

VALORACIÓN Y
RECOMENDACIÓN DE
COMPRA APALANCADA:
EBRO FOODS, S.A.

Autor/a: Iván García Cortijo

Tutor/a: Sonia Martín López

V. b° del tutor/a:



Firma y fecha

RESUMEN DEL TRABAJO

Con 20 años de experiencia en el sector agroalimentario, Ebro Foods se consolida mundialmente como uno de los mayores exportadores finales de arroces y pastas del mercado, basándose en una estrategia diferenciada por marcas muy conocidas, algunas de ellas *premium*, dotándoles de una ventaja competitiva respecto al resto de competidores. Muestra de ello, es la creciente evolución de sus ventas y flujos de caja que permite ser un atractivo para inversores industriales, institucionales y financieros.

Por consiguiente, se decide realizar un estudio en el que se pretende analizar la empresa para comprobar si es posible someterla a un proceso de estructuración que beneficie de forma significativa a los posibles nuevos inversores de Ebro Foods. Para ello, se establecen como objetivos de este trabajo de fin de Master la elaboración de un informe analítico en el que se expone un diagnóstico sectorial, estudiando su entorno y realizando un análisis PESTEL, además de la elaboración de un informe económico-financiero en el que se muestran los diferentes ratios que lo conforman.

Otro de los objetivos que abarcará el TFM será la valoración según el estudio de las diferentes metodologías que se pueden aplicar como el descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos para finalmente poder obtener un precio de compra.

Esto permitirá conocer si es factible la compra apalancada sobre la empresa Ebro Foods, S.A., teniendo en cuenta, no solo el precio de compra, sino además otras características de idoneidad, seguido de un análisis práctico de viabilidad mediante la metodología de valoración del valor actual ajustado (VAA).

ÍNDICE

1. Introducción	4
1.1. Objetivo del trabajo	4
1.2. Metodología del trabajo	4
2. Análisis Pre-LBO.....	6
2.1. Historia.....	6
2.2. Sector y entorno	8
2.2.1. Segmentos de mercado	8
2.2.2. Entorno competitivo y geográfico.....	11
2.2.3. Análisis PESTEL.....	13
2.3. Análisis Económico Financiero	14
2.3.1. Introducción al diagnóstico financiero	14
2.3.2. Marco conceptual y metodológico del diagnóstico financiero.....	15
2.3.3. Diagnóstico Financiero.....	17
3. Valoración.....	25
3.1. Valoración contable	25
3.1.1. Valor Teórico	25
3.1.2. Otros métodos contables	26
3.2. Valoración por descuento de flujos de caja.....	26
3.2.1. Metodología de DCF	26
3.2.2. Proyección de variables.....	29
3.2.3. Estimación de los flujos de caja futuros	34
3.2.4. Estimación del WACC	35
3.2.5. Estimación del valor residual	37
3.2.6. Valor de empresa y valor para el accionista.....	38
3.3. Valoración por múltiplos	39
3.3.1. Definición y concepto de valoración por múltiplos	39
3.3.2. Valoración	40
3.4. Determinación valor de la empresa.....	42
4. Recomendación de compra apalancada	44
4.1. Introducción	44
4.2. Marco conceptual y metodológico del LBO	44
4.2.1. Normativa del LBO	45
4.2.2. Estructura del LBO.....	46
4.2.3. Características de idoneidad de una empresa	47
4.2.4. Razones para hacer un LBO	47
4.3. Análisis de viabilidad de la compra de Ebro Foods.....	48

4.3.1. Características de idoneidad de Ebro Foods.....	48
4.3.2. Determinación precio compra y tramos de inversión.....	49
4.3.3. Análisis financiero Post-LBO	50
5. Conclusiones.....	53
6. Bibliografía.....	54
6.1. Libros y artículos académicos	54
6.2. Consultas electrónicas.....	55
7. Anexos	58
7.1. Anexo I: Estados Financieros.....	58
7.2. Anexo II: Marcas y Empresas	62
7.3. Anexo III: Clasificación subsectores observatorio sector agroalimentario.....	63
7.4. Anexo IV: Superficie y Producción de Cultivos.....	64
7.5. Anexo V: Ventas por producto	65
7.6. Anexo VI: Ventas por zona geográfica.....	66
7.7. Anexo VII: Evolución Fondo comercio.....	68
7.8. Anexo VIII: Participación en el accionariado.....	69
7.9. Anexo IX: Inconvenientes de la valoración contable	69
7.10. Anexo X: Evolución Valor Contable 2014-2019.....	69
7.11. Anexo XI: Proyecciones estados financieros.....	70
7.12. Anexo XII: Hipótesis de Balance.....	74
7.13. Anexo XIII: Previsión de ventas	80
7.14. Anexo XIV: Coeficiente de amortización inmovilizados.....	80
7.15. Anexo XV: Betas	80
7.16. Anexo XVI: Rentabilidades bono español a 10 años (2005-2019).....	81
7.17. Anexo XVII: Calculo de TIR.....	81
7.18. Anexo XVIII: Valoración por múltiplos	82
7.19. Anexo XIX: Detalle de la valoración por múltiplos	82
7.20. Anexo XX: Estructura de un LBO	83
7.21. Anexo XXI: Grafica teorema Modigliani-Miller.....	84
7.22. Anexo XXII: Efecto práctico del apalancamiento financiero	84
7.23. Anexo XXIII: Valoración por VAA, Apalancamiento	84
7.24. Anexo XXIV: Índice de tablas y gráficos	85
7.24.1. Ilustraciones.....	85
7.24.2. Gráficos	85
7.24.3. Tablas	85

1. INTRODUCCIÓN

El siguiente capítulo tratará de justificar el por qué se ha realizado el trabajo, las motivaciones que me han llevado a elegir el tema y el objetivo final que abarcará. También se pretende explicar cómo se ha estructurado el resto del trabajo, detallando cada apartado del índice. Además, se indica cuáles han sido las fuentes de información y bases de datos con las que se ha elaborado el trabajo, así como la idoneidad de estas para aplicar la metodología que haya considerado más adecuada.

1.1. Objetivo del trabajo

El objetivo del trabajo es la valoración de la empresa Ebro Foods, así como el planteamiento de una compra mediante la reestructuración de la financiación de la empresa y sus consecuencias.

Una de las principales motivaciones que ha llevado a darle un enfoque tan específico al trabajo, como es el realizar una recomendación de compra apalancada, viene dada porque en los últimos años los principales analistas de capital riesgo se han fijado en empresas cotizadas con una baja cotización y poca deuda para realizar LBOs, entre ellas, Ebro Foods¹. El estudio de este tipo de operaciones aportará al trabajo un enfoque diferente al que se suele basar la propia valoración.

La elaboración de un diagnóstico y una valoración de esta compañía no solo permite verificar si la empresa es óptima para realizar este tipo de adquisiciones, sino además, ha permitido conocer y obtener un enfoque detallado de cada uno de los aspectos más significativos de la empresa.

1.2. Metodología del trabajo

El trabajo se ha estructurado en siete epígrafes incluyendo esta introducción. En el segundo epígrafe se lleva a cabo un análisis de la empresa basado en sus datos históricos en el que se realiza un estudio sobre su sector y su entorno y un análisis económico y financiero de las cuentas anuales del grupo.

En el epígrafe tres se recogen los diferentes métodos de valoración de empresas, exponiendo su metodología y realizando una valoración práctica de la empresa mediante

¹ Expansión (2019). Las empresas europeas que podrían ser opadas por el capital riesgo. Periódico Expansión. Lunes, 2 de diciembre de 2019. Pág. 2.

el método de valor contable, descuento de flujos de caja y método de múltiplos. Además, se realiza una comparación entre los diferentes métodos y se valora los diferentes escenarios del método de valoración por descuento de flujos de caja libre.

En el epígrafe cuatro se realiza una recomendación de compra apalancada, explicando su metodología y realizando una valoración práctica en un hipotético caso si la empresa sufriese una reestructuración en su financiación.

En el epígrafe cinco se exponen las conclusiones del trabajo mostrando los aspectos más significativos y comparando las diferentes estructuras financieras de la empresa si se realizase un LBO.

El epígrafe seis está dedicado a la bibliografía del trabajo, en la que se puede encontrar manuales de texto, enciclopedias, bases de datos, revistas científicas y periódicos digitales, entre otros.

Por último se muestra en el epígrafe siete todos aquellos anexos que han servido para la elaboración del trabajo.

En lo relativo a la recopilación de los datos, en primer lugar, las cuentas anuales de la empresa de los últimos años se pueden obtener de la página web de Ebro Foods en el apartado de accionistas e inversores > Información económica financiera, donde además se tiene acceso al informe de gestión consolidado y a los informes trimestrales². En segundo lugar, la sociedad al estar registrada en los Registros Oficiales de la CNMV ofrece los estados financieros anuales auditados, así como otra información relevante como el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas de la CNMV³. Además, se ha hecho uso de otra información externa a la empresa con fines metodológicos o para conocer datos del entorno de la empresa.

El horizonte temporal que se ha utilizado en este trabajo es de 14 años, de los cuales, los 6 primeros (2014-2019) se han utilizado para desarrollar el análisis y el diagnóstico económico financiero de la empresa comprendiendo así las fluctuaciones y la evolución de la empresa⁴. Para el horizonte de planificación, he realizado una proyección de 8 años, utilizando estos datos para posteriormente realizar una valoración de la empresa.

² Disponible en <https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/2020/04/Cuentas-individuales-2019-c.pdf>. Consultado en marzo de 2020.

³ Disponible en <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en marzo de 2020.

⁴ Ver detalle de los estados financieros en el anexo I.

2. ANÁLISIS PRE-LBO

Aunque el objeto de estudio de este trabajo es realizar la valoración de la empresa para posteriormente evaluar la posibilidad de realizar una compra apalancada, es importante determinar el entorno socioeconómico mediante un análisis exhaustivo que permita realizar dicha valoración desde un punto de vista neutral y conociendo todos los factores tanto positivos como negativos de la empresa que afectan tanto directa como indirectamente.

Para poder llevar a cabo este análisis previo se ha dividido de manera sistemática este epígrafe en tres apartados en el que se expone (i) la creación, expansión y transformación del grupo, así como tratar de comprender las áreas de negocio y los objetivos de Ebro Foods a lo largo de su trayectoria. Además, se analizan (ii) los factores estratégicos que determinan la posición actual del grupo en el mercado desde una perspectiva geográfica y mediante un análisis en el que se segmentan los distintos negocios del grupo, así como un estudio dedicado al análisis del entorno en el que se sintetizan los pros y los contras de la empresa frente a sus competidores. Por último (iii), se ha llevado a cabo un análisis de las cuentas anuales del grupo en el que de manera técnica se resuelven varias incógnitas previas a la valoración económica del grupo.

2.1. Historia

El 1 de enero de 2001 se constituyó Ebro Foods, S.A. con el nombre de Ebro Puleva, S.A. mediante la fusión de los grupos de alimentación Azucarera Ebro Agrícolas, S.A. y Puleva, S.A. Doce años después, el 1 de junio de 2013, se aprueba mediante junta general de accionistas el cambio de nombre a la denominación social que conserva actualmente.

Tal y como se indica en el apartado 1 de la memoria consolidada del grupo, el objeto social de la compañía es la fabricación, elaboración y comercialización de productos alimentarios, tales como una amplia gama de arroces y pastas de diferentes clases y tipos, así como un porfolio de productos orgánicos, dietéticos y otras legumbres en menor medida. Aunque en el presente sus principales líneas de producción y de ingresos son la pasta y el arroz (99%) también ha comercializado con productos lácteos (Puleva) y azúcar

(Azucarera) llegando a suponer estas gamas de productos una facturación del 23% y del 44%⁵.

El grupo con sede en España trabaja bajo el sobrenombre de diferentes marcas como arroces Brillante, Panzani, arroces SOS, La Fallera, Sundari, La Cigala, Rocío, Santa Rita harinas, Arrotz, pasta Garofalo, pasta Santa Lucia, Bertagni, pasta Russo, entre otras hasta alcanzar la cifra de 68 marcas diferentes⁶.

Desde el nacimiento del grupo, fruto de la fusión de los negocios azucarero y lácteo, el grupo ha realizado una serie de hitos estratégicos que han permitido alcanzar la posición actual del grupo, entre ellos, los más importantes son:

- Adquisición de Riviana Foods (2004): Dicha compra permitió no solo al grupo penetrar en el mercado estadounidense por primera vez sino además posicionarse como uno de los líderes mundiales en el negocio del arroz.
- Adquisición de Panzani (2005): Estableciéndose en nuevos segmentos de mercado como la pasta y las salsas.
- Desinversión de Azucarera y Puleva (2008-2010): Dejar de lado el negocio del azúcar y de los lácteos permitió al grupo formar una nueva estrategia centrándose en dar mayor valor añadido a los negocios del arroz y de la pasta.
- Entrada en nuevos mercados (2013): Ebro Foods comienza a comercializar productos en mercados emergentes con mayor potencial de crecimiento como India.
- Adquisición de Garofalo (2014): Consolidando su posición como líder en el negocio de la pasta y a la vez entrando en el segmento premium de esta.
- Creación de nuevas áreas de negocio (2017): Introducción de nuevas líneas de negocio basadas en productos biosaludables.

Actualmente, Ebro Foods se consolida como la mayor empresa de alimentación en España por facturación tal y como indican ellos mismos en su página web corporativa con una cifra de cierre que asciende a los 2.813,5 millones de euros. Además, es líder en el negocio del arroz y segundo productor a nivel mundial.

⁵ OSORIO, V. M. (2019). “Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta”. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html> Consultado en septiembre de 2019.

⁶ Ver anexo II en el que se detalla cada una de las marcas del grupo.

Mediante un esfuerzo constante el grupo ha conseguido posicionarse como uno de los grandes líderes mundiales en alimentación gracias a conseguir un crecimiento orgánico (mediante un aumento de la producción y el aumento de ventas que generan los productos que ya poseía) y un crecimiento inorgánico (mediante adquisiciones como la compra de la arrocera Tilda en 2019⁷ o la participación mayoritaria que logró en 2014 sobre Garofalo).

2.2. Sector y entorno

2.2.1. Segmentos de mercado

Ebro Foods pertenece al sector industrial dedicado a la agricultura y producción de alimentos⁸. Dentro de dicho sector, el observatorio sobre el sector agroalimentario recoge una clasificación a partir de los códigos de actividad económica de la CNAE09⁹ basada en la relevancia que tienen estos productos respecto a la cantidad de valor añadido que generan a la industria.

Esta clasificación permite formar una visión global de los productos que componen los subsectores de mayor notabilidad de la agroalimentación separados en dos grupos fundamentales. Aquellos productos que tras su cultivo y posterior recolección para distribuirlos tanto a un cliente mayorista como a un minorista no necesitan un procesamiento del alimento se clasificaría dentro del sector primario. Sin embargo, todos aquellos alimentos que han pasado por algún grado de procesamiento industrial se catalogarían como “industria de la transformación”.

Es importante establecer esta discriminación entre productos procesados y no procesados ya que, aunque el arroz se encuentre como un producto perteneciente al sector primario, Ebro Foods no se dedica a la recolección de arroz.

Según establece Ebro Foods en el informe anual en el que se define el modelo de la empresa se dedican a “la molienda y/o transformación necesaria y la puesta en disposición para la venta”. Además, también se especifica que la compra de materia prima se realiza directamente a agricultores y cooperativas y no cultivada por ellos mismos.

⁷ Ver nota 5.3. de la memoria de Ebro Foods en el que se muestran las operaciones más significativas. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Págs. 214-218. Consultado en febrero de 2020.

⁸ REAL DECRETO 475/2007, de 13 de abril, por el que se aprueba la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 2009. Boletín Oficial del estado [BOE] número 102. Recuperado de https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/cnae_2009_rd.pdf. Consultado en febrero de 2020.

⁹ Ver anexo III sobre la clasificación del observatorio sobre el sector agroalimentario.

Por tanto, se puede clasificar la actividad de Ebro Foods en el negocio de la producción de alimentos de molinería y en el negocio de la producción de pasta del subsector de la industria y la transformación del sector agroalimentario.

2.3.1.1. Arroz

Según informan las cuentas anuales del grupo, el negocio del arroz para Ebro Foods supuso a 31 de diciembre de 2019 un total de ingresos procedentes de la actividad de explotación de 1.566 millones de euros, lo que equivale aproximadamente al 55% del total de ventas del periodo. Este porcentaje se ha mantenido durante los últimos años dejando clara constancia de que gran parte de la estrategia del grupo se basa en consolidar su posición de liderazgo en este sector.

Dentro del negocio arrocero, las principales empresas dependientes del grupo que se dedican a la producción (limpieza, descascarillado, blanqueo, pulido y empaque) y distribución de arroces (tanto a las grandes distribuidoras como a multitud de negocios de restauración y otras empresas industriales) son:

- Grupo Herba: Líder en el territorio europeo en la comercialización de arroces tanto a nivel minorista como a mayoristas. Distribuye no solamente en toda Europa sino además en India y Tailandia. Se comercializa bajo el sobrenombre de marcas de gran éxito como arroces SOS, la fallera, la cigala, entre muchas otras.
- Grupo Riviana: Dedicado a la producción de arroz en los territorios de oriente medio y el continente americano es líder en comercio minorista en comercialización de arroces. Trabaja bajo el nombre de grandes marcas de prestigio como Mahatma y Minute para arroces blancos tradicionales además de poseer un segmento de arroces premium donde tiene una gran consolidación de mercado.

A nivel internacional, el arroz supone el grano de mayor consumo en todo el mundo. El problema reside en que los países donde más se consume este alimento (la mayoría de los países asiáticos y africanos donde ambos suman dos terceras partes del consumo mundial) tienen una producción que excede a su consumo, por lo que se encuentra en un mercado donde el comercio exterior está predominado por China y la India.

El mercado español de producción de arroz se ha ido deteriorando en los últimos años, pasando de producir 913 mil toneladas de arroz en 2009 a tan solo 806 mil toneladas en 2018. Este decremento se ha visto reflejado también en el número de hectáreas de cosecha

las cuales se han visto reducidas en mayor medida que la producción provocando un mayor rendimiento por área cosechada¹⁰.

2.3.1.2. Pasta

El otro negocio de Ebro Foods, calificado como el negocio de la pasta, no solo incluye el procesamiento del trigo duro, también aquellas actividades productivas relacionadas con otros cereales y salsas. Este negocio supone para el grupo el otro 45% del total de ventas, lo que hizo que en 2019 facturase más de 1.265 millones de euros¹¹. En líneas generales la estrategia del grupo se divide en tres empresas dependientes, cada una dedicada a un área geográfica específica y con un posicionamiento o unas variedades de pasta determinadas:

- Grupo Panzani: Es el líder en venta de pasta en Francia, Bélgica y República Checa suponiendo una cuota del mercado del 33% en Francia. Además, su marca homónima, Panzani, también es líder en la comercialización de arroces y salsas en Francia. El territorio de actuación del grupo va más allá de los países anteriormente mencionados, exportando también a la zona del Magreb y a otros países francófonos.
- Grupos Garofalo y Bertagni: Ambos grupos con un objetivo en común, dominar el mercado premium de la pasta seca (Garofalo) y pasta fresca (Bertagni). Ambas empresas poseen una amplia variedad de productos, todos ellos con un estándar de calidad superior a la media, especializándose así en la alta gama de la pasta. Actualmente Garofalo es el líder de este mercado en Italia y exportan tanto a los países de África oriental, como al territorio americano como al resto de países europeos.
- Grupo Riviana: Comercializan y distribuyen su pasta por todo el continente norteamericano siendo líderes en la pasta seca en Canadá y Estados Unidos. Algunas de sus marcas más prestigiosas son American Beauty, Skinner, Ronzoni y Prince¹².

Si bien es cierto que hay muchas variedades de pasta, la elaboración de todos los tipos de pasta se puede simplificar en un solo ingrediente básico: harina de trigo duro. El huevo, la sal y suplementos vitamínicos y proteicos suponen algunos de los ingredientes

¹⁰ Ver anexo IV en el que se detalla la superficie y la producción del trigo del arroz durante los últimos 10 años.

¹¹ Ver anexo V donde se detalla las ventas por negocio del grupo

¹² Ver Nota 6 de la memoria consolidada del ejercicio anual del 31 de diciembre de 2019 de Ebro Foods en el que se detalla la información financiera por segmentos. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Pág. 219-222. Consultado en febrero de 2020.

necesarios para el procesamiento de las pastas de Ebro Foods, pero en mayor medida el ingrediente del que más se depende es el trigo.

Este cereal supone tan solo el 5% de la producción mundial del trigo, el otro 95% de la producción se debe al trigo blando o trigo común¹³. En España la producción de trigo duro supone el 16% de la producción total de trigos. Durante los últimos 10 años esta producción ha mejorado en una media de 0,72% pasando de tener una producción de 1.184 mil toneladas en 2008 a 1.282,5 mil toneladas de trigo duro en 2018¹⁴.

2.3.1.1. Otros ingresos de explotación

El resto de los ingresos operativos provenientes del grupo, que no se clasifican dentro de los negocios del arroz y de la pasta, tal y como se detalla en la nota 8 de la memoria consolidada del grupo, suelen venir de partidas menos recurrentes como es el caso del beneficio por la venta de la sociedad Jiloca este último año o los ingresos derivados de las ventas de propiedades, equipos o subvenciones.

2.2.2. Entorno competitivo y geográfico

2.2.2.1. España

Según las cuentas anuales de Ebro Foods, en España comercializa bajo 13 marcas de arroces y pastas. Actualmente tiene repartidas 8 fábricas por todo el territorio peninsular. El 6,7% de las ventas del grupo provienen de este país y tiene una cuota de mercado para el negocio del arroz del 23,20%. En el negocio de la pasta no tiene una presencia notable.

Según el Ranking de Empresas del sector Fabricación de productos de molinería de España sus principales competidores son Harinera Vilafranchina, S.A. (13,02% de cuota de mercado), Dupont Nutrition and Biosciences ibérica, S.L. (4,89%), Harinera la Meta, S.A. (3,99%) y Harinera del Mar Siglo, XXI, S.L. (3,43%)¹⁵.

2.2.2.2. Resto de Europa

En Europa tiene una representación tanto comercial como industrial bastante extensa (24 países) en los que se fabrican 43 marcas distintas de pastas y arroces en un total de 24 fábricas sin incluir las de España.

¹³ PEÑA, R. (2017). "Wheat for bread and other foods". Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Recuperado de <http://www.fao.org/3/Y4011E/y4011e0w.htm>. Consultado en marzo de 2020.

¹⁴ Ver anexo IV en el que se detalla la superficie y la producción del trigo duro durante los últimos 10 años.

¹⁵ Ver anexo V donde se detalla el ranking empresas del negocio del arroz.

En el negocio del arroz, Ebro Foods es líder tanto en Portugal como en Holanda, donde tiene una cuota de mercado del 17,3% y del 20,6%. Y mantiene la segunda posición en Alemania con una cuota de mercado del 10,00% y en Bélgica con un 21,50%. En el negocio de la pasta es líder en Francia con una cuota de mercado del 33% y también tiene una posición de liderazgo en República Checa (13,4%) y en Bélgica (7,8%)¹⁶.

Con la especialización que conlleva el procesamiento del arroz y de la pasta al mismo tiempo, no se han podido encontrar otros conglomerados tan especializados para un ámbito geográfico tan grande como es el de abarcar todo el territorio europeo. Aun así, el grupo tiene estudios de mercado en el que realiza comparativas entre la cuota de mercado de los principales competidores de Francia. En este estudio se muestra que su principal competidor tiene una cuota de tan solo 20% mientras que Ebro Foods tiene un 33%.

2.2.2.3. América

La cuota de mercado de Ebro Foods respecto al total de arroces que se comercializan en el continente americano supera el 23,5%, esto supone unas ventas netas de 938 millones de euros (un 37,42% del total de ventas del grupo).

Tiene gran presencia comercial en el norte de América, concretamente en Canadá (donde es líder en arroces con una cuota de mercado del 19,1%) y Estados Unidos (28,8%) donde actualmente comercializa 36 marcas diferentes y tiene 13 fábricas. También comercializa productos en otros países del continente como Brasil, México, Perú, entre otros hasta alcanzar la cifra de 17 países en total.

2.2.2.4. África

Las ventas del continente africano ascienden a 47 millones de euros, lo que supone un 1,87% del total de ventas del grupo. Tiene fábricas en Marruecos y Egipto donde también tiene presencia comercial. Otros países con presencia comercial son: Argelia, Ghana, Guinea, Libia...

2.2.2.5. Asia

El territorio asiático proporciona al total de ventas del grupo algo más del 5%, lo que equivale a 130 millones de euros. Comercializan en 21 países distintos entre los que se

¹⁶ Ebro Foods (2018). “*Conoce Ebro*”. Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/conoce-ebro/ebro-en-el-mundo/>. Consultado en marzo de 2020.

encuentran Arabia Saudí (donde es líder en el mercado de arroz vaporizado), Emiratos Árabes, Camboya, India y Tailandia entre otros¹⁷.

2.2.3. Análisis PESTEL

Tras haber estudiado en profundidad de manera sistemática cada uno de los segmentos de mercado de Ebro Foods y haber comprendido su entorno competitivo y geográfico se puede determinar de manera sintética cuales son las conclusiones acerca de este análisis. Sin embargo, hay varios aspectos del sector y del entorno que no se han podido analizar debido a que la metodología anteriormente descrita no lo contempla como pueden ser los factores político-legales, la responsabilidad social corporativa o el entorno tecnológico de la empresa.

Por ello, se plantea un análisis PESTEL, el cual tiene como objetivo analizar el entorno actual desde la perspectiva de seis factores fundamentales: **Político**: Toma de decisiones por parte del gobierno de cada país; **Económico**: Factores relacionados con la economía; **Social**: Elementos culturales, religiosos y creencias que conforman el entorno de la empresa; **Tecnológico**: Procedimientos técnicos novedosos y las mejoras del sector; **Ecológico**: Factores medioambientales; **Legal**: Regulación y leyes.

2.2.4.1. Factores Políticos y Legales

- Adopción de la norma contable NIIF 16 (2019), sustituyendo la NIC 17, requiriendo más información a revelar por el grupo para las partidas de arrendamientos.
- Adecuación de principios de actuación en los que se establece como prioritario el cumplimiento de la legislación vigente.

2.2.4.2. Factores Económicos y Sociales

- Destrozos generalizados fábrica de Freeport (2019): Disminución de la rentabilidad en el territorio norteamericano, con mayor repercusión en Estados Unidos.
- Aumento significativo de los ingresos en el primer trimestre del 2020 (40%) del arroz y la pasta respecto del mismo periodo del año anterior debido a la atípica situación de desabastecimiento de los supermercados que afectó en gran medida a los productos no perecederos entre los que se encontraban los comercializados por Ebro Foods.

¹⁷ Ver anexo VI donde se detalla las ventas según su entorno geográfico

- Consolidación del negocio de las pastas premium en el que se prevé una tendencia al alza en su consumo y en el que Ebro Foods ya lidera posiciones en la cuota de mercado de varios países europeos.

2.2.4.3. Factores Tecnológicos

- Inversión en los centros de desarrollo e innovación establecidos en Francia, España y EE.UU. en los que se fomenta la mejora de tecnologías nuevas y se analiza el mercado moderno de la restauración (*fastfood* y *catering*).

2.2.4.5. Factores Ecológicos

- Integración de procesos de desarrollo sostenible recogidos en la Política de Responsabilidad Social Corporativa del grupo.
- Venta del negocio saludable y orgánico, lo que impacta negativamente como factor ecológico de cara a sus competidores.

2.3. Análisis Económico Financiero

2.3.1. Introducción al diagnóstico financiero

Los dos objetivos propios de la contabilidad financiera son la rendición de cuentas y el enfoque de la información para el análisis de un negocio¹⁸. Basándose en este segundo objetivo, se puede decir que los datos históricos contables que se tienen de una sociedad pueden ayudar a comprender muchos de los aspectos individuales que la componen.

La contabilidad permite elaborar una serie de estados financieros (balance general, estado de resultados, estado de cambios en el patrimonio y el estado de flujos de efectivo) con la finalidad de dar a conocer la posición financiera de un negocio en un determinado momento de su vida. Estos estados financieros están definidos en el marco conceptual internacional de la contabilidad “*International Accounting Standards Board*” (IASB) en el que se definen una serie de normas internacionales de contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Es importante entender de cara al análisis que la aplicación de estas normas permite no solo la elaboración de los estados financieros de una sociedad en concreto, sino, además comparar con otros estados financieros de sociedades internacionales a la hora de realizar un análisis financiero.

¹⁸ FICCO, C. R. (2011). Evolución histórica de los enfoques en contabilidad financiera: Implicaciones para los objetivos y los requisitos de la información contable. *Actualidad contable faces*, 14(23). Págs. 39-41.

A partir de todo lo anteriormente mencionado, se puede concluir que los estados financieros van a ser el principal instrumento para la elaboración del análisis de la empresa.

2.3.2. Marco conceptual y metodológico del diagnóstico financiero

El objetivo fundamental del diagnóstico financiero según ORTEGA, J.¹⁹ es medir la capacidad de generar recursos que tiene una empresa, así como predecir mediante los estados financieros las ventajas y riesgos presentes y futuros de la compañía con el fin de tomar una decisión.

Como punto de partida se definen los ratios de liquidez, solvencia y endeudamiento. Dichos ratios indicarán en qué medida son adecuadas las partidas del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias con el objetivo de conocer la composición de estos estados tanto de manera estática, realizando un estudio de las diferentes masas patrimoniales en un momento determinado del tiempo, como dinámica, en el que se estudiará la evolución que ha tenido un año respecto del anterior en cada una de las diferentes masas patrimoniales con el objetivo de evaluar la viabilidad de la compañía.

Liquidez: Este ratio permite medir la capacidad que tiene la empresa de transformar sus activos a corto plazo en efectivo líquido. Se utilizará para ver si la empresa puede hacer frente a sus pagos más corrientes. Según ACHING, C.²⁰ este ratio es la principal medida de liquidez ya que muestra qué proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por elementos del activo, cuya conversión en dinero corresponde aproximadamente al vencimiento de las deudas.

$$\text{Liquidez General} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Endeudamiento: Permite conocer cuál es el grado de apalancamiento en términos relativos, pudiendo obtener a priori una evolución de la financiación según recursos propios de la empresa.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo CP} + \text{Pasivo LP}}{\text{Activo Total}}$$

¹⁹ ORTEGA, J. A. (2011). *Diagnóstico empresarial mediante el análisis económico-financiero*. Editorial Desclée de Brouwer. Págs. 13-14.

²⁰ ACHING C. (2000). *Guía rápida: ratios financieros y matemáticas de la mercadotecnia*. El Cid Editor. Pág. 16.

Solvencia: A diferencia de los ratios de liquidez, los ratios de solvencia permiten tener en cuenta todos los activos y todos los compromisos financieros que ha adquirido la empresa, tanto a largo como a corto, de esta manera. Se utilizará este ratio para dar una visión más a largo plazo de la situación de la empresa.

$$Solvencia = \frac{Activo\ Total}{Pasivo\ CP + Pasivo\ LP}$$

Mientras que los tres ratios anteriormente vistos tienen como objetivo primordial el conocer la composición de las diferentes partidas que componen los estados financieros, los ratios de margen y rotación se centran en analizar el funcionamiento del negocio.

Margen: Mide la gestión operativa en términos de eficiencia. Un mayor resultado de explotación en proporción al total de ventas indicará una mayor eficiencia.

$$Margen = \frac{Resultado\ de\ explotación}{Ventas}$$

Rotación: Cuantas más ventas tenga la empresa en proporción a su activo más eficaz será. La comparativa con el resto de los años permitirá saber cómo es de viable el negocio.

$$Rotación = \frac{Ventas}{Activo}$$

De manera paralela a estos dos ratios, se determinará la eficacia de un negocio mediante los días que tarda en cobrar el producto que vende y los días que tarda en pagar los productos que compra:

Periodo Medio de Cobro: Indica el plazo medido en días que se tarda en cobrar las ventas.

$$PMC = \frac{Clientes}{Ventas} \times 365$$

Periodo Medio de Pago: Indica el plazo medido en días que se tarda en pagar las compras.

$$PMP = \frac{Proveedores}{Compras} \times 365$$

Será objeto de estudio la reducción del periodo de cobro y el aumento del periodo de pago, ya que esto supondrá una mejora en la eficiencia de la empresa.

Por último, se utilizará los ratios ROI y ROE con el objetivo de medir el nivel de eficiencia de esas masas en relación con los resultados obtenidos:

ROI - Return on investment: Mide la rentabilidad que obtiene la empresa.

$$ROI = \frac{BAIT}{Activo}$$

ROE – Return on equity: Mide la rentabilidad que obtiene el accionista.

$$ROE = \frac{Beneficio\ Neto}{Patrimonio\ Neto}$$

Tanto el ROI como el ROE son ratios que suponen una buena forma de conocer de manera exacta la rentabilidad de la empresa, ya que según Bankinter²¹ se tratan de los principales indicadores financieros para analizar resultados empresariales.

2.3.3. Diagnóstico Financiero

2.3.3.1. Análisis Patrimonial

Siguiendo un análisis *top-down*²², la empresa dispone actualmente de tres mil millones de euros en activos no corrientes, suponiendo el 70% del total del activo. Es común encontrar esta estructura societaria en sociedades industrializadas en las que se procesan alimentos²³ en las que se depende de una gran inversión en activo no corriente. Por otro lado, el activo corriente está valorado en 1.400 millones de euros, suponiendo el otro 30% del total de la inversión. La empresa ha visto incrementada su inversión significativamente en sus últimos 6 años en un 40% debido principalmente a sus nuevas inversiones en activo no corriente, aunque su activo corriente también ha crecido casi en la misma proporción.

Como se puede observar en la parte de la financiación, los fondos propios representan más del 50% del total del activo. La tasa de crecimiento anual compuesta de los últimos cinco años (CAGR²⁴) muestra que ha crecido un 3,41% anual mientras que el total de la financiación lo ha hecho en un 5,56%, por lo que ha aumentado su financiación incrementando los fondos propios, pero no en la misma medida como los recursos ajenos, los cuales lo han hecho en un 12,89% (pasivo no corriente) y 3,90% (pasivo corriente). Este aumento significativo del 12,89% anual en los últimos 5 años en el pasivo a largo

²¹ Bankinter (2018). “Principales ratios financieros para analizar empresas”. Recuperado de <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2019/7/29/ratios-financieros-analizar-empresa>. Consultado en junio de 2020.

²² Estrategia de procesamiento de información basada en un enfoque en el que primero se muestra la información más global y después se abordan las variables más específicas.

²³ AMAT, S. O. (2017). Ratios sectoriales: cuentas anuales (balances y cuentas de resultados) de 166 sectores. Profit. Pág. 28.

²⁴ CAGR - *Compound annual growth rate* (Tasa compuesta de crecimiento anual).

plazo ha permitido una reestructuración financiera por parte de la empresa en la que se han visto incrementado los recursos ajenos, pasando de representar un 18,08% respecto del activo en 2014 a un 27% en 2019.

Una de las partidas más relevantes del activo no corriente es el fondo de comercio de la empresa. Este supone un 42,5% del activo no corriente y un 29% del total del activo. Durante los últimos 16 años, la compañía ha realizado una transformación constante en su actividad de explotación. Por consiguiente, esto le ha llevado a una serie de compras y ventas de distintas compañías relacionadas con el sector alimentario que justificaría que el fondo de comercio representase un porcentaje tan alto del activo. A finales de agosto de 2019, Ebro Foods adquirió completamente el grupo Tilda por 300 millones de dólares estadounidenses (270 millones de euros al cambio), incrementando en 113,6 millones de euros el fondo de comercio debido a la combinación de negocios generada. Como se aprecia en el anexo VII, hay una relación directa entre el crecimiento del fondo de comercio y las compras realizadas durante los últimos 5 años. Por lo que se justifica que este incremento del fondo de comercio, a pesar de las amortizaciones y las depreciaciones que pueda sufrir, se deba a la compra de negocios.

También ha aumentado el inmovilizado material en un 7,42% CAGR14-19 debido principalmente a las ampliaciones y a las mejoras técnicas realizadas en las plantas y equipos que el grupo posee. Estas plantas y propiedades industriales representan más del 20% del activo total y un 32% sobre el activo no corriente. Actualmente el grupo tiene por objeto social la fabricación y elaboración de productos alimenticios, para el cual depende de una gran inversión en plantas industriales donde llevar a cabo dicha producción, justificando estos porcentajes.

Centrándose en la situación financiera del último año, uno de los impactos resultantes respecto al año anterior ha sido la generación de un nuevo epígrafe dentro de los activos no corrientes llamado “activos por derecho de uso”. Dicho epígrafe, aunque no tiene mucha relevancia respecto al total de activos (2%) ha permitido al grupo acogerse a la adopción y aplicación de la NIIF 16²⁵, afectando principalmente a la valoración que se

²⁵ ICAC (2017). “Norma de información financiera 16 (Arrendamientos)”. Recuperado de <http://www.icac.meh.es/Documentos/Contabilidad/2.Internacional/020.NIIF-UE/010.NIIFVigente/150.NIIF16Arrendamientos.pdf>. Consultado en abril de 2020.

tenía sobre determinados terrenos y construcciones que el grupo tenía arrendado por valor de 1.845.000€

De igual manera, el valor de las existencias se ha visto incrementado en los últimos 5 años, pasando de tener 430.000€ a más de 620.000€. Este incremento viene acompañado del aumento en inversiones no corrientes y en las ventas, que se analizará más tarde.

Los deudores comerciales y otras cuentas de activo corriente, compuestos en su mayoría por los clientes relacionados directamente con la explotación comercial representan un 10% del activo total. En los últimos 5 años el porcentaje interanual ha supuesto de media un crecimiento de un 4,14%.

El capital social se ha mantenido con el mismo valor durante los últimos 5 años, dado que no ha habido aumentos ni disminuciones de capital. Aunque las reservas de los últimos años sí que han aumentado, debido a los resultados positivos de los ejercicios anteriores. Estas reservas representan casi la totalidad del patrimonio neto y aproximadamente el 44% del total de la financiación.

Este capital social está representado por 153,8 millones de acciones, de las cuales, los accionistas más representativos son Grupo Tradifín, S.L (7,96%), Herculanz Investing Group, S.L. (7,96%), Sociedad Anónima Damm (11,51%), SEPI²⁶ (10,36%), Corporación Financiera Alba, S.A. (14,00%) y Empresas Comerciales e Industriales Valencianas, S.L. (7,83%). El resto del capital social pertenece al capital flotante²⁷ (36,56%) a excepción de un 3,64% que pertenece a Don José Ignacio Comenge Sánchez-Real²⁸.

Tanto los créditos formalizados a largo plazo como a corto plazo durante los últimos años con entidades de crédito han sido constituidos bilateralmente²⁹. El importe de adquisición de los nuevos créditos ha sido mayor que la amortización de los créditos preexistentes, por lo que la financiación ha aumentado tanto en el largo como en el corto plazo.

²⁶ Sociedad Estatal de Participaciones Industriales

²⁷ El capital flotante es aquella parte del capital de una empresa que se encuentra en manos de pequeños inversores.

²⁸ Ver anexo VIII donde se detalla el accionariado completo.

²⁹ La distinción de un préstamo bilateral y uno sindicado reside en que el primero solo se negocia con una entidad financiera.

En cuanto a las pérdidas y ganancias del grupo, durante el 2019, las ventas de Ebro Foods han ascendido a un total de 2.813 millones de euros, lo que ha supuesto un aumento del 6,3% respecto del año anterior. El grupo no solo ha obtenido resultado positivo durante los últimos 5 ejercicios, sino que además ha incrementado sus ventas en una media de un 4,82%.

Los beneficios antes de intereses, impuestos y amortización también han aumentado en los últimos años, pero solamente un 2,63% de media, lo que ha supuesto que el margen de este beneficio sobre ventas se haya visto reducido, pasando de un 13,08% en 2014 a un 11,52% en el último año. Aunque los aprovisionamientos hayan crecido en la misma proporción que las ventas (coste que representa más del 55% de la cifra de negocios) la reducción del margen viene explicada porque el aumento del gasto de personal y de otros gastos de explotación que sí que han crecido en mayor proporción que las ventas.

Por otro lado, el resultado de explotación teniendo en cuenta la amortización también se ha visto perjudicado. Reduciéndose no solo el margen sobre ventas que pasa de un 10,25% a un 7,55% sino que además no hay crecimiento en el resultado operativo. Esto es debido en parte a la reducción considerable que ha sufrido el EBITDA³⁰, pero además el gasto por amortización también ha aumentado, lo que ha hecho que el resultado operativo se reduzca aún más.

El resultado financiero presenta unas cifras muy variables y poco significativas respecto al total de ventas. En el cierre del pasado ejercicio se registraron unos costes totales en el resultado financiero de 15,5 millones de euros, lo que representa un 0,55% de las ventas.

Debido a la venta de varios negocios BIO³¹ a finales de septiembre, la empresa ha reclasificado a la cuenta de resultados netos de actividades discontinuadas el resultado de la venta de estos negocios, suponiendo un incremento excepcional este último año respecto de los anteriores. De media, la evolución del resultado del ejercicio ha sido tan solo del 0,13% en los últimos cinco ejercicios, sin embargo, el margen respecto a ventas ha disminuido pasando de un 7,03% a un 5,34%.

³⁰ *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization* (Ganancias después de intereses, impuestos, depreciación y amortización).

³¹ Negocios de producción, comercialización y/o distribución de productos ecológicos.

Ebro Foods cierra el ejercicio de cada año con un flujo de caja sobre las actividades de explotación positivo. Principalmente esto se debe a que los cobros procedentes de ventas son mayores que los pagos realizados a proveedores y empleados.

El flujo de caja sobre las actividades de inversión es negativo en todos los años debido a que la empresa a pesar de ser madura sigue realizando fuertes inversiones. Parte de estas inversiones (60%) se realizan en activo material (CAPEX³²), aumentando y renovando los terrenos y construcciones del grupo. El otro 40% pertenece a la adquisición de nuevos negocios para posteriormente integrarlos en el grupo. También se han realizado desinversiones, aunque solamente tienen carácter relevante las realizadas en 2019 (63 millones de euros) y en 2014 (44,8 millones de euros) debido a la venta de una parte de sus negocios.

Respecto al flujo de caja generado para operaciones financieras los últimos 4 años ha mantenido un flujo de caja financiero negativo, la amortización de la deuda fue menor que las nuevas disposiciones de crédito concedidas, lo que ha hecho aumentar en el balance la deuda financiera. Por consiguiente, el flujo negativo generado durante los años 2014-2018 se debe a otros factores como pueden ser los dividendos concedidos. Durante el cierre de 2019 se han concedido varios préstamos nuevos, algunos de carácter extraordinario como el justificado mediante la compra del grupo Tilda³³ por valor de 300 millones de euros. En total, el importe de préstamos concedidos supera los 1.300 millones de euros, un 54% más que las disposiciones concedidas el año pasado. Por lo general, el grupo ha aumentado sus disposiciones de manera agresiva, estimándose un crecimiento medio en los últimos 5 años del 41%.

En conclusión, a este epígrafe, teniendo en cuenta los distintos flujos de caja que lo componen, la empresa ha generado constantemente un flujo de caja positivo, a excepción de un año (2018). Además, gran parte de este flujo proviene de las actividades de explotación, lo que indica que la empresa tiene liquidez.

³² Contracción de “*Capital Expenditure*” (Inversiones en bienes materiales).

³³ Ver Nota 5 de la memoria consolidada del ejercicio anual del 31 de diciembre de 2019 de Ebro Foods en el que se muestran las operaciones societarias y/o combinaciones de negocio más significativas. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Págs. 214-218. Consultado en febrero de 2020.

2.3.3.2. Ratios económico financieros:

Liquidez:

Tabla 1: Ratio de Liquidez 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Activos Corrientes	1.028.292	1.091.801	1.235.046	1.293.280	1.241.107	1.395.326
Pasivo Corriente	716.219	626.207	664.676	771.432	802.220	901.282
Liquidez	1,44	1,74	1,86	1,68	1,55	1,55

Fuente: Elaboración propia

Se estima que los activos corrientes del grupo en 2019 son 1,55 veces el activo no corriente, lo que indica que mediante los activos más líquidos puede hacer frente a las deudas a corto plazo. La empresa presenta de media un ratio de 1,63 veces durante los últimos 5 años, observándose un empeoramiento de este ratio desde 2014 debido a que el incremento de pasivo corriente ha sido mayor que el de activo corriente, generando una peor liquidez.

Endeudamiento:

Tabla 2: Ratio de Endeudamiento 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Pasivo No corr. + Corr.	1.288.263	1.410.760	1.539.077	1.541.208	1.642.223	2.082.403
Activo	3.162.068	3.403.676	3.645.478	3.663.133	3.832.425	4.374.073
Endeudamiento	0,41	0,41	0,42	0,42	0,43	0,48

Fuente: Elaboración propia

El endeudamiento es 0,48 veces el total de la financiación del grupo en 2019. Como se ha podido observar durante los últimos años, la financiación ajena ha crecido en mayor proporción que los recursos propios, los cuales solo han crecido mediante la autofinanciación. Esto ha propiciado que haya un mayor apalancamiento.

Solvencia:

Tabla 3: Ratio de Solvencia 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Activo Total	3.162.068	3.403.676	3.645.478	3.663.133	3.832.425	4.374.073
Pasivo corr. + No corr	1.288.263	1.410.760	1.539.077	1.541.208	1.642.223	2.082.403
Solvencia	2,45x	2,41x	2,37x	2,38x	2,33x	2,10x

Fuente: Elaboración propia

El grupo es solvente ya que el total de activos es 2,10 veces la financiación ajena, lo que permitía al grupo tras deshacerse de todos sus activos (en el caso de que fuese posible) hacer frente a todas las deudas. La solvencia, aun siendo bastante elevada, es menor que en los años anteriores debido a que el grupo ha amentado en mayor proporción los recursos ajenos que lo que ha amentado sus activos.

Margen:

Tabla 4: Margen de beneficio de explotación sobre ventas 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
EBIT	217.377	242.377	264.608	271.079	218.128	212.441
Ventas	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298
Margen	10,3%	9,8%	10,8%	10,8%	8,2%	7,6%

Fuente: Elaboración propia

De los 2.813 millones de euros que la empresa genera en ventas obtiene un margen del 7,6%. Este ratio ha ido reduciéndose en los últimos años.

Rotación:

Tabla 5: Rotación de ventas sobre Activo 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Ventas	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298
Activo Total	3.162.068	3.403.676	3.645.478	3.663.133	3.832.425	4.374.073
Rotación	67,1%	72,3%	67,5%	68,4%	69,1%	64,3%

Fuente: Elaboración propia

A fecha de cierre de 2019, las ventas generadas en proporción al total de activos suponían un 64,3%, un 4,74% menos que en el ejercicio anterior y un 3,7% por debajo de la media de los últimos 5 ejercicios. Esta pérdida en la proporción supone un perjuicio en la gestión operativa de la empresa.

Periodo Medio de Cobro:

Tabla 6: Periodo Medio de Cobro 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Clientes	347.394	374.064	375.442	378.069	401.923	440.928
Ventas	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298
PMC (En días)	59,79	55,46	55,72	55,04	55,43	57,21

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta los 441 millones de euros en clientes y los 2.813 millones de euros de la cifra de ventas del periodo, se estima que el número medio de días que Ebro Foods tarda en cobrar es de 57,21. Durante los últimos periodos ha habido poca variabilidad en el número de días, estableciéndose una estimación de media de 56,44 días en los últimos 5 años.

Periodo Medio de Pago:

Tabla 7: Periodo Medio de Pago 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Proveedores	354.918	398.414	393.896	425.161	424.458	447.838
Compras	(1.611.207)	(1.876.272)	(1.838.260)	(1.862.037)	(2.018.419)	(2.112.305)
PMP (En días)	80,40	77,51	78,21	83,34	76,76	77,39

Fuente: Elaboración propia.

Para establecer de manera precisa un periodo medio de días que tarda en pagar a los proveedores se tienen en cuenta tanto los 1.518 millones de euros en aprovisionamientos como los 594 millones de euros en otros gastos de explotación ya que así se establece en la memoria del grupo. Teniendo en cuenta los 448 millones de euros en proveedores, el grupo tarda en pagar 77,39 días. Esta cifra, aunque es superior al último año, es menor que la de los años anteriores, empeorando así su periodo de pago.

En conclusión, aunque la empresa haya empeorado respecto al resto de periodos en la mayoría de las ratios, el grupo tiene una gestión operativa positiva que le permite llevar a cabo la actividad de explotación de manera eficiente.

ROI:

Tabla 8: ROI 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
EBIT	217.377	242.377	264.608	271.079	218.128	212.441
Activo	3.162.068	3.403.676	3.645.478	3.663.133	3.832.425	4.374.073
ROI	6,9%	7,1%	7,3%	7,4%	5,7%	4,9%

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad bruta que obtiene la empresa sobre el total de los activos es de un 4,9%. Si se analizan los periodos anteriores, esta rentabilidad se ha visto deteriorada, debido principalmente a que se ha obtenido resultados similares con una mayor cifra de activos.

ROE:

Tabla 9: ROE 2014-2019

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Resultado Neto	149.119	150.688	175.819	229.974	149.311	150.288
Patrimonio Neto	1.873.805	1.992.916	2.106.401	2.121.925	2.190.202	2.291.670
ROE	8,0%	7,6%	8,3%	10,8%	6,8%	6,6%

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad neta obtenida por el accionista, es decir, sobre el patrimonio neto es de un 6,6%. De cara a comprender los periodos anteriores, esta rentabilidad también ha disminuido ya que el patrimonio neto ha aumentado en mayor proporción a las ventas.

3. VALORACIÓN

Entendiendo todos los aspectos que componen la empresa, la valoración previa de la empresa en un escenario de continuidad sin introducir cambios en el caso de que hubiese una compra apalancada supone un claro objetivo para el desarrollo de este trabajo, conocer el precio óptimo de venta.

Se ha procedido a realizar varios métodos de valoración con la finalidad de poder establecer de la manera menos arbitraria posible un valor coherente. Para ello, primero (i) se ha realizado la valoración contable, explicando su metodología y exponiendo el valor contable de los últimos años, así como también se ha hablado de otros métodos contables con la finalidad de entender sus inconvenientes. En segundo lugar (ii) se ha desarrollado la metodología de la valoración por descuento de flujos de caja para posteriormente realizar una valoración por este método explicando cada variable que afecta al modelo. Por último, (iii) se ha calculado el valor de la empresa utilizando la metodología de la valoración por múltiplos. También, se ha realizado una comparativa de cada uno de los múltiplos analizados anteriormente y se ha decidido un rango de valoración.

3.1. Valoración contable

3.1.1. Valor Teórico

Según ALONSO, S. (2000)³⁴, el valor teórico o valor contable es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible. Esta operación se lleva a cabo para conocer el valor que aparece reflejado en la contabilidad de la empresa.

De manera práctica, es el método más rápido posible, aunque también es el menos eficaz y fiable³⁵, ya que el valor real de la empresa se compone de muchos otros elementos externos a la contabilidad. Por consiguiente, se puede determinar que para hacer una valoración es necesario apoyarse en otros métodos más complejos, pero que como punto de partida se pueden analizar brevemente los datos que proporciona el valor teórico de la empresa en los últimos años para ver su evolución.

Durante los últimos 5 años el valor teórico contable ha pasado de ser de 1.874 millones de euros (2014) a 2.292 millones de euros, el equivalente a una tasa de crecimiento anual

³⁴ ALONSO SEBASTIÁN R., & VILLA PÉREZ A. (2000). *Valoración de empresas: teoría y casos prácticos. aplicaciones al sector agroalimentario*. Editorial Mundi-Prensa. Pág. 26.

³⁵ Ver anexo IX en el que se muestran todos los inconvenientes de la valoración contable.

ponderada de un 4,11%. Se observa así una tendencia alcista en el valor de la empresa, determinando un crecimiento constante, aunque mayor en los primeros años de análisis (6,36% en 2015-14) que en los últimos (4,63% en 2018-19)³⁶.

3.1.2. Otros métodos contables

La sencillez del método de valoración contable es a su vez su principal ventaja e inconveniente. Para suplir este déficit, se han ideado otros métodos que tienen su raíz en la metodología anteriormente descrita, aunque suplen de manera efectiva las carencias del método de valoración teórico acercándose cada vez más a una valoración más real de la empresa.

Por ejemplo, la metodología que sigue el valor sustancial, también denominada “valor de reposición” trata de valorar los activos de la empresa no por el valor descrito en libros sino calculando cuando costaría adquirir unos activos idénticos en el mercado. De esta misma manera, el valor contable corregido requiere una tasación real de los activos que tiene la sociedad, alejándose también del valor contable descrito para los activos de la empresa.

El principal problema de estos dos métodos y el hecho del por qué en la práctica no son utilizados es debido a que ninguno de ellos tiene en cuenta la capacidad futura de la empresa de generar riqueza.

3.2. Valoración por descuento de flujos de caja

A diferencia del valor contable, la principal ventaja que ofrece una valoración por descuento de flujos de caja es que esta se basa en la capacidad de generación de flujos de la empresa en los próximos años.

3.2.1. Metodología de DCF³⁷

El objetivo de esta valoración es obtener un valor para toda la empresa en su conjunto (*Enterprise value*) y un valor para el accionista (*Equity value*). La diferencia entre ambos vendrá dada por la deuda financiera neta existente.

El primer paso para obtener el valor es realizar unas proyecciones realistas sobre las cuentas de balance y resultado de la empresa en los próximos años. En el anexo XI se ha detallado cada una de las cuentas que componen la cuenta de resultados y el balance en

³⁶ Ver anexo X: Valor Contable de la empresa.

³⁷ *Discounted Cash Flow* (Descuento de flujo de caja).

los próximos ocho años. Basándome en el análisis económico financiero y en el sector y entorno que los rodea, se ha podido determinar de la manera más objetiva posible cual será el crecimiento de cada una de las cuentas que componen el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias.

El resultado de la introducción de las hipótesis al modelo proporciona una proyección de las cuentas anuales que permitirán calcular los flujos de caja de la empresa. Estos flujos de caja se definen como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda. Por consiguiente, será el resultado de descontar a las ventas brutas de cada año el coste de explotación, los gastos generales, los impuestos generados por la explotación y las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondo.

Tabla 10: Esquema Flujo de Caja Libre

Ventas
- Coste de las ventas
- Gastos generales
= Margen operativo bruto
- Amortización
= Beneficio antes de impuestos e intereses
- Impuestos
= Beneficio antes de intereses
+ Amortización
= Flujos de Caja Operativo FCO
-/+ Inversión / Desinversión
-/+ Variación necesidades operativas de fondos
= FCL

Fuente: Elaboración propia

Es fundamental establecer cuál será la tasa a la que se descontarán estos flujos. Esta se determina mediante la ponderación del coste de los recursos ajenos y los propios. Este método es comúnmente denominado WACC³⁸ y representa el coste de oportunidad o rentabilidad exigida a la empresa y se define por la siguiente formula:

$$WACC = K_d \times (1 - t) \times \frac{\text{Recursos Ajenos}}{\text{Activos}} + K_e \times \frac{\text{Recursos Propios}}{\text{Activos}}$$

Donde K_d es el coste de los recursos ajenos, K_e es el coste de los recursos y t es el tipo impositivo.

Tal y como se puede observar en la formula anteriormente descrita, esta ponderación implica no solamente el porcentaje de los recursos ajenos y propios sobre el total de

³⁸ *Weighted Average Cost of Capital* (Coste Medio Ponderado de Capital).

activos, sino que además incluye el tipo impositivo. Esto es, porque a nivel corporativo los intereses de la deuda son deducibles, mientras que los de los dividendos no.

Para poder aplicar dicha fórmula es necesario definir y estimar el coste de la deuda y el coste de capital. Esos costes hacen referencia al rendimiento requerido por cada uno de los financiadores. El problema reside en que los accionistas no indican a la empresa cual es el rendimiento que requieren (BREALEY, A.³⁹). A pesar de ello, basándose en la teoría moderna del porfolio⁴⁰ se ha desarrollado el modelo CAPM para valorar estos activos, el cual define al rendimiento esperado por las acciones como:

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

Donde R_f es la tasa de un activo libre de riesgo, β es la beta del sector y $(R_m - R_f)$ es la prima de riesgo del mercado.

El coste de la deuda, es decir, el retorno que espera el financiador de la empresa se puede estimar a partir de los movimientos de las operaciones que realiza la empresa en los próximos años en sus recursos ajenos incluyendo principal, intereses y gastos utilizando la fórmula de la tasa interna de rentabilidad (TIR):

$$Deuda = \frac{FC_1}{(1 + K_d)} + \frac{FC_2}{(1 + K_d)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1 + K_d)^n}$$

Siendo la deuda el cobro de los préstamos y los flujos de caja los pagos periódicos.

El siguiente paso será establecer un valor residual de la empresa, ya que se parte de la hipótesis de que la empresa tendrá vida ilimitada y por tanto, el valor de la empresa no vendrá definido solamente por los años proyectados sino también por los flujos futuros que se generen a partir de entonces.

Para ello se utiliza en la fórmula de perpetuidad creciente:

$$Valor\ residual = \frac{FCL_n \times (1 + g)}{K_{WACC} - g}$$

Siendo FCL_n el último flujo de caja libre proyectado, K_{WACC} la tasa de descuento a perpetuidad y g la tasa de crecimiento de los flujos de caja.

³⁹ BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Y MARCUS, A. J. (2004). *Fundamentos de finanzas corporativas*. McGraw-Hill. Págs. 264-266.

⁴⁰ MARKOWITZ, H. M. (March 1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. Vol. 7, No. 1.

Una vez establecido todos los flujos de caja libres de los años proyectados (FCL_n) y definido su valor residual (VR), se descontarán a la tasa WACC (K_{WACC}) para finalmente calcular el valor de la empresa:

$$Enterprise\ Value = \frac{FCL_1}{(1 + K_{WACC})} + \frac{FCL_2}{(1 + K_{WACC})^2} + \dots + \frac{FCL_n + VR}{(1 + K_{WACC})^n}$$

Entendiéndose que el valor residual de la empresa temporalmente está situado en el momento que el último flujo de caja libre proyectado.

Por último, partiendo del valor de la deuda financiera en libros y descontando los medios líquidos de los que dispone la empresa, se define un valor de la deuda financiera neta (DFN) que servirá para establecer el valor de los fondos propios:

$$Equity\ Value = Enterprise\ Value - DFN$$

3.2.2. Proyección de variables

Cada una de las variables previstas en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance se ha calculado mediante la elaboración de un modelo que se puede ver con más detalle en el anexo XII.

3.2.2.1. Ventas

Se trata de la variable más importante y el punto de partida a la hora de realizar la proyección. A la hora de determinar las ventas futuras se va a tener en cuenta el crecimiento de las ventas que ha tenido cada rama de la empresa (Arroz y Pasta) y el importe que representan otros ingresos y los ajustes por consolidación respecto de las dos ramas anteriores para proyectar los ingresos de ventas futuros.

Tabla 11: Crecimiento ventas 15-19

EUR miles	2014-15	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	Media
Arroz	12,99%	-0,30%	4,76%	5,03%	10,87%	6,67%
Pasta	18,96%	0,97%	-1,45%	6,59%	1,03%	5,22%

Fuente: Elaboración propia con datos de Ebro Foods⁴¹

En la siguiente tabla se puede ver la estimación del crecimiento de las ventas de un año para otro en los negocios principales:

⁴¹ Ver Nota 6 de la memoria consolidada del ejercicio anual del 31 de diciembre de 2019 de Ebro Foods en el que se detalla la información financiera por segmentos. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Pág. 219-222. Consultado en febrero de 2020.

Tabla 12: Porcentajes crecimiento ventas

EUR miles	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27
Arroz	10,0%	6,7%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Pasta	7,5%	5,2%	3,5%	3,5%	2,5%	2,0%	1,0%	1,0%

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta los acontecimientos recientes, la situación de incertidumbre en el primer trimestre de 2020 ha provocado una mayor afluencia en los supermercados y derivado de ello las ventas de arroces y pasta de Ebro Foods han aumentado un 40% y 30% respecto al mismo periodo del año pasado⁴². Esta situación se ha considerado a la hora de establecer las hipótesis de crecimiento, de ahí que el primer año el arroz crezca un 10% y la pasta un 7,5%, aunque al ser una situación atípica también se ha considerado que durante el 2021 el crecimiento sea más moderado. Para los periodos siguientes se estima que habrá cada vez un menor crecimiento de las ventas. Estas hipótesis han sido contrastadas con otros informes de valoración de analistas en los que se respeta esta dinámica de reducir a largo plazo el crecimiento de las ventas⁴³.

Para el resto de los ingresos, los cuales suponían de media un 0,20% se ha estimado que para los próximos años el peso correspondiente de estos ingresos respecto a los ingresos por arroz y pasta se mantendría en un 0,1% debido a que es la cifra que presenta los últimos años.

Por otro lado, los ajustes por consolidación del grupo suponen un -2,5% sobre el negocio del arroz y de la pasta de media. Para los próximos años se ha mantenido esa cifra con la expectativa de que el peso sea el mismo.

En el anexo XIII se puede ver desglosado en valores absolutos cada uno de los importes de la cifra de ventas proyectados para los próximos años, de los que se puede ver una tendencia alcista durante los primeros años y poco a poco una estabilización de los ingresos.

⁴² GASPAR, I (2020): Ebro Foods es una de las grandes beneficiadas por el pánico a la extensión del Covid-19". El economista. Recuperado de: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10408519/03/20/Ebro-Foods-es-una-de-las-grandes-beneficiadas-por-el-panico-a-la-extension-del-Covid19.html>. Consultado en junio de 2020.

⁴³ Ver análisis de mercado de Ebro Foods en PIÑAS, L (2019). "Análisis y Mercados. Nota de Compañía: Ebro Foods". Recuperado de: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=PVAL&subs=NOIB&nombre=EBRO3T2019.pdf>. Consultado en junio de 2020.

3.2.2.2. Aprovisionamientos

Para la proyección de los aprovisionamientos de la empresa, se ha vuelto a realizar una bifurcación por negocios. En relación con el porcentaje sobre las ventas de cada una de las partes del negocio se ha realizado una proyección de estos. De esta manera, si la media de los gastos por aprovisionamientos del negocio del arroz durante los últimos 6 años suponía un 59,6% del total de las ventas por arroz, para los años siguientes, supondrá también ese porcentaje respecto de las ventas de arroz. En función de lo anteriormente comentado se elabora la siguiente tabla donde se detalla en valores absolutos y relativos los gastos de aprovisionamientos.

Tabla 13: Gastos de aprovisionamientos por negocio

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Arroz	(1.026.826)	(1.095.315)	(1.150.081)	(1.207.585)	(1.255.888)	(1.293.565)	(1.319.436)	(1.345.825)
% s/ ventas arroz	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%	59,6%
Pasta	(729.132)	(767.193)	(794.045)	(821.836)	(842.382)	(859.230)	(867.822)	(876.500)
% s/ ventas arroz	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%
Ajustes de consolidación	71.994	76.363	79.709	83.206	86.029	88.265	89.678	91.115
% s/ ventas arroz + Pasta	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%

Fuente: Elaboración propia

3.2.2.3. Gastos de Personal

Para los gastos de personal se ha seguido la misma dinámica que para los aprovisionamientos ya que en las cuentas anuales de Ebro Foods se tiene detalle del histórico de gastos de personal por negocio.

El porcentaje que representa sobre el negocio en términos relativos y los gastos en valores absolutos para los próximos ocho años se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 14: Gastos de personal por negocio

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Arroz	(189.515)	(202.155)	(212.263)	(222.876)	(231.791)	(238.745)	(243.520)	(248.390)
% s/ ventas arroz	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Pasta	(198.854)	(209.234)	(216.558)	(224.137)	(229.741)	(234.335)	(236.679)	(239.046)
% s/ ventas arroz	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Ajustes de consolidación	(1.942)	(2.057)	(2.144)	(2.235)	(2.308)	(2.365)	(2.401)	(2.437)
% s/ ventas arroz + pasta	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

Fuente: Elaboración propia

3.2.2.4. Amortización

La amortización vendrá dada por todos aquellos bienes materiales e inmateriales que puedan amortizarse. En el caso de Ebro Foods se ha realizado una estimación sobre dos amortizaciones, la correspondiente a los activos intangibles y la amortización de propiedades, plantas y equipos. En ambos casos se ha utilizado el método de amortización

lineal aplicando los coeficientes de amortización que Ebro Foods presentaba según la dotación anual en la cuenta de pérdidas y ganancias⁴⁴.

Atendiendo a este coeficiente y teniendo en cuenta las nuevas inversiones que se realizarán durante los próximos años, se calculan los gastos por amortización de los activos no corrientes:

Tabla 15: Amortización inmovilizado 2020-27

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Amortización total	(108.067)	(115.667)	(123.267)	(130.867)	(138.467)	(146.067)	(153.667)	(161.267)
Amortización Intangible	(5.768)	(6.368)	(6.968)	(7.568)	(8.168)	(8.768)	(9.368)	(9.968)
Inmovilizado existente	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)
Nuevas Inversiones	(600)	(1.200)	(1.800)	(2.400)	(3.000)	(3.600)	(4.200)	(4.800)
Amortización Material	(102.299)	(109.299)	(116.299)	(123.299)	(130.299)	(137.299)	(144.299)	(151.299)
Inmovilizado existente	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)
Nuevas Inversiones	(7.000)	(14.000)	(21.000)	(28.000)	(35.000)	(42.000)	(49.000)	(56.000)

Fuente: Elaboración propia

3.2.2.5. Inversiones

La estimación de las variaciones en la inversión durante los próximos ocho años se mantiene constante tanto en el inmovilizado intangible (20 millones de euros anuales) como en el inmovilizado material (140 millones de euros anuales). Estas estimaciones se han llevado a cabo mediante el promedio de la suma de la inversión en activo no corriente, la salida de inmovilizado, la combinación de negocios y las diferencias por conversión.

Tabla 16: Inversiones 2020-27

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Inmovilizado Intangible	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Inmovilizado Material	(140.000)	(140.000)	(140.000)	(140.000)	(140.000)	(140.000)	(140.000)	(140.000)
Inversiones total	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)

Fuente: Elaboración propia.

3.2.2.6. Variación NOF

Para estimar las variaciones de las necesidades operativas de fondos se han estimado previamente todas aquellas cuentas de Activo Corriente (Existencias Comerciales, Deudores comerciales y Tesorería operativa) y de Pasivo Corriente (Proveedores, Otras Deudas Adm. Públicas, Pasivos por Impuesto corriente y Otros pasivos corrientes) relacionadas directamente con las NOF.

Para definir las hipótesis correspondientes a las cuentas de activo y pasivo corriente se ha establecido el porcentaje correspondiente de esa cuenta respecto del total de ventas a

⁴⁴ Ver anexo XIV donde se detallan los coeficientes de amortización.

excepción del pasivo por impuesto corriente que se ha calculado su ratio en proporción al impuesto sobre beneficios y las existencias, los deudores y los proveedores, para los cuales se han calculado los periodos medios de maduración teniendo en cuenta el IVA impuesto sobre el arroz y otros cereales (4%)⁴⁵.

Teniendo en cuenta los porcentajes anteriormente descritos se ha utilizado la media de dichos porcentajes en los últimos 6 años para realizar las proyecciones de las cuentas correspondientes:

Tabla 17: Cuentas NOF

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Existencias Comerciales	661.864	701.691	732.073	763.810	789.325	809.563	822.244	835.143
Importe neto de ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
Días sobre ventas	79	79	79	79	79	79	79	79
Deudores Comerciales	470.510	498.822	520.421	542.982	561.120	575.507	584.522	593.691
Importe neto de ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
Periodo Medio de Cobro	54	54	54	54	54	54	54	54
Tesorería Operativa	284.853	301.993	315.069	328.728	339.710	348.420	353.877	359.429
Importe neto de ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
Días de Tesorería	34	34	34	34	34	34	34	34
Proveedores	501.734	532.110	555.351	579.638	599.220	614.734	624.517	634.471
Aprov. + Servicios exteriores	(2.316.965)	(2.457.237)	(2.564.565)	(2.676.717)	(2.767.146)	(2.838.790)	(2.883.968)	(2.929.934)
Período medio de pago	76	76	76	76	76	76	76	76
Otras Deudas Adm. Públicas	15.290	16.210	16.912	17.645	18.234	18.702	18.995	19.293
Importe neto de ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Pasivos por Impuesto corriente	12.353	13.717	14.555	14.122	15.057	15.732	15.117	15.565
Impuesto sobre Beneficios	(61.766)	(68.586)	(72.774)	(70.608)	(75.287)	(78.659)	(75.585)	(77.823)
% s/ impuesto de beneficios	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Otros pasivos corrientes	3.058	3.242	3.382	3.529	3.647	3.740	3.799	3.859
Importe neto de ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Fuente: Elaboración propia

La resta de las cuentas de activo corriente y las de no corriente dará como resultado las necesidades operativas de fondos. Si se tiene en cuenta las necesidades históricas del año 2019 se puede obtener la variación para cada uno de los años ($n/n-1$):

⁴⁵ Agencia Tributaria (2020): “Tipos impositivos en el IVA”. Rescatado de [https://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos Comunes/La Agencia Tributaria/Segmentos_Usuarios/Empresas_y_profesionales/Novidades_IVA_2014/Nuevos_tipos_IVA.pdf](https://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos Comunes/La_Agencia_Tributaria/Segmentos_Usuarios/Empresas_y_profesionales/Novidades_IVA_2014/Nuevos_tipos_IVA.pdf). Consultado en junio de 2020.

Tabla 18: Variación NOF

EUR miles	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Activo Corriente	1.314.012	1.417.227	1.502.506	1.567.563	1.635.520	1.690.156	1.733.490	1.760.642	1.788.263
Pasivo Corriente	475.275	532.435	565.279	590.200	614.933	636.158	652.908	662.428	673.187
NOF	838.737	884.792	937.227	977.363	1.020.587	1.053.997	1.080.582	1.098.214	1.115.075
Variación en NOF		46.055	52.436	40.135	43.225	33.410	26.585	17.632	16.861

Fuente: Elaboración propia

3.2.3. Estimación de los flujos de caja futuros

Siguiendo la metodología anteriormente descrita para definir el flujo de caja libre se ha realizado la siguiente tabla en la que se puede observar detalladamente cada una de las variables necesarias para estimar dicho flujo para cada uno de los próximos ocho años:

Tabla 19: Flujo de Caja Libre 2020-2027

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
VENTAS	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
-Aprovisionamientos	(1.683.964)	(1.786.145)	(1.864.416)	(1.946.215)	(2.012.241)	(2.064.530)	(2.097.581)	(2.131.210)
-Gastos de Personal	(403.904)	(427.845)	(445.974)	(464.894)	(479.993)	(492.004)	(499.407)	(506.933)
-Otros Gastos	(609.578)	(646.258)	(674.240)	(703.470)	(726.970)	(745.609)	(757.288)	(769.168)
EBITDA	360.534	381.740	397.732	414.417	427.679	438.245	444.699	451.260
-Amortización	(108.067)	(115.667)	(123.267)	(130.867)	(138.467)	(146.067)	(153.667)	(161.267)
EBIT	252.467	266.073	274.465	283.550	289.212	292.178	291.032	289.993
-Impuestos sobre EBIT	(75.740)	(79.822)	(82.340)	(85.065)	(86.764)	(87.653)	(87.310)	(86.998)
NOPLAT	176.727	186.251	192.126	198.485	202.448	204.524	203.723	202.995
+Amortización	108.067	115.667	123.267	130.867	138.467	146.067	153.667	161.267
FCO	284.794	301.918	315.393	329.352	340.915	350.591	357.390	364.262
-Inversión en ANC	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)	(160.000)
-Variación NOF	(46.055)	(52.436)	(40.135)	(43.225)	(33.410)	(26.585)	(17.632)	(16.861)
FCL	78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401

Fuente: Elaboración propia

La mayoría de las variables corresponden con la misma descripción y valor que se tienen en las cuentas que hay en el estado de pérdidas y ganancias a excepción de la cuenta “otros gastos” que en este caso se describiría como el valor residual entre las ventas, los aprovisionamientos, los gastos de personal y el EBITDA. De esta manera, también se pueden obtener estos gastos mediante el sumatorio de la variación de existencias, los trabajos realizados para su activo, otros ingresos explotación y otros gastos de explotación.

Los impuestos derivados del resultado de explotación (Impuestos sobre EBIT), calculados con la misma tasa impositiva que se utiliza en ese mismo periodo (30%)⁴⁶

⁴⁶ Existen diferentes tipos de gravamen según el país (España: 25%, Francia: 33,3%, Alemania:30%, etc..). El tipo efectivo medio consolidado utilizado durante los últimos años ha sido cercano al 30%, por lo que se estima que este será el tipo impositivo para los próximos siete años. Fuente: Ebro Foods (2019):

permiten definir junto con la amortización, la cual no produce ningún gasto, el flujo de caja operativo (FCO).

3.2.4. Estimación del WACC

Para el cálculo del WACC es necesario hacer una estimación previa de cuál será el coste de los recursos propios y ajenos.

El coste de los recursos propios se ha estimado mediante la metodología CAPM explicada anteriormente. Para ello se han estimado tres parámetros: la beta, la rentabilidad libre de riesgo y la prima de riesgo.

Se entiende por beta o coeficiente de volatilidad la variación en el rendimiento de la empresa en función de las variaciones producidas en el resto de las empresas⁴⁷, es decir, mide la volatilidad que tiene la rentabilidad de la empresa respecto al mercado.

Para definir el valor de la beta de la empresa se ha obtenido una muestra de 14 empresas comparables entre las que se incluyen Ebro Foods. El proceso de selección de estas empresas se ha llevado a cabo mediante la elección del top de empresas que más facturan en el mundo en el sector de procesamiento de comida⁴⁸. Se han suprimido aquellos fabricantes especializados en fabricar cervezas y bebidas alcohólicas, obteniendo un total de 10 empresas. Para la obtención de las otras 4 empresas comparables que determinan la muestra se ha llevado a cabo el mismo procedimiento que para las empresas que más facturan con la diferencia de que esta vez se ha realizado solamente en España.

Las betas de la muestra han sido obtenidas a través del portal web de información Financiera *Yahoo! Finance*. Para definir la beta de la empresa se necesita desapalancar cada una de las betas de la muestra mediante la siguiente formula⁴⁹:

$$\beta_u = \beta_e \div \left[1 + \frac{D \times (1 - t)}{E} \right]$$

“Memoria consolidada del ejercicio anual al 31 de diciembre de 2019, Nota 21: Situación Fiscal”. Pág. 88. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en junio de 2020.

⁴⁷ SHARPE, W (1964): “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”. *The journal of finance*, 19(3). Págs. 425-442.

⁴⁸ Food Engineering (2020). “2019 Top 100 Food & Beverage Companies”. Rescatado de <https://www.foodengineeringmag.com/2019-top-100-food-beverage-companies>. Consultado en junio de 2020.

⁴⁹ MASCAREÑAS, J (2002): “La beta apalancada”. En Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312663. Consultado en junio de 2020.

Siendo β_u la beta desapalancada, D los recursos ajenos, E los recursos propios y t la tasa impositiva.

Se ha determinado mediante una media aritmética la beta desapalancada que se utilizará para estimar el WACC utilizando como 1/3 del peso total el valor de mercado de cada una de las empresas de la muestra y 2/3 la media de las beta de los últimos años de Ebro Foods⁵⁰ obteniendo una beta de 0,51⁵¹.

En cuanto a la rentabilidad libre de riesgo se ha tomado el promedio de la rentabilidad del bono español a 10 años de los últimos 15 años⁵²: 3,18%

Para realizar la estimación de la prima de riesgo se ha seleccionado de la base de datos de Damodaran la prima de riesgo correspondiente a España actualizada a julio de 2020 (7,58%)⁵³.

Como resultado de aplicar la metodología CAPM se obtiene la siguiente formula:

$$K_e = 3,18\% + 0,51 \times 7,58\% = 7,08\%$$

Para obtener el coste de la deuda se realiza el promedio del ratio de gastos financieros del ejercicio sobre el pasivo con coste de los últimos 5 años (5,71%):

Tabla 20: Ratio Gastos financieros sobre pasivo

EUR miles	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Pasivos con coste	569.754	648.567	680.702	711.476	1.007.520
Gastos Financieros	-43.183	-36.803	-46.562	-31.628	-40.476
Ratio	7,58%	5,67%	6,84%	4,45%	4,02%

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta el coste de los recursos ajenos y propios anteriormente descritos y sus ponderaciones respecto al activo total mediante la metodología del WACC se estima el coste:

$$K_{WACC} = 5,71\% \times 47,61\% \times (1 - 30\%) + 7,08\% \times 52,39\% = 5,61\%$$

⁵⁰ Bolsas y Mercados Españoles (2020): Informe Anual de Índices IBEX 2019. Rescatado de <https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/InformesSB/anual.pdf>. Consultado en agosto de 2020.

⁵¹ Ver detalle de la muestra de las betas, apalancamiento y valor de mercado en el anexo XV.

⁵² Ver anexo XVI donde se detalla la rentabilidad del bono español a 10 años desde 2005 hasta 2019.

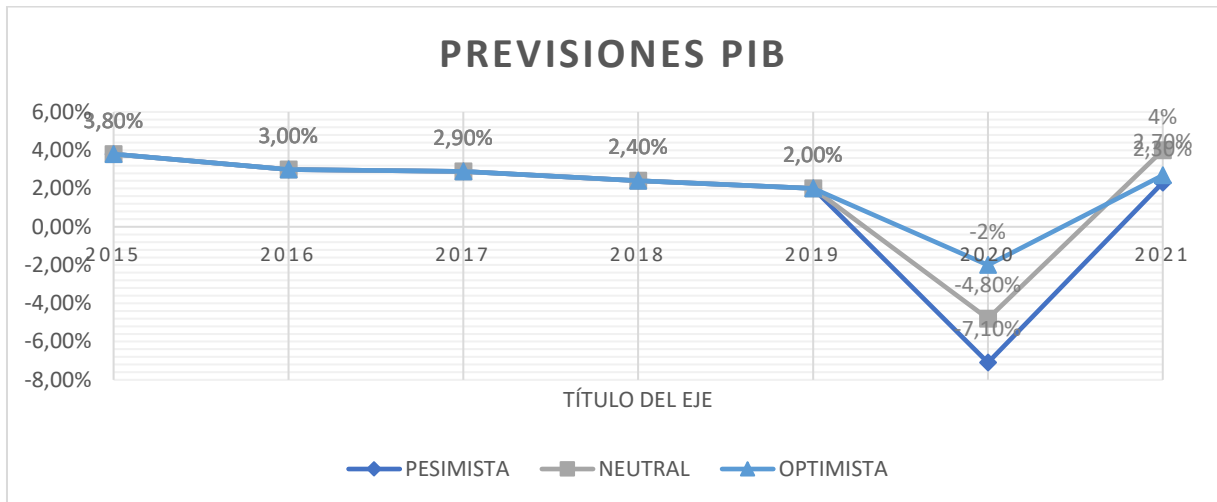
⁵³ DAMODARAN, A. (2020). "Country Default Spreads and Risk Premiums". Rescatado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/cryprem.html. Consultado en junio de 2020.

3.2.5. Estimación del valor residual

Para poder utilizar la fórmula de la perpetuidad creciente será necesario utilizar el último flujo de caja libre estimado (187 millones de euros), la tasa de descuento WACC (5,61%) y la tasa de crecimiento de los flujos de caja a perpetuidad.

Para establecer una tasa de crecimiento representativa para la valoración se observa la tendencia del crecimiento del PIB de los últimos 5 años y se tienen en cuenta las previsiones de dicho crecimiento en base a tres escenarios:

Gráfico 1: Estimación del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos de Bankinter (2020). "Previsión del PIB en España para 2020-21". Recuperado de <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/24/previsiones-pib-espana>. Consultado en junio de 2020

Esto permite establecer la valoración en tres escenarios distintos según su crecimiento:

Tabla 21: Escenarios crecimiento

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	MEDIA
Real	3,80%	3,00%	2,90%	2,40%	2,00%	-	-	-
Pesimista	"	"	"	"	"	-7,10%	2,30%	1,33%
Neutral	"	"	"	"	"	-4,80%	4%	1,90%
Optimista	"	"	"	"	"	-2%	2,70%	2,11%

Fuente: Elaboración propia

En base a cada uno de estos escenarios se definen los siguientes valores residuales utilizando la fórmula de perpetuidad creciente:

Tabla 22: Valores residuales

EUR miles	VR
Pesimista	4.432.919
Neutral	5.144.133
Optimista	5.470.747

Fuente: Elaboración propia

3.2.6. Valor de empresa y valor para el accionista

Para obtener el valor de la empresa será necesario descontar los flujos de caja a la tasa WACC teniendo en cuenta los valores residuales según el escenario previsto:

3.2.6.1. Escenario Pesimista

Tabla 23: EV Pesimista

EUR miles	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
FCL		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401
VR									4.432.919
FCL+VR		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	4.620.320
Descuento		0,95	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	0,65
FCL+VR Descontado		74.555	80.225	97.842	101.380	112.263	118.189	122.656	2.985.099
Enterprice Value		3.692.209							

Fuente: Elaboración propia

3.2.6.2. Escenario Neutro

Tabla 24: EV Neutro

EUR miles	2019A	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FCL		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401
VR									5.144.133
FCL+VR		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	5.331.534
Descuento		0,95	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	0,65
FCL+VR Descontado		74.555	80.225	97.842	101.380	112.263	118.189	122.656	3.444.600
Enterprice Value		4.151.710							

Fuente: Elaboración propia

3.2.6.3. Escenario Optimista

Tabla 25: EV Optimista

EUR miles	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
FCL		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401
VR									5.470.747
FCL+VR		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	5.658.148
Descuento		0,95	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	0,65
FCL+VR Descontado		74.555	80.225	97.842	101.380	112.263	118.189	122.656	3.655.619
Enterprice Value		4.362.729							

Fuente: Elaboración propia

3.2.6.4. Valor del accionista

Tabla 26: Equity Value

EUR miles	PESIMISTA	NEUTRO	OPTIMISTA
Enterprice Value	3.692.209	4.151.710	4.362.729
DFN	(1.000.660)	(1.000.660)	(1.000.660)
Equity Value	2.691.549	3.151.050	3.362.069
Va (€acción)	17,49	20,48	21,85

Fuente: Elaboración propia

Para obtener el valor del accionista es necesario restarle la deuda financiera (1.253 millones de euros) y sumarle la tesorería (252 millones de euros).

3.3. Valoración por múltiplos

Si bien es cierto que la valoración por descuento de flujos de caja libre es el método más utilizado tanto académicamente como profesionalmente a la hora de realizar una valoración⁵⁴ tiene un inconveniente, la valoración va a estar muy afectada por el valor que tomen las variables. Esto puede producir que la empresa acabe siendo infravalorada o sobrevalorada debido a que se cometa algún error en la estimación de flujos esperados o en cualquier otro parámetro que determine la valoración⁵⁵.

Por todo ello, se utilizará también otro método de valoración adicional, de tal manera que, igual que se calculaba el valor contable para establecer un punto de partida en la valoración, la valoración por múltiplos permitirá hallar un valor que, aunque no resulte tan fiable como la valoración por flujos de caja libre, será de apoyo a la valoración a la hora de determinar el precio final por el que la empresa pueda ser comprada pudiendo contrastarse con el resto de las valoraciones obteniéndose así una perspectiva diferente a la que ofrece la valoración por descuento de flujos.

3.3.1. Definición y concepto de valoración por múltiplos

Se define como valoración por múltiplos aquel valor de empresa que atendiendo a las transacciones comparables de mercado realizadas con anterioridad sirven para hallar el precio que refleja la empresa en el presente⁵⁶.

Antes de hablar de la metodología que se va a aplicar y a realizar la valoración, es importante matizar que método basado en múltiplos se va a utilizar. En el caso de que se atendiera a un criterio en el que se seleccionen operaciones de venta de empresas del mismo sector y se sepa el precio al que se ha vendido, este método, más conocido como método de transacciones tendrá la ventaja de que ofrece precios de mercado reales, con el inconveniente de que no reflejen el momento actual en el que se realiza la valoración.

⁵⁴ FERNÁNDEZ, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School – Universidad de Navarra*. DI-771. Pág. 22.

⁵⁵ Ver tipologías de errores de valoración en FERNÁNDEZ, P. (2016). 170 errores en valoraciones de empresas. *Dialnet*. N.º 57.

⁵⁶ ROJO A.; PORRÚA, R. & MARIÑO-GARRIDO, T. (2018). Valoración por múltiplos. *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (Aeca)*. N.º 15.

Por otro lado, se puede encontrar empresas cotizadas del mismo sector que indiquen en una base de datos cual es el múltiplo correspondiente, con el inconveniente que conlleva saber que el precio de dicha empresa no refleja el precio real ya que puede estar inflado, pero manifestando el momento actual de tiempo en el que se realiza la valoración. Al no disponer de una base de datos que implique encontrar transacciones sobre ventas de empresas del sector de la manufacturación de alimentos y más concretamente en el del arroz y la pasta, la opción más factible es la de aplicar múltiplos de empresas cotizadas del mismo sector. Para ello, se utilizará la base de datos de Damodaran en la que se puede encontrar toda clase de múltiplos para el sector de la manufacturación de alimentos.

Conceptualmente es importante antes de proceder a la valoración, determinar que múltiplos se van a utilizar, que valor miden (valor de empresa o valor del accionista) y definirlos:

- **VE/Ventas (Valor de empresa/Ventas):** Es el resultado de dividir el valor de la empresa y las ventas que ha generado. Utilizando las ventas de la compañía, se puede obtener el valor de empresa.
- **PER (*Price Earning Ratio*):** Se define como el precio de la acción en el mercado dividido entre el beneficio por acción. Mide el número de años que el inversor tarda en recuperar la inversión. Utilizando el beneficio neto de la empresa se conseguirá el valor del accionista.
- **VE/EBITDA:** Cociente entre el valor de la empresa con deudas y el resultado bruto de explotación. Muestra el valor que tiene la empresa sobre los recursos que genera una empresa sin tener en cuenta su amortización.
- **VE/EBIT:** Cociente entre el valor de la empresa con deudas y el resultado bruto de explotación. Muestra el valor de la empresa sobre los recursos de explotación que ha generado independientemente de su estructura financiera.

3.3.2. Valoración

En primer lugar, se deben seleccionar las compañías relacionadas con Ebro Foods. Debido a que la mitad de las ventas de Ebro Foods tienen lugar fuera de la Unión Europea⁵⁷, las empresas seleccionadas estarán localizadas por todo el mundo. El sector seleccionado será el de la manufacturación de alimentos.

⁵⁷ Ver anexo VI donde se desglosa las ventas por presencia geográfica.

El segundo paso sería calcular el múltiplo para cada una de las compañías seleccionadas, en este caso, se ha decidido utilizar la muestra de empresas que anteriormente se utilizó para definir las betas. Para poder obtener los ratios del grupo de comparación, se ha utilizado la página Investing.com que proporciona el PER y las ventas de cada empresa, mientras que para obtener el EBITDA y el EBIT correspondiente a cada compañía se ha utilizado el portal web *MarketScreener*⁵⁸. De los múltiplos seleccionados (VE/Ventas y PER), obtenemos las siguientes medias de nuestra muestra:

Tabla 27: Múltiplos

VE/Ventas	1,73x
PER	20,03x
VE/EBITDA	9,08x
VE/EBIT	12,86x

Fuente: Elaboración propia

Aplicando la cifra de ventas del 31 de diciembre de 2019 de Ebro Foods (2.813 millones de euros) al múltiplo de VE/Ventas se obtiene un valor de empresa de 3.851 millones de euros. Mientras que para el múltiplo PER, el beneficio neto de Ebro Foods (150 millones de euros) proporciona un valor para el accionista de 3.011 millones de euros. Por otro lado, el EBITDA de nuestra empresa (324 millones de euros) nos ofrece un valor de empresa de 2.943 millones de euros y el EBIT (212 millones de euros) nos da como resultado de la valoración de 2.732 millones de euros.

Para que los cuatro valores puedan ser comparables se ha procedido a restarle la deuda financiera (1.252 millones de euros) y sumarle la tesorería (252 millones de euros) al valor de empresa obtenido al calcular mediante los múltiplos VE/Ventas, VE/EBITDA y VE/EBIT, obteniendo finalmente los siguientes resultados:

Tabla 28: Equity Value múltiplos

VE/Ventas	2.851 millones de euros
PER	3.011 millones de euros
VE/EBITDA	1.942 millones de euros
VE/EBIT	1.731 millones de euros

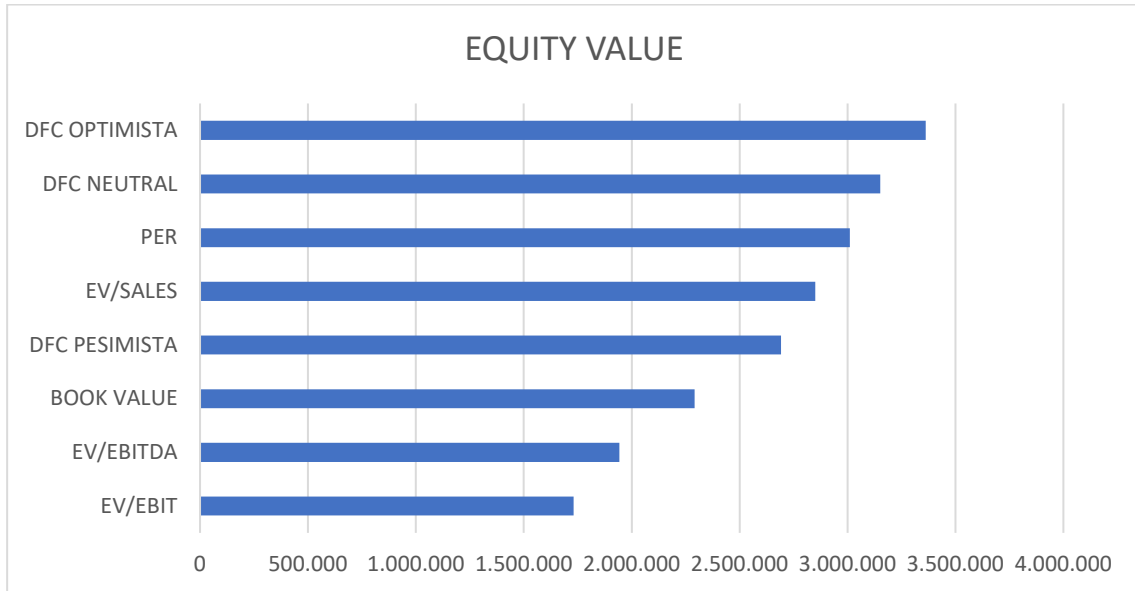
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del anexo XIX

⁵⁸ Ver anexo XVIII en el que se desglosa cada muestra de empresas y sus ratios.

3.4. Determinación valor de la empresa

Con todo lo recogido anteriormente, se realiza un gráfico de barras con todas las valoraciones propuestas en este epígrafe:

Gráfico 2: Equity Value



Fuente: Elaboración propia.

El rango de valoración para el accionista obtenido mediante los múltiplos y por descuento de flujo de caja para Ebro Foods se sitúa entre 1.731 millones de euros y 3.362 millones de euros. Como se puede observar, la valoración por el múltiplo EV/EBIT es la menor de las calculadas, situándose incluso por debajo de la valoración contable, la cual suele ser inferior al valor de mercado⁵⁹.

Por otro lado, la valoración realizada mediante el múltiplo VE/Ventas y el escenario pesimista de FCL quedan por encima de la media, aunque no significativamente. Muy por encima de la media se situarían el resto de los escenarios y de múltiplos, llegando a alcanzar el máximo de la valoración en el escenario optimista de FCL.

Tal y como se detalla en la información Financiera Resumida Consolidada del 31 de diciembre del 2019 de Ebro Foods, la empresa dispone de 153,8 millones de acciones en circulación. Considerando este dato se puede obtener el valor de la acción de la compañía:

⁵⁹Invesgrama (2020): “La relación entre el precio y el valor contable”. Recuperado de <https://invesgrama.com/estrategias-de-inversion/criterios-de-seleccion/la-relacion-entre-el-precio-y-el-valor-contable-2/>. Consultado en junio de 2020.

Tabla 29: Valor de la acción en euros por acción

EV/EBITDA	12,62
DFC PESIMISTA	17,49
PER	19,57
EV/SALES	18,53
DFC NEUTRAL	20,48
DFC OPTIMISTA	21,85
MEDIA	18,42

Fuente: Elaboración propia

A día 31 de diciembre de 2019, se compara a cierre el valor de mercado que establece la bolsa de Madrid⁶⁰ con el valor estimado mediante la media de las valoraciones:

Tabla 30: Valor de mercado en euros por acción

VALOR MERCADO	19,46
VALOR ACCIÓN	18,42

Fuente: Elaboración propia

⁶⁰ BDE (2020): Bolsa de Madrid, ficha de Ebro Foods, S.A.". Rescatado de <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ClvEmis=12501>. Consultado en julio de 2020.

4. RECOMENDACIÓN DE COMPRA

APALANCADA

4.1. Introducción

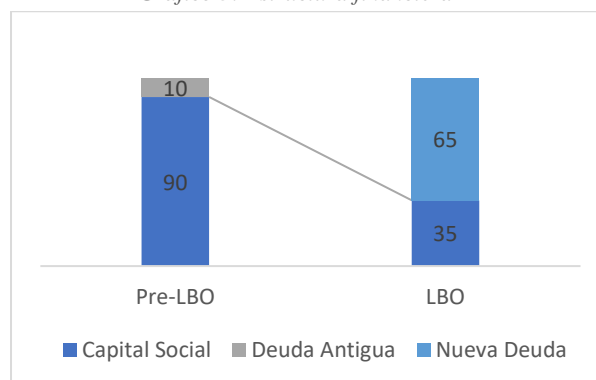
De manera sencilla, se elabora una recomendación sobre si la empresa puede o no someterse a un proceso de reestructuración basado en el apalancamiento. Para ello, en este epígrafe se dará a conocer este tipo de operaciones, explicando el concepto de compra apalancada, su normativa, la estructura financiera resultante de estas operaciones, sus características y las razones por las que se puede llegar a realizar. En segundo lugar, se aplicarán la metodología anteriormente descrita al caso práctico estudiado en los capítulos anteriores, llevando a cabo un análisis de sus características y un hipotético caso de apalancamiento para poder comparar los resultados de la empresa.

4.2. Marco conceptual y metodológico del LBO

Se entiende por compra apalancada (en adelante LBO⁶¹) la adquisición de una empresa financiando gran parte de esa adquisición con deuda. El propósito final de este tipo de adquisiciones es la de remodelar su estructura financiera aprovechándose de los beneficios fiscales que pueda otorgar el aumento de los gastos financieros⁶².

Por consiguiente, como se puede apreciar en el siguiente gráfico⁶³, los recursos propios de la empresa en términos relativos se pueden ver disminuidos en gran medida debido a la gran cantidad de recursos ajenos con la que los adquirentes financian la empresa.

Gráfico 3: Estructura financiera



Fuente: Elaboración propia

⁶¹ *Leverage Buy Out* (Compra apalancada de empresas).

⁶² MASCAREÑAS, J. (2011): Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Ecobook. Págs. 209-211.

⁶³ Porcentajes orientativos basados en los porcentajes de MASCAREÑAS, J. (2011): Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Ecobook. Pág. 214.

La tipología de LBO es muy amplia y puede dar confusión, ya que dependiendo de quién sea el adquirente de la operación, el LBO tiene un objetivo y unas características distintos:

- MBO – *Management Buy Out*: Son los directivos de la propia empresa los que realizan la adquisición aprovechando el conocimiento que tienen sobre la sociedad.
- MBI – *Management Buy In*: Con el objetivo de mejorar la gestión operativa, los socios adquirentes renuevan el equipo directivo.
- BIMBO – *Buy In Management Buy Out*: La adquisición es realizada tanto por directivos internos de la empresa como por profesionales ajenos a esta.
- LEBO – *Leveraged Employee Buy Out*: La adquisición es realizada por empleados internos que no cumplen con la categoría de directivos.
- IBO – *Institutional Buy Out*: La adquisición es realizada por un inversor institucional⁶⁴.
- LBU - *Leveraged Build Up*: Utiliza el endeudamiento que proporciona un LBO para establecer de manera consolidada a base de comprar consecutivamente empresas una posición importante en el sector.

Otro de los aspectos más significativos de un LBO es que son operaciones tremendamente complejas, en las que median muchos intervinientes⁶⁵:

- Empresa objetivo: También denominada “target”, es la empresa que va a ser reestructurada y va a cambiar de propietarios
- Vendedores: Accionistas de la empresa objetivo antes de que dé lugar la adquisición.
- Compradores: Accionistas de la empresa objetivo después de que dé lugar la adquisición.
- NewCo o SPV⁶⁶: Vehículo especial de inversión destinado a la reestructuración de la empresa objetivo.

4.2.1. Normativa del LBO

El artículo 150.1 de la ley de sociedades anónimas establece que *“la sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo*

⁶⁴ Al contrario que un inversor industrial, los inversores institucionales (normalmente bancos o fondos de inversión) buscan obtener rentabilidad para su cartera.

⁶⁵ Ver anexo XX: Estructura de un LBO.

⁶⁶ Abreviatura de *New Company* (Nueva Compañía); SPV: siglas de *Special Purpose Vehicle* (Vehículo de propósito especial).

de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.”

Es importante entender que las leyes que rigen la compraventa de empresas, no solamente para las sociedades anónimas sino también en las sociedades de responsabilidad limitadas (Artículo 81 de la ley de sociedades de responsabilidad limitada) prohíben en todo caso la asistencia financiera, es decir, se pretende evitar que se haga con el control de la empresa a cargo del patrimonio social de esta siempre y cuando exista intencionalidad por vulnerar los intereses de los socios minoritarios o de los acreedores⁶⁷.

Por tanto, el concepto propio de compra apalancada ya incurriría en un incumplimiento de las leyes que se acaba de ver. Por ello, a la hora de realizarse estas operaciones, es necesario operar con un interviniente adicional al que se estaría acostumbrado a ver en una operación comercial de compra de empresas habitual, esto es, la NewCo.

4.2.2. Estructura del LBO

Debido a la incorporación de un vehículo especial de inversión en la adquisición apalancada, es necesario establecer unos criterios básicos para que la operación pueda ejercerse con éxito.

Para ello, en primer lugar, se le otorga financiación a la NewCo mediante los recursos propios que otorguen los nuevos compradores y la nueva deuda. Esta financiación será la que se quiera para la empresa objetivo. En segundo lugar, se paga el precio pactado de compra a los vendedores con la financiación obtenida de la NewCo, obteniendo la NewCo las acciones de la sociedad objetivo. De esta manera, no se incurriría en asistencia financiera ya que se ha salvado la prohibición de que la propia sociedad conceda préstamos para la adquisición de acciones. Por último, para que se pueda hacer efectiva la devolución de la deuda de la NewCo, se procede a fusionar esta con la empresa objetivo, quedando ambos patrimonios totalmente integrados⁶⁸.

⁶⁷ ORTEGA, F. J. & ESPEJO-SAAVEDRA, J. L. (2006): Claves sobre la compra apalancada y prohibición de la asistencia financiera. *Revista Estrategia Financiera*, 232, Pág. 23.

⁶⁸ En el anexo XVIII se puede ver de forma visual y esquemática el proceso de estructuración del LBO.

4.2.3. Características de idoneidad de una empresa

Para que la empresa que se va a someter a un proceso de reestructuración en su financiación sea óptima se deben de dar una serie de características⁶⁹:

1. Flujos de caja libre estables y sólidos: Debido a que el repago de la deuda se hará mediante estos flujos y por tanto deben de ser lo suficientemente grandes para poder hacer frente a las altas cuotas de amortización e intereses que presentan estas sociedades.
2. Compañía de lento crecimiento o estable: Ya que, en caso de que la sociedad crezca muy rápido, no se tendría la liquidez suficiente para hacer frente a los pagos de la deuda.
3. Directivos expertos: Ya que trabajarán en una estructura de financiación de mucho riesgo.
4. Bajo ratio de endeudamiento: La empresa podrá endeudarse para ser adquirida mediante un LBO si tiene una capacidad de endeudamiento infrautilizada.

4.2.4. Razones para hacer un LBO

A la hora de realizar cualquier clase de fusión o adquisición, el primer motivo por el que los *stakeholders*⁷⁰ promueven esta clase de actos es debido a la creación de valor que les ofrece. De esta manera, no solamente se pretende maximizar el valor de los accionistas, sino además de todas aquellas partes interesadas en la sociedad como los clientes, proveedores, deudores institucionales, entre otros⁷¹.

Las operaciones apalancadas no son una excepción, si se tuviese que reducir todas las razones a una, sería la de creación de valor para la empresa. Pero ¿por qué modificar la estructura financiera del balance? Partiendo del teorema de Modigliani-Miller con impuestos⁷², siempre que la empresa se encuentre en una situación de crecimiento y estabilidad, la mayor proporción de los recursos ajenos frente a los propios generarán un mayor valor de empresa⁷³, esto se debe al efecto apalancamiento.

⁶⁹ MASCAREÑAS, J. (2005). La compra de empresas mediante apalancamiento financiero, Fusiones y adquisiciones de empresas. McGraw Hill. Págs. 207-208.

⁷⁰ Stakeholders: Partes interesadas.

⁷¹ ZOZAYA, N. (2007): Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. *Distribución de Dirección General de Política de la PYME*. Marzo. Pág. 3.

⁷² MODIGLIANI, F y MILLER, M. (1963). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*.

⁷³ Ver anexo XXI: Grafica teorema de Modigliani-Miller

Desde un punto de vista práctico, se puede ver la importancia de dicho apalancamiento estimando la rentabilidad económica y financiera de una empresa utilizando las fórmulas de la metodología del análisis financiero del apartado 2.2.3. Si se opera convenientemente, se pueden relacionar estas dos expresiones obteniendo una nueva fórmula para el rendimiento financiero en la que se dispone de una variable esencial, el apalancamiento financiero⁷⁴:

$$ROE = ROI + [ROI - K_d \times (1 - t)] \times \left(\frac{D}{E}\right)$$

Siendo (D/E) el apalancamiento y T la tasa impositiva. De esta manera, se puede ver como el apalancamiento va a tener un efecto multiplicador sobre nuestra rentabilidad económica siempre y cuando el resultado de esta sea superior al coste de los recursos ajenos descontados intereses⁷⁵.

Evidentemente se han dado casos en los que el LBO no solo no ha creado valor para la empresa, sino que además ha destruido valor debido a la mala gestión de los fondos de inversión que realizaron su compra, como es el caso de TOYS R' US⁷⁶ que, tras realizarse una compra apalancada durante su auge en 2005, pasó de tener 2.300 millones de dólares de deuda a deber más de 5.200 millones de dólares diez años más tarde (un 126% más). Pasando de ser valorada y comprada por 6.600 millones de dólares a tener un patrimonio neto negativo de 1,3 millones de dólares.

4.3. Análisis de viabilidad de la compra de Ebro Foods

4.3.1. Características de idoneidad de Ebro Foods

Como se puede apreciar en los flujos de caja libre estimados para los años 2020-2027, la empresa cuenta con unos flujos estables y sólidos con los que poder hacer frente a la amortización de las deudas llegando a incrementarse todos los años.

Tabla 31: FCL

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
FCL	78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401

Fuente: Elaboración propia.

⁷⁴ MASCAREÑAS, J. (1989). "Análisis del apalancamiento". Pág. 6. En Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. Recuperado de <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2322103>. Consultado en junio de 2020.

⁷⁵ Ver en el anexo XXII la tabla donde se puede apreciar de manera práctica como el incremento de la deuda incide de manera positiva en la rentabilidad financiera para la misma rentabilidad económica.

⁷⁶ RITCHER, W. (2017): "Brick & Mortar Meltdown: Toys R Us Hires Bankruptcy Law Firm". Wolf Street. Recuperado de <https://wolfstreet.com/2017/09/06/brick-mortar-meltdown-toys-r-us-hires-bankruptcy-law-firm/>. Consultado en junio de 2020.

En segundo lugar, la empresa está en constante crecimiento tal y como se aprecia en la siguiente tabla que indica que el crecimiento de los activos desde el 2014 hasta el 2019 es de un 7%:

Tabla 32: Crecimiento activo

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Activo	3.162.068	3.403.676	3.645.478	3.663.133	3.832.425	4.374.073
Crecimiento		8%	7%	0,48%	5%	14%

Fuente: Elaboración propia

Por último, la empresa dispone de una capacidad de endeudamiento la cual podría ser mucho más explotada según el ratio de endeudamiento DFN/EBITDA el cual indica que de media la deuda es 2 veces el resultado generado de explotación sin tener en cuenta la amortización:

Tabla 33: DFN/EBITDA

EUR miles	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
DFN	407.916	428.729	447.214	517.429	705.216	1.000.660
EBITDA	277.386	310.787	341.441	350.765	306.940	324.082
DFN / Ebitda	1,5x	1,4x	1,3x	1,5x	2,3x	3,1x

Fuente: Elaboración propia

4.3.2. Determinación precio compra y tramos de inversión

Tras haber analizado si Ebro Foods es una empresa idónea para realizar un LBO, se procede a determinar cuál sería su precio de compra basándose en los porcentajes de la financiación de MASCAREÑAS (2011)⁷⁷. Para ello se ha establecido el promedio de las valoraciones realizadas a excepción de la valoración contable: 4.191 millones de euros.

Este precio sería el equivalente a adquirir las acciones de la compañía mediante la NewCo la cual financiará parte de esta adquisición mediante deuda. De esta manera se establece la siguiente estructura de financiación para la compra de las acciones:

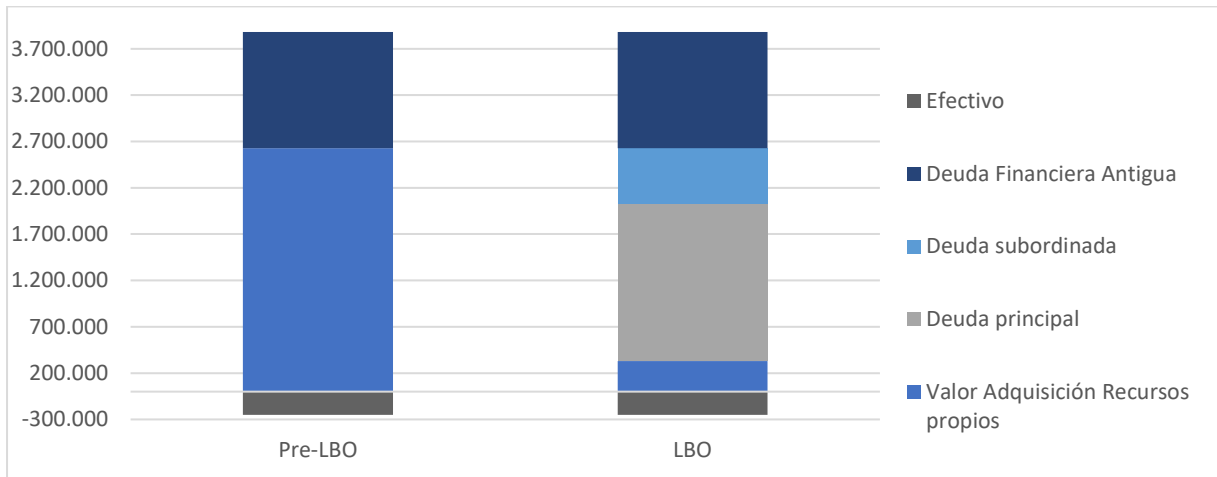
- 328 millones de euros (9,06% del total de la financiación) financiados como recursos propios aportados por los nuevos compradores de la sociedad.
- 1.700 millones de euros (46,81%) aportados de forma bilateral o mediante un sindicato bancario a un tipo de interés del 6% con una duración de 8 años y sin carencia.

⁷⁷ MASCAREÑAS, J. (2011): Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Ecobook. Pág. 214.

- 600 millones de euros (16,53%) aportados por un fondo de inversión a un tipo de interés del 9% a 8 años con carencia de 4 años⁷⁸.

Asimismo, añadiéndole el resto de la deuda financiera de la empresa, se puede establecer una comparativa de la estructura financiera de Ebro Foods valorada a precio de compra antes y después de apalancar la empresa:

Gráfico 4: Estructura financiera Pre-LBO y LBO



Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar en el anterior gráfico, el valor de la empresa es el mismo para ambas estructuras (3629 millones de euros), pero la principal diferencia reside en que el valor de las acciones se ha disminuido en un 73% y por tanto el apalancamiento es mucho mayor.

4.3.3. Análisis financiero Post-LBO

Para poder medir de manera eficaz el efecto del ahorro fiscal que se deriva del apalancamiento en una operación LBO se recurre al método del valor actual ajustado que proporcionará una estimación del valor actual del apalancamiento y del proyecto no apalancado⁷⁹:

$$VAA = VA \text{ del proyecto no apalancado} + VA \text{ del apalancamiento}$$

La bifurcación de estos dos valores indicará las fuentes de donde procede la creación de valor. De este mismo modo se puede realizar de manera sencilla dos valoraciones de

⁷⁸ El tipo de interés, la duración, y la carencia utilizado en la deuda principal y secundaria se ha basado en los parámetros que se definen en el estudio de VIÑAS, A (2016): “Estudio de las operaciones LBO”. Págs. 13-14.

⁷⁹ PINDADO, J. et al. (2012): Finanzas Empresariales. Ed. Paraninfo. Págs. 543 y 544

la empresa, una manteniendo la deuda antigua y otra con la estructura financiera propuesta para la NewCo.

El valor actual del proyecto sin apalancamiento será igual que el método de descuento de flujos de caja, excepto por la tasa de descuento que se utilizará K_0 . Este parámetro se definiría como el coste sin endeudamiento y para estimarlo se ha utilizado la misma fórmula que se utilizó para obtener el valor de K_e pero utilizando el valor de la beta desapalancada:

$$K_0 = 3,18\% + 7,6\% \times 0,29 = 5,36\%$$

Una vez definida nuestra tasa de descuento y teniendo en cuenta el escenario de crecimiento neutro se desarrolla la siguiente tabla:

Tabla 34: EV desapalancado

EUR miles	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
FCL		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	187.401
VR									4.799.963
FCL+VR		78.739	89.482	115.258	126.127	147.506	164.007	179.757	4.987.364
Descuento (5,36%)		0,94	0,89	0,84	0,80	0,75	0,71	0,67	0,63
FCL+VR Descontado		74.368	79.822	97.106	100.364	110.859	116.417	120.513	3.158.001

Enterprise Value	3.857.451
------------------	-----------

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, el valor de empresa obtenido sin apalancamiento es inferior al valor que se obtendría en un escenario neutro mediante el método de descuento de flujos de caja (4.151 millones de euros) debido a que la tasa de descuento utilizada (k_0) es mayor que el WACC que se utilizó en la valoración por flujos de caja.

Para obtener el valor actual del apalancamiento se tendrá que descontar de cada año el impuesto que genera cada uno de los intereses de nuestra deuda:

Deuda Pre-LBO:

Tabla 35: Deuda Pre-LBO

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Intereses	33.665	25.726	19.295	34.825	24.111	15.240	23.885	14.954
Amortización	201.090	163.501	384.909	273.666	149.455	227.176	228.144	79.873
Principal Vivo	576.364	412.863	27.954	1.154.288	304.833	877.657	249.513	169.640
Intereses después de impuestos	23.566	18.008	13.506	24.377	16.877	10.668	16.719	10.468
Desgravación fiscal	10.100	7.718	5.788	10.447	7.233	4.572	7.165	4.486

Fuente: Elaboración propia

Deuda Principal LBO:

Tabla 36: Deuda Principal

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Intereses	102.000	89.250	76.500	63.750	51.000	38.250	25.500	12.750
Amortización	212.500	212.500	212.500	212.500	212.500	212.500	212.500	212.500
Principal vivo	1.487.500	1.275.000	1.062.500	850.000	637.500	425.000	212.500	0
Intereses después de impuestos	71.400	62.475	53.550	44.625	35.700	26.775	17.850	8.925
Desgravación fiscal	30.600	26.775	22.950	19.125	15.300	11.475	7.650	3.825

Fuente: Elaboración propia

Deuda Subordinada LBO:

Tabla 37: Deuda Subordinada

EUR miles	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Intereses	54.000	54.000	54.000	54.000	54.000	40.500	27.000	13.500
Amortización	0	0	0	0	150.000	150.000	150.000	150.000
Principal vivo	600.000	600.000	600.000	600.000	450.000	300.000	150.000	0
Intereses después de impuestos	37.800	37.800	37.800	37.800	37.800	28.350	18.900	9.450
Desgravación fiscal	16.200	16.200	16.200	16.200	16.200	12.150	8.100	4.050

Fuente: Elaboración propia

La tasa de actualización de cada deuda corresponderá con el coste de cada una de ellas. De esta manera se puede obtener el valor actual del apalancamiento de cada una de las deudas, obteniendo un monto total de 248 millones tal y como se puede ver desglosado en el anexo XXIII.

Por consiguiente, el valor actual ajustado una vez realizado el LBO es:

Tabla 38: VAA Post-LBO (En miles de euros)

VA sin apalancamiento	3.857.451
VA Tax Shield	248.356
VAA	4.105.807

Fuente: Elaboración propia

Si se quiere comparar este valor con el valor de empresa de antes de realizarse el LBO solamente es necesario sumar al valor actual sin apalancamiento el valor del apalancamiento de la deuda Pre-LBO:

Tabla 39: VAA Pre-LBO (En miles de euros)

VA sin apalancamiento	3.857.451
VA Tax Shield	57.510
VAA	3.914.961

Fuente: Elaboración propia

Si se compararan los dos valores de empresa se puede observar el valor añadido que genera la nueva deuda al proyecto (191 millones de euros), los cuales corresponden a el escudo fiscal generado por la nueva deuda.

5. CONCLUSIONES

Ebro Foods tiene un activo de 4.622 millones de euros, de los cuales el 70% son activo no corriente, ya que requiriere grandes infraestructuras de procesado. En cuanto a su estructura financiera, los fondos propios representan más del 50% del total del activo, por lo que no tiene un excesivo apalancamiento.

Las ventas en arroz y en pasta han aumentado un 6,3% respecto del año anterior y en los últimos 5 años han incrementado de media en un 4,82%. A pesar de ello, el margen sobre EBITDA (11,52%) y sobre el BAIT (7,55%) se han visto perjudicados debido a un aumento del gasto de personal, de otros gastos de explotación y de la amortización que han crecido en mayor proporción que las ventas y por consiguiente el margen sobre el resultado final del ejercicio también se ha visto perjudicado.

Debido a la crisis sanitaria del coronavirus se espera un crecimiento positivo del 6,3% en 2020 del total de ventas debido al incremento de demanda de sus productos durante el primer trimestre. Durante los próximos años se estiman unas perspectivas de crecimiento menores (4,34%) con tendencia a estabilizarse, llegando a crecer un 1,57% en 2027.

La realización de unas proyecciones de ventas y sobre otros costes han permitido realizar una estimación del valor de la acción por el método de flujos de caja en tres escenarios previstos: Pesimista: 17,49€/acción; Neutral: 20,48€/acción; Optimista: 21,85€/acción. La elaboración de una muestra de empresas comparables ha permitido estimar el valor de la acción por el método de múltiplos: PER: 19,57€/acción; EV/SALES: 18,53€/acción; EV/EBIT: 11,25€/acción; EV/EBITDA: 12,62€/acción.

Una vez se ha establecido un precio de compra de la acción, mediante la media de las valoraciones anteriormente descritas (18,42€/acción) y teniendo en cuenta otros factores propios necesarios para realizar un LBO (flujos estables y sólidos, crecimiento constante y alta capacidad de endeudamiento) se establece una recomendación de compra para realizar un LBO.

La elaboración de una NewCo con una estructura apalancada permite aprovecharse de un beneficio fiscal provocado por la nueva deuda. Prueba de ello es la realización de una valoración por el método de VAA en el que se muestra el valor que alcanzaría la empresa si se comparan la estructura financiera actual y la hipotética estructura apalancada, determinando un mayor VAA para la nueva estructura financiera.

6. BIBLIOGRAFÍA

6.1. Libros y artículos académicos

ACHING C. (2000). *Guía rápida: ratios financieros y matemáticas de la mercadotecnia*. El Cid Editor. Pág. 16.

ALONSO SEBASTIÁN R., & VILLA PÉREZ A. (2000). *Valoración de empresas: teoría y casos prácticos. aplicaciones al sector agroalimentario*. Editorial Mundi-Prensa. Pág. 26.

AMAT, S. O. (2017). *Ratios sectoriales: cuentas anuales (balances y cuentas de resultados) de 166 sectores*. Profit. Pág. 28.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Y MARCUS, A. J. (2004). *Fundamentos de finanzas corporativas*. McGraw-Hill. Págs. 264-266.

CIBRÁN, P., et al. (2016). *Planificación financiera*, ESIC Editorial. Págs.: 54-56.

FERNÁNDEZ, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School – Universidad de Navarra*. DI-771. Pág. 22.

FERNÁNDEZ, P. (2016). 170 errores en valoraciones de empresas. *Dialnet*. N. ° 57.

FICCO, C. R. (2011). Evolución histórica de los enfoques en contabilidad financiera: Implicaciones para los objetivos y los requisitos de la información contable. *Actualidad contable faces*, 14(23). Págs. 39-41.

MARKOWITZ, H. M. (March 1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. Vol. 7, No. 1.

MASCAREÑAS, J. (2005). *La compra de empresas mediante apalancamiento financiero, Fusiones y adquisiciones de empresas*. McGraw Hill. Págs. 207-208.

MASCAREÑAS, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Ecobook. Págs. 209-211.

MODIGLIANI, F y MILLER, M. (1963). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*.

ORTEGA, F. J. & ESPEJO-SAAVEDRA, J. L. (2006). Claves sobre la compra apalancada y prohibición de la asistencia financiera. *Revista Estrategia Financiera*, 232, Pág. 23.

ORTEGA, J. A. (2011). *Diagnóstico empresarial mediante el análisis económico-financiero*. Editorial Desclée de Brouwer. Págs. 13-14.

PINDADO, J. et al. (2012). *Finanzas Empresariales*. Ed. Paraninfo. Págs. 543 y 544.

ROJO A.; PORRÚA, R. & MARIÑO-GARRIDO, T. (2018). Valoración por múltiplos. *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (Aeca)*. Nº 15.

SHARPE, W (1964). “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”. *The journal of finance*, 19(3). Págs. 425-442.

VIÑAS, A (2016): “Estudio de las operaciones LBO”. Págs. 13-14.

ZOZAYA, N. (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. *Distribución de Dirección General de Política de la PYME*. Marzo. Pág. 3.

6.2. Consultas electrónicas

Agencia Tributaria (2020). “*Tipos impositivos en el IVA*”. Rescatado de https://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Segmentos_Usuarios/Empresas_y_profesionales/Novedades_IVA_2014/Nuevos_tipos_IVA.pdf. Consultado en junio de 2020.

Bankinter (2018). “*Principales ratios financieros para analizar empresas*”. Recuperado de <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2019/7/29/ratios-financieros-analizar-empresa>. Consultado en junio de 2020.

BME (2019). “*Informe de mercado 2019. Resumen del año*”. Recuperado de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2019>. Consultado en junio de 2020.

CNMV (2019). “*Memoria consolidada del ejercicio anual al 31 de diciembre de 2019*”. Ebro Foods. Recuperado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Págs. 214-218, 219-222. Consultado en febrero de 2020.

Ebro Foods (2018). “*Conoce Ebro*”. Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/conoce-ebro/ebro-en-el-mundo/>. Consultado en marzo de 2020.

Food Engineering (2020). “2019 Top 100 Food & Beverage Companies”. Rescatado de <https://www.foodengineeringmag.com/2019-top-100-food-beverage-companies>.

Consultado en junio de 2020.

Funcas (2020). “Previsiones económicas para España 2020-2021”. Recuperado de <https://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores.aspx?Id=1>. Consultado en junio de

2020.

GASPAR, I (2020). “Ebro Foods es una de las grandes beneficiadas por el pánico a la extensión del Covid-19”. El economista. Recuperado de:

<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10408519/03/20/Ebro-Foods-es-una-de-las-grandes-beneficiadas-por-el-panico-a-la-extension-del-Covid19.html> Consultado en junio de 2020.

HAVEL, H (2020). “El PER y la revalorización futura de una acción”. Rankia.

Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/optinver/407393-per-relavorizacion-futura-accion> Consultado en junio de 2020.

ICAC (2017). “Norma de información financiera 16 (Arrendamientos)”. Recuperado de <http://www.icac.meh.es/Documentos/Contabilidad/2.Internacional/020.NIIF-UE/010.NIIF Vigente/150.NIIF 16 Arrendamientos.pdf>. Consultado en abril de 2020.

Invesgrama (2020). “La relación entre el precio y el valor contable”. Recuperado de <https://invesgrama.com/estrategias-de-inversion/criterios-de-seleccion/la-relacion-entre-el-precio-y-el-valor-contable-2/>. Consultado en junio de 2020.

Investing (2020). “Rentabilidad del bono español a 10 años”. Recuperado de

<https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield>. Consultado en mayo de 2020.

Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Boletín Oficial del estado [BOE] Núm. 71, Art. 40.5. Recuperado de

<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1995-7240>. Consultado en junio de 2020.

MASCAREÑAS, J. (1989). “Análisis del apalancamiento”. Pág. 6. En Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. Recuperado de

<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2322103>. Consultado en junio de 2020.

MASCAREÑAS, J (2002). “*La beta apalancada*”. En Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312663. Consultado en junio de 2020.

OSORIO, V. M. (2019). “*Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta*”. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html> . Consultado en septiembre de 2019.

PEÑA, R. (2017). “*Wheat for bread and other foods*”. Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Recuperado de <http://www.fao.org/3/Y4011E/y4011e0w.htm> Consultado en marzo de 2020.

PIÑAS, L (2019). “*Análisis y Mercados. Nota de Compañía: Ebro Foods*”. Recuperado en <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=PVAL&subs=NOIB&nombre=EBRO3T2019.pdf>. Consultado en junio de 2020.

Real Decreto 475/2007, de 13 de abril, por el que se aprueba la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 2009. Boletín Oficial del estado [BOE] número 102. Recuperado de https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/cnae_2009_rd.pdf. Consultado en febrero de 2020.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del estado [BOE]. Núm. 161, artículo 150.1. Recuperado de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Consultado en junio de 2020.

RITCHER, W. (2017): “*Brick & Mortar Meltdown: Toys R Us Hires Bankruptcy Law Firm*”. Wolf Street. Recuperado de <https://wolfstreet.com/2017/09/06/brick-mortar-meltdown-toys-r-us-hires-bankruptcy-law-firm/>. Consultado en junio de 2020.

7. ANEXOS

7.1. Anexo I: Estados Financieros

Tabla 40: Estados Financieros

En miles de Euros	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Inmovilizado Intangible	1.366.570	1.457.108	1.492.643	1.463.691	1.593.207	1.805.182
Activos intangibles	433.974	460.330	462.928	432.090	436.601	538.116
Fondo Comercio	932.596	996.778	1.029.715	1.031.601	1.156.606	1.267.066
Inmovilizado Material	612.771	688.230	737.452	763.618	857.450	941.510
Propiedades, planta y equipos	612.771	688.230	737.452	763.618	857.450	941.510
Activos por derecho de uso	0	0	0	0	0	88.447
Arrendamientos	0	0	0	0	0	88.447
Inversiones Inmobiliarias	30.832	29.927	25.882	23.780	23.439	23.322
Propiedades de inversión	30.832	29.927	25.882	23.780	23.439	23.322
Inversiones en EEGG y Asociadas LP	22.857	24.052	37.299	36.755	39.967	42.226
Inversiones en empresas asociac	22.857	24.052	37.299	36.755	39.967	42.226
Inversiones Financieras LP	44.875	38.257	34.088	32.252	24.371	20.808
Activos financieros	44.875	38.257	34.088	32.252	24.371	20.808
Activo por Impuesto Diferido LP	55.871	74.301	83.068	49.757	52.884	57.252
Total Activos No Corrientes	2.133.776	2.311.875	2.410.432	2.369.853	2.591.318	2.978.747
Existencias	428.107	438.579	488.821	558.990	594.804	621.012
Existencias comerciales	428.107	438.579	488.821	558.990	594.804	621.012
Deudores Comerciales y Otros	394.970	423.798	434.526	448.145	460.394	503.779
D. com. y otras ctas a cobrar	347.394	374.064	375.442	378.069	401.923	440.928
Activos por impuesto corriente	19.109	18.536	26.441	37.651	23.488	24.027
Deudas con entidades publicas	28.467	31.198	32.643	32.425	34.983	38.824
Inversiones Financieras CP	5.213	7.526	8.976	8.782	4.693	7.351
Derivados	2.233	2.392	3.909	146	498	714
Otro IF CP	2.980	5.134	5.067	8.636	4.195	6.637
Otros Activos Corrientes	7.723	10.260	11.383	7.952	9.766	11.112
Efectivo y Otros	192.279	211.638	291.340	269.411	171.450	252.072
Exceso de tesorería	0	0	0	0	0	0
Total Activos Corrientes	1.028.292	1.091.801	1.235.046	1.293.280	1.241.107	1.395.326

En miles de Euros	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Fondos Propios	1.849.485	1.966.259	2.079.326	2.074.637	2.162.334	2.262.203
Capital + Prima	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323
Capital	92.319	92.319	92.319	92.319	92.319	92.319
Prima	4	4	4	4	4	4
Acciones Autocartera	(277)	0	0	0	0	0
Reservas	1.568.096	1.609.913	1.666.426	1.744.162	1.872.299	1.915.473
Resultado Ejercicio	149.119	150.688	175.819	229.974	149.311	150.288
Ajustes por Cambio de Valor	40.224	113.335	144.758	8.178	48.401	104.119
Socios Externos	24.320	26.657	27.075	47.288	27.868	29.467
Total Patrimonio Neto	1.873.805	1.992.916	2.106.401	2.121.925	2.190.202	2.291.670
Provisiones LP	54.499	59.582	74.987	71.689	65.856	62.135
Provisiones para pensiones y ob	42.144	45.326	56.489	51.110	43.156	47.010
Otras Provisiones LP	12.355	14.256	18.498	20.579	22.700	15.125
Deudas LP	267.168	438.811	495.490	472.353	533.612	826.725
Deudas con Entidades Crédito LF	267.168	438.811	495.490	472.353	533.612	826.725
Pasivos por Impuesto Diferido	245.956	281.736	299.175	221.683	236.942	286.223
Subvenciones y otros ingresos difer	4.409	4.418	4.749	4.051	3.593	6.038
Otras deudas a L/P no financieras	12	6	0	0	0	0
Total Pasivos No Corrientes	572.044	784.553	874.401	769.776	840.003	1.181.121
Deudas CP	333.027	201.556	243.064	314.487	343.054	426.007
Deudas con Entidades Crédito CI	331.545	200.977	241.960	310.194	342.694	424.967
Derivados CP	1.482	579	1.104	4.293	360	1.040
Acreeedores Comerciales y Otros	383.192	424.651	421.612	456.945	459.166	475.275
Proveedores	354.918	398.414	393.896	425.161	424.458	447.838
Otras Deudas Adm. Públicas	12.951	12.806	13.733	14.822	17.814	15.537
Pasivos por Impuesto corriente	13.745	11.777	12.966	14.013	11.691	8.685
Otros pasivos corrientes	1.578	1.654	1.017	2.949	5.203	3.215
Necesidades de financiación	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos Corrientes	716.219	626.207	664.676	771.432	802.220	901.282

En miles de Euros	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Ventas	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298
Variación Existencias	949	12.419	16.231	23.878	18.978	(7.588)
Trabajos Realizados para su Activo	1.701	1.012	1.097	737	1.281	1.856
Aprovisionamientos	(1.189.285)	(1.391.646)	(1.314.475)	(1.331.011)	(1.462.269)	(1.518.029)
Consumo Materias Primas	(1.189.285)	(1.391.646)	(1.314.475)	(1.331.011)	(1.462.269)	(1.518.029)
Otros Ingresos Explotación	26.931	18.017	34.570	20.193	19.073	17.572
Otros	26.931	18.017	34.570	20.193	19.073	17.572
Gastos Personal	(261.710)	(306.304)	(331.443)	(338.975)	(360.496)	(388.751)
Otros Gastos explotación	(421.922)	(484.626)	(523.785)	(531.026)	(556.150)	(594.276)
EBITDA	277.386	310.787	341.441	350.765	306.940	324.082
Amortización Inmovilizado	(60.009)	(68.410)	(76.833)	(79.686)	(88.812)	(111.641)
Resultado de Explotación (EBIT)	217.377	242.377	264.608	271.079	218.128	212.441
Ingresos Financieros	32.470	31.112	28.746	35.505	22.862	24.954
De Valores Negociables y Otros	32.470	31.112	28.746	35.505	22.862	24.954
Gastos Financieros	(24.758)	(43.183)	(36.803)	(46.562)	(31.628)	(40.476)
Por Deudas con Terceros	(24.758)	(43.183)	(36.803)	(46.562)	(31.628)	(40.476)
Resultado Financiero	7.712	(12.071)	(8.057)	(11.057)	(8.766)	(15.522)
Resultado Sociedades P. Equiv.	1.985	3.629	3.042	4.290	5.017	5.243
Deterioro fondo de comercio	(11.325)	(4.213)	(183)	(181)	(1.429)	(3.684)
Resultado Antes de Impuestos	215.749	229.722	259.410	264.131	212.950	198.478
Impuesto sobre Beneficios	(64.407)	(79.034)	(83.591)	(34.157)	(63.639)	(64.233)
Resultado Ops Continuas	151.342	150.688	175.819	229.974	149.311	134.245
Resultado Ops Interrumpidas	(2.223)	0	0	0	0	16.043
Resultado del Ejercicio	149.119	150.688	175.819	229.974	149.311	150.288

En miles de Euros	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Cobros procedentes de ventas	2.275.060	2.654.081	2.569.706	2.573.738	2.690.259	2.865.487
Pagos a proveedores y empleados	(1.996.516)	(2.344.662)	(2.323.550)	(2.304.839)	(2.452.848)	(2.564.319)
Dividendos cobrados	1.491	2.948	3.710	4.070	2.194	2.061
Otros cobros / pagos	4.624	12.633	17.320	13.082	10.743	7.937
Impuestos	(67.525)	(64.532)	(75.268)	(83.517)	(31.490)	(53.506)
Pago Intereses	(6.375)	(6.607)	(6.793)	(6.362)	(9.760)	(11.294)
Cobro Intereses	516	279	536	547	2.610	4.092
Flujo Caja Actividades Explotación	211.275	254.140	185.661	196.719	211.708	250.458
Inversiones	(114.226)	(159.011)	(147.990)	(157.736)	(237.493)	(431.554)
Capex	(67.123)	(81.466)	(107.725)	(120.671)	(138.930)	(148.705)
Inversiones Otros Act. Fin.	(47.103)	(77.545)	(40.265)	(37.065)	(98.563)	(282.849)
Desinversiones	55.260	10.441	46.276	12.708	20.338	73.127
Inmovilizado Material	10.390	8.723	26.066	10.885	18.338	9.395
Otros Activos Financieros	44.870	1.718	20.210	1.823	2.000	63.732
Otros cobros/pagos	(1.227)	1.723	(3.011)	(226)	283	1.735
Flujo Caja Actividades Inversión	(60.193)	(146.847)	(104.725)	(145.254)	(216.872)	(356.692)
Instrumentos de Patrimonio	(162.235)	(198.247)	(412.090)	(545.773)	(876.190)	(1.077.023)
Amortización de deuda fin.	(150.431)	(197.797)	(411.546)	(544.738)	(875.591)	(1.076.424)
Adquisición participaciones soc.	(11.804)	(450)	(544)	(1.035)	(599)	(599)
Cobros y pagos instr pasivo fin.	172.531	203.279	490.952	591.492	878.614	1.354.766
Disposiciones de deuda fin.	160.628	203.005	490.913	590.994	878.614	1.354.766
Venta de acciones propias	11.903	274	39	498	0	0
Otros cobros/pagos	265	(609)	(1.369)	(254)	40	(229)
Dividendos	(76.932)	(102.657)	(85.676)	(93.771)	(95.566)	(98.588)
Necesidades de financiación	0	0	0	0	0	0
Flujo Caja Actividades Fin.	(66.371)	(98.234)	(8.183)	(48.306)	(93.102)	178.926
Diferencias conv. flujos de soc. extr.	4.709	1.104	2.129	2.117	(6.728)	2.585
Flujo de Caja Neto	89.420	10.163	74.882	5.276	(104.994)	75.277

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Ebro Foods (2020): "Estado de situación financiera Consolidado". Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en octubre de 2019

7.2. Anexo II: Marcas y Empresas

Tabla 41: Marcas Ebro Foods

• SOS	• Adolphus	• River	• Skinner
• Brillante	• Comet Rice	• Sello Rojo	• Prince
• La Fallera	• Saludaes	• Double Phoenix	• Lancia
• La Cigala	• Abu Bint	• Peacock	• Splendor
• Arroz Rocío	• El Mago	• Sunrich	• San Giorgio
• Minute	• Miura	• Chinatown	• P&R
• Arroz Mahatma	• Panzani	• Bosto	• Light 'n' Fluffy
• Success	• Lustucru	• Boss	• Birkel
• Carolina	• Ronzoni	• Oryza	• 3 Glocken
• Taureau Ailé	• Catelli	• Reis-fit	• Mowe
• Gourmet Hoose	• American Beauty	• Ris-fix	• Schüle Gold
• Water Maid	• Creamette	• Casi	• Minuto Birkel
• Risella	• Arotz	• Riceland	• Nudel up Birkel
• Lassie	• Garofalo	• Blue Ribbon	

Fuente: Wikipedia (2019): "Marcas del grupo". Rescatado de https://es.wikipedia.org/wiki/Ebro_Foods. Consultado en noviembre de 2019

Tabla 42: Valoración Marcas

Segmento	Unidad generadora de efectivo: Marcas	Número marcas	Saldo al 31/12/2018		
			Bruto	Deterioro Amortiz.	Neto
Arroz	Herba Germany	2	21.065	(8.653)	12.412
Arroz	Risella (Finlandia)	1	4.000	0	4.000
Arroz	Negocio SOS	3	33.269	0	33.269
Arroz	Geovita (Italia)	3	6.849	0	6.849
Arroz	Tranximpex (Alemania)	1	64	0	64
Arroz	Riviana (USA)	4	104.897	0	104.897
Arroz	Riviana (USA) SOS	4	16.322	0	16.322
Arroz	Riviana (USA) Rice select	4	3.963	0	3.963
Pasta	Riviana (USA y Canada)	16	124.854	(17.369)	107.485
Pasta	Panzani (Francia)	5	88.161	0	88.161
Pasta	Panzani (Francia) - Monterrat	1	2.677	0	2.677
Pasta	Panzani (Francia) - Vegetalia	4	3.700	0	3.700
Pasta	Garofalo (Italia)	3	34.575	0	34.575
Pasta	Bertagni (Italia)	1	3.500	0	3.500
Otros	Harinas (España)	1	1.300	0	1.300
			449.196	(26.022)	423.174
Arroz	Riviana (USA) Rice select		6.076	(2.177)	3.899
Arroz	Riviana (USA) Rice select Lista clientes		1.643	(841)	802
Pasta	Canada - lista de clientes		3.222	(2.301)	921
Otras marcas y patentes de vida util definida			2.955	(2.170)	785
			463.092	(33.511)	429.581

Fuente: Ebro Foods (2019): "Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019". Pág. 231. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA2019/18388.pdf>. Consultado en noviembre de 2019

Tabla 43: Sociedades Ebro Foods

SOCIEDADES DEPENDIENTES Y ASOCIADAS	Participac	Participac	ciudad ma	ciudad matriz	Domicilio	Actividad
	31-12-18	31-12-16	31-12-18	31-12-16		
TBA Suntra UK, Ltd. (B)	75,5%	75,5%	HF	HF	Goole (Inglaterra)	En liquidación.
Ebro Rice Handling, S.A.	100,0%	100,0%	HF	HF	Merksem (Bélgica)	Logística
La Loma Alimentos, S.A.	100,0%	-	HF	-	Argentina	Producción y comercialización de arroz
Neofarms Bio, S.A.	60,0%	-	HF	-	Argentina	Comercialización de arroz
Ebro Foods Netherland, B.V. (EFN)	100,0%	100,0%	HF	HF	Amsterdam (Holanda)	Gestión de inversiones
Lassie Netherland, B.V.	100,0%	100,0%	EFN	EFN	Amsterdam (Holanda)	Producción y comercialización de arroz
Lassie, B.V.	100,0%	100,0%	EFN	EFN	Amsterdam (Holanda)	Operativa industrial
Lassie Property, B.V.	100,0%	100,0%	EFN	EFN	Amsterdam (Holanda)	Operativa industrial
Herba Ingredients, B.V. (Grupo)(HI) (B)	80,0%	80,0%	EFN/HF	EFN/HF	Amsterdam (Holanda)	Holding y comercialización de arroz
Mediterranean Foods Label, B.V.	100,0%	100,0%	EFN	EFN	Amsterdam (Holanda)	Producción y comercialización de arroz
Nuratri, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Madrid (España)	Comercialización de arroz
Nutramas, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Madrid (España)	Comercialización de arroz
Nutrial, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Madrid (España)	Comercialización de arroz
Pronatur, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Madrid (España)	Comercialización de arroz
Vitasan, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Madrid (España)	Comercialización de arroz
Yofres, S.A.	100,0%	100,0%	HR	HR	Sevilla (España)	Comercialización de arroz
Herba Trading, S.A.	100,0%	100,0%	HR	HR	Sevilla (España)	Comercialización de arroz
Fomalac, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Sevilla (España)	Comercialización de arroz
Eurodalry, S.L.	100,0%	100,0%	HR	HR	Sevilla (España)	Comercialización de arroz
Española de I+D, S.A.	100,0%	100,0%	HR	HR	Valencia (España)	Desarrollo y comerc.nuevos productos
Riviana Intemational Inc. (R. Int.)	100,0%	100,0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Gestión de inversiones
Ebro Riviana de Guatemala, S. L.	100,0%	100,0%	R. Int.	R. Int.	Guatemala	Gestión de inversiones
Ebro de Costa Rica, S. L.	100,0%	100,0%	R. Int.	R. Int.	San José (Costa Rica)	Gestión de inversiones
R&R Partnership (A)	50,0%	50,0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Producción y comercialización de arroz
N&C Boost N. V. (N.C. Boost)	100,0%	100,0%	R. Int.	R. Int.	Amberes (Bélgica)	Gestión de inversiones
Les Traiteurs Lyonnais (LTL)	99,8%	99,8%	Panzani	Panzani	Lyon (Francia)	Gestión de inversiones
Lustucru Riz	99,9%	99,9%	LTL	LTL	Lyon (Francia)	En liquidación
Lustucru Frais	100,0%	100,0%	LTL	LTL	Lyon (Francia)	Producción y comerc. de alimentos
Roland Monterrat, SAS.	100,0%	100,0%	LTL	LTL	Lyon (Francia)	Produc. y comerc. de harina y sémola
Alimentation Sante (AS)	100,0%	100,0%	Panzani	Panzani	Lyon (Francia)	Gestión de inversiones
Celnat, S.A.	100,0%	100,0%	AS	AS	Lyon (Francia)	Producción y comerc. de alimentos
Vegetalia, S.A. y Satoki, S.L.	100,0%	100,0%	AS	AS	Barcelona (España)	Producción y comerc. de alimentos
Panzani Developpment, S.A.	100,0%	100,0%	Panzani	Panzani	Lyon (Francia)	Gestión de inversiones
S.F.C. Silo de la Madrague, SAS	100,0%	100,0%	Panzani	Panzani	Lyon (Francia)	Operativa industrial
S.F.C. d'Investissements, SAS	100,0%	100,0%	Panzani	Panzani	Marsella (Francia)	Operativa industrial
Bertagni, Spa. (Bertagni) (B)	70,0%	-	LTL	-	Verona (Italia)	Producción y comerc. de pasta
Bertagni USA, Inc.	70,0%	-	Bertagni	-	New York (USA)	Comercialización de pasta
Bertagni UK, Ltd.	56,0%	-	Bertagni	-	Londres (U.K.)	Comercialización de pasta
TBA Suntra Beheer, B.V. (Grupo)	100,0%	100,0%	HI	HI	Holanda y Bélgica	Producción y comercialización de arroz
Herba Ingredients, BVBA	100,0%	100,0%	HI	HI	Bélgica	Operativa industrial
Herba Ingredients Belgium B, BVBA	100,0%	100,0%	HI	HI	Bélgica	Operativa industrial
Herba Ingredients Belgium C, BVBA	100,0%	100,0%	HI	HI	Bélgica	Operativa industrial
Herba Ingredients Netherlands, BV	100,0%	100,0%	HI	HI	Holanda	Operativa industrial
Euro Rice Flour, BV	100,0%	100,0%	HI	HI	Holanda	Inactiva
Pastificio Lucio Garofalo, Spa. (GAROF) (B)	52,0%	52,0%	SEM	SEM	Nápoles (Italia)	Producción y comerc. de pasta
Garofalo Nordic, AB.	100,0%	100,0%	GAROF	GAROF	Suecia	Comercialización de pasta
Garofalo USA, Inc.	100,0%	100,0%	GAROF	GAROF	New York (USA)	Comercialización de pasta
Garleb, SAL.	70,0%	70,0%	GAROF	GAROF	Líbano	Comercialización de pasta
Cately Corp. (Ronconi)	100,0%	100,0%	NWP	NWP	Montreal (Canada)	Producción y comerc. de pasta y salsas
Garofalo France, S.A.	100,0%	100,0%	Garof/Pzni	Garof/Pzni	Lyon (Francia)	Comercialización de pasta y salsas

Fuente: Ebro Foods (2019): "Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019". Pág. 212. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA2019/18388.pdf>. Consultado en noviembre de 2019

7.3. Anexo III: Clasificación subsectores observatorio sector agroalimentario

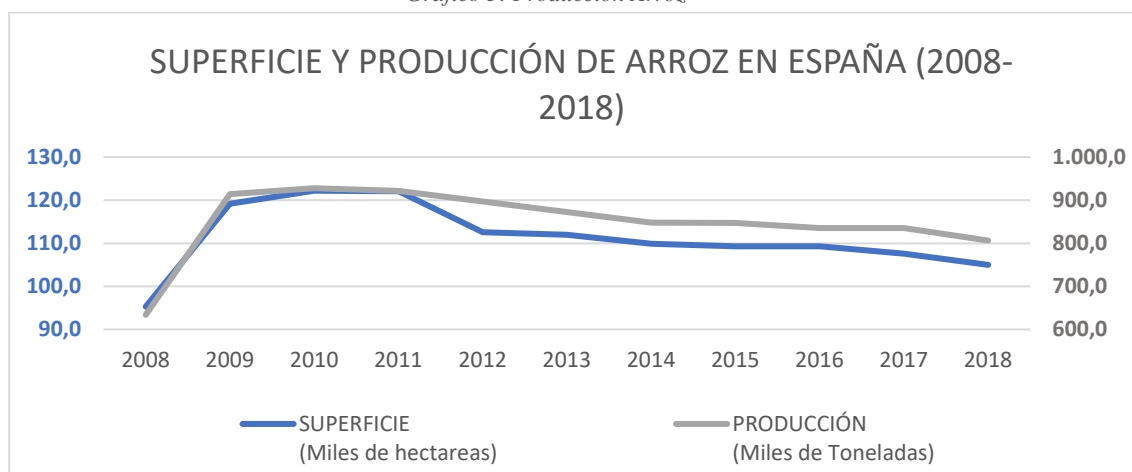
Tabla 44: Clasificación sectores

Sector Primario		Industria de la transformación	
-Cereales (excepto arroz)	-Arroz	-Fabricación de bebidas	-Fabricación de aceites
-Cítricos	-Fruta	-Panadería y pastas	-Conservación de frutas
-Hortalizas	-Patata	-Vinos	-Lácteos procesados
-Aceituna	-Uva	-Productos de molinería	
-Huevos	-Leche	-Otros productos procesados	

Fuente: Elaboración propia con datos del observatorio del sector agroalimentario (2020): "Definición del sector agroalimentario". Pág. 132. Recuperado de <https://www.cajamar.es/es/pdf/observatorio-sector-agro.pdf>. Consultado en febrero de 2020

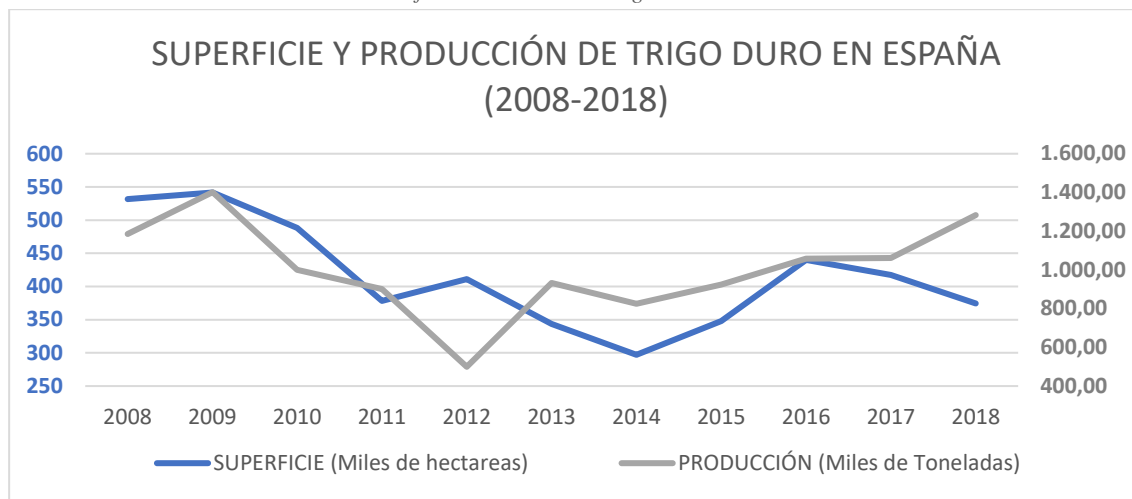
7.4. Anexo IV: Superficie y Producción de Cultivos

Gráfico 5: Producción Arroz



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del ministerio de agricultura (2019): "Superficies y producciones anuales de cultivos". Rescatado de <https://www.mapa.gob.es/es/estadistica/temas/estadisticas-agrarias/agricultura/superficies-producciones-anuales-cultivos/>. Consultado en diciembre de 2019

Gráfico 6: Producción Trigo Duro



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del ministerio de agricultura (2019): "Superficies y producciones anuales de cultivos". Rescatado de <https://www.mapa.gob.es/es/estadistica/temas/estadisticas-agrarias/agricultura/superficies-producciones-anuales-cultivos/>. Consultado en diciembre de 2019

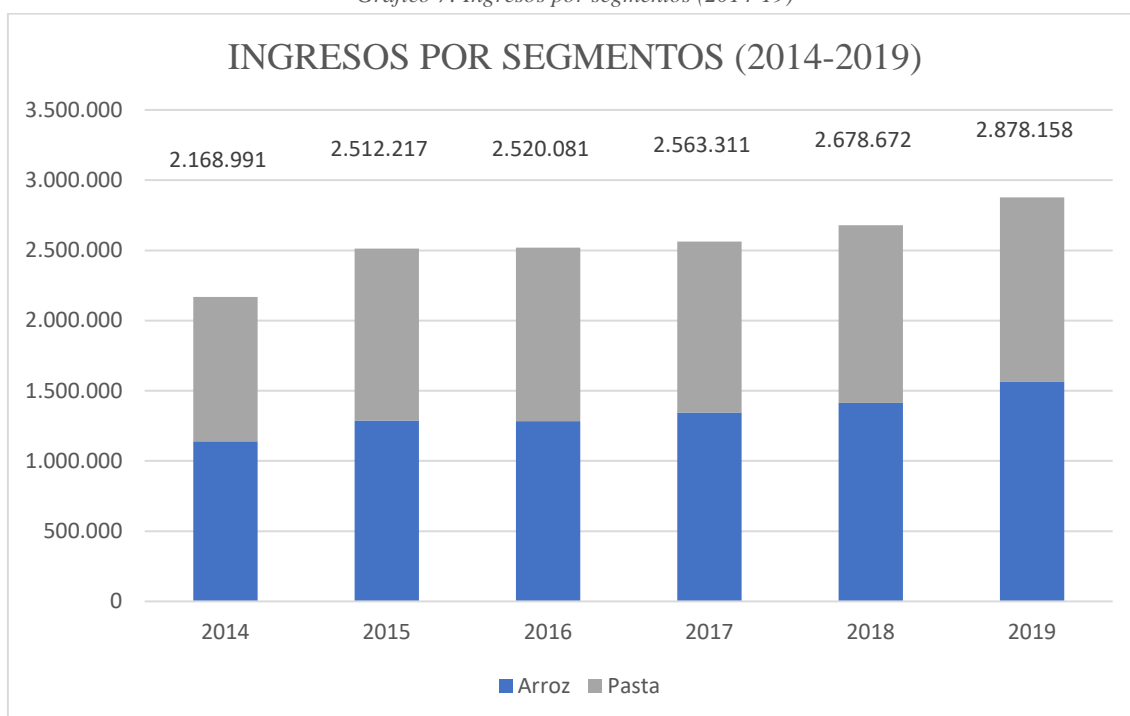
7.5. Anexo V: Ventas por producto

Tabla 45: Ventas por producto

INFORMACION SOBRE SEGMENTOS DEL NEGOCIO - ACTIVIDADES CONTINUADAS										
GRUPO EBRO FOODS (En miles de euros)	TOTAL DATOS CONSOLIDADOS		Negocio Arroz		Negocio Pasta		EF Holding		Otros Negocios y ajustes de consolid.	
	31-12-19	31-12-18	31-12-19	31-12-18	31-12-19	31-12-18	31-12-19	31-12-18	31-12-19	31-12-18
CUENTA DE RESULTADOS										
Cifra de negocio neta externa	2.813.298	2.613.947	1.513.299	1.359.491	1.290.155	1.247.625	9	2	9.835	6.829
Cifra de negocio neta intersegmentos			52.939	53.211	21.765	18.345	3.929	3.978	-78.633	-75.534
Total ingresos	2.813.298	2.613.947	1.566.238	1.412.702	1.311.920	1.265.970	3.938	3.980	-68.798	-68.705
Variación de existencias	-7.588	17.643	-13.427	15.665	5.418	1.991	0	0	421	-13
Trabajos realizados por la empresa	1.856	1.256	437	419	1.419	837	0	0	0	0
Otros ingresos operativos	17.572	18.471	4.752	11.318	8.909	8.175	12.466	5.558	-8.555	-6.580
Consumos y otros gastos	-1.518.029	-1.443.203	-910.776	-863.433	-664.968	-645.430	0	0	57.715	65.660
Gastos de personal	-388.751	-353.975	-183.364	-159.905	-195.498	-183.739	-11.600	-9.884	1.711	-447
Dotación de amortizaciones	-111.641	-87.337	-49.203	-38.075	-60.938	-48.624	-1.334	-452	-166	-186
Otros gastos operativos	-594.276	-550.241	-280.213	-253.299	-316.156	-301.346	-24.054	-10.088	26.147	14.492
Resultado operativo	212.441	216.561	134.444	125.392	90.106	97.834	-20.584	-10.886	8.475	4.221
Ingresos financieros	24.954	23.070	18.295	18.803	15.969	10.580	930.711	1.457	-940.021	-7.770
Gastos financieros	-40.476	-31.498	-27.855	-20.582	-6.852	-4.040	-25.152	-13.294	19.383	6.418
Deterioro del fondo de comercio	-3.684	-1.429	-3.684	-179	0	0	0	0	0	-1.250
Participación en Asociadas	5.243	5.017	5.711	1.373	0	0	0	0	-468	3.644
Rtdo. consolidado antes impto.	198.478	211.721	126.911	124.807	99.223	104.374	884.975	-22.723	-912.631	5.263

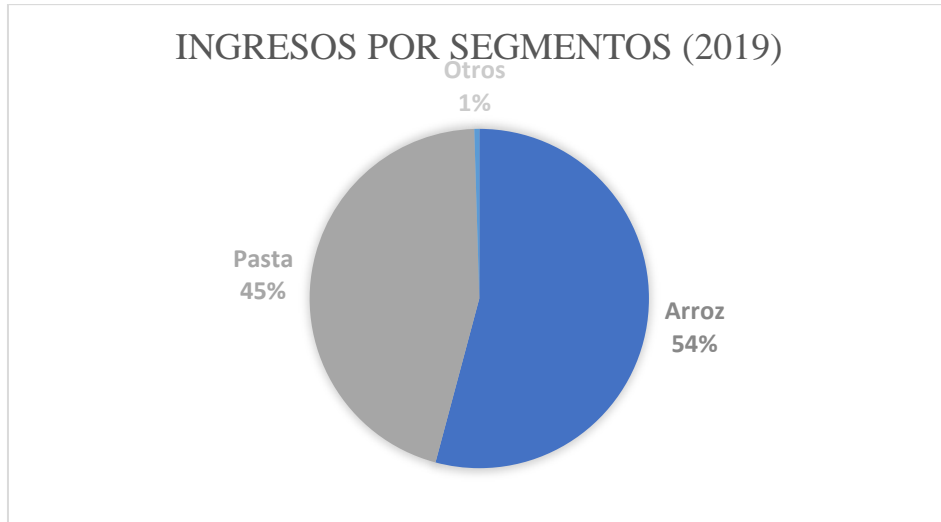
Fuente: Ebro Foods (2019): "Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019". Pág. 225. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en diciembre de 2019

Gráfico 7: Ingresos por segmentos (2014-19)



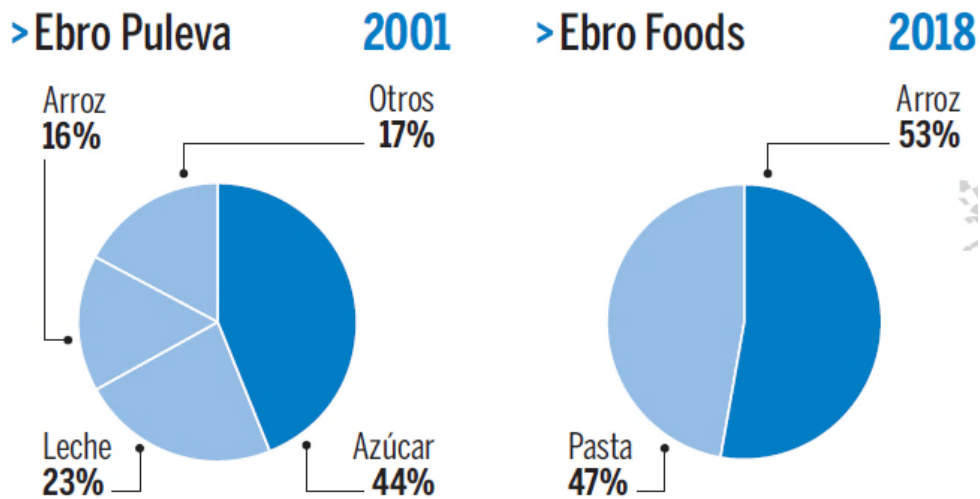
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8: Ingresos por segmentos



Fuente: Elaboración propia

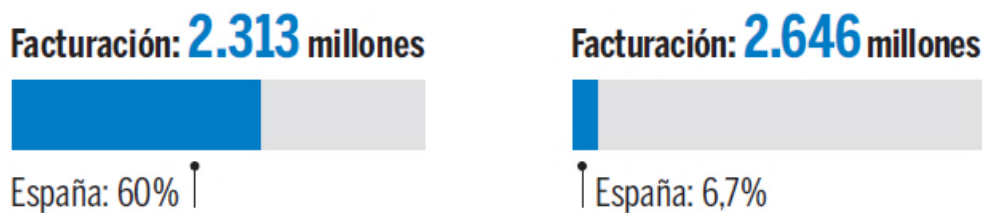
Gráfico 9: Ingresos por segmentos 2001-2018



Fuente: OSORIO, V. M. (2019). “Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta”. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html>. Consultado en septiembre de 2019

7.6. Anexo VI: Ventas por zona geográfica

Gráfico 10: Ingresos por zona geográfica 2001-2018



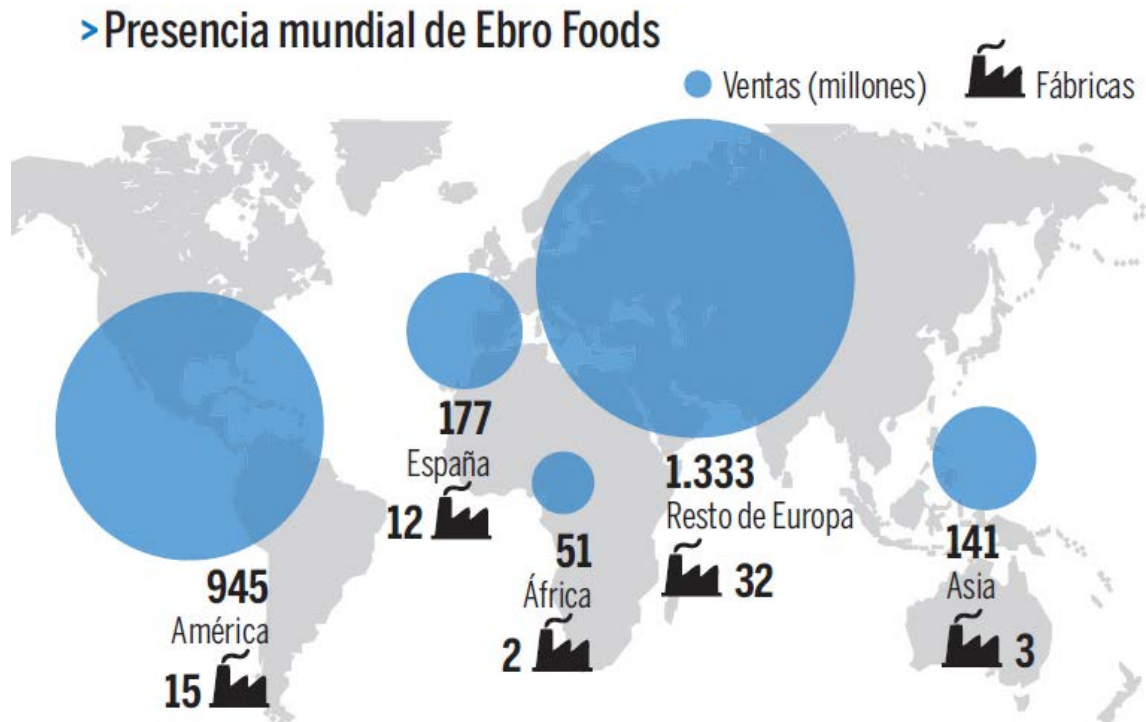
Fuente: Fuente: OSORIO, V. M. (2019). “Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta”. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html>. Consultado en septiembre de 2019

Gráfico 11: Ingresos por zona geográfica



Fuente: Elaboración propia basados en los datos de Ebro Foods (2019): “Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019”. Pág. 228. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en diciembre de 2019

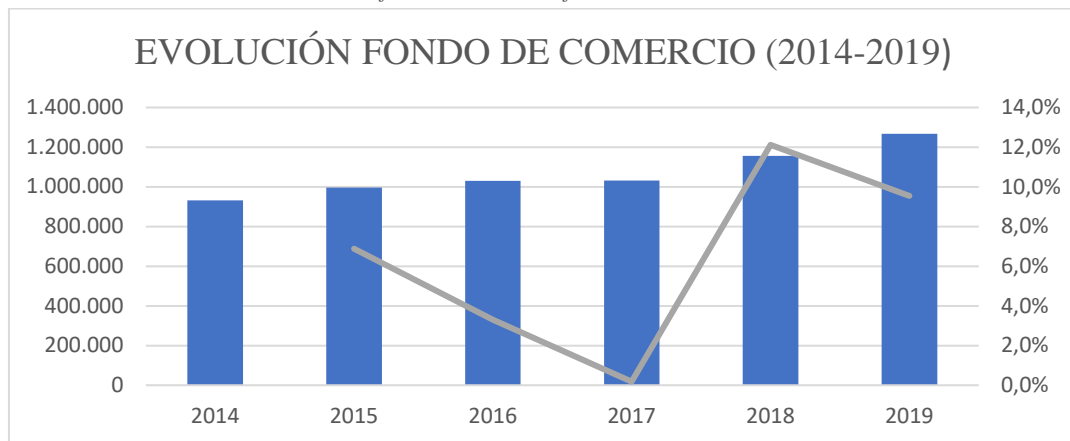
Ilustración 1: Mapa ventas por continente



Fuente: OSORIO, V. M. (2019). “Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta”. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html>. Consultado en septiembre de 2019

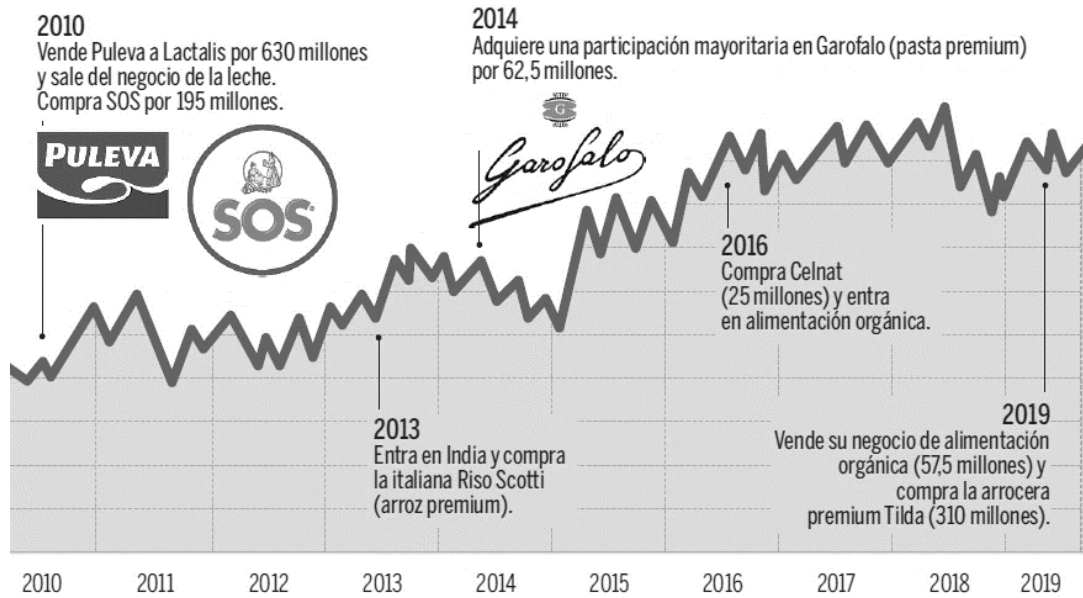
7.7. Anexo VII: Evolución Fondo comercio

Gráfico 12: Evolución fondo comercio



Fuente: Elaboración propia

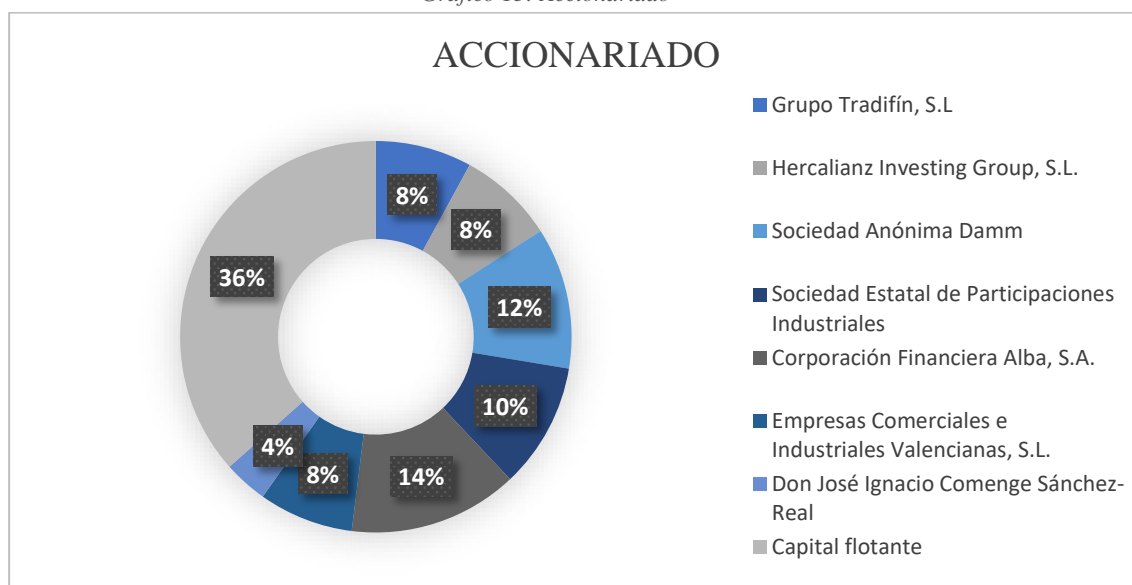
Ilustración 2: Cotización Ebro Foods 2010-2019



Fuente: OSORIO, V. M. (2019). "Ebro vuelve a reinventarse tras pasar de la leche y el azúcar al arroz y la pasta". *Expansión*. Recuperado de <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/09/01/5d6bb49b468aeb721e8b45cd.html>. Consultado en septiembre de 2019

7.8. Anexo VIII: Participación en el accionariado

Gráfico 13: Accionariado



Fuente: Elaboración propia a partir de la nota 17.1 de Ebro Foods (2019): "Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019". Pág. 257. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en diciembre de 2019

7.9. Anexo IX: Inconvenientes de la valoración contable

Tabla 46: Inconvenientes valoración contable

- Valor contable alejado del valor de mercado
- Valores no recogidos por la contabilidad como los intangibles generados
- Financiación fuera de balance
- No tiene en cuenta la capacidad futura para generar riqueza
- Maquillaje contable
- Valor contable alejado del valor real

Fuente: Elaboración propia

7.10. Anexo X: Evolución Valor Contable 2014-2019

Tabla 47: Valor Contable

EUR miles	Activo Total	Pasivo Exigible	Valor Contable	Crecimiento
2014	3.162.068	1.288.263	1.873.805	
2015	3.403.676	1.410.760	1.992.916	6,36%
2016	3.645.478	1.539.077	2.106.401	5,69%
2017	3.663.133	1.541.208	2.121.925	0,74%
2018	3.832.425	1.642.223	2.190.202	3,22%
2019	4.374.073	2.082.403	2.291.670	4,63%
				<u>4,11%</u>

Fuente: Elaboración propia

7.11. Anexo XI: Proyecciones estados financieros

Tabla 48: Proyecciones

En miles de Euros	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Inmovilizado Intangible	1.858.105	1.950.309	2.023.281	2.098.325	2.160.495	2.211.653	2.247.302	2.282.782
Activos intangibles	552.348	565.980	579.012	591.444	603.276	614.508	625.140	635.172
Fondo Comercio	1.305.757	1.384.329	1.444.269	1.506.881	1.557.219	1.597.145	1.622.162	1.647.610
Inmovilizado Material	979.211	1.009.912	1.033.613	1.050.314	1.060.015	1.062.716	1.058.417	1.047.118
Propiedades, planta y equipos	979.211	1.009.912	1.033.613	1.050.314	1.060.015	1.062.716	1.058.417	1.047.118
Activos por derecho de uso	91.987	94.871	97.098	98.666	99.578	99.832	99.428	98.366
Arrendamientos	91.987	94.871	97.098	98.666	99.578	99.832	99.428	98.366
Inversiones Inmobiliarias	31.335	32.317	33.076	33.610	33.920	34.007	33.869	33.508
Propiedades de inversión	31.335	32.317	33.076	33.610	33.920	34.007	33.869	33.508
Inversiones en EEGG y Asociadas LP	44.681	46.484	48.472	50.050	51.528	52.686	53.546	54.041
Inversiones en empresas asociada	44.681	46.484	48.472	50.050	51.528	52.686	53.546	54.041
Inversiones Financieras LP	29.787	30.989	32.315	33.367	34.352	35.124	35.698	36.027
Activos financieros	29.787	30.989	32.315	33.367	34.352	35.124	35.698	36.027
Activo por Impuesto Diferido LP	63.824	66.611	68.801	70.886	72.520	73.746	74.462	75.021
Total Activos No Corrientes	3.098.930	3.231.493	3.336.656	3.435.218	3.512.409	3.569.764	3.602.722	3.626.862
Existencias	661.864	701.691	732.073	763.810	789.325	809.563	822.244	835.143
Existencias comerciales	661.864	701.691	732.073	763.810	789.325	809.563	822.244	835.143
Deudores Comerciales y Otros	540.843	573.388	598.215	624.149	644.999	661.536	671.898	682.438
D. com. y otras cuentas a cobrar	470.510	498.822	520.421	542.982	561.120	575.507	584.522	593.691
Activos por impuesto corriente	30.580	32.420	33.824	35.290	36.469	37.404	37.990	38.586
Deudas con entidades publicas	39.754	42.146	43.971	45.877	47.409	48.625	49.387	50.161
Inversiones Financieras CP	7.626	7.933	8.273	8.542	8.794	8.992	9.139	9.223
Derivados								
Otro IF CP								
Otros Activos Corrientes	12.232	12.968	13.529	14.116	14.588	14.962	15.196	15.434
Efectivo y Otros	284.853	301.993	315.069	328.728	339.710	348.420	353.877	359.429
Exceso de tesoreria	0	0	228.352	0	0	0	0	0
Total Activos Corrientes	1.507.418	1.597.973	1.895.511	1.739.345	1.797.416	1.843.472	1.872.353	1.901.667

En miles de Euros	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Fondos Propios	2.291.129	2.363.460	2.445.564	2.522.613	2.610.578	2.706.413	2.795.075	2.888.959
Capital + Prima	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323
Capital								
Prima								
Acciones Autocartera	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas	1.978.058	2.034.475	2.106.806	2.188.910	2.265.959	2.353.924	2.449.758	2.538.421
Resultado Ejercicio	144.120	160.034	169.807	164.751	175.669	183.537	176.365	181.587
Ajustes por Cambio de Valor	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628
Socios Externos	29.785	30.725	31.792	32.794	33.938	35.183	36.336	37.556
Total Patrimonio Neto	2.320.914	2.394.185	2.477.357	2.555.407	2.644.516	2.741.596	2.831.411	2.926.515
Provisiones LP	65.432	69.311	72.248	75.313	77.759	79.705	80.904	82.123
Provisiones para pensiones y oblig	48.468	51.341	53.517	55.787	57.599	59.040	59.929	60.832
Otras Provisiones LP	16.964	17.970	18.731	19.526	20.160	20.664	20.975	21.291
Deudas LP	810.012	653.869	976.370	709.189	566.347	745.709	523.039	448.393
Deudas con Entidades Crédito LP	810.012	653.869	976.370	709.189	566.347	745.709	523.039	448.393
Pasivos por Impuesto Diferido	312.105	325.624	336.258	346.350	354.256	360.181	363.629	366.289
Subvenciones y otros ingresos diferidos								
Otras deudas a L/P no financieras								
Total Pasivos No Corrientes	1.187.549	1.048.804	1.384.876	1.130.853	998.362	1.185.594	967.572	896.806
Deudas CP	557.782	541.084	779.733	685.310	573.909	662.706	670.767	528.532
Deudas con Entidades Crédito CP	555.007	538.392	775.854	681.901	571.054	659.409	667.430	525.903
Derivados CP	2.775	2.692	3.879	3.410	2.855	3.297	3.337	2.630
Acreeedores Comerciales y Otros	532.435	565.279	590.200	614.933	636.158	652.908	662.428	673.187
Proveedores	501.734	532.110	555.351	579.638	599.220	614.734	624.517	634.471
Otras Deudas Adm. Públicas	15.290	16.210	16.912	17.645	18.234	18.702	18.995	19.293
Pasivos por Impuesto corriente	12.353	13.717	14.555	14.122	15.057	15.732	15.117	15.565
Otros pasivos corrientes	3.058	3.242	3.382	3.529	3.647	3.740	3.799	3.859
Necesidades de financiación	7.669	280.114	0	188.060	456.879	170.432	342.897	503.489
Total Pasivos Corrientes	1.097.886	1.386.477	1.369.934	1.488.303	1.666.947	1.486.047	1.676.093	1.705.209

En miles de Euros	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
Variación Existencias	0	0	0	0	0	0	0	0
Trabajos Realizados para su Activo	2.018	2.140	2.232	2.329	2.407	2.469	2.507	2.547
Aprovisionamientos	(1.683.964)	(1.786.145)	(1.864.416)	(1.946.215)	(2.012.241)	(2.064.530)	(2.097.581)	(2.131.210)
Consumo Materias Primas	(1.683.964)	(1.786.145)	(1.864.416)	(1.946.215)	(2.012.241)	(2.064.530)	(2.097.581)	(2.131.210)
Otros Ingresos Explotación	21.406	22.694	23.677	24.703	25.528	26.183	26.593	27.010
Otros	21.406	22.694	23.677	24.703	25.528	26.183	26.593	27.010
Gastos Personal	(403.904)	(427.845)	(445.974)	(464.894)	(479.993)	(492.004)	(499.407)	(506.933)
Otros Gastos explotación	(633.002)	(671.092)	(700.149)	(730.502)	(754.905)	(774.260)	(786.388)	(798.724)
EBITDA	360.534	381.740	397.732	414.417	427.679	438.245	444.699	451.260
Amortización Inmovilizado	(108.067)	(115.667)	(123.267)	(130.867)	(138.467)	(146.067)	(153.667)	(161.267)
Resultado de Explotación (EBIT)	252.467	266.073	274.465	283.550	289.212	292.178	291.032	289.993
Ingresos Financieros	18.228	20.341	21.108	21.798	22.366	22.828	23.149	23.324
De Valores Negociables y Otros	18.228	20.341	21.108	21.798	22.366	22.828	23.149	23.324
Gastos Financieros	(64.810)	(57.794)	(52.992)	(69.989)	(60.623)	(52.809)	(62.232)	(53.908)
Por Deudas con Terceros	(64.810)	(57.794)	(52.992)	(69.989)	(60.623)	(52.809)	(62.232)	(53.908)
Resultado Financiero	(46.582)	(37.452)	(31.884)	(48.191)	(38.257)	(29.981)	(39.082)	(30.583)
Resultado Sociedades P. Equivalencia								
Deterioro fondo de comercio								
Resultado Antes de Impuestos	205.886	228.620	242.581	235.359	250.955	262.196	251.950	259.410
Impuesto sobre Beneficios	(61.766)	(68.586)	(72.774)	(70.608)	(75.287)	(78.659)	(75.585)	(77.823)
Resultado Operaciones Continuas	144.120	160.034	169.807	164.751	175.669	183.537	176.365	181.587
Resultado Consolidado del Ejercicio	144.120	160.034	169.807	164.751	175.669	183.537	176.365	181.587

En miles de Euros	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	360.534	381.740	397.732	414.417	427.679	438.245	444.699	451.260
Variación de NOF	(46.055)	(52.436)	(40.135)	(43.225)	(33.410)	(26.585)	(17.632)	(16.861)
Cobros procedentes de ventas								
Pagos a proveedores y empleados								
Dividendos cobrados								
Otros cobros / pagos								
Impuestos	(61.766)	(68.586)	(72.774)	(70.608)	(75.287)	(78.659)	(75.585)	(77.823)
Pago Intereses								
Cobro Intereses								
Flujo de Caja Actividades Explot.	252.714	260.718	284.823	300.584	318.983	333.001	351.482	356.576
Inversiones	(129.060)	(137.839)	(109.292)	(102.790)	(80.626)	(60.078)	(34.687)	(25.834)
Capex	(90.624)	(122.905)	(96.673)	(91.745)	(71.871)	(53.859)	(31.350)	(24.181)
Inversiones en Otros Activos Finan	(38.436)	(14.934)	(12.619)	(11.045)	(8.755)	(6.219)	(3.337)	(1.653)
Desinversiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Inmovilizado Material								
Otros Activos Financieros								
Otros cobros/pagos								
Necesidades de inversión								
Flujo de Caja Actividades Inversión	(129.060)	(137.839)	(109.292)	(102.790)	(80.626)	(60.078)	(34.687)	(25.834)
Instrumentos de Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de deuda financiera								
Adquisición de part. S.E.								
Cobros y pagos instr pasivo financ.	0	0	0	0	0	0	0	0
Disposiciones de deuda financiera								
Venta de acciones propias								
Otros cobros/pagos								
Dividendos								
Necesidades de financiación								
Flujo de Caja Actividades Financ.	11.587	(8.152)	175.020	(296.280)	(101.033)	(128.102)	(164.281)	(170.696)
Otros ajustes	(115.340)	(109.516)	(119.205)	(131.981)	(144.984)	(158.483)	(168.445)	(182.232)
Flujo de Caja Neto	19.900	5.211	231.347	(230.467)	(7.660)	(13.662)	(15.931)	(22.185)

Fuente: Elaboración propia

7.12. Anexo XII: Hipótesis de Balance

Tabla 49: Hipotesis de Balance y P&G

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
Activos intangibles														
Valores Netos	433.974	460.330	462.928	432.090	436.601	538.116	552.348	565.980	579.012	591.444	603.276	614.508	625.140	635.172
Valores Brutos	476.638	508.855	526.349	504.367	513.666	619.701	639.701	659.701	679.701	699.701	719.701	739.701	759.701	779.701
Inmovilizado Inmaterial Bruto Inicial	411.869	476.638	508.855	526.349	504.367	513.666	619.701	639.701	659.701	679.701	699.701	719.701	739.701	759.701
Inversion neta	64.769	32.217	17.494	(21.982)	9.299	106.035	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Inversión bruta	1.669	3.055	3.808	2.462	1.987	4.995								
Salida	(491)	(36)	(1.633)	(1.061)	(6.599)	(8.695)								
Combinaciones de negocios	35.197	14.861	4.977	10.650	3.597	98.175								
Diferencias de conversión y otros	28.394	14.337	10.342	(34.033)	10.314	11.560								
Amortización acumulada total	(42.664)	(48.525)	(63.421)	(72.277)	(77.065)	(81.585)	(87.353)	(93.721)	(100.689)	(108.257)	(116.425)	(125.193)	(134.561)	(144.529)
Amort. Acumulada inicial	(36.530)	(42.664)	(48.525)	(63.421)	(72.277)	(77.065)	(81.585)	(87.353)	(93.721)	(100.689)	(108.257)	(116.425)	(125.193)	(134.561)
Dotación Amortización	(5.264)	(4.271)	(14.559)	(13.663)	(4.083)	(5.168)	(5.768)	(6.368)	(6.968)	(7.568)	(8.168)	(8.768)	(9.368)	(9.968)
Diferencias de conversión y otros	(870)	(1.590)	(337)	4.807	(705)	648								
% dotación sobre inmovilizado	1,1%	0,8%	2,8%	2,7%	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%
Dotación Amortización Inmovilizado existente							(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)	(5.168)
Dotación Amortización Nuevas Inversiones							(600)	(1.200)	(1.800)	(2.400)	(3.000)	(3.600)	(4.200)	(4.800)
Dotación Amortización Inversiones 2015							(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2016								(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2017									(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2018										(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2019											(600)	(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2020												(600)	(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2021													(600)	(600)
Dotación Amortización Inversiones 2022														(600)
% de Proy. Amortiz. Nuevas Inve.								3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

*Según tablas de coeficientes de amortización específicas en las cuentas de Ebro Foods

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
Propiedades, plantas y equipos														
Valores Netos	612.771	688.230	737.452	763.618	857.450	941.510	979.211	1.009.912	1.033.613	1.050.314	1.060.015	1.062.716	1.058.417	1.047.118
Valores Brutos	1.283.457	1.431.430	1.525.719	1.593.444	1.773.728	1.954.337	2.094.337	2.234.337	2.374.337	2.514.337	2.654.337	2.794.337	2.934.337	3.074.337
Inmovilizado Material Bruto Inicial	1.123.484	1.283.457	1.431.430	1.525.719	1.593.444	1.773.728	1.954.337	2.094.337	2.234.337	2.374.337	2.514.337	2.654.337	2.794.337	2.934.337
Inversión neta	159.973	147.973	94.289	67.725	180.284	180.609	140.000	140.000	140.000	140.000	140.000	140.000	140.000	140.000
Inversión	66.800	79.112	104.910	117.219	138.948	153.514								
Salida	(16.116)	(5.539)	(31.219)	(10.232)	(8.532)	(11.829)								
Combinaciones de negocios	64.395	37.457	11.426	20.655	32.158	41.543								
Diferencias de conversión y otros	44.894	36.943	9.172	(59.917)	17.710	(2.619)								
Amortización acumulada total	(670.686)	(743.200)	(788.267)	(829.826)	(916.278)	(1.012.827)	(1.115.126)	(1.224.425)	(1.340.724)	(1.464.023)	(1.594.322)	(1.731.621)	(1.875.920)	(2.027.219)
Amort. Acumulada inicial	(610.911)	(670.686)	(743.200)	(788.267)	(829.826)	(916.278)	(1.012.827)	(1.115.126)	(1.224.425)	(1.340.724)	(1.464.023)	(1.594.322)	(1.731.621)	(1.875.920)
Dotación Amortización total	(56.807)	(64.050)	(70.636)	(75.520)	(85.230)	(95.299)	(102.299)	(109.299)	(116.299)	(123.299)	(130.299)	(137.299)	(144.299)	(151.299)
Disminuciones del ejercicio y otros	(2.968)	(8.464)	25.569	33.961	(1.222)	(1.250)								
% dotación sobre inmovilizado	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Dotación Amortización Existente							(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)	(95.299)
Dotación Amortización Nuevas Inversiones							(7.000)	(14.000)	(21.000)	(28.000)	(35.000)	(42.000)	(49.000)	(56.000)
Dotación Amortización Inversiones 2015							(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2016								(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2017									(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2018										(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2019											(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2020												(7.000)	(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2021													(7.000)	(7.000)
Dotación Amortización Inversiones 2022														(7.000)
% de Proy. Amortiz. Nuevas Inve.								5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

*Según tablas de coeficientes de amortización específicas en las cuentas de Ebro Foods

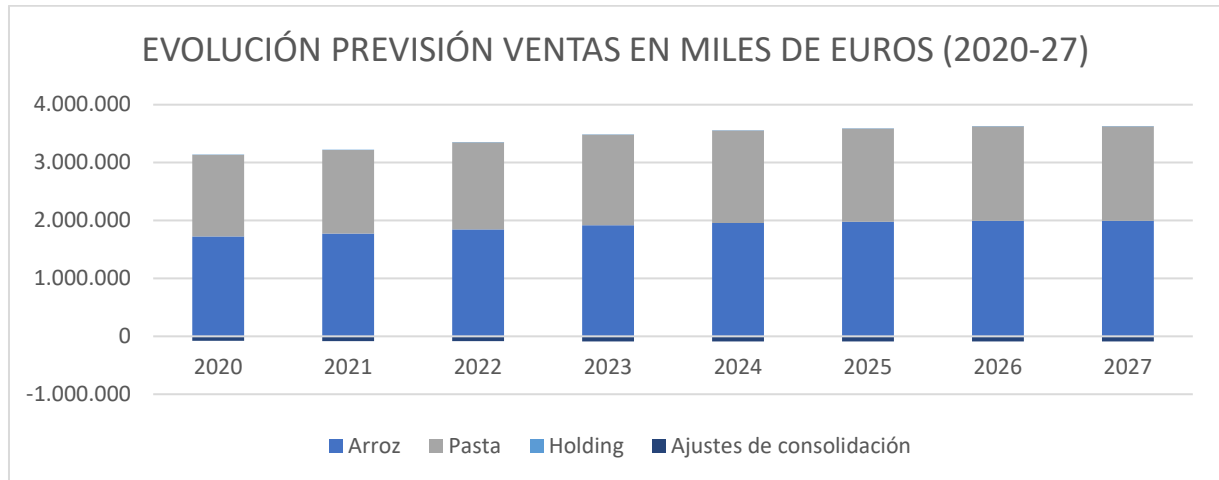
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
Activos No Corrientes														
Arrendamientos	0	0	0	0	0	88.447	91.987	94.871	97.098	98.666	99.578	99.832	99.428	98.366
Inmovilizado material	612.771	688.230	737.452	763.618	857.450	941.510	979.211	1.009.912	1.033.613	1.050.314	1.060.015	1.062.716	1.058.417	1.047.118
% s/ inmovilizado material	-	-	-	-	-	9,39%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
							*Mismo porcentaje que en 2019 debido a que no hay mas datos historicos							
Fondo de Comercio	932.596	996.778	1.029.715	1.031.601	1.156.606	1.267.066	1.305.757	1.384.329	1.444.269	1.506.881	1.557.219	1.597.145	1.622.162	1.647.610
Importe neto de la cifra de negocios	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	43,98%	40,49%	41,87%	41,15%	43,70%	45,04%	42,7%	42,7%	42,7%	42,7%	42,7%	42,7%	42,7%	42,7%
							*Promedio de los últimos seis años							
Propiedades de inversión	30.832	29.927	25.882	23.780	23.439	23.322	31.335	32.317	33.076	33.610	33.920	34.007	33.869	33.508
Inmovilizado Material	612.771	688.230	737.452	763.618	857.450	941.510	979.211	1.009.912	1.033.613	1.050.314	1.060.015	1.062.716	1.058.417	1.047.118
% s/ Inmovilizado material	5,0%	4,3%	3,5%	3,1%	2,7%	2,48%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
							*Promedio de los últimos cinco años							
Inversiones en empresas asociadas	22.857	24.052	37.299	36.755	39.967	42.226	44.681	46.484	48.472	50.050	51.528	52.686	53.546	54.041
Total Activos No Corrientes n-1		2.133.776	2.311.875	2.410.432	2.369.853	2.591.318	2.978.747	3.098.930	3.231.493	3.336.656	3.435.218	3.512.409	3.569.764	3.602.722
% s/ Total Activos No Corrientes		1,1%	1,6%	1,5%	1,7%	1,63%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
							*Promedio de los últimos cinco años							
Activos financieros	44.875	38.257	34.088	32.252	24.371	20.808	29.787	30.989	32.315	33.367	34.352	35.124	35.698	36.027
Total Activos No Corrientes n-1		2.133.776	2.311.875	2.410.432	2.369.853	2.591.318	2.978.747	3.098.930	3.231.493	3.336.656	3.435.218	3.512.409	3.569.764	3.602.722
% s/ Total Activos No Corrientes		1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
							*Promedio de los últimos tres años							
Activos por impuesto diferido	55.871	74.301	83.068	49.757	52.884	57.252	63.824	66.611	68.801	70.886	72.520	73.746	74.462	75.021
Deudas con Admin. Publicas + Prov. Pensiones+ Ir	2.034.436	2.203.470	2.300.317	2.293.241	2.511.627	2.809.239	2.901.075	3.027.772	3.127.323	3.222.071	3.296.344	3.352.112	3.384.643	3.410.025
% s/ Total Activos No Corrientes	2,7%	3,4%	3,6%	2,2%	2,1%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
							*Promedio de los últimos tres años							
Activos Corrientes														
Administraciones Públicas	28.467	31.198	32.643	32.425	34.983	38.824	39.754	42.146	43.971	45.877	47.409	48.625	49.387	50.161
Importe neto de la cifra de negocios	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
							*Promedio de los últimos seis años							
Inversiones Financieras CP	5.213	7.526	8.976	8.782	4.693	7.351	7.626	7.933	8.273	8.542	8.794	8.992	9.139	9.223
Derivados	2.233	2.392	3.909	146	498	714								
Otro IF CP	2.980	5.134	5.067	8.636	4.195	6.637								
Inversiones financieras LP	44.875	38.257	34.088	32.252	24.371	20.808	29.787	30.989	32.315	33.367	34.352	35.124	35.698	36.027
% s/ Inversiones Financieras LP	11,6%	19,7%	26,3%	27,2%	19,3%	35,3%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%
							*Promedio de los últimos cinco años							
Activos por impuesto corrientes	19.109	18.536	26.441	37.651	23.488	24.027	30.580	32.420	33.824	35.290	36.469	37.404	37.990	38.586
Importe neto de la cifra de negocios	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	0,9%	0,8%	1,1%	1,5%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
							*Promedio de los últimos seis años							
Otros activos corrientes	7.723	10.260	11.383	7.952	9.766	11.112	12.232	12.968	13.529	14.116	14.588	14.962	15.196	15.434
Importe neto de la cifra de negocios	2.120.722	2.461.915	2.459.246	2.506.969	2.646.523	2.813.298	3.057.980	3.241.988	3.382.363	3.528.996	3.646.883	3.740.387	3.798.974	3.858.571
% s/ ventas	0,4%	0,4%	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	
Patrimonio Neto															
Capital + Prima	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	
Capital	92.319	92.319	92.319	92.319	92.319	92.319									
Prima	4	4	4	4	4	4									
% Crecimiento		0%	0%	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
							*Sin crecimiento debido a que los ultimos seis años no ha habido nuevas aportaciones								
Acciones Autocartera	(277)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
% Crecimiento		-100%	0%	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
							*Sin crecimiento debido a que los ultimos cinco años no ha habido nuevas adquisiciones propias								
Reservas	1.568.096	1.609.913	1.666.426	1.744.162	1.872.299	1.915.473	1.978.058	2.034.475	2.106.806	2.188.910	2.265.959	2.353.924	2.449.758	2.538.421	
Reserva Legal	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	18.464	
Reserva Revalorización	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	3.169	
Resultados acumulados	1.546.463	1.588.280	1.644.793	1.722.529	1.850.666	1.893.840	1.956.425	2.012.842	2.085.173	2.167.277	2.244.326	2.332.291	2.428.125	2.516.788	
Resultado acumulado anterior	1.513.625	1.546.463	1.588.280	1.644.793	1.722.529	1.850.666	1.893.840	1.956.425	2.012.842	2.085.173	2.167.277	2.244.326	2.332.291	2.428.125	
Resultados del ejercicio anterior	132.759	149.119	150.688	175.819	229.974	149.311	150.288	144.120	160.034	169.807	164.751	175.669	183.537	176.365	
Reparto de Dividendos	(76.932)	(101.551)	(83.086)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	(87.703)	
Otros ajustes	(22.989)	(5.751)	(11.089)	(10.380)	(14.134)	(18.434)	0	0	0	0	0	0	0	0	
							*Se mantiene la reserva legal, la de revalorización y los dividendos como en los años anteriores								
Ajustes por cambio de valor	40.224	113.335	144.758	8.178	48.401	104.119	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	76.628	
Capital + Prima	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	92.323	
% s/ Capital + Prima	43,6%	122,8%	156,8%	8,9%	52,4%	112,8%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	
							*Promedio de los últimos seis años								
Socios externos	24.320	26.657	27.075	47.288	27.868	29.467	29.785	30.725	31.792	32.794	33.938	35.183	36.336	37.556	
Fondos Propios	1.849.485	1.966.259	2.079.326	2.074.637	2.162.334	2.262.203	2.291.129	2.363.460	2.445.564	2.522.613	2.610.578	2.706.413	2.795.075	2.888.959	
% s/ Fondos Propios	1,3%	1,4%	1,3%	2,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
							*Promedio de los últimos seis años								
Pasivo No Corriente															
Deudas a LP	267.168	438.811	495.490	472.353	533.612	826.725	810.012	653.869	976.370	709.189	566.347	745.709	523.039	448.393	
Deudas LP con bancos	198.779	368.777	406.607	370.508	368.782	582.553	576.364	412.863	727.954	454.288	304.833	477.657	249.513	169.640	
Deudas por arrendamiento	0	0	0	94	82	78.682	82.788	85.384	87.388	88.800	89.620	89.848	89.485	88.530	
Arrendamientos	0	0	0	0	0	88.447	91.987	94.871	97.098	98.666	99.578	99.832	99.428	98.366	
% s/ arrendamientos	-	-	-	-	-	89,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	
Depósitos y fianzas	65	57	59	59	59	59	59	*Mismo porcentaje que en 2019 debido a que no hay mas datos historicos							
Pasivos financieros contingentes	0	0	0	4.500	4.250	0									
Pasivos financieros de opciones sobre acciones	68.324	69.977	88.824	97.192	160.439	165.431	150.859	155.622	161.028	166.101	171.894	178.204	184.042	190.223	
Total Patrimonio Neto	1.873.805	1.992.916	2.106.401	2.121.925	2.190.202	2.291.670	2.320.914	2.394.185	2.477.357	2.555.407	2.644.516	2.741.596	2.831.411	2.926.515	
% s/ patrimonio neto	3,6%	3,5%	4,2%	4,6%	7,3%	7,2%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
							*Promedio de los últimos tres años								

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
Provisiones para pensiones y obligaciones	42.144	45.326	56.489	51.110	43.156	47.010	48.468	51.341	53.517	55.787	57.599	59.040	59.929	60.832
Gastos Personal	(261.710)	(306.304)	(331.443)	(338.975)	(360.496)	(388.751)	(403.904)	(427.845)	(445.974)	(464.894)	(479.993)	(492.004)	(499.407)	(506.933)
% s/ Gastos de personal	16,1%	14,8%	17,0%	15,1%	12,0%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
							*Promedio de los últimos dos años							
Otras provisiones	12.355	14.256	18.498	20.579	22.700	15.125	16.964	17.970	18.731	19.526	20.160	20.664	20.975	21.291
Provisiones para pensiones y obligaciones	42.144	45.326	56.489	51.110	43.156	47.010	48.468	51.341	53.517	55.787	57.599	59.040	59.929	60.832
% s/ provisiones para pensiones	29,3%	31,5%	32,7%	40,3%	52,6%	32,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
							*Promedio de los últimos seis años							
Pasivos por Impuesto Diferido	245.956	281.736	299.175	221.683	236.942	286.223	312.105	325.624	336.258	346.350	354.256	360.181	363.629	366.289
Inm. Material + Inm. Intangible	1.979.341	2.145.338	2.230.095	2.227.309	2.450.657	2.746.692	2.837.316	2.960.221	3.056.894	3.148.639	3.220.510	3.274.369	3.305.719	3.329.900
% s/ Inm. Material + Inm. Intangible	12,4%	13,1%	13,4%	10,0%	9,7%	10,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
							*Promedio de los últimos cuatro años							
Pasivo Corriente														
Deudas con entidades de crédito a C/P	331.545	200.977	241.960	310.194	342.694	424.967	555.007	538.392	775.854	681.901	571.054	659.409	667.430	525.903
Prestamos corto plazo	331.545	200.977	241.960	310.194	342.694	424.967	201.090	163.501	384.909	273.666	149.455	227.176	228.144	79.873
Líneas de crédito							353.917	374.891	390.945	408.235	421.599	432.233	439.286	446.030
NOF	584.588	599.630	733.991	749.525	709.011	838.737	884.792	937.227	977.363	1.020.587	1.053.997	1.080.582	1.098.214	1.115.075
% Deudas con entidades de crédito sobre NOF		55,3%	27,4%	32,3%	43,8%	40,9%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
							*Promedio de los últimos seis años							
Derivados CP	1.482	579	1.104	4.293	360	1.040	2.775	2.692	3.879	3.410	2.855	3.297	3.337	2.630
Deudas con entidades de crédito a C/P	331.545	200.977	241.960	310.194	342.694	424.967	555.007	538.392	775.854	681.901	571.054	659.409	667.430	525.903
% s/ Deudas con entidades de crédito a C/P	0,4%	0,3%	0,5%	1,4%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
							*Promedio de los últimos seis años							

7.13. Anexo XIII: Previsión de ventas

Gráfico 14: Evolución previsión ventas 2020-2027



Fuente: Elaboración propia.

7.14. Anexo XIV: Coeficiente de amortización inmovilizados

Tabla 50: Coeficientes de amortización

Coeficiente de amortización	
Edificios y otras construcciones	1,0 a 3,0%
Instalaciones técnicas y maquinaria	2,0 a 20%
Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	8 a 25%
Otro inmovilizado material	5,5 a 25%

Fuente: Ebro Foods (2019): "Memoria Consolidada Del Ejercicio Anual Al 31 De diciembre De 2019". Pág. 22. Rescatado de <http://cnmv.es/AUDITA/2019/18388.pdf>. Consultado en diciembre de 2019

7.15. Anexo XV: Betas

Tabla 51: Muestra betas

Company	MV. b€	Beta	D/E	Beta U.	Peso U.
Danone	3,73	0,62	100,02%	0,36	0,0473
Deoleo	55,10	0,82	2277,30%	0,05	0,0001
Gruma SAB de CV*	0,60	0,09	109,40%	0,05	0,0006
Mondelez International**	4,86	0,62	78,58%	0,40	0,0775
Unilever	286,93	0,44	203,49%	0,18	0,0569
JBS***	14,47	0,32	246,36%	0,12	0,0040
Archer Daniels Midland**	27,62	0,95	70,82%	0,64	0,0413
Tyson Foods**	30,84	0,65	86,75%	0,40	0,0294
Kraft Heinz Company**	59,70	1,01	64,12%	0,70	0,0980
Grupo Bimbo*	12,19	0,02	156,75%	0,01	0,0003
Borges	0,14	0,52	113,29%	0,29	0,0001
	424,56				0,36

*Unidades convertidas de MEX a EUR.

**Unidades convertidas de USD a EUR.

***Unidades convertidas de BRL a EUR.

Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo! Finance (2020): Ebro Foods, S.A. (EBRO.MC). Rescatado de <https://es.finance.yahoo.com/quote/EBRO.MC/key-statistics/>. Consultado en marzo de 2020.

$$\beta_e = 0,36 \times \left[1 + \frac{2.082.403 \times (1 - 30\%)}{2.291.670} \right] = 0,47$$

Tabla 52: Desglose Betas

Beta	0,51
Beta Ebro (2/3)	0,48
Beta muestra (1/3)	0,58

Fuente: Elaboración propia.

7.16. Anexo XVI: Rentabilidades bono español a 10 años (2005-2019)

Tabla 53: Rentabilidad del bono español a 10 años

2005	3,32%
2006	4,00%
2007	4,40%
2008	3,79%
2009	3,98%
2010	5,48%
2011	5,09%
2012	5,31%
2013	4,15%
2014	1,61%
2015	1,78%
2016	1,39%
2017	1,57%
2018	1,42%
2019	0,47%
PROMEDIO	3,18%

Fuente: Investing (2020). "Rentabilidad del bono español a 10 años". Recuperado de <https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield>. Consultado en mayo de 2020.

7.17. Anexo XVII: Calculo de TIR

Tabla 54: Calculo TIR

TIR	4,60%							
Flujos de pago/cobro	368.782	(132.654)	(88.798)	(43.074)	(128.800)	(1.966)	(10.384)	(8.282)
Prestamos actual	368.782							
Amortización		(112.312)	(78.539)	(35.957)	(123.121)	(1.212)	(9.678)	(7.963)
Intereses		(20.342)	(10.259)	(7.117)	(5.679)	(754)	(706)	(319)

Fuente: Elaboración propia

7.18. Anexo XVIII: Valoración por múltiplos

Tabla 55: Valoración por múltiplos

Company	EV B€	PER	Peso	Ventas B€	EV/Ventas	EBITDA B€	EV/EBITDA	EBIT B€	EV/EBIT
Ebro Foods	3,73	23,79	0,13	2,81	1,33	0,32	11,51	0,21	17,56
Danone	55,10	21,29	1,68	25,29	2,18	5,23	10,53	3,85	14,33
Deoleo	0,60	89,58	0,08	0,86	0,70	0,26	2,32	0,13	4,64
Gruma SAB de CV*	4,86	17,41	0,12	5,26	0,92	0,48	10,13	0,35	13,89
Mondelez International**	82,26	19,59	2,31	23,16	3,55	4,51	18,24	3,62	22,72
Unilever	133,05	22,91	4,36	51,98	2,56	11,91	11,17	9,95	13,38
JBS***	1,69	17,14	0,04	35,30	0,05	3,11	4,65	2,11	6,86
Archer Daniels Midland**	27,62	14,09	0,56	57,21	0,48	2,67	10,34	1,44	19,18
Tyson Foods**	30,84	10,76	0,48	38,66	0,80	3,47	8,89	2,53	12,19
Kraft Heinz Company**	59,70	19,81	1,69	22,40	2,67	5,15	11,59	4,28	13,95
Grupo Bimbo*	12,19	23,89	0,42	19,53	0,62	1,27	9,60	0,78	15,63
Borges	0,14			0,09	1,57				
	424,56		20,03		1,37		9,08		12,86

*Unidades convertidas de MEX a EUR.

**Unidades convertidas de USD a EUR.

***Unidades convertidas de BRL a EUR.

Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2020): "Cotizaciones". Recuperado de <https://es.investing.com/>. Consultado en junio de 2020

7.19. Anexo XIX: Detalle de la valoración por múltiplos

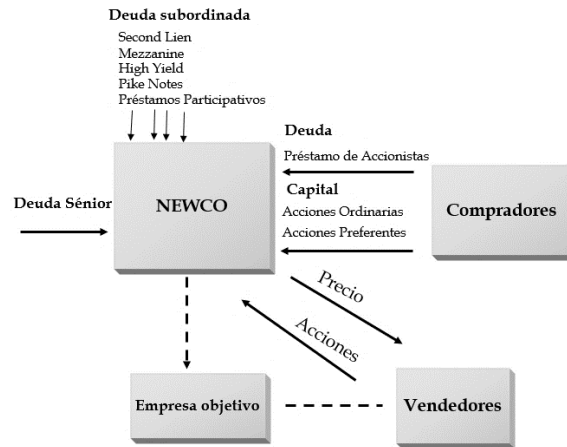
Tabla 56: Detalle múltiplos en miles de euros

EQUITY VALUE PER	3.010.906
Múltiplo PER	20,03
Beneficio Neto	150.288
EQUITY VALUE EV/Sales	2.850.746
-DFN	(1.000.660)
ENTERPRICE VALUE EV/Sales	3.851.406
Múltiplo EV/Sales	1,37
Ventas	2.813.298
EQUITY VALUE EV/EBITDA	1.942.265
-DFN	(1.000.660)
ENTERPRICE VALUE EV/EBITDA	2.942.925
Múltiplo EV/EBITDA	9,08
EBITDA	324.082
EQUITY VALUE EV/EBIT	1.731.176
-DFN	(1.000.660)
ENTERPRICE VALUE EV/EBIT	2.731.836
Múltiplo EV/EBIT	12,86
EBIT	212.441

Fuente: Elaboración propia

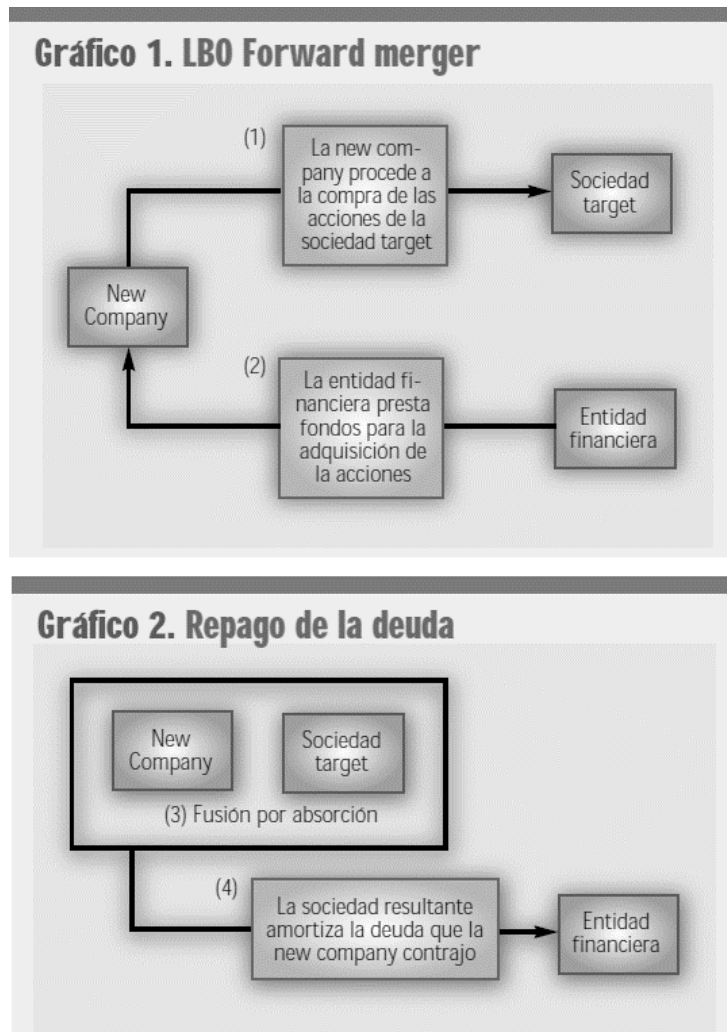
7.20. Anexo XX: Estructura de un LBO

Ilustración 3: Estructura LBO



Fuente: Elaboración propia

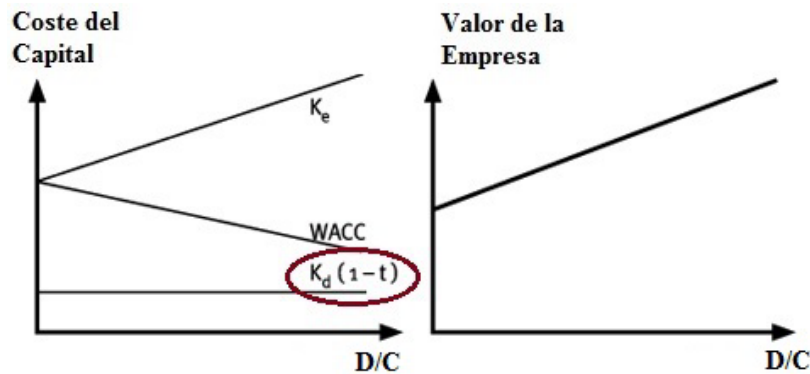
Ilustración 4: Proceso LBO



Fuente: VERDUGO, O. (2006): Claves sobre la compra apalancada.

7.21. Anexo XXI: Grafica teorema Modigliani-Miller

Gráfico 15: Teorema Modigliani-Miller



Fuente: LOPEZ, I. (2020): Management Empresarial. La posición de Modigliani-Miller

7.22. Anexo XXII: Efecto práctico del apalancamiento financiero

Gráfico 16: Efecto Apalancamiento

	L = 0	L = 0,33	L = 1	L = 3	L = 9
Fondos propios	100	75	50	25	10
Deudas	0	25	50	75	90
PN + PASIVO	100	100	100	100	100
BAIT	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Intereses	0,0	2,5	5,0	7,5	9,0
BAT	20,00	17,500	15,00	12,500	11,00
Impuestos	5,00	4,375	3,75	3,125	2,75
BDT	15,00	13,125	11,25	9,375	8,25
RE =	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
RF =	15,00%	17,50%	22,50%	37,50%	82,50%

Fuente: MASCAREÑAS, J (1993): Análisis del apalancamiento. Pág. 19

7.23. Anexo XXIII: Valoración por VAA, Apalancamiento

Tabla 57: VA del apalancamiento en miles de euros

Tax Shield Deuda Pre-LBO	57.510
Tax Shield Deuda Principal	114.126
Tax Shield Deuda Subordinada	76.721
VA DEL APALANCAMIENTO	248.356

Fuente: Elaboración propia

7.24. Anexo XXIV: Índice de tablas y gráficos

7.24.1. Ilustraciones

Ilustración 1: Mapa ventas por continente.....	67
Ilustración 2: Cotización Ebro Foods 2010-2019.....	68
Ilustración 3: Estructura LBO.....	83
Ilustración 4: Proceso LBO.....	83

7.24.2. Gráficos

Gráfico 2: Estimación del PIB.....	37
Gráfico 3: Equity Value.....	42
Gráfico 4: Estructura financiera.....	44
Gráfico 5: Estructura financiera Pre-LBO y LBO.....	50
Gráfico 6: Producción Arroz.....	64
Gráfico 7: Producción Trigo Duro.....	64
Gráfico 8: Ingresos por segmentos (2014-19).....	65
Gráfico 9: Ingresos por segmentos.....	66
Gráfico 10: Ingresos por segmentos 2001-2018.....	66
Gráfico 11: Ingresos por zona geográfica 2001-2018.....	66
Gráfico 12: Ingresos por zona geográfica.....	67
Gráfico 13: Evolución fondo comercio.....	68
Gráfico 14: Accionariado.....	69
Gráfico 14: Evolución previsión ventas 2020-2027.....	80
Gráfico 15: Teorema Modigliani-Miller.....	84
Gráfico 16: Efecto Apalancamiento.....	84

7.24.3. Tablas

Tabla 1: Ratio de Liquidez 2014-2019.....	22
Tabla 2: Ratio de Endeudamiento 2014-2019.....	22
Tabla 3: Ratio de Solvencia 2014-2019.....	22
Tabla 4: Margen de beneficio de explotación sobre ventas 2014-2019.....	23
Tabla 5: Rotación de ventas sobre Activo 2014-2019.....	23
Tabla 6: Periodo Medio de Cobro 2014-2019.....	23
Tabla 7: Periodo Medio de Pago 2014-2019.....	23
Tabla 8: ROI 2014-2019.....	24
Tabla 9: ROE 2014-2019.....	24

Tabla 10: Esquema Flujo de Caja Libre	27
Tabla 11: Crecimiento ventas 15-19	29
Tabla 12: Porcentajes crecimiento ventas.....	30
Tabla 13: Gastos de aprovisionamientos por negocio	31
Tabla 14: Gastos de personal por negocio	31
Tabla 15: Amortización inmovilizado 2020-27	32
Tabla 16: Inversiones 2020-27	32
Tabla 17: Cuentas NOF	33
Tabla 18: Variación NOF	34
Tabla 19: Flujo de Caja Libre 2020-2027.....	34
Tabla 21: Ratio Gastos financieros sobre pasivo.....	36
Tabla 22: Escenarios crecimiento	37
Tabla 23: Valores residuales.....	37
Tabla 24: EV Pesimista	38
Tabla 25: EV Neutro.....	38
Tabla 26: EV Optimista	38
Tabla 27:Equity Value	38
Tabla 28: Múltiplos.....	41
Tabla 29: Equity Value múltiplos.....	41
Tabla 30: Valor de la acción en euros por acción.....	43
Tabla 31: Valor de mercado en euros por acción	43
Tabla 32: FCL.....	48
Tabla 33: Crecimiento activo.....	49
Tabla 34: DFN/EBITDA	49
Tabla 35: EV despalancado	51
Tabla 36:Deuda Pre-LBO	51
Tabla 37:Deuda Principal	52
Tabla 38: Deuda Subordinada	52
Tabla 40: VAA Post-LBO (En miles de euros)	52
Tabla 41: VAA Pre-LBO (En miles de euros).....	52
Tabla 42: Estados Financieros	58
Tabla 43: Marcas Ebro Foods.....	62
<i>Tabla 44: Valoración Marcas</i>	<i>62</i>
Tabla 45: Sociedades Ebro Foods.....	63

Tabla 46: Clasificación sectores	63
Tabla 47: Ventas por producto	65
Tabla 48: Inconvenientes valoración contable	69
Tabla 49: Valor Contable.....	69
Tabla 50: Proyecciones.....	70
Tabla 51: Hipotesis de Balance y P&G	74
Tabla 52: Coeficientes de amortización.....	80
Tabla 53: Muestra betas.....	80
Tabla 54: Desglose Betas.....	81
Tabla 55: Rentabilidad del bono español a 10 años.....	81
Tabla 57: Calculo TIR	81
Tabla 58: Valoración por múltiplos	82
Tabla 59: Detalle múltiplos en miles de euros.....	82
Tabla 39: VA del apalancamiento en miles de euros	84