01 €	122.976.177,51 €	135.273.795,26 €	148.801.174,79 €	163.681.292,27 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>111.796.525,01 €</b>	<b>122.976.177,51 €</b>	<b>135.273.795,26 €</b>	<b>148.801.174,79 €</b>	<b>163.681.292,27 €</b>
Otros Ingresos	5.448.344,52 €	5.611.794,85 €	5.780.148,70 €	5.953.553,16 €	6.132.159,75 €
Gastos de personal	-14.635.504,72 €	-15.074.569,86 €	-15.526.806,95 €	-15.992.611,16 €	-16.472.389,50 €
Gastos generales	-9.572.738,80 €	-9.764.193,58 €	-9.959.477,45 €	-10.158.667,00 €	-10.361.840,34 €
Amortizaciones	-1.676.947,88 €	-1.844.642,66 €	-2.029.106,93 €	-2.232.017,62 €	-2.455.219,38 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>91.359.678,14 €</b>	<b>101.904.566,27 €</b>	<b>113.538.552,63 €</b>	<b>126.371.432,17 €</b>	<b>140.524.002,81 €</b>
Impuesto sobre BAI (30%)	-27.407.903,44 €	-30.571.369,88 €	-34.061.565,79 €	-37.911.429,65 €	-42.157.200,84 €
<b>BAII NETO</b>	<b>63.951.774,70 €</b>	<b>71.333.196,39 €</b>	<b>79.476.986,84 €</b>	<b>88.460.002,52 €</b>	<b>98.366.801,96 €</b>
Amortización	1.676.947,88 €	1.844.642,66 €	2.029.106,93 €	2.232.017,62 €	2.455.219,38 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>65.628.722,57 €</b>	<b>73.177.839,05 €</b>	<b>81.506.093,77 €</b>	<b>90.692.020,14 €</b>	<b>100.822.021,35 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>65.628.722,57 €</b>	<b>73.177.839,05 €</b>	<b>81.506.093,77 €</b>	<b>90.692.020,14 €</b>	<b>100.822.021,35 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

A continuación se procederá a calcular el Valor Actual Neto (VAN) a partir de las tasas de descuento o actualización obtenidas en apartados anteriores.

**Tabla 39: Valor Actual Neto del modelo**

K	VAN
5,84%	454.060.477,68 €
6,33%	435.585.049,29 €
6,62%	425.152.793,59 €
7,11%	408.220.762,74 €

*Fuente: Elaboración propia.*

De este modo, se ha obtenido un Valor Actual de los flujos comprendido entre 454.060.477,68 euros y 408.220.762,74 euros.

## 6.4. Escenarios pesimista y optimista

A continuación, se llevará a cabo todos los cálculos expuestos anteriormente pero teniendo en cuenta las posibles situaciones “poco probables” pero que pueden influir y alterar los flujos de caja obtenidos en las proyecciones futuras en la compañía. De este modo, se desarrollarán dos escenarios alternativos, optimista y pesimista.

### 6.4.1. Escenario optimista

En relación al escenario optimista, se considerará que el incremento de los ingresos por ventas se incrementará un 12% cada año y no un 10% como se estimaba inicialmente en un escenario coherente con la realidad económica – financiera de la compañía.

Por último, se estiman unas proyecciones sobre los gastos a la baja (incremento de los gastos de personal un 1,5% anual y de los gastos generales un 1% anual), bajo la hipótesis de que se llevarán a cabo políticas de gastos más restrictivas que busquen minimizar el umbral de gastos ocasionados por la actividad y por el incremento de los ingresos de la compañía en un 6% de incremento anual.

Además las amortizaciones seguirán suponiendo un 1,5% sobre el volumen de ventas total al igual que ocurría en el escenario realista. De este modo, el resultado sería el siguiente:

**Tabla 40: Proyecciones financieras escenario optimista (2016-2020)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ventas	43.886.080,00 €	49.152.409,60 €	55.050.698,75 €	61.656.782,60 €	69.055.596,51 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>43.886.080,00 €</b>	<b>49.152.409,60 €</b>	<b>55.050.698,75 €</b>	<b>61.656.782,60 €</b>	<b>69.055.596,51 €</b>
Otros Ingresos	4.172.160,00 €	4.422.489,60 €	4.687.838,98 €	4.969.109,31 €	5.267.255,87 €
Gastos de personal	-10.731.595,00 €	-10.892.568,93 €	-11.055.957,46 €	-11.221.796,82 €	-11.390.123,77 €
Gastos generales	-7.775.990,00 €	-7.853.749,90 €	-7.932.287,40 €	-8.011.610,27 €	-8.091.726,38 €
Amortizaciones	-658.291,20 €	-737.286,14 €	-825.760,48 €	-924.851,74 €	-1.035.833,95 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>28.892.363,80 €</b>	<b>34.091.294,23 €</b>	<b>39.924.532,39 €</b>	<b>46.467.633,08 €</b>	<b>53.805.168,29 €</b>
Impuesto sobre BAI (30%)	-8.667.709,14 €	-10.227.388,27 €	-11.977.359,72 €	-13.940.289,93 €	-16.141.550,49 €
<b>BAII NETO</b>	<b>20.224.654,66 €</b>	<b>23.863.905,96 €</b>	<b>27.947.172,67 €</b>	<b>32.527.343,16 €</b>	<b>37.663.617,80 €</b>
Amortización	658.291,20 €	737.286,14 €	825.760,48 €	924.851,74 €	1.035.833,95 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>20.882.945,86 €</b>	<b>24.601.192,11 €</b>	<b>28.772.933,15 €</b>	<b>33.452.194,90 €</b>	<b>38.699.451,75 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>20.882.945,86 €</b>	<b>24.601.192,11 €</b>	<b>28.772.933,15 €</b>	<b>33.452.194,90 €</b>	<b>38.699.451,75 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 41: Proyecciones financieras escenario optimista (2021-2025)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Ventas	77.342.268,10 €	86.623.340,27 €	97.018.141,10 €	108.660.318,03 €	121.699.556,20 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>77.342.268,10 €</b>	<b>86.623.340,27 €</b>	<b>97.018.141,10 €</b>	<b>108.660.318,03 €</b>	<b>121.699.556,20 €</b>
Otros Ingresos	5.583.291,23 €	5.918.288,70 €	6.273.386,02 €	6.649.789,18 €	7.048.776,53 €
Gastos de personal	-11.560.975,63 €	-11.734.390,26 €	-11.910.406,12 €	-12.089.062,21 €	-12.270.398,14 €
Gastos generales	-8.172.643,64 €	-8.254.370,08 €	-8.336.913,78 €	-8.420.282,91 €	-8.504.485,74 €
Amortizaciones	-1.160.134,02 €	-1.299.350,10 €	-1.455.272,12 €	-1.629.904,77 €	-1.825.493,34 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>62.031.806,03 €</b>	<b>71.253.518,52 €</b>	<b>81.588.935,11 €</b>	<b>93.170.857,32 €</b>	<b>106.147.955,50 €</b>
Impuesto sobre BAI (30%)	-18.609.541,81 €	-21.376.055,56 €	-24.476.680,53 €	-27.951.257,20 €	-31.844.386,65 €
<b>BAII NETO</b>	<b>43.422.264,22 €</b>	<b>49.877.462,97 €</b>	<b>57.112.254,58 €</b>	<b>65.219.600,12 €</b>	<b>74.303.568,85 €</b>
Amortización	1.160.134,02 €	1.299.350,10 €	1.455.272,12 €	1.629.904,77 €	1.825.493,34 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>44.582.398,24 €</b>	<b>51.176.813,07 €</b>	<b>58.567.526,69 €</b>	<b>66.849.504,89 €</b>	<b>76.129.062,19 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>44.582.398,24 €</b>	<b>51.176.813,07 €</b>	<b>58.567.526,69 €</b>	<b>66.849.504,89 €</b>	<b>76.129.062,19 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 42: Proyecciones financieras escenario optimista (2026-2030)**

<b>Proyecciones financieras</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Ventas	136.303.502,94 €	152.659.923,29 €	170.979.114,09 €	191.496.607,78 €	214.476.200,71 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>136.303.502,94 €</b>	<b>152.659.923,29 €</b>	<b>170.979.114,09 €</b>	<b>191.496.607,78 €</b>	<b>214.476.200,71 €</b>
Otros Ingresos	7.471.703,13 €	7.920.005,31 €	8.395.205,63 €	8.898.917,97 €	9.432.853,05 €
Gastos de personal	-12.454.454,12 €	-12.641.270,93 €	-12.830.889,99 €	-13.023.353,34 €	-13.218.703,64 €
Gastos generales	-8.589.530,60 €	-8.675.425,91 €	-8.762.180,17 €	-8.849.801,97 €	-8.938.299,99 €
Amortizaciones	-2.044.552,54 €	-2.289.898,85 €	-2.564.686,71 €	-2.872.449,12 €	-3.217.143,01 €
<b>EBITDA (BAII)</b>	<b>120.686.668,80 €</b>	<b>136.973.332,92 €</b>	<b>155.216.562,85 €</b>	<b>175.649.921,32 €</b>	<b>198.534.907,12 €</b>
Impuesto sobre BAII (30%)	-36.206.000,64 €	-41.091.999,88 €	-46.564.968,86 €	-52.694.976,40 €	-59.560.472,14 €
<b>BAII NETO</b>	<b>84.480.668,16 €</b>	<b>95.881.333,05 €</b>	<b>108.651.594,00 €</b>	<b>122.954.944,93 €</b>	<b>138.974.434,98 €</b>
Amortización	2.044.552,54 €	2.289.898,85 €	2.564.686,71 €	2.872.449,12 €	3.217.143,01 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>86.525.220,71 €</b>	<b>98.171.231,89 €</b>	<b>111.216.280,71 €</b>	<b>125.827.394,04 €</b>	<b>142.191.577,99 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>86.525.220,71 €</b>	<b>98.171.231,89 €</b>	<b>111.216.280,71 €</b>	<b>125.827.394,04 €</b>	<b>142.191.577,99 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

A continuación e igual que se había realizado anteriormente, se procede a calcular el VAN con las tasas de descuento obtenidas en apartados anteriores.

**Tabla 43: Valor Actual Neto del escenario optimista**

<b>K</b>	<b>VAN</b>
<b>5,84%</b>	<b>574.941.376,76 €</b>
<b>6,33%</b>	<b>550.634.481,96 €</b>
<b>6,62%</b>	<b>536.920.326,97 €</b>
<b>7,11%</b>	<b>514.679.257,91 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

Para el escenario optimista, se ha obtenido un valor actual de los flujos de caja que está comprendido entre 574.941.376,76 euros y 514.679.257,91 euros.

## 6.4.2. Escenario pesimista

En el siguiente escenario, se ha llevado a cabo el mismo modelo que el seguido en el escenario optimista pero en sentido inverso.

De este modo, se considerará que el incremento de los ingresos por ventas se incrementarán un 8% cada año y no un 10% como se estimaba inicialmente en un escenario coherente con la realidad económico – financiera de la compañía, ni un 12% como se estimaba en el escenario optimista. Además, los ingresos generales se incrementarán anualmente un 1,5%.

Y, por último, se estimarán unas proyecciones sobre los gastos de personal y gastos generales constantes en relación a las proyecciones iniciales (incremento de los gastos de personal un 3% anual y de los gastos generales un 2% anual). Además las amortizaciones supondrán un 1% sobre el volumen de ventas total. De este modo, el resultado sería el siguiente:

**Tabla 44: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2016-2019)**

Proyecciones financieras	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	42.318.720,00 €	45.704.217,60 €	49.360.555,01 €	53.309.399,41 €	57.574.151,36 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>42.318.720,00 €</b>	<b>45.704.217,60 €</b>	<b>49.360.555,01 €</b>	<b>53.309.399,41 €</b>	<b>57.574.151,36 €</b>
Otros Ingresos	3.995.040,00 €	4.054.965,60 €	4.115.790,08 €	4.177.526,94 €	4.240.189,84 €
Gastos de personal	-10.890.190,00 €	-11.216.895,70 €	-11.553.402,57 €	-11.900.004,65 €	-12.257.004,79 €
Gastos generales	-7.852.980,00 €	-8.010.039,60 €	-8.170.240,39 €	-8.333.645,20 €	-8.500.318,10 €
Amortizaciones	-423.187,20 €	-457.042,18 €	-493.605,55 €	-533.093,99 €	-575.741,51 €
<b>EBITDA (BAIL)</b>	<b>27.147.402,80 €</b>	<b>30.075.205,72 €</b>	<b>33.259.096,58 €</b>	<b>36.720.182,50 €</b>	<b>40.481.276,80 €</b>
Impuesto sobre BAIL (30%)	-8.144.220,84 €	-9.022.561,72 €	-9.977.728,97 €	-11.016.054,75 €	-12.144.383,04 €
<b>BAIL NETO</b>	<b>19.003.181,96 €</b>	<b>21.052.644,01 €</b>	<b>23.281.367,61 €</b>	<b>25.704.127,75 €</b>	<b>28.336.893,76 €</b>
Amortización	423.187,20 €	457.042,18 €	493.605,55 €	533.093,99 €	575.741,51 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>19.426.369,16 €</b>	<b>21.509.686,18 €</b>	<b>23.774.973,16 €</b>	<b>26.237.221,75 €</b>	<b>28.912.635,27 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>19.426.369,16 €</b>	<b>21.509.686,18 €</b>	<b>23.774.973,16 €</b>	<b>26.237.221,75 €</b>	<b>28.912.635,27 €</b>

Fuente: Elaboración propia.



Tabla 45: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2021-2025)

Proyecciones financieras	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	62.180.083,47 €	67.154.490,15 €	72.526.849,36 €	78.328.997,31 €	84.595.317,09 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>62.180.083,47 €</b>	<b>67.154.490,15 €</b>	<b>72.526.849,36 €</b>	<b>78.328.997,31 €</b>	<b>84.595.317,09 €</b>
Otros Ingresos	4.303.792,69 €	4.368.349,58 €	4.433.874,82 €	4.500.382,94 €	4.567.888,69 €
Gastos de personal	-12.624.714,93 €	-13.003.456,38 €	-13.393.560,07 €	-13.795.366,87 €	-14.209.227,88 €
Gastos generales	-8.670.324,47 €	-8.843.730,96 €	-9.020.605,57 €	-9.201.017,69 €	-9.385.038,04 €
Amortizaciones	-621.800,83 €	-671.544,90 €	-725.268,49 €	-783.289,97 €	-845.953,17 €
<b>EBITDA (BAIL)</b>	<b>44.567.035,93 €</b>	<b>49.004.107,49 €</b>	<b>53.821.290,04 €</b>	<b>59.049.705,72 €</b>	<b>64.722.986,69 €</b>
Impuesto sobre BAIL (30%)	-13.370.110,78 €	-14.701.232,25 €	-16.146.387,01 €	-17.714.911,72 €	-19.416.896,01 €
<b>BAIL NETO</b>	<b>31.196.925,15 €</b>	<b>34.302.875,24 €</b>	<b>37.674.903,03 €</b>	<b>41.334.794,00 €</b>	<b>45.306.090,68 €</b>
Amortización	621.800,83 €	671.544,90 €	725.268,49 €	783.289,97 €	845.953,17 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>31.818.725,98 €</b>	<b>34.974.420,14 €</b>	<b>38.400.171,52 €</b>	<b>42.118.083,98 €</b>	<b>46.152.043,85 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>31.818.725,98 €</b>	<b>34.974.420,14 €</b>	<b>38.400.171,52 €</b>	<b>42.118.083,98 €</b>	<b>46.152.043,85 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 46: Proyecciones financieras en un escenario pesimista (2026-2030)

Proyecciones financieras	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas	91.362.942,46 €	98.671.977,86 €	106.565.736,09 €	115.090.994,97 €	124.298.274,57 €
Consumos	0	0	0	0	0
<b>Margen Bruto</b>	<b>91.362.942,46 €</b>	<b>98.671.977,86 €</b>	<b>106.565.736,09 €</b>	<b>115.090.994,97 €</b>	<b>124.298.274,57 €</b>
Otros Ingresos	4.636.407,02 €	4.705.953,12 €	4.776.542,42 €	4.848.190,56 €	4.920.913,41 €
Gastos de personal	-14.635.504,72 €	-15.074.569,86 €	-15.526.806,95 €	-15.992.611,16 €	-16.472.389,50 €
Gastos generales	-9.572.738,80 €	-9.764.193,58 €	-9.959.477,45 €	-10.158.667,00 €	-10.361.840,34 €
Amortizaciones	-913.629,42 €	-986.719,78 €	-1.065.657,36 €	-1.150.909,95 €	-1.242.982,75 €
<b>EBITDA (BAIL)</b>	<b>70.877.476,54 €</b>	<b>77.552.447,77 €</b>	<b>84.790.336,74 €</b>	<b>92.636.997,42 €</b>	<b>101.141.975,41 €</b>
Impuesto sobre BAIL (30%)	-21.263.242,96 €	-23.265.734,33 €	-25.437.101,02 €	-27.791.099,23 €	-30.342.592,62 €
<b>BAIL NETO</b>	<b>49.614.233,58 €</b>	<b>54.286.713,44 €</b>	<b>59.353.235,72 €</b>	<b>64.845.898,20 €</b>	<b>70.799.382,78 €</b>
Amortización	913.629,42 €	986.719,78 €	1.065.657,36 €	1.150.909,95 €	1.242.982,75 €
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>50.527.863,00 €</b>	<b>55.273.433,22 €</b>	<b>60.418.893,08 €</b>	<b>65.996.808,14 €</b>	<b>72.042.365,53 €</b>
Cambio de capital corriente e inversiones en activo fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>50.527.863,00 €</b>	<b>55.273.433,22 €</b>	<b>60.418.893,08 €</b>	<b>65.996.808,14 €</b>	<b>72.042.365,53 €</b>

Fuente: Elaboración propia.

A continuación e igual que se había realizado anteriormente, se procede a calcular el VAN con las tasas de descuento obtenidas en apartados anteriores.

**Tabla 47: Valor Actual Neto del escenario pesimista**

K	VAN
5,84%	366.664.215,85 €
6,33%	352.363.939,48 €
6,62%	344.282.036,34 €
7,11%	331.153.096,00 €

Fuente: Elaboración propia.

Para el escenario optimista, se ha obtenido un valor actual de los flujos de caja que está comprendido entre 366.664.215,85 euros y 331.153.096 euros.

## 6.5. Valor residual

El valor residual de la compañía es aquel que continua permaneciendo posteriormente a las proyecciones realizadas, debido a que se considera que la empresa continuará con su actividad empresarial a lo largo de x años, no liquidándose en ese mismo momento en que finalizan las proyecciones expuestas. Por lo tanto el valor residual hace referencia a lo que genera la compañía a partir del horizonte temporal de 4 años analizado, que representa una parte importante pero no significativa al 100% del valor total de la empresa que es necesario calcular.

Para determinar el valor residual existen varios métodos, no obstante destacaremos los siguientes:

- **Valor de liquidación:** Bajo la hipótesis de que la compañía cesará su actividad y venderá todos sus activos en el futuro año proyectado.
- **Valor patrimonial:** Considera que el valor residual es el de los fondos propios del último año proyectado.
- **Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros:** Bajo la hipótesis de que a partir del año posterior al último proyectado, la compañía generará una renta perpetua a través de un crecimiento constante (g), capitalizado al momento presente (Modelo de Gordon).

- **Capitalización de resultados:** Igual que se comentaba en el anterior método, se maneja la hipótesis de que en el año posterior al último proyectado, la compañía generará unos beneficios futuros, por lo que será necesario capitalizar dichos beneficios generados año a año.

Así pues, a la hora de calcular el valor residual se actualizará al presente con las mismas tasas de descuento aplicadas en las proyecciones anteriores. Para ello, se aplicará el modelo de Gordon, mediante la siguiente fórmula matemática de Gordon:

$$\frac{\frac{FC}{K - g}}{(1 + K)^n}$$

Donde,

**FC:** Último Flujo de caja proyectado.

**g:** Constante de crecimiento (puesto que el Banco de España prevé que en los próximos años la economía española crecerá entre un 2.3% y un 2.7%, estimaremos una tasa constante de crecimiento del 2% siendo más prudentes).

**K:** Tasas de descuento

**n:** Número de años de actualización

La fórmula expuesta con anterioridad permite determinar cuantitativamente un valor de la compañía durante un periodo “indefinido”. La variable “g” permite reflejar el crecimiento esperado constante durante el periodo definido en los flujos de caja descontados. Además partiremos del último flujo de caja obtenido para el cálculo de dicho valor terminal o residual.

De este modo, el valor residual tomando en consideración las tasas de descuento obtenidas en apartados anteriores, será el siguiente:

**Tabla 48: Valor residual en un escenario realista, optimista y pesimista**

K (Tasa de descuento)	Valor residual (posición realista)	Valor residual (posición optimista)	Valor residual (posición pesimista)
5,84%	1.119.596.370,80 €	1.578.992.094,71 €	800.007.477,67 €
6,33%	926.886.207,27 €	1.307.208.590,66 €	662.306.449,09 €
6,62%	834.412.630,32 €	1.176.791.012,70 €	596.229.463,70 €
7,11%	704.517.384,41 €	993.596.808,27 €	503.412.828,39 €

Fuente: Elaboración propia.

## 6.6. Valor de la empresa

Una vez obtenido el valor residual en el apartado anterior, y teniendo en cuenta el valor de los flujos de caja descontados para cada una de las posiciones o escenarios, a continuación se muestra el valor total de la empresa siguiendo el método de valoración por descuento de flujos de efectivo:

**Tabla 49: Valor final de Ebro Foods por el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC)**

VALOR EBRO FOODS	5,84%	6,33%	6,62%	7,11%
Valor total posición realista	1.573.656.848,48 €	1.362.471.256,56 €	1.259.565.423,91 €	1.112.738.147,16 €
Valor total posición optimista	2.153.933.471,47 €	1.857.843.072,61 €	1.713.711.339,67 €	1.508.276.066,18 €
Valor total posición pesimista	1.166.671.693,51 €	1.014.670.388,57 €	940.511.500,04 €	834.565.924,38 €

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidos los posibles valores de la compañía Ebro Foods, S.A. resulta necesario mostrar una comparativa con el nivel de capitalización bursátil de ésta en el ejercicio económico 2015. En este sentido, en 2015 la capitalización se sitúa en 2.793.426.000 euros por lo que observando todos los posibles escenarios (realista, optimista y pesimista) se podría concluir que la empresa se encuentra excesivamente sobrevalorada en este ejercicio pues su valor bursátil es superior al valor real de la compañía e, incluso muestra un nivel de sobrevaloración aún mayor

si se tiene en cuenta la capitalización bursátil en el ejercicio económico 2016 de 3.091.925.000 euros.

De este modo, se tomará como mejor referencia una tasa de actualización del 7,11% teniendo en cuenta que una tasa del 5% o 6% aproximadamente genera un mayor riesgo para el inversor ya que podría invertir en bonos u obligaciones cuya rentabilidad puede alcanzar dichos valores y el riesgo es mínimo. Además, se optará por una posición optimista, dada las elevadas expectativas de la compañía. Con todo ello, **el valor de Ebro Foods, S.A. será de 1.508.276.066,18 euros.**

En definitiva, cabe destacar que dicho volumen de sobrevaloración en más de un doscientos por cien revela las elevadas expectativas de la compañía a la hora de incrementar sus ventas (mayor reparto de dividendos) y generar unos flujos de caja elevados y capaces de generar un mayor valor para la empresa y atraer a un mayor número de futuros inversores. No obstante, en el presente epígrafe se ha adoptado una posición más conservadora, pues buscamos un valor intrínseco para la compañía, y por este motivo se ha alcanzado este nivel de sobrevaloración en exceso.



## Capítulo 7: Método de valoración por múltiplos

- 7.1. Objetivos y metodología.**
- 7.2. Identificación de la empresa.**
- 7.3. Análisis y selección de comparables.**
- 7.4. Cálculo y selección de múltiplos de cotización.**
- 7.5. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.**
- 7.6. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo.**

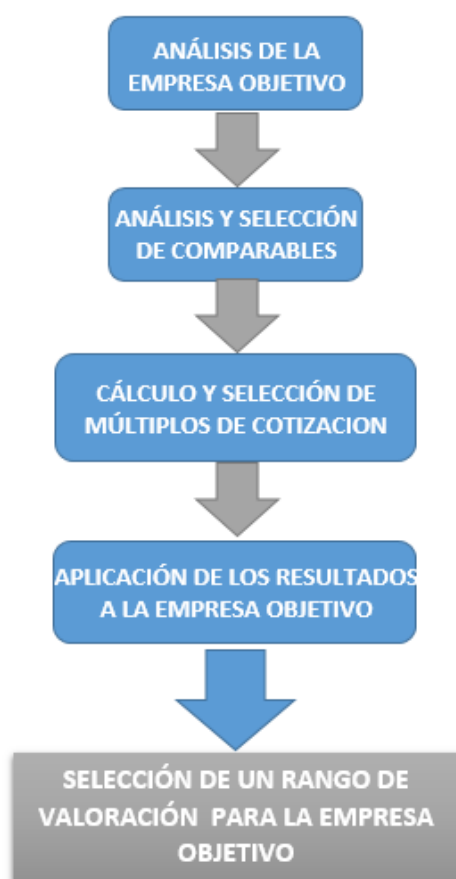
# 7

## 7.1. Objetivos y metodología

La valoración relativa, o valoración mediante comparables de mercado, es una técnica que se utiliza para valorar empresas por analogía con el valor de mercado de otras empresas (Badenes y Santos, 1999). Por lo tanto, se pretende hallar su valor de mercado en función del valor de mercado de empresas comparables.

Teniendo en cuenta que Ebro Foods es una empresa que cotiza en el mercado continuo y por lo tanto un mercado regulado, la valoración que se obtenga permitirá conocer si la cotización de sus acciones está sobrevalorada o infravalorada. Para poder obtener este valor se seguirá el siguiente proceso:

**Ilustración 3: Fases metodológicas de la Valoración por múltiplos**



*Fuente: Elaboración propia; Sheridan, T. (2009).*

## 7.2. Identificación de la empresa

En primer lugar, para poder hallar un grupo de empresas comparables, será necesario conocer las características más básicas de Ebro Foods, es decir, identificar la empresa en todos sus aspectos más significativos con el propósito de buscar el mayor grado de comparabilidad posible. Según se puede extraer de la página web de la mencionada compañía “Ebro es una compañía multinacional de alimentación que opera en los sectores de arroz, pasta y salsas. Con sede en España, tiene presencia comercial o industrial a través de una extensa red de filiales y marcas en más de 25 países de Europa, Norteamérica, Asia y África, lo que le ha permitido posicionarse como líder mundial en el sector del arroz y segundo fabricante mundial de pasta.” (Ebro Foods)

## 7.3. Análisis y selección de comparables

En el presente apartado el objetivo será obtener una muestra fiable de empresas para poder comparar sus valores con la empresa objetivo y así ser capaces de obtener una aproximación al valor de Ebro Foods. En este sentido, se tratará de empresas españolas del sector alimentario, que ofrezcan productos similares y de un tamaño similar entre otras características.

Indudablemente, para poder obtener todas las variables de referencia, estas empresas deberán cotizar en un mercado regulado como puede ser el IBEX35 o el mercado continuo. Además hay que tener en cuenta que uno de los mayores obstáculos inherentes a este método de valoración es la imposibilidad de encontrar empresas que cumplan con todas las características deseadas y de hallar un grupo cotizado en Bolsa que se asemeje con exactitud a la empresa objetivo, no habiendo sido posible encontrar ninguna empresa exactamente igual que Ebro Foods, S.A. No obstante, se ha llevado a cabo un análisis de las distintas industrias de producción alimentaria.

De este modo, para poder conocer las compañías cotizadas que se dedican a la industria alimentaria se ha accedido a la página web de la Bolsa de Madrid. En ella, se puede acceder a la clasificación sectorial que se ha elaborado a partir de las sociedades que participan en el mercado de valores. Estas son las empresas que se proponen en el sector de la Alimentación y Bebidas, dentro del grupo de Bienes de Consumo:



A continuación, se procede a conocer la especialización de estas empresas con tal de filtrar los resultados y obtener un grupo de empresas comparables adecuadas:

- **Barón de Ley, S.A.:** Grupo de sociedades dedicada al sector del vino. Fundada en el 1985 en Navarra.
- **Bodegas Bilbaínas, S.A.:** Sociedad con domicilio en Vizcaya, dedicada al sector vinícola y filial del grupo Codorníu. Toda la producción se vende a la entidad matriz.
- **Bodegas Riojanas, S.A.:** Sociedad riojana que se dedica al sector vitivinícola.
- **Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A.:** Empresa dedicada a la agricultura, procesado y comercio de frutos secos y frutas desecadas. Empresa filial de Borges International Group, multinacional española fundada en 1896.
- **Deoleo, S.A.:** Grupo de alimentación multinacional enfocado en el aceite de oliva y productos relacionados. Líder en el mercado del aceite de oliva con conocidas marcas como Carbonell o Koipe.
- **Natra, S.A.:** Multinacional referente en la producción y elaboración de productos derivados del cacao y chocolate, con un claro enfoque hacia las marcas blancas. Su domicilio social se encuentra en Mislata (Valencia).
- **Naturhouse Health, S.A.:** Sociedad fundada en 1991, matriz del grupo Naturhouse dedicada al desarrollo, fabricación y comercialización de alimentos dietéticos. También ofrece servicios de asesoramiento a los clientes. El 92% de sus establecimientos son franquicias.
- **Pescanova, S.A.:** Grupo español formado por un conglomerado de empresas que opera en la captura, procesado, elaboración y distribución de productor del mar. Tiene presencia en más de 160 países, con filiales en países como India, Nicaragua, Irlanda, Sudáfrica, Angola, México, Brasil, Francia, Japón o Estados Unidos. Debido a graves problemas financieros, en el año 2013 se declaró en Concurso de Acreedores y su cotización fue suspendida en marzo de ese mismo año. No obstante, la sociedad fue refundada como Nueva Pescanova y hoy en día los bancos acreedores son los dueños del 80% del capital.
- **Telepizza Group, S.A.:** Sociedad presente en 15 países orientada a la venta de pizzas a domicilio. Uno de los líderes mundiales en el sector de la pizza.
- **Viscofan, S.A.:** Grupo multinacional cuyas empresas se dedican a la fabricación y comercialización de envolturas artificiales de celulósica, colágeno (de pequeño y de gran calibre), fibrosa y plásticos para productos cárnicos. Fundada en el año 1975.

Además, este grupo de empresas anteriormente mencionadas y explicadas brevemente se ha podido obtener, como bien se ha dicho previamente, a través de la página web de la Bolsa de Madrid como se puede observar a continuación.

#### Ilustración 4: Listado de empresas sector bienes de consumo

1. Petróleo y Energía	2. Mat.Basicos, Industria y Construcción	3. Bienes de Consumo
4. Servicios de Consumo	5. Servicios Financieros e Inmobiliarios	6. Tecnología y Telecomunicaciones
Subsector: 3.1 Alimentación y Bebidas		BARON DE LEY, S.A. BODEGAS BILBAINAS, S.A. BODEGAS RIOJANAS, S.A. BORGES AGRICULTURAL & INDUSTRIAL NUTS SA DEOLEO, S.A. EBRO FOODS, S.A. NATRA S.A. NATURHOUSE HEALTH, S.A. PESCANOVA, S.A. TELEPIZZA GROUP, S.A. VISCOFAN, S.A.

*Fuente: Bolsa de Madrid, Índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM)*

Como se puede comprobar, no hay ninguna empresa que tenga exactamente las mismas características que la empresa que pretendemos valorar, ya que trabajan con productos diferentes, tienen un modelo de negocio completamente diferente o trabajan en unas circunstancias que no tienen nada que ver con Ebro Foods a escalas muy diferentes.

No obstante, estas son las únicas compañías españolas cotizadas que se dedican al sector de la alimentación, por lo que son las que más se asemejan a la compañía objeto de valoración y van a ser tomadas como referencia. No obstante, partiendo de la muestra de empresas seleccionadas se eliminará Pescanova, debido a que no cotiza a causa de sus problemas financieros.

Por lo tanto y como se ha comentado previamente, este será el principal inconveniente a la hora de aplicar dicha metodología de valoración, ya que conseguir un grupo societario comparable que cumple todos los requisitos relativos a tamaño similar, posición competitiva equivalente, rentabilidad similar, etc., son difíciles de alcanzar en la selección llevada a cabo.

## 7.3. Cálculo y selección de múltiplos de cotización

Una vez seleccionadas las empresas comparables, se sigue con el tercer paso del proceso de valoración por múltiplos, esto es, cálculo y selección de múltiplos de cotización. Este paso permitirá acotar aún más el rango de valoración final y seleccionar los múltiplos de cotización que se tendrán en cuenta para valorar a Ebro Foods. Los múltiplos se pueden clasificar en tres grupos:

- a) **Basados en la capitalización de la empresa:** Utilizados habitualmente por los analistas financieros, como pueden ser el PER, precio sobre ventas, precio sobre cash flow o capitalización entre recursos propios.
- b) **Basados en el valor de la empresa:** Según este criterio, el valor de la empresa se explica mediante la suma de la capitalización bursátil y la deuda neta. Para obtener estos múltiplos se divide el valor de la empresa entre partidas como EBITDA, EBIT, ventas o cash flow.
- c) **Basados en el crecimiento de la empresa:** Basarse en el crecimiento de la empresa supone anticiparse a sus movimientos y de esa forma obtener una mejor visión de futuro. Por lo tanto, se divide el precio o el valor de la empresa por el crecimiento previsto de los beneficios de la sociedad.

No obstante, a continuación se llevará a cabo la selección, descripción y cálculo de los múltiplos de cotización que se requieren para desarrollar el presente método de valoración, teniendo en cuenta los siguientes ratios.

- **PER (Price-to-Earnings Ratio):** El indicador más utilizado a la hora de valorar empresas por múltiplos, ya que analiza el precio de la empresa en relación a su rentabilidad. Un PER bajo indica que se tardaría menos tiempo en recuperar el precio pagado vía beneficios.
- **Precio sobre ventas:** Compara el precio que se paga por las acciones en comparación con el volumen de ventas. No es un ratio tan relevante como el PER o el precio Cash Flow, ya que no tiene en cuenta los gastos en los que se incurre en el ejercicio.
- **Precio sobre Cash Flow:** La interpretación es muy parecida al PER. Sin embargo, al tener en cuenta los flujos de caja en vez de beneficios, el resultado de este ratio no está influido por las provisiones o amortizaciones.

- **EV/EBIT:** El valor de la empresa se obtiene mediante la suma del pasivo corriente, pasivo no corriente y la capitalización de la sociedad y restando la tesorería y otros activos líquidos. Mediante este ratio, se analiza el valor de la empresa en función de los beneficios antes de intereses e impuestos. Por lo tanto, no incluye los gastos financieros, que están correlacionados indudablemente con el apalancamiento de la sociedad.
- **EV/EBITDA:** Similar al ratio anterior, pero se considera que ofrece mejores resultados, ya que se parte desde el resultado de explotación y no está influido por las amortizaciones, deterioros, impuestos ni por los gastos financieros.
- **EV/Ventas:** Este ratio compara el valor de la empresa en función de las ventas obtenidas a lo largo de un ejercicio. Cuanto menor sea el resultado, menor será el valor de la compañía respecto a los ingresos que pueda generar.

Por lo tanto, se procede a calcular los valores de estos ratios para poder acotar aún más el número de empresas comparables, teniendo en cuenta que la apertura y cierre del ejercicio económico de Bodegas Bilbaínas se realiza a fecha de 30 de mayo y que no existen datos de las sociedades Bodegas Riojanas y Borges Agricultural & Industrial Nuts correspondientes al ejercicio 2015 siendo necesario hacer uso de los datos del ejercicio precedente.

En la siguiente tabla se observan los valores obtenidos para poder calcular los ratios, obtenidos a través de la base de datos SABI, así como los ratios propiamente dichos.

Tabla 50: Cálculo de los múltiplos de cotización

	Barón de Ley	Bodegas Bilbaínas	Bodegas Riojanas	Borges	Deoleo	Natra	Naturhouse	Telepizza	Viscofan
	31/12/2015	30/06/2015	31/12/2014	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2015	31/12/2015	31/12/2015	31/12/2015
Precio	106,00	9,40	4,03	20,97	0,61	0,44	4,20	5,84	48,21
Beneficio	23.082.000	2.113.018	887.000	709.827	-69.082.000	1.553.300	17.963.534	-12.046.749	104.003.000
Ventas	23.318.000	15.748.971	16.604.000	1.937.513	558.160.000	8.745.709	21.413.084	432.783	181.726.000
Cash Flow	23.355.000	3.524.962	1.866.000	848.357	-63.340.000	1.690.185	18.569.053	-12.046.749	116.287.000
Capitalización	455.800.000	26.260.000	21.433.000	67.545.000	701.018.000	20.653.000	252.000.000	509.362.000	2.246.531.000
Recursos propios	68.790.000	48.589.678	26.052.000	10.281.730	363.695.000	44.009.416	13.804.063	389.257.716	432.520.000
Valor Empresa	464.470.000	14.985.498	46.630.000	65.036.235	1.477.331.000	72.448.162	255.134.626	608.896.078	2.309.014.000
EBITDA	7.458.000	3.919.292	2.831.000	988.468	-31.647.000	3.247.977	6.022.214	54.646	35.411.000
EBIT	7.185.000	2.507.348	1.852.000	849.938	-37.389.000	3.111.092	5.416.695	54.646	23.127.000
Número de acciones	4.300.000	2.793.640	5.318.280	3.221.010	1.154.677.949	47.478.280	60.000.000	87.294.318	46.603.682

	Barón de Ley	Bodegas Bilbaínas	Bodegas Riojanas	Borges	Deoleo	Natra	Naturhouse	Telepizza	Viscofan
PER	19,75	12,43	24,16	95,16	-10,15	13,30	14,03	-42,28	21,60
P/Ventas	19,55	1,67	1,29	34,86	1,26	2,36	11,77	1.176,95	12,36
P/CF	19,52	7,45	11,49	79,62	-11,07	12,22	13,57	-42,28	19,32
EV/EBITDA	62,28	3,82	16,47	65,79	-46,68	22,31	42,37	11.142,56	65,21
EV/EBIT	64,64	5,98	25,18	76,52	-39,51	23,29	47,10	11.142,56	99,84
EV/Ventas	19,92	0,95	2,81	33,57	2,65	8,28	11,91	1.406,93	12,71

En cuanto a Ebro Foods, su cifra de negocio en el ejercicio 2015 fue de 39.184.000 €, el resultado del ejercicio de 23.220.000 €, dispone de un Patrimonio Neto de 830.446.000 € y la capitalización a fecha de cierre fue de 2.793.426.000 €.

Por tanto, en cuanto a dimensiones, la única compañía que se acerca a esos valores es Viscofan, con una capitalización superior a 2.200.000.000 € y un resultado del ejercicio positivo y comparable. Los productos que comercializa no son del mismo tipo que los de Ebro Foods, pero se enmarca en la producción de productos de alimentación. Por el contrario, debido a su escasa dimensión en relación a la empresa objeto de valoración, se descartan las sociedades Bodegas Bilbaínas, Bodegas Riojanas y Natra. Además, el resultado y el cash flow negativo de Deoleo hacen que la mayoría de los ratios den un resultado incongruente, por lo que también se va a quedar fuera del rango de compañías comparables.

En cuanto a Telepizza, el modelo de negocio es completamente diferente al de Ebro Foods, lo que hace que sea difícilmente comparable. Como se ha mencionado anteriormente, Telepizza ha enfocado su negocio al reparto de pizzas a domicilio mientras que la empresa que se pretende encontrar debe desarrollar funciones de producción y desarrollo de productos alimenticios, sin tener un enfoque tan claro hacia la distribución y comercialización.

En consecuencia, las empresas restantes son tres: Barón de Ley, Borges Agricultural & Industrial Nuts y Naturhouse. Si bien existen dificultades a la hora de determinar cuáles son las que más se ajustan a las características de Ebro Foods. Comparando los valores de Borges Agricultural & Industrial Nuts con los de la empresa objeto de valoración, se puede comprobar que la capitalización bursátil es aproximadamente el 3%, los recursos propios 2,4 % o las ventas 1%. Por lo tanto, es muy difícil pensar que se puedan comparar empresas de dimensiones tan diferentes, por mucho que pertenezcan a un mismo sector. En cuanto a Naturhouse, es una compañía con valores muy superiores a Borges.

Sin embargo, el modelo de negocio de esta empresa es muy diferente al de Ebro Foods, ya que sí que produce productos alimenticios, pero los comercializa mediante una extensa red de tiendas y ofrece asesoramiento profesional a sus clientes sobre dietética y nutrición. Por otro lado, la sociedad Barón de Ley destina sus esfuerzos a la producción de vino. El vino es un producto con unas características muy específicas, que poco tiene que ver con el arroz o la pasta. De todas formas, también existen muchas otras similitudes: Barón de Ley es un grupo de varias empresas dedicadas todas ellas a la producción de un producto alimenticio. Además su capitalización le coloca entre una de las empresas más grandes de la preselección. Por consiguiente, se podría considerar a la empresa vitivinícola como comparable.

Tras todo este proceso, **las compañías seleccionadas son Viscofan y Barón de Ley**. El inconveniente más grande de este método es la dificultad de obtener una selección de empresas comparables que cumplan los mismos criterios que la sociedad objeto de valoración y en este caso tampoco será posible conseguirlo. Aun así, no existen más compañías cotizadas en el mercado español que puedan servir de referencia.

## 7.4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo

Una vez seleccionadas las empresas comparables y obtenidos sus ratios se procede a la aplicación de estos resultados a Ebro Foods. Llegados a este punto, cabe mencionar que para hallar los múltiplos a aplicar no es recomendable utilizar la media o mediana del total de empresas comparables. Por lo tanto, se utilizará un rango de múltiplos.

Para obtener los rangos se multiplicarán los ratios por los valores correspondientes en cada caso. Partiendo desde los ratios de los que se dispone, los valores que se desean obtener son la capitalización que debería tener (y dividiendo ese valor por el número de acciones obtener el precio unitario de la acción) y el valor de la empresa. Para ello, por ejemplo se multiplicaría el PER de Barón de Ley o Viscofan por el resultado neto de Ebro Foods. . De esta manera se obtendría un rango para la capitalización esperada (a partir de los métodos basados en la capitalización) y un rango para el valor de la empresa (a partir de los métodos basados en el valor).

En la siguiente tabla se observan los datos correspondientes a Ebro Foods al cierre de 2015:

**Tabla 51: Aplicación de resultados a Ebro Foods (I)**

<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>23.220.000,00 €</b>
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	39.184.000,00 €
<b>Cash Flow</b>	23.875.000,00 €
<b>EBITDA</b>	24.848.000,00 €
<b>EBIT</b>	24.193.000,00 €

*Fuente: Elaboración propia; Cuentas Anuales de Ebro Foods, S.A.*

A continuación, dichos valores expuestos en la tabla anterior se multiplican por los ratios calculados previamente en la tabla de ratios obtenida anteriormente y, de esta forma se obtienen los siguientes valores.

**Tabla 52: Aplicación de resultados a Ebro Foods (II)**

	Barón de Ley	Aplic. Ebro	Viscofan	Aplic. Ebro
<b>PER</b>	19,75	458.525.084,48	21,60	501.566.780,00
<b>P/Ventas</b>	19,55	765.934.780	12,36	484.399.980
<b>P/CF</b>	19,52	465.948.405	19,32	461.237.521
<b>EV/EBITDA</b>	62,28	1.547.485.996	65,21	1.620.241.729
<b>EV/EBIT</b>	64,64	1.563.941.922	99,84	2.415.444.100
<b>EV/Ventas</b>	19,92	780.504.009	12,71	497.872.647

Fuente: Elaboración propia

No obstante, en este momento se dispone de tres valores que representan la capitalización esperada y otros tres que representan el valor de la empresa. Por lo tanto, no son valores comparables. Para igualar el valor de la capitalización al valor de la empresa, se sumará la deuda neta a la capitalización. La deuda neta de Ebro Foods se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Deuda neta} = \text{Pasivo corriente} + \text{Pasivo no corriente} \\ - \text{Tesorería y otros activo liq.}$$

$$\text{Deuda neta (Ebro Foods)} = 66.052.000 + 718.378.000 - 1.402.000 \\ = 783.028.000$$

Si sumamos ese valor a las capitalizaciones estimadas obtenidas, obtenemos lo siguiente:

**Tabla 53: Aplicación de resultados (III)**

	Barón de Ley	Viscofan
<b>EV a partir del PER</b>	1.241.553.084,48 €	1.284.594.780,00 €
<b>EV a partir del P/Ventas</b>	1.548.962.780,00 €	1.267.427.979,66 €
<b>EV a partir del P/CF</b>	1.248.976.405,05 €	1.244.265.521,18 €
<b>EV/EBITDA</b>	1.547.485.996,25 €	1.620.241.729,18 €
<b>EV/EBIT</b>	1.563.941.922,06 €	2.415.444.100,06 €

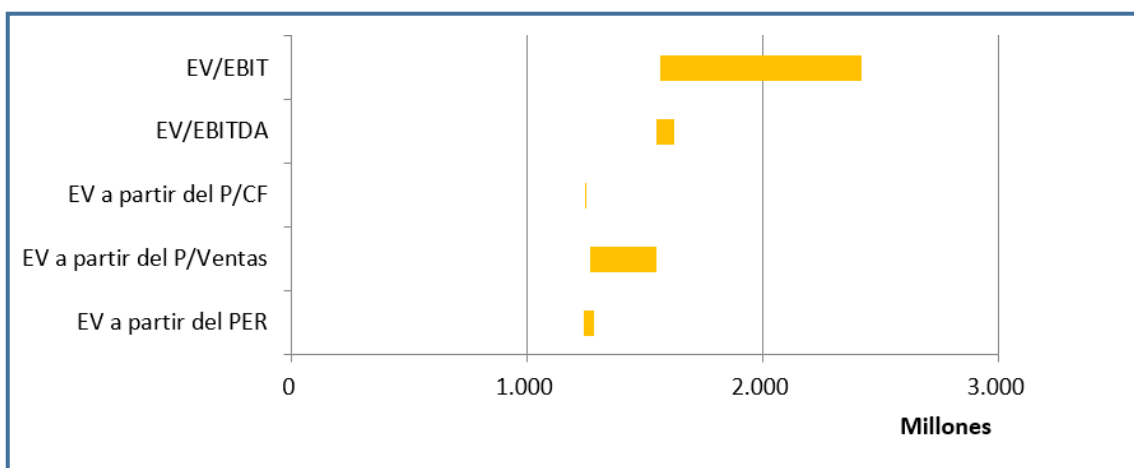
Fuente: Elaboración propia



## 7.5. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo

A continuación y una vez obtenidos distintos valores para la empresa objetivo, se representarán gráficamente para poder visualizarlo mejor y así poder acotar un rango de valoración.

**Gráfico 26: Selección de un rango de valoración para Ebro Foods**



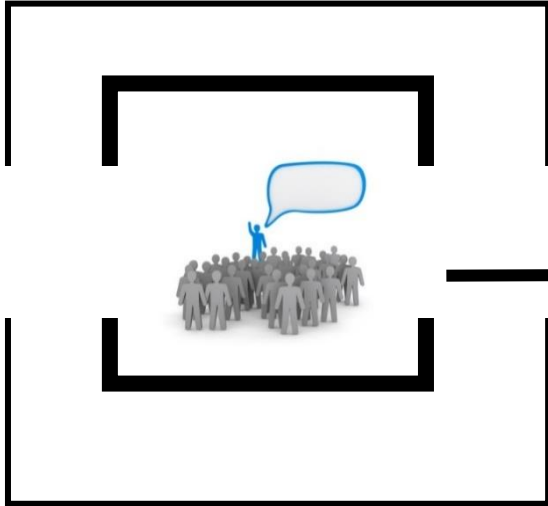
Fuente: Elaboración propia, IGBM.

En el gráfico 26 se puede comprobar que el ratio el ratio EV/EBIT aporta un valor muy diferente al resto. No obstante, si se consideran valores anómalos y se extraen de la valoración, se eliminarían dos de los tres ratios basados en la capitalización de la empresa. Por lo tanto, la valoración podría estar sesgada y no tener la base suficiente, ya que se estaría apoyado casi únicamente en los métodos basados en el valor de la empresa.

El problema que se plantea en este caso es que el intervalo entre el valor máximo y el mínimo son muy elevados, ya que el mínimo es de 1.241.553.084,48 euros y el máximo de 2.415.444.100,06 euros. No obstante, ya se ha mencionado que este método de valoración tiene importantes limitaciones y el resultado puede variar mucho en función de las empresas seleccionadas y los ratios aplicados. Sin embargo, la mayoría de valores obtenidos sí que son similares.

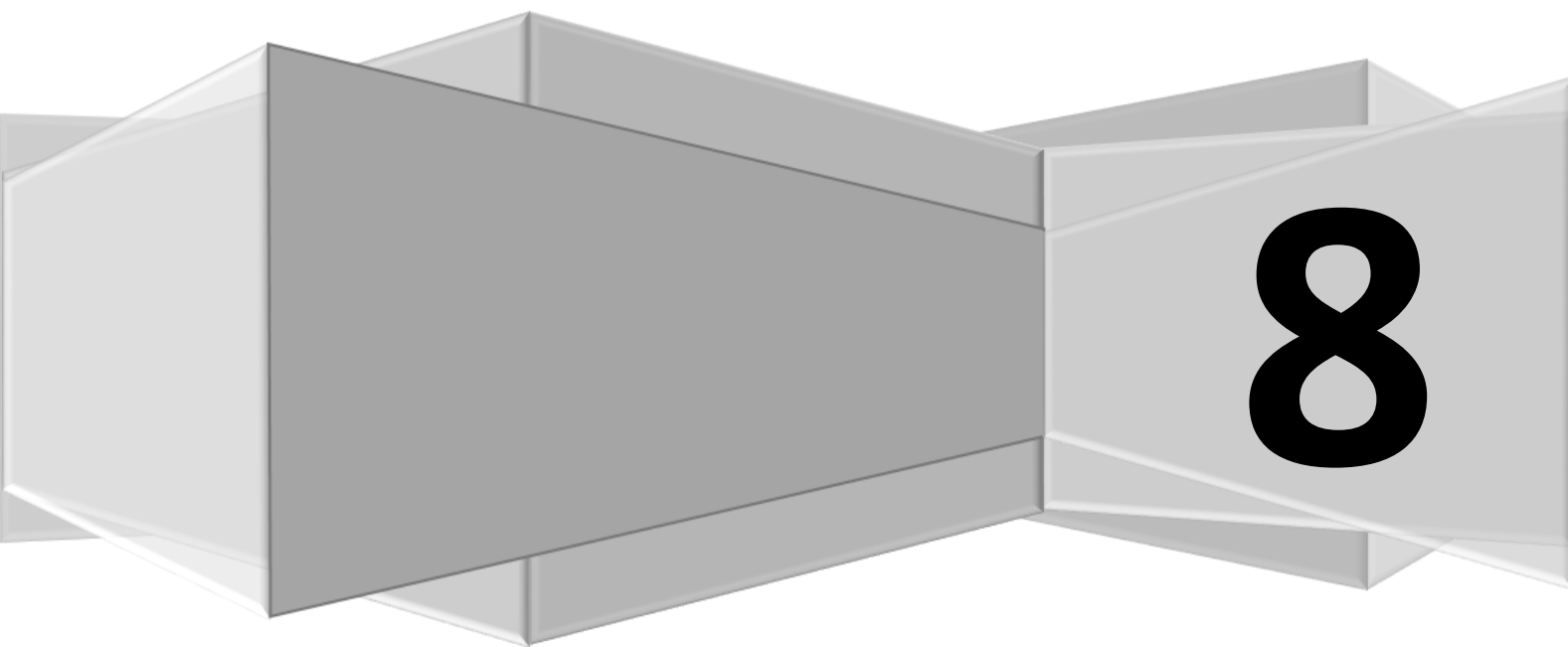
Por lo tanto, tras haber completado el análisis mediante el método de valoración por descuento de flujos de caja, se considera que el valor de Ebro Foods determinado a través del método de valoración por múltiplos entorno a los valores expuestos anteriormente engloba al valor obtenido con el método de DFC de 1.508.276.066,18 euros y que en comparación con un

valor de capitalización bursátil en el ejercicio económico 2015 de 2.793.426.000 euros permite afirmar que Ebro Foods, S.A. está sobrevalorada excesivamente.



# Capítulo 8: Conclusiones

---



El objetivo del capítulo recapitulativo se basa en alcanzar las conclusiones principales que se han podido extraer durante la elaboración del trabajo presentado anteriormente. Consiste en recopilar los resultados e ideas principales que se han podido obtener mediante la elaboración de todos y cada uno de los capítulos que constituyen la presente tesina fin de máster y que, a su vez, demuestran la consecución de los objetivos que inicialmente en el capítulo introductorio se habían planteado.

En primer lugar, cabe destacar que el principal propósito ha consistido en fijar el valor objetivo, adecuado y razonable para estimar los derechos que poseen los propietarios de la empresa Ebro Foods, S.A. partiendo de una serie de hipótesis. En este sentido se ha buscado el valor intrínseco y potencial de la compañía mediante la aplicación de diferentes métodos de valoración de empresas: el método de valoración por descuento de flujos de caja y el método de valoración por múltiplos.

No obstante, para ser capaces de llevar a cabo la valoración por ambos métodos valorativos ha sido necesario analizar previamente otros aspectos relevantes para la consecución efectiva del presente trabajo, tales como el estudio exhaustivo de la empresa y su sector así como la realización de un análisis económico – financiero que muestre una primera aproximación a los valores contables que posee la compañía y su sector. Con todo ello, se pretende observar las diferencias y semejanzas entre los diferentes análisis a la hora de obtener resultados empresariales.

De este modo, inicialmente se ha estudiado la empresa objeto de valoración. Ebro Foods, S.A. es una multinacional enmarcada dentro del sector agroalimentario y, más específicamente dedicada al sector del arroz, pasta y salsas, con sede en España y una fuerte presencia comercial e industrial a nivel internacional en más de 25 países. Con ello, es una compañía que se ha posicionado como líder mundial en el sector del arroz y como segundo fabricante a nivel mundial de pasta. Además, su visión de liderazgo, transparencia y compromiso le han permitido desarrollar un modelo de negocio basado en la creación de valor añadido en sus productos, diferenciándose tanto en el negocio arrocero como de pasta. Todo ello junto a las estrategias centradas en una mayor expansión internacional, la diferenciación, innovación y la baja exposición al riesgo empresarial se han constituido como los pilares básicos de su desarrollo productivo, comercial y empresarial.

Por otro lado, los diferentes factores políticos, legales, sociológicos, demográficos, económicos y tecnológicos han tenido una influencia significativa sobre la evolución de la compañía en los últimos años, y además, se ha observado como la empresa ha sido capaz de

afrontar las amenazas y las debilidades en un contexto externo e interno respectivamente, mediante las fortalezas internas del grupo y las oportunidades que el mercado y el sector en el que opera le han permitido beneficiarse.

En este contexto y haciendo referencia al sector en el que opera, el sector agroalimentario de Alimentación y Bebidas, Ebro Foods, S.A. se ha consolidado como el primer sector industrial del país y como un fuerte soporte para la creación de valor en la economía española según afirma el último Informe Económico Anual de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (FIAB).

En la actualidad, se observa como la tendencia del Producto Interior Bruto en términos generales y del sector manufacturero siguen una tendencia de crecimiento similar y el empleo ha registrado en los últimos tres años tasas de variaciones interanuales positivas y superiores al incremento de puestos de trabajo en la economía española en su conjunto pese al decremento del empleo en el subsector de la alimentación y bebidas en 2015 como consecuencia del fuerte impacto positivo del ejercicio precedente. Además, se ha podido observar la existencia de un proceso inflacionario en el subsector de la Alimentación y Bebidas con incrementos sobre el Índice de Precios Industriales (IPRI) y el Índice de Precios de Consumo (IPC), mientras el índice general ha mostrado tasas de variación interanual negativas o cero.

Por último, y en lo que a nivel sectorial concierne, el acceso a la financiación pese a ser limitado debido a la coyuntura económica española de la actualidad, se ha incrementado de forma moderada en los últimos ejercicios económicos y las tasas de morosidad se han reducido en la misma medida. Además, la balanza de pagos a nivel sectorial ha resultado positiva, pues el volumen de exportaciones ha superado el de importaciones y, la industria manufacturera y de Alimentación y Bebidas han mostrado su mayor resistencia a la crisis económica – financiera actual posicionándose como la sexta potencia exportadora de la Unión Europea.

En este sentido, y teniendo en cuenta todo lo anterior, el grupo ha mostrado una evolución empresarial positiva como bien se refleja a través del análisis económico – financiero sobre el cual se observa la situación de Ebro Foods en términos de crecimiento, fortaleza financiera, calidad del negocio y ventaja competitiva.

En primer lugar, en relación al crecimiento experimentado por Ebro Foods, cabe destacar como la compañía ha mostrado un mayor esfuerzo en torno a sus actividades de holding, con fuerte peso de las inversiones en empresas del grupo, inversiones financieras a corto plazo y el volumen de reservas con el fin de adoptar una política de reparto de dividendos

agresiva, que de querer mantenerse en un futuro debería ir acompañada de un incremento de los beneficios empresariales. No obstante, la fuerte dependencia de los dividendos repartidos por las empresas que componen el grupo objeto de análisis conlleva una gran volatilidad del resultado a causa de la dependencia de la política de dividendos de las empresas.

En segundo lugar, en términos de fortaleza financiera cabe destacar como el nivel de liquidez de la compañía es muy escaso, pues prácticamente la totalidad del activo está compuesto por inversiones inmobiliarias e inversiones en empresas del grupo. Además el nivel de endeudamiento se sitúa entorno el 50% en 2015 habiéndose incrementado año tras año en sentido inverso al sector en el que opera mostrándose una tendencia de los niveles de endeudamiento a la baja. Además, las políticas de inversión – financiación revelan una política equilibrada, con variaciones positivas en el fondo de maniobra, por lo que los fondos generados a largo plazo por Ebro Foods han sido suficientes para cubrir todas las aplicaciones a largo plazo. Pese a todos los aspectos evaluados en términos de fortaleza financiera se ha podido concluir mediante el Índice Z de Altman que la compañía presenta en los dos últimos ejercicios económicos un fuerte peligro financiero a nivel máximo.

Finalmente, Ebro Foods presenta una adecuada ventaja competitiva, pues está generando unos beneficios netos positivos en relación al volumen de ventas (o reparto de dividendos característico de las empresas holding) durante los cuatro años analizados. Además, puesto que el resultado del ejercicio depende en gran medida de la valoración de sus activos financieros, la empresa muestra una situación mucho más favorable que el sector en términos de rentabilidad. En definitiva, Ebro Foods es un importante grupo manufacturero que representa un fuerte posicionamiento sobre el total de la industria manufacturera y de la Alimentación y Bebidas.

Finalmente, en cuanto a los métodos de valoración empleados en el presente trabajo cabe destacar las siguientes conclusiones:

- El **método de valoración por descuento de flujos de caja** muestra un valor total de la compañía de 1.508.276.066,18 euros para una tasa de descuento del 7,11% desde una posición optimista. La necesidad de proyectar dos escenarios (pesimista y optimista) se ha debido a que las proyecciones financieras establecidas han sido expuestas a nuestro juicio. Como consecuencia, los diferentes escenarios nos han permitido tener una visión más global del valor total que la compañía podría obtener en caso de una evolución dispar de los diferentes indicadores económicos, influyendo la incertidumbre de la situación futura.

- El **método de valoración por múltiplos** se ha caracterizado por la dificultad de encontrar empresas que fuesen comparables en todos los aspectos, pues Ebro Foods es un Holding cuyo volumen de ventas se obtiene en función del mayor o menor reparto de dividendos, característica muy particular y que las demás empresas que operan en dicho sector no poseen. Además, las empresas agroalimentarias que cotizan comercializan productos diferentes de los que comercializa el grupo Ebro Foods. No obstante, por una visión global de todas las características entre las que se incluyen los productos comercializados, el modelo de negocio, el tamaño y el volumen de beneficios empresariales, se han tomado como referencia de empresas comparables Viscofan y Barón de Ley. A pesar de que Viscofan se dedica a la comercialización de carne y Barón de Ley a la producción de vino, ambas han sido las más similares a Ebro Foods, S.A. Todo ello, hace que la fiabilidad de los valores obtenidos no sea muy elevada y que su mayor función sea corroborar los resultados obtenidos en el método de descuento de flujos de caja que serán más precisos.

Los valores obtenidos a través de los diferentes ratios empleados, está comprendido entre 1.241.553.084,48 euros y 2.415.444.100,06 euros. En este sentido, comprobamos que en este rango se encuentra el valor obtenido mediante el método anterior de Descuento de Flujos de Caja de 1.508.276.066,18 euros.

En definitiva, como se había comentado en el apartado introductorio en relación al objetivo del presente análisis, es decir, ser capaces de observar la posible infravaloración o sobrevaloración de la compañía a fin de ver si es o no una alternativa de inversión rentable, se deben comparar los resultado obtenidos con la capitalización de la compañía a fecha de 31 de diciembre de 2015. Se observa un volumen de capitalización de 2.793.426.000 euros, que es un valor muy superior a lo estimado en un escenario realista, e incluso a un escenario optimista, lo que nos indica la posibilidad de que la empresa este muy sobrevalorada en el mercado continuo en el que cotiza. En este sentido, dicha sobrevaloración supone que la inversión no resulte muy atractiva para futuros inversores de Ebro Foods, S.A. en términos valorativos.

# Bibliografía

## 1. **Libros**

TITMAN, S. (2009). Valoración. El arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa. Madrid: Editorial Pearson Prentice Hall.

FERNÁNDEZ, P. (2005). Guía rápida de valoración de empresas. Barcelona: Editorial Gestión 2000.

CASANOVA, M. (2009). Valoración de empresas. Bases conceptuales y aplicaciones prácticas. Barcelona: Profit Editorial y Bresca Editorial.

ALONSO, R. y VILLA, A. (2007). Valoración de empresas. Teoría y aplicaciones prácticas, aplicaciones al sector agroalimentario. Madrid: Ediciones Mundi-Prensa.

GALLEGOS, A. y JIMÉNEZ, F. (2014). Valoración de empresas y análisis bursátil. Madrid: Ediciones Pirámide.

CABALLER, V. (1998). Métodos de valoración de empresas. Madrid: Editorial Pirámide. ISBN: 978-84368-11650.

MARÍ, S., MATEOS, A., POLO, F. (2013). *Análisis económico – financiero: supuestos prácticos*. Valencia: Universidad Politécnica de Valencia.

ESLAVA, J.J. (2010). *Las claves del análisis económico – financiero de la empresa*. Madrid: ESIC.

AMAT, O. (2008). *Análisis económico – financiero*. Barcelona: Gestión 2000.

DE EMPRESAS, Valoración. Cómo medir y gestionar la creación de valor, Pablo Fernández, Ed. *Gestión*, 2000.

## 2. **Tesis, proyecto final de carrera, trabajo final de grado, tesina de máster...**

POSTIGUILLO GARCÍA, D. (2012). Valoración de empresas. Estudio del sector agroalimentario en la Comunidad Valenciana. Trabajo Final de Carrera. Valencia: Universitat Politècnica de Valencia.

SISCAR BOLUMAR, F. (2014). Valoración de empresas, Mercadona S.A. Trabajo Final de Máster. Valencia: Universitat Politècnica de Valencia.

## 3. **Páginas web**

Web Corporativa de Ebro Foods, S.A. *Información económica y financiera para accionistas e inversores*. <http://www.ebrofoods.es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-publica-periodica/> [Consulta: 15 de junio de 2016].

Web Corporativa de Ebro Foods, S.A. *Información financiera, cuentas anuales auditadas*. <http://www.ebrofoods.es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/cuentas-anuales-auditadas/> [Consulta: 20 de junio de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Contabilidad Nacional de España, base 2010*. <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t35/p008/&file=inebase> [Consulta: 5 de junio de 2016].

Web de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas (FIAB). *Informe económico anual 2015*. [http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu\\_20160624141519.pdf](http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20160624141519.pdf) [Consulta: 5 de junio de 2016].



#### **4. Referencias electrónicas (artículo, libro, revisas, blogs...)**

EUROPA PRESS. (30 de marzo de 2016). S&P rebaja su previsión de crecimiento para España en 2016 y 2017 ante la incertidumbre política. ABC.

SÉRVULO GONZÁLEZ, J. (1 de junio de 2016). La OCDE avisa de una ralentización de la economía española en 2017. El País.

ABC ECONOMÍA. (6 de julio de 2016). La valoración en Bolsa de las empresas del Ibex cae un 13,23% en junio por el impacto del “Brexit”. ABC.

#### **5. Videos de internet**

“Carlos Ladero, Inditex o Ebro Foods pueden ser – en Estrategias TV”. Youtube. [Consulta: 20 DE junio de 2016].

## Anexos

Con el propósito de elaborar el presente trabajo, los diferentes informes y cuentas anuales de la sociedad Ebro Foods, S.A. han sido útiles y, como consecuencia resulta necesario exponer a continuación los siguientes anexos haciendo referencia a las cuentas anuales del Balance de situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Flujos de Efectivo y Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.

Así pues, se estructura de la siguiente manera:

- **Anexo 1:** Estructura económica (activos) del Balance de situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).
- **Anexo 2:** Estructura financiera (Patrimonio Neto + Pasivo) del Balance de situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).
- **Anexo 3:** Cuenta de pérdidas y ganancias de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).
- **Anexo 4:** Estado de Flujos de Efectivo de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).
- **Anexo 5:** Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN) de Ebro Foods, S.A. (2012-2015).

Anexo 1: Estructura económica (Activos) del Balance de situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015). Fuente: Elaboración propia y datos de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. (expresado en euros).

	2012	2013	2014	2015
	€	€	€	€
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.500.798.000,00</b>	<b>1.521.482.000,00</b>	<b>1.562.737.000,00</b>	<b>1.598.177.000,00</b>
I. Inmovilizado intangible	8.778.000,00	8.333.000,00	8.226.000,00	8.556.000,00
II. Inmovilizado material	2.174.000,00	1.630.000,00	1.251.000,00	1.149.000,00
III. Inversiones inmobiliarias	12.112.000,00	12.081.000,00	12.020.000,00	11.959.000,00
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.400.252.000,00	1.404.934.000,00	1.506.049.000,00	1.543.051.000,00
V. Inversiones financieras a largo plazo	56.956.000,00	71.412.000,00	26.253.000,00	24.970.000,00
VI. Activos por impuesto diferido	20.526.000,00	23.092.000,00	8.938.000,00	8.492.000,00
VII. Deudores comerciales no corrientes	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>20.606.000,00</b>	<b>17.152.000,00</b>	<b>19.575.000,00</b>	<b>16.699.000,00</b>
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Existencias	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	15.235.000,00	13.526.000,00	14.583.000,00	13.861.000,00
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Inversiones financieras a corto plazo	4.065.000,00	1.770.000,00	905.000,00	1.436.000,00
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00	21.000,00	0,00	0,00
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.306.000,00	1.835.000,00	4.087.000,00	1.402.000,00
<b>TOTAL ACTIVO (A+B)</b>	<b>1.521.404.000,00</b>	<b>1.538.634.000,00</b>	<b>1.582.312.000,00</b>	<b>1.614.876.000,00</b>

Anexo 2: Estructura financiera (Patrimonio Neto + Pasivo) del Balance de Situación de Ebro Foods, S.A. (2012-2015). Fuente: Elaboración propia y datos de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. (expresado en euros).

	2012	2013	2014	2015
	€	€	€	€
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.027.042.000,00</b>	<b>955.919.000,00</b>	<b>908.397.000,00</b>	<b>830.446.000,00</b>
A-1) FONDOS PROPIOS	1.026.329.000,00	942.352.000,00	908.252.000,00	830.191.000,00
I. Capital	92.319.000,00	92.319.000,00	92.319.000,00	92.319.000,00
II. Prima de emisión	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00
III. Reservas	930.472.000,00	841.686.000,00	773.474.000,00	714.647.000,00
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	0,00	0,00	-277.000,00	0,00
V. Resultados de ejercicios anteriores	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Otras aportaciones de socios	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Resultado del ejercicio	3.533.000,00	8.342.000,00	42.731.000,00	23.220.000,00
VIII. (Dividendo a cuenta)	0,00	0,00	0,00	0,00
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	0,00	0,00	0,00	0,00
A-2) AJUSTES EN PATRIMONIO NETO	713.000,00	13.567.000,00	145.000,00	255.000,00
A-3) SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>407.024.000,00</b>	<b>513.539.000,00</b>	<b>464.945.000,00</b>	<b>718.378.000,00</b>
I. Provisiones a largo plazo	10.858.000,00	2.372.000,00	10.681.000,00	11.322.000,00
II. Deudas a largo plazo	171.790.000,00	210.081.000,00	132.873.000,00	301.446.000,00
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	182.080.000,00	252.783.000,00	290.818.000,00	373.933.000,00
IV. Pasivos por impuesto diferido	42.296.000,00	48.303.000,00	30.573.000,00	31.677.000,00
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Acreedores comerciales no corrientes	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>87.338.000,00</b>	<b>69.176.000,00</b>	<b>208.970.000,00</b>	<b>66.052.000,00</b>
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Provisiones a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Deudas a corto plazo	59.863.000,00	36.372.000,00	196.382.000,00	45.945.000,00
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	15.485.000,00	23.211.000,00	3.884.000,00	11.622.000,00
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	11.990.000,00	9.593.000,00	8.704.000,00	8.485.000,00
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Deuda con características especiales a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)</b>	<b>1.521.404.000,00</b>	<b>1.538.634.000,00</b>	<b>1.582.312.000,00</b>	<b>1.614.876.000,00</b>

Anexo 3: Cuenta de pérdidas y ganancias de Ebro Foods, S.A. (2012-2015). Fuente: Elaboración propia y datos de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. (expesado en euros).

	2012	2013	2014	2015
Ventas	17.294.000,00	18.314.000,00	61.484.000,00	39.184.000,00
Consumos	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Margen Bruto</b>	<b>17.294.000,00</b>	<b>18.314.000,00</b>	<b>61.484.000,00</b>	<b>39.184.000,00</b>
Otros Ingresos	3.086.000,00	2.965.000,00	4.639.000,00	3.936.000,00
Gastos de personal	10.904.000,00	9.958.000,00	10.346.000,00	10.573.000,00
Gastos generales	7.536.000,00	7.179.000,00	16.328.000,00	7.699.000,00
<b>EBITDA</b>	<b>1.940.000,00</b>	<b>4.142.000,00</b>	<b>39.449.000,00</b>	<b>24.848.000,00</b>
Amortizaciones	1.259.000,00	1.169.000,00	897.000,00	655.000,00
Deterioros	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros resultados	48.687.000,00	3.404.000,00	6.000,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>49.368.000,00</b>	<b>6.377.000,00</b>	<b>38.558.000,00</b>	<b>24.193.000,00</b>
Ingresos financieros	829.000,00	2.343.000,00	13.626.000,00	3.829.000,00
Gastos financieros	52.492.000,00	5.786.000,00	13.004.000,00	9.365.000,00
<b>BAI</b>	<b>-2.295.000,00</b>	<b>2.934.000,00</b>	<b>39.180.000,00</b>	<b>18.657.000,00</b>
Impuestos	5.828.000,00	5.408.000,00	3.551.000,00	4.563.000,00
<b>BDI</b>	<b>3.533.000,00</b>	<b>8.342.000,00</b>	<b>42.731.000,00</b>	<b>23.220.000,00</b>

Anexo 4: Estado de Flujos de Efectivo de Ebro Foods, S.A. (2012-2015). Fuente: Elaboración propia y datos de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. (expesado en euros).

	2012	2013	2014	2015
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>-3.431.000,00</b>	<b>-2.802.000,00</b>	<b>34.571.000,00</b>	<b>21.731.000,00</b>
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos.</b>	<b>-2.295.000,00</b>	<b>2.934.000,00</b>	<b>39.180.000,00</b>	<b>18.657.000,00</b>
<b>2. Ajustes del resultado</b>	<b>-6.409.000,00</b>	<b>-11.312.000,00</b>	<b>-46.430.000,00</b>	<b>-26.182.000,00</b>
a) Amortización del inmovilizado	1.259.000,00	1.169.000,00	897.000,00	655.000,00
b) Correcciones valorativas por deterioro	22.732.000,00	1.512.000,00	1.296.000,00	-932.000,00
c) Variación de provisiones	1.297.000,00	688.000,00	9.500.000,00	1.331.000,00
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	-31.341.000,00	-1.000,00	-6.000,00	0,00
f) Resultado por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros	0,00	-2.035.000,00	-14.003.000,00	0,00
g) Ingresos financieros	-232.000,00	-1.299.000,00	-921.000,00	-899.000,00
h) Gastos financieros	7.514.000,00	5.786.000,00	11.099.000,00	4.738.000,00
i) Diferencias de cambio	-599.000,00	-524.000,00	1.905.000,00	2.752.000,00
k) Otros ingresos y gastos	-32.873.000,00	-16.608.000,00	-56.197.000,00	-33.827.000,00
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	<b>3.193.000,00</b>	<b>-9.135.000,00</b>	<b>-10.867.000,00</b>	<b>-5.321.000,00</b>
b) Deudores y otras cuentas a cobrar	3.416.000,00	-1.502.000,00	-6.874.000,00	-6.978.000,00
c) Otros activos corrientes	0,00	0,00	886.000,00	1.235.000,00
d) Acreedores y otras cuentas a pagar	1.479.000,00	-2.338.000,00	-4.879.000,00	-219.000,00
f) Otros activos y pasivos no corrientes	-1.702.000,00	-5.295.000,00	0,00	641.000,00
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>2.080.000,00</b>	<b>14.711.000,00</b>	<b>52.688.000,00</b>	<b>34.577.000,00</b>
a) Pago de intereses	-5.998.000,00	-4.224.000,00	-4.179.000,00	-6.886.000,00
b) Cobros de dividendos	11.938.000,00	13.205.000,00	56.197.000,00	33.602.000,00
c) Otros activos corrientes	128.000,00	0,00	2.000,00	97.000,00
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios	-3.988.000,00	5.730.000,00	3.508.000,00	7.764.000,00

e) Otros pagos (cobros)	0,00	0,00	-2.840.000,00	0,00
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>6.259.000,00</b>	<b>-10.654.000,00</b>	<b>-16.844.000,00</b>	<b>-4.256.000,00</b>
<b>6. Pagos por inversiones</b>	<b>-6.859.000,00</b>	<b>-20.098.000,00</b>	<b>-58.628.000,00</b>	<b>-6.022.000,00</b>
a) Empresas del grupo y asociadas	-1.000.000,00	-19.979.000,00	-58.255.000,00	-5.200.000,00
b) Inmovilizado intangible	-14.000,00	-53.000,00	-189.000,00	-275.000,00
c) Inmovilizado material	-111.000,00	-66.000,00	-184.000,00	-547.000,00
d) Inversiones inmobiliarias	-75.000,00	0,00	0,00	0,00
e) Otros activos financieros	-5.659.000,00	0,00	0,00	0,00
<b>7. Cobros por desinversiones</b>	<b>13.118.000,00</b>	<b>9.444.000,00</b>	<b>41.784.000,00</b>	<b>1.766.000,00</b>
b) Inmovilizado intangible	12.619.000,00	2.875.000,00	1.479.000,00	1.766.000,00
c) Inmovilizado material	0,00	2.400.000,00	37.000,00	0,00
e) Otros activos financieros	499.000,00	4.169.000,00	40.268.000,00	0,00
<b>FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>-36.787.000,00</b>	<b>13.985.000,00</b>	<b>-15.475.000,00</b>	<b>-20.160.000,00</b>
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<b>27.204.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>99.000,00</b>	<b>274.000,00</b>
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio	-5.361.000,00	0,00	-11.804.000,00	0,00
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio	32.565.000,00	0,00	11.903.000,00	274.000,00
<b>10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>7.140.000,00</b>	<b>106.304.000,00</b>	<b>61.358.000,00</b>	<b>81.066.000,00</b>
a) Emisión	66.851.000,00	317.609.000,00	262.385.000,00	191.785.000,00
2. Deudas con entidades de crédito	0,00	79.190.000,00	80.000.000,00	103.225.000,00
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas	66.851.000,00	238.419.000,00	182.385.000,00	88.560.000,00
b) Devolución y amortización de	-59.711.000,00	-211.305.000,00	-201.027.000,00	-110.719.000,00
2. Deudas con entidades de crédito	-59.711.000,00	-55.496.000,00	-37.925.000,00	-108.610.000,00
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas	0,00	-155.809.000,00	-163.102.000,00	-2.109.000,00
<b>11. Pagos por dividendos y remuner. de otros instrum. de patrimonio</b>	<b>-71.131.000,00</b>	<b>-92.319.000,00</b>	<b>-76.932.000,00</b>	<b>-101.500.000,00</b>
a) Dividendos	-71.131.000,00	-92.319.000,00	-76.932.000,00	-101.500.000,00
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EFFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>



<b>AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES</b>	<b>-33.959.000</b>	<b>529.000</b>	<b>2.252.000</b>	<b>-2.685.000</b>
<b>Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio</b>	<b>35.265.000</b>	<b>1.306.000</b>	<b>1.835.000</b>	<b>4.087.000</b>
<b>Efectivo o equivalentes al final del ejercicio</b>	<b>1.306.000</b>	<b>1.835.000</b>	<b>4.087.000</b>	<b>1.402.000</b>

Anexo 4: Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN) de Ebro Foods, S.A. (2012-2015). Fuente: Elaboración propia y datos de las cuentas anuales auditadas de Ebro Foods, S.A. (expesado en euros).

	Capital	Prima de emisión	Reservas	Acciones propias	Resultado del ejercicio	Dividendo a cuenta	Ajustes por cambio de valor	TOTAL
<b>Saldo a 01/01/12</b>	<b>92319000</b>	<b>5000</b>	<b>893916000</b>	<b>-46303000</b>	<b>153554000</b>	<b>-23080000</b>	<b>-6854000</b>	<b>1063557000</b>
<b>I. Total ingresos y gastos reconocidos</b>					<b>3.533.000</b>		<b>7.567.000</b>	<b>11.100.000</b>
<b>II. Operaciones con socios o propietarios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36.556.000</b>	<b>46.303.000</b>	<b>-153.554.000</b>	<b>23.080.000</b>	<b>0</b>	<b>-47.615.000</b>
Distribución de dividendos			-118.815.000	20.916.000		23.080.000		-74.819.000
Operaciones con acciones propias			1.817.000	25.387.000				27.204.000
Otras operaciones con socios			153.554.000		-153.554.000			0
<b>III. Otras variaciones de patrimonio neto</b>								<b>0</b>
<b>Saldo a 31/12/12</b>	<b>92319000</b>	<b>5000</b>	<b>930472000</b>	<b>0</b>	<b>3533000</b>	<b>0</b>	<b>713000</b>	<b>1027042000</b>
<b>I. Total ingresos y gastos reconocidos</b>					<b>8.342.000</b>		<b>12.855.000</b>	<b>21.197.000</b>
<b>II. Operaciones con socios o propietarios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-88.786.000</b>	<b>0</b>	<b>-3.533.000</b>	<b>0</b>	<b>-1.000</b>	<b>-92.320.000</b>
Distribución de dividendos			-92.319.000					-92.319.000
Operaciones con acciones propias								0
Otras operaciones con socios			3.533.000		-3.533.000		-1.000	-1.000
<b>III. Otras variaciones de patrimonio neto</b>								<b>0</b>
<b>Saldo a 31/12/13</b>	<b>92319000</b>	<b>5000</b>	<b>841686000</b>	<b>0</b>	<b>8342000</b>	<b>0</b>	<b>13567000</b>	<b>955919000</b>
<b>I. Total ingresos y gastos reconocidos</b>					<b>42.731.000</b>		<b>-13.422.000</b>	<b>29.309.000</b>
<b>II. Operaciones con socios o propietarios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-68.212.000</b>	<b>-277.000</b>	<b>-8.342.000</b>		<b>0</b>	<b>-76.831.000</b>
Distribución de dividendos			-76.932.000					-76.932.000
Operaciones con acciones propias			378.000	-277.000				101.000
Otras operaciones con socios			8.342.000		-8.342.000			0
<b>III. Otras variaciones de patrimonio neto</b>								<b>0</b>

<b>Saldo a 31/12/14</b>	<b>92319000</b>	<b>5000</b>	<b>773474000</b>	<b>-277000</b>	<b>42731000</b>	<b>0</b>	<b>145000</b>	<b>908397000</b>
<b>I. Total ingresos y gastos reconocidos</b>					<b>23.220.000</b>		<b>110.000</b>	<b>23.330.000</b>
<b>II. Operaciones con socios o propietarios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-58.827.000</b>	<b>277.000</b>	<b>-42.731.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-101.281.000</b>
Distribución de dividendos			-101.551.000					-101.551.000
Operaciones con acciones propias			-7.000	277.000				270.000
Otras operaciones con socios			42.731.000		-42.731.000			0
<b>III. Otras variaciones de patrimonio neto</b>								<b>0</b>
<b>Saldo a 31/12/15</b>	<b>92319000</b>	<b>5000</b>	<b>714647000</b>	<b>0</b>	<b>23220000</b>	<b>0</b>	<b>255000</b>	<b>830446000</b>

