

# ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS AGROALIMENTARIAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL

ANALYSIS AND ASSESSMENT OF AGRIFOOD ENTERPRISES THAT ARE LISTED IN THE SPANISH STOCK MARKET

**Barrachina-Martínez, I.<sup>1</sup>**

<sup>1</sup>Centro de Investigación en Ingeniería Económica de la Universitat Politècnica de València, España.

**Autor de correspondencia:** [ibarrach@ade.upv.es](mailto:ibarrach@ade.upv.es)

## RESUMEN

En el mercado continuo español cotizan algunas empresas agroalimentarias de reducida capitalización. En este estudio se valoran en conjunto, los estados financieros desde 2011 a 2014 de algunas de ellas, para determinar cuál es su situación económica financiera a través de la composición del balance y los principales ratios bursátiles. Además, se calculó la rentabilidad de las acciones de los últimos años, su riesgo específico y sistemático comparado con la rentabilidad del IBEX 35. Se utilizaron metodologías de valoración de empresas para determinar el valor intrínseco de las acciones. Todas las empresas registraron balances equilibrados, poco endeudadas con rentabilidades positivas y solventes. Su riesgo sistemático permite englobarlas en valores defensivos con poca correlación con el IBEX 35.

**Palabras clave:** Valor intrínseco, riesgo sistemático, rentabilidad económica, financiera.

## ABSTRACT

In the Spanish stock market, some agrifood companies of reduced capitalization are listed. In this study, the financial statements from 2011 to 2014 of some of them are evaluated as a whole, to determine what their financial situation is through the composition of the balance sheet and the principal stock market ratios. In addition, the profitability of the shares in recent years was calculated, their specific and systematic risk, compared to the profitability of the IBEX 35. Business evaluation methodologies were used to determine the intrinsic value of the shares. All the enterprises showed well-adjusted balances, low indebtedness, with positive and solvent profitability. Their systematic risk allows including them in defensive values with low correlation with the IBEX 35.

**Keywords:** intrinsic value, systematic risk, economic profitability, financial.

**Agroproductividad:** Vol. 9, Núm. 11, noviembre, 2016. pp: 32-40.

**Recibido:** julio, 2016. **Aceptado:** octubre, 2016.

## INTRODUCCIÓN

**El análisis** de los estados financieros es un conjunto de técnicas que se utilizan para diagnosticar la situación y perspectivas de las empresas con el fin de conocer la situación y evolución previsible de las mismas (Amat, 2013). Dentro de las cuentas anuales, el balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias de los últimos años, son la materia de la que se parte para el análisis de los estados financieros. Mediante el mismo se puede observar el equilibrio del balance y el nivel de endeudamiento. Los ratios económico financieros sirven para estimar la rentabilidad, liquidez, endeudamiento y calidad de la deuda de las empresas, algunos de los cuales han sido utilizados como indicadores del estado de salud empresarial tradicionalmente y estudiados como predictores de dificultades financieras de las empresas (Altman, 1968; Hua *et al.*, 2007; Ohlson, 1980). El análisis fundamental se realiza para determinar el valor intrínseco o precio teórico de las acciones o de una empresa. Es por lo tanto, el valor que deberían alcanzar las acciones de la empresa a medio o largo plazo, aunque a corto plazo puede no ser así, por circunstancias coyunturales y se requiere del análisis técnico. Los ratios bursátiles por acción permiten la comparación de las acciones de diferentes empresas y pueden ayudar a los inversores a predecir el futuro precio de las acciones (JangHyung, 2014). Las empresas del sector de alimentación y bebidas que cotizan en el mercado continuo español o en el Latibex son las siguientes: BARÓN DE LEY, S.A., BODEGAS BILBAINAS, S.A., BODEGAS RIOJANAS, S.A., DAMM S.A., AGROFUSE, DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A., LUMAR NATURAL SEAFOOD, S.A., CAMPOFRÍO FOOD GROUP, S.A., EBRO FOODS, S.A., NATRA, S.A., DEOLEO S.A. y VISCOFAN, S.A. según figuran en la página web de Bolsas y mercados. Con base en lo anterior, se realizó un análisis económico financiero a partir de la información contable de los últimos años de algunas de las empresas del sector de la alimentación y bebidas que cotizan en el mercado continuo y determinar el valor intrínseco de las mismas.

## MATERIALES Y MÉTODOS

En este trabajo se han seleccionado cuatro empresas dentro del sector de la alimentación cotizado en el Mercado continuo español: BARON DE LEY, S.A. (BDL): Bodegas con denominación de origen La Rioja, que produce, comercializa y exporta Vinos de la Tierra, modernos, con uvas de variedades de prestigio internacional. En la

actualidad, también destina su actividad a la curación de jamones, paletas y lomos ibéricos de bellota.

BODEGAS RIOJANAS, S.A. (RIO): Es una empresa dedicada a la elaboración y comercialización de vinos de calidad, con denominación de origen La Rioja. La gama actual de productos que ofrecen al mercado: Rioja, Toro, Rueda, Rías Baixas, Ribera de Duero, Cava y Champagne, junto con algunos otros específicos para algún país exterior.

EBRO FOODS, S.A. (EBRO): En la actualidad es un holding que se dedica al sector del arroz, el segundo fabricante mundial de pasta y la primera compañía en comercializar productos lácteos de valor añadido en España.

VISCOFAN, S.A. (VISC): La actividad fundamental es la fabricación y comercialización de envolturas artificiales de celulósica, colágeno (de pequeño y de gran calibre), fibrosa y plásticos para productos cárnicos. Adicionalmente, a través del Grupo IAN, Viscofan está presente en el mercado de alimentación vegetal, con la producción y comercialización de espárragos, aceitunas, tomates, y platos preparados. El Grupo IAN, a través de la marca Carretilla, es uno de los líderes del mercado español, líder en el espárrago blanco en conserva.

Todas ellas pertenecen al sector tres de bienes de consumo y dentro de éste, al subsector 3.1 de alimentación y bebidas. Aunque pertenecen a códigos CNAE de actividad económica diferentes. BDL y RIO pertenecen al Código CNAE: 1102 Elaboración de vinos, mientras que, a EBRO le corresponde el Código CNAE: 6420 Actividades de las sociedades holding y a VISC el Código CNAE: 1089 Elaboración otros productos alimenticios. En cuanto al tamaño las empresas EBRO y VISC son de mediana capitalización, mientras que BDL es de pequeña capitalización, RIO es de muy pequeña capitalización. La información económica financiera requerida para el análisis se obtuvo de las páginas web de las compañías, en la sección de información para los accionistas e inversores. Se extraen los balances de situación y las cuentas de pérdidas y ganancias de los ejercicios desde 2011 hasta 2014, ya consolidadas, porque son las que se refieren al grupo entero y no solo a la empresa cabecera. La información sobre número de acciones, capitalización, etcétera, se obtiene de la página web de Bolsas y mercados. La metodología que se utilizó en el análisis fundamental de las empresas introducidas en el estudio consistió en analizar la

información que se extrae del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias de cada una de las empresas y la comparación con el conjunto de empresas. Se calcularon los principales ratios financieros de cada empresa. Estos ratios financieros son magnitudes relativas extraídas de los estados financieros de dichas empresas que expresan la situación de las mismas en cuanto a liquidez, endeudamiento y rentabilidad:

**Ratio de solvencia:** Ratio de solvencia =  $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$

La relación anterior se refiere al activo corriente, compuesto por efectivo disponible, realizable y existencias, y el exigible a corto plazo (deudas a corto plazo), e indica la solvencia de la empresa en cuanto a la capacidad de devolución de deudas a corto plazo. Su valor óptimo medio se establece en 2, de forma que la empresa tenga el doble de activo circulante que de deudas a corto plazo. Hemos de señalar que es un valor orientativo, puesto que, a mayor rotación de existencias, el valor óptimo de este ratio es menor.

**Ratio de tesorería:**

Ratio de tesorería =  $\frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$

Indica los bienes líquidos o cuasi líquidos de que dispone la empresa para atender a las deudas a corto plazo. Con este ratio se matiza el anterior ya que es posible que una empresa tenga un activo corriente muy elevado pero en forma de stocks y, por lo tanto, no tenga efectivo para atender los pagos. Su valor prudencial debe estar en torno a la unidad, si es menor, existe peligro de suspensión de pagos, ya que al llegar el vencimiento de éstos, no se podrán hacerlos efectivos.

**Ratio de fondo de maniobra sobre el activo:** indica la proporción del Fondo de maniobra sobre el Activo.

**Ratio de fondo de maniobra FM sobre el pasivo corriente PC:** indica si la empresa genera suficiente dinero para atender a las deudas a corto plazo. El valor adecuado de este ratio oscila entre 0.5 y 1.0.

**Ratio de endeudamiento:**

Ratio de endeudamiento =  $\frac{\text{Deudas totales}}{\text{Activo}}$

En este caso se relacionan las deudas con el todo el

dinero invertido en la empresa, es decir, dice en qué medida se encuentra financiada la empresa con fondos ajenos también denominado coeficiente de endeudamiento. Cuanto menor sea el valor, menores serán sus obligaciones de pago, por lo que la empresa ofrecerá más garantía a sus acreedores. El valor óptimo de este ratio se encuentra entre 0.4 y 0.6.

**Ratio de autonomía:** Capitales propios frente a las deudas. El valor óptimo de este ratio oscila entre 0.7 y 1.5:

Ratio de autonomía =  $\frac{\text{Capitales propios}}{\text{Pasivo}}$

**Ratio de garantía:** Ratio de garantía =  $\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$

El ratio de Garantía, relaciona el Activo total de la empresa con el Exigible total. Se trata de saber de cuántos bienes dispone la empresa para atender a sus deudas, a corto y largo plazo. Cuanto mayor sea el valor de ésta, la empresa ofrecerá más garantía de devolución de préstamos a sus acreedores. Este ratio también recibe el nombre de distancia a la quiebra. A medida que se reduce este ratio y sobre todo cuando se acerca a 1, la quiebra se aproxima. Cuando es menor que 1 la empresa está en quiebra técnica.

**Ratio de calidad de la deuda:**

Ratio de la calidad de la deuda =  $\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo}}$

El ratio de calidad de la deuda relaciona el pasivo corriente con el Exigible total. Cuanto menor sea este ratio significa que la deuda es de mejor calidad.

**Ratio de apalancamiento financiero:**

Proporción de capital propio frente al capital total invertido en la empresa

Ratio de la calidad de la deuda =  $\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo}}$

**Costo medio del capital invertido en la empresa:**

Se obtiene como la proporción entre gastos financieros y dividendos de la empresa frente al activo.

Coste de la financiación =  $\frac{\text{Gastos financieros} + \text{Dividendos repartidos}}{\text{Activo}}$

**Costo de la financiación ajena:**

$$\text{Coste de la financiación} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Pasivo}}$$

Se obtiene como la proporción entre gastos financieros de la empresa frente a las deudas totales o pasivo.

**Rentabilidad económica:**

La rentabilidad económica, es el beneficio de la explotación (antes de intereses e impuestos) en relación con el total del activo o total patrimonio neto y pasivo. Indica la eficiencia económica de la empresa.

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{Beneficio antes de intereses e impuestos}}{\text{Activo}}$$

Cualquier entidad se financia parte con capital propio (capital y reservas), y parte con capitales ajenos (préstamos). En el ratio se trata de medir el nivel de beneficio que obtiene la empresa independientemente de quién sea el que aporte los capitales. Como anteriormente se exponía, siempre que la rentabilidad así obtenida sea superior al coste de los préstamos recibidos, será interesante concertar financiamiento a través de deudas, bien sea a corto o a largo plazo.

**Rentabilidad financiera:**

Es la relación entre el beneficio neto y los fondos propios. En este caso del beneficio de la explotación, ya se han deducido los gastos financieros y los impuestos. Por otra parte, en el denominador se toman sólo los fondos propios, dado que este beneficio neto sirve para remunerar sólo a la inversión que han realizado los accionistas de la empresa.

$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Capital propio}}$$

También se calcularon los ratios bursátiles de: Valor contable por acción (VCA), Beneficio por acción (BPA), Cash flow por acción (CFA), Ventas por acción (VPA) y Dividendos por acción (DPA), rentabilidad por dividendo y pay out. Para la obtención del riesgo sistemático de las acciones se utilizó el método CAPM (Línea de mercado Sharpe), la información sobre las cotizaciones mensuales entre enero de 2000 hasta junio de 2015, de las empresas y el IBEX 35, se obtuvo de la página web de yahoo en la sección de finanzas. La rentabilidad de la

renta fija sin riesgo se estableció en 2.3% obtenida de los bonos a 10 años del tesoro público español para junio de 2015. Los métodos de valoración a emplear fueron: valor contable o patrimonial, que consiste en valorar las acciones a partir del valor del patrimonio contable, presumiblemente se estableció como el valor mínimo de las acciones, ya que, es un método estático que no considera la evolución futura de la empresa. El método de valoración por dividendos requiere que las empresas repartan dividendos. Se utiliza como tasa de descuento, la rentabilidad exigida por los accionistas que es la obtenida por la metodología CAPM o la Rentabilidad financiera en el caso de que la correlación con el mercado sea muy baja. El método de valoración basado en el descuento de flujos de caja determina el valor de la empresa por medio del descuento de flujos de caja libres estimados según los datos históricos. Este criterio encierra gran parte de subjetividad, ya que, se desconoce cuál será la evolución real de la empresa. La idea base, parte de la Teoría de la Inversión, según la cual el valor de cualquier activo financiero es igual a la suma de los valores actuales de los flujos de caja que promete generar. En este caso los flujos de caja de la empresa se actualizan al coste del capital de la empresa, que incluye los recursos propios y ajenos. Esto es así, en cuanto que los flujos de caja no incluyen los intereses o gastos financieros, y su resultado anual debe remunerar el costo de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas o costo del capital propio. La ponderación se fija mediante la proporción que cada fuente representa en el total del financiamiento:

$K_s$ =coste del capital propio o rentabilidad mínima exigida por los accionistas;  $K_d$ =coste de los recursos ajenos después de impuestos;  $S$ =proporción del capital propio o acciones;  $D$ =proporción del capital ajeno o endeudamiento;  $K=K_s \times S + k_d \times D$

Se utilizó la Fórmula general:

$$V_0 = \frac{FC_{15}}{(1+k)} + \frac{FC_{16}}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_{19}}{(1+k)^n} + \frac{V_{20}}{(1+k)^n}$$

Donde  $FC_i$  son los flujos de caja libres estimados a partir del FC 2014 y  $V_{20}$  es el valor residual de la empresa en el año 2020.

**RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

El Cuadro 1, muestra los balances de situación resumidos en la cinco masas patrimoniales de las empresas

consideradas y su evolución durante 2011-2014, y se muestra: el activo no corriente (ANC), el activo corriente (AC), el patrimonio neto (PN), el pasivo no corriente (PNC) y el pasivo corriente (PC). Se trata de empresas de diferente dimensión, ya que EBRO está muy por encima del promedio en cuanto a nivel de activo, mientras que RIO tiene un activo muy inferior a la media.

Las empresas presentan balances equilibrados, ya que, todas obtienen un fondo de maniobra (AC-PC) que se

mantiene siempre positivo. Destaca el bajo nivel de endeudamiento y la buena liquidez en general, ya que los fondos propios representan, en promedio, siempre más del 59% del pasivo lo que parece indicar que todas están fuertemente capitalizadas, incluso algunas podrían tener un capital excesivo lo que puede representar un esfuerzo importante para los accionistas que no estuvieran obteniendo una rentabilidad adecuada. El Cuadro 2 muestra los principales ratios de liquidez y endeudamiento en el año 2014, indicando que el ratio de liquidez (AC/PC)

**Cuadro 1.** Balances de situación.

EBRO	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
ANC	1.860.861	68,7	1.841.658	67,4	1.931.567	69,7	2.133.776	67,5
AC	849.747	31,3	890.154	32,6	841.113	30,3	1.028.292	32,5
Activo	2.710.608		2.731.812		2.772.680		3.162.068	
PN	1.588.460	58,6	1.693.237	62,0	1.728.263	62,3	1.873.805	59,3
PNC	576.667	21,3	482.294	17,7	512.031	18,5	572.044	18,1
PC	545.481	20,1	556.281	20,4	532.386	19,2	716.219	22,7
PN+Pasivo	2.710.608		2.731.812		2.772.680		3.162.068	
VISC	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
ANC	351.831	50,5	373.261	48,0	411.963	52,1	413.178	47,1
AC	345.465	49,5	404.308	52,0	378.712	47,9	463.721	52,9
Activo	697.296		777.569		790.675		876.899	
PN	449.436	64,5	498.569	64,1	521.617	66,0	575.867	65,7
PNC	83.656	12,0	83.377	10,7	94.830	12,0	99.866	11,4
PC	164.204	23,5	195.623	25,2	174.228	22,0	201.166	22,9
PN+Pasivo	697.296		777.569		790.675		876.899	
BDL	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
ANC	72502	25,4	183101	54,9	146276	39,6	179830	53,6
AC	212.597	74,6	150.509	45,1	223108	60,4	155.482	46,4
Activo	285099		333610		369384		335312	
PN	175.292	61,5	192.207	57,6	202010	54,7	205.487	61,3
PNC	5.982	2,1	16.334	4,9	14.686	4,0	15.997	4,8
PC	103.825	36,4	125.069	37,5	152.688	41,3	113.828	33,9
PN+Pasivo	285.099		333.610		369.384		335.312	
RIO	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
ANC	12492	24,9	12210	24,2	12014	24,0	13009	25,3
AC	37.758	75,1	38.346	75,8	38.010	76,0	38.452	74,7
Activo	50250		50556		50024		51461	
PN	25329	50,4	25481	50,4	25.517	51,0	26.052	50,6
PNC	6.475	12,9	6.108	12,1	5.801	11,6	5.516	10,7
PC	18.446	36,7	18.967	37,5	18.706	37,4	19.893	38,7
PN+Pasivo	50.250		50.556		50024		51461	

**Cuadro 2.** Ratios de liquidez y endeudamiento en el año 2014.

	EBRO	VISC	BDL	RIO	Promedio
<b>Ratios de liquidez</b>					
Ratio de solvencia (AC/PC)	1,44	2,31	1,37	1,93	1,76
Ratio de Tesorería (AC-Existencias)/PC	0,84	1,30	0,55	0,59	0,82
Ratio de FM sobre el PC	0,44	1,31	0,37	0,93	0,76
Ratio de FM sobre el activo	0,10	0,30	0,12	0,36	0,22
<b>Ratios de endeudamiento</b>					
Apalancamiento financiero=PN/Activo	59,3%	65,7%	61,3%	50,6%	59,2%
Ratio de endeudamiento=Pasivo/Activo	40,7%	34,3%	38,7%	49,4%	40,8%
Ratio de autonomía=PN/Pasivo	1,5	1,9	1,6	1,0	1,5
Ratio de garantía (Activo/Pasivo)	2,5	2,9	2,6	2,0	2,5
Ratio de calidad de la deuda (PC/Pasivo)	0,6	0,7	0,9	0,8	0,7
Coste medio del capital (GF+Div)/Activo	2,2%	9,4%	0,5%	2,8%	3,7%
Coste de capital ajeno (GF/Pasivo)	1,92%	1,58%	1,26%	3,38%	2,0%

de todas las empresas es mayor que uno, aunque el óptimo, que es de aproximadamente igual a 2, únicamente lo obtiene RIO, mientras que VISC presentó un valor excesivo. Los valores que presentan EBRO y BDL son ligeramente inferiores al valor recomendable (1.5), lo que quiere decir que, aun teniendo suficiente liquidez para hacer frente a sus deudas a corto plazo, son valores a vigilar. Considerando el ratio de tesorería, excepto Viscofan, en las demás es inferior a 1 (acid test), que indica tensiones de liquidez aunque todas parecen estar lejos de la suspensión de pagos.

Los ratios de FM/PC, en promedio presentaron buen nivel (entre 0.5 y 1) aunque EBRO y sobretodo BDL estarían un poco por debajo del valor recomendable mientras que la que mejor ratio presentó fue VISC. Si se atiende al Ratio FM/activo también se observa que EBRO y BDL son inferiores a la media. Del mismo modo, el ratio de endeudamiento (Pasivo/Activo) fue 40.8% lo que muestra que las empresas están poco endeudadas. En cuanto a los ratios de autonomía y garantía de

la deuda muestran que no tendrán problemas para hacer frente a los acreedores. Aunque dentro de los valores recomendables, la empresa que peor indicador muestra en cuanto a ratios de autonomía y garantía es RIO lo que también se refleja en el mayor coste de la deuda. El costo medio del financiamiento en promedio fue de 3.7%, mientras que Viscofan fue la empresa que mejor está remunerando el capital de los socios con un costo medio ponderado de 9.4%. Los ratios de rentabilidad mostraron (Cuadro 3) que la empresa que mayor rentabilidad económica (ROE) presentó es VISC, mientras que RIO es inferior al valor promedio. Aunque la empresa que mejor rentabilidad financiera (RF) obtuvo fue VISC, no es la que mejor relación respecto a su ROE.

**Cuadro 3.** Ratios de rentabilidad.

	EBRO	VISC	BDL	RIO	Promedio
ROE	6,9%	15,5%	6,1%	3,6%	8,0%
RF	8,0%	18,5%	13,5%	3,4%	10,8%
Dividendos por acción (DPA)	0,30	1,67	0,00	0,11	0,52
Rentabilidad Div	2,16%	3,79%	0%	2,61%	2,1%
Pay out=b=D/BPA	30,6%	73,1%	0,0%	66,8%	42,6%
g=ROE (1-b)	4,77%	4,18%	6,14%	1,20%	4,1%

La compañía que más DPA ofreció fue VISC que está retribuyendo con 1,66€/acción. La rentabilidad por dividendo o yield, tiene un gran significado por si misma, ya que refleja el rendimiento que recibe el accionista en forma de dinero pagado a partir del beneficio obtenido por la empresa. Si comparamos la rentabilidad por dividendos de estas empresas, que en promedio fue 2.1%, (Exceptuando BDL que no da dividendos), con la obtenida en la renta fija sin riesgo que en la actualidad es de 2.3% para bonos del estado a 10 años, en general es buena. La empresa que mayor rentabilidad por dividendos ofreció fue VISC con 3.79%.

### Ratios por acción

Es interesante ver la evolución del ratio de BPA, en general crecen aunque con algunas excepciones. Los valores desde 2011 hasta 2014 se extraen a partir de los estados financieros de las empresas, mientras que los de 2015 y 2016 se obtuvieron a partir de estimaciones propias o páginas de información financiera. En el Cuadro 4 se muestra la evolución del BPA desde 2011 hasta 2016, el CFA, el DPA y VCA expresado como RRPP/acción de 2014.

El VCA muestra que RIO es la que menos PN tiene por acción y VISC la que más. La compañía que mayor BPA obtuvo en 2014 fue BDL (6,09 €/acción) que muestra una evolu-

ción positiva desde 2011, aunque las previsiones de futuro no mantienen el crecimiento anterior. La que menos BPA obtuvo en 2014 fue RIO (0,16 €/acción). Al observar el CFA (descuenta el efecto de las amortizaciones), BDL es la que obtiene mayor CFA y RIO la que menos. En el caso de EBRO y VISC la previsión es que aumenten ligeramente los BPA en los próximos años.

### PER y el Earnings year (1/PER) de 2014, 2015 y estimados para 2016

El PER o precio pagado por unidad de beneficio (Cuadro 5) muestra que, en una situación de estancamiento futura de los beneficios, la empresa más barata en 2014 sería BDL mientras que la más cara es RIO. Para todas las empresas se observa un aumento del PER para el año 2015, la disminución del PER para el año 2016 es debido a que se estima que aumenten los BPA de todas las empresas excepto para BDL, ya que se calculan con el precio de 2015. En cuanto al precio por Cash flow la empresa más barata sería Barón de Ley mientras que la más cara Viscofan

La rentabilidad obtenida como la inversa del PER en promedio fue del 4.8% para 2015, BARON obtendría un 6% mientras que RIO un 2.97%. El ratio Precio/Ventas indica cuantas veces incluye el precio de la acción las ventas, la empresa cuyas ventas más influencia tienen en el precio es BDL.

### Riesgo sistemático

Para calcular el riesgo sistemático, se aplicó el método de regresión por mínimos cuadrados donde la variable dependiente es la rentabilidad anual de las acciones y la independiente la rentabilidad del IBEX 35. La pendiente de la ecuación li-

**Cuadro 4.** Ratios por acción.

	EBRO	VISC	BDL	RIO	Promedio
BPA 2011	0,99	2,17	1,96	0,13	1,31
BPA 2012	1,03	2,23	3,64	0,14	1,76
BPA 2013	0,87	2,18	3,68	0,15	1,72
BPA 2014	0,97	2,28	6,09	0,16	2,38
BPA 2015	1,01	2,64	5,48	0,12	2,31
BPA 2016	1,12	2,78	5,48	0,18	2,39
CFA 2014	1,33	3,34	8,24	0,35	3,31
VCA	1,13	3,57	1,66	0,84	1,80
P 2014	13,71	44,07	75,00	4,07	
P 2015	17,90	58,07	91,10	4,04	

**Cuadro 5.** PER y el earnings year de 2014, 2015 y estimados para 2016.

	EBRO	VISC	BDL	RIO	Promedio
Precio cash flow	10,34	13,20	9,10	12,18	11,20
P 2014	13,71	44,07	75,00	4,07	
P 2015	17,90	58,07	91,10	4,04	
PER 2014	14,2	19,291	12,32	25,6	17,86
PER 2015	17,7	21,996	16,62	33,7	22,50
PER 2016	16,0	20,881	16,62	22,4	18,99
Earnings year 2014	7,03%	2,19%	8,12%	3,90%	5,3%
Earnings year 2015	5,64%	4,55%	6,02%	2,97%	4,8%
Ratio Precio /ventas	0,99	2,99	3,92	1,37	2,32

neal encontrada es el riesgo sistemático Beta. Todas las empresas han obtenido una beta o riesgo sistemático bajo (inferior a 1) lo que les da un carácter defensivo, y una baja correlación, sobretodo en el caso de VISC, cuya  $R^2$  es del 0.12. El Cuadro 6 muestra los valores de beta, alfa y  $R^2$  obtenidos en la ecuación lineal, la rentabilidad exigida por los inversores según el método CAPM, la rentabilidad promedio anual de los años 2012-2014 junto con su riesgo específico y sistemático y rentabilidad financiera.

Al comparar la rentabilidad financiera obtenida por las empresas con la esperada según el método CAPM, VISC y BDL estarían obteniendo una rentabilidad mayor de la esperada mientras que EBRO y sobre todo RIO obtendrían rentabilidades inferiores a las esperadas por el riesgo asumido por los inversores. La mayor rentabilidad media anual de las acciones entre los años 2012-2014 la alcanzó BDL con 30%, casi el doble de la que obtuvo el IBEX 35 en ese mismo periodo (16.35%) y muy por encima de la esperada 11. 28% según su riesgo sistemático, mientras que RIO únicamente tuvo rentabilidad de 1.9% bastante por debajo de la renta fija para ese mismo periodo. EBRO obtuvo 6% y VISC más o menos la misma que el IBEX 35. Aunque todas tienen un riesgo específico similar entre ellas y al del IBEX 35 (0.12) el menor riesgo específico también fue para BDL, mientras que los mayores fueron para VISC y RIO. Desde este punto, BDL sería un valor a mantener en cartera mientras que no conviene RIO por su baja rentabilidad y alto riesgo. En

**Cuadro 6.** Riesgo sistemático, rentabilidad exigida, rentabilidad anual en promedio de las acciones desde 2012 a 2014 y su desviación típica.

Concepto	EBRO	VISC	BDL	RIO
Beta (Riesgo sistemático)	0,5895	0,3467	0,6388	0,6991
alfa	0,0118	0,2337	0,0808	-0,086
R <sup>2</sup>	43,9%	12,1%	38,3%	42,0%
rm (2012-2014)	16,35%	16,35%	16,35%	16,35%
Rf (renta fija)	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
Ri=rf+ b(rm-rf)	<b>10,58%</b>	7,17%	<b>11,28%</b>	<b>12,12%</b>
Rentabilidad de las acciones 2012-2014	6,06%	16,2%	30,0%	1,90%
Riesgo específico (desv típica)	0,120	0,159	0,121	0,158
Rentabilidad financiera	<b>8,65%</b>	<b>18,49%</b>	<b>13,46%</b>	<b>3,40%</b>

Nota: la beta de RIO se calcula para 2011-2015 porque faltan cotizaciones.

cuanto al riesgo sistemático que se ha calculado con rentabilidades anuales desde enero, 2005 a junio, 2014, se observa una baja correlación con el IBEX 35 por lo que la rentabilidad esperada por los accionistas según el método CAPM, se toma con precaución y no se utiliza en el caso de VISC (correlación de 12%) que se sustituye por la rentabilidad financiera. Todos los valores tienen una beta inferior a 1 por lo que se consideran defensivos bastante independientes de los movimientos del mercado en general.

### Estimación del valor de las acciones

La estimación del valor intrínseco de las acciones se ha realizado mediante el descuento de flujos de caja libres. Como tasa de descuento se utiliza el costo medio ponderado de capital en la que, la rentabilidad de los fondos propios, es la rentabilidad obtenida por el método CAPM, excepto para VISC que se utiliza la rentabilidad financiera del año 2014 debido a la baja correlación con el IBEX 35. El Cuadro 7 muestra los datos que se han utilizado para la valoración por descuento de flujos de caja libres. Para estimar las inversiones

**Cuadro 7.** Flujo de caja libre estimado para 2015, costo de recursos ajenos después de impuestos, tasa de crecimiento ROE (1-pay out).

	EBRO	VISC	BDL	RIO
Flujo de caja libre 2015	71.213	109.288	5.325	2.452
Kd después de impuestos	1,85%	1,29%	1,37%	2,14%
Coste medio ponderado de capital	7,02%	12,37%	7,44%	6,57%
g	4,77%	7,43%	6,14%	1,20%
Valor de la empresa (descuento FC)	3.164.304	2.211.821	407.624	11.613

**Cuadro 8.** Valor contable, valor intrínseco por descuento de flujos de caja y Valor a partir de los dividendos

	EBRO	VISC	BDL	RIO
Cotización 2015 (junio)	<b>17,85</b>	<b>55,88</b>	<b>87,45</b>	<b>4,23</b>
Valor contable	12,18	12,36	45,21	4,84
Valor de las acciones (descuento FC)	<b>20,6</b>	<b>47,5</b>	<b>89,7</b>	<b>2,2</b>
Valoración por dividendos RF	10,57	36,3		4,44

futuras en ANC y AC se han considerado las inversiones pasadas, de manera que si éstas han sido constantes se mantienen, y cuando han sido muy altas en el último año se reducen para los años sucesivos.

Atendiendo al valor contable se observa que todas cotizan por encima de dicho valor excepto RIO que cotiza a 4.23 mientras que su valor contable es de 4.84 y la valoración por dividendos es de 4.44 €/acción. EBRO y BDL han obtenido un valor intrínseco por encima de su cotización actual mientras que VISC cotiza por encima de su valor.

### CONCLUSIONES

El análisis de los estados financieros mostró que las empresas presentan una situación económica financiera saneada, con suficiente liquidez, bajo endeudamiento y buena calidad de la deuda. Si bien, RIO y BDL podrían sufrir pequeñas tensiones de liquidez a corto plazo indicado por el acid test. La rentabilidad económica es, en todas ellas positiva, para todos los ejercicios consultados y la que mejor rentabilidad financiera obtiene respecto a la económica es BDL. En el caso de VISC se podría plantear una reestructuración del capital aumentando el endeudamiento para obtener una mayor rentabilidad financiera y disminuir su costo medio ponderado de financiamiento. RIO obtiene una RF inferior a la ROE debido a su alto costo de recursos ajenos. La mejor rentabilidad por dividendos la presentó VISC con 3.79% mientras que EBRO y RIO tienen rentabilidades del 2.16% y 2.61%, respectivamente, y BDL no reparte dividendos. En el caso de RIO debería replantearse su política de dividendos, ya que, suponen un alto porcentaje del BPA.



Estas rentabilidades por dividendos están a la par con la renta fija de los bonos a 10 años (2.3% en el mes de junio de 2015). Por el comportamiento de las acciones durante los dos últimos años (2012-2014) señala a BDL como el que mayor rentabilidad ha obtenido, cercano a 30%. VISC obtuvo una rentabilidad cercana a la del mercado (16%) mientras que EBRO, únicamente 6%, y RIO 1.9%. El riesgo específico es similar en todas ellas y también similar al del mercado en su conjunto (0.12-0.15). Con estos datos las acciones a mantener en cartera serían BDL y VISC. El riesgo sistemático muestra que se trata de valores defensivos todas ellas con betas inferiores a 1 y baja correlación con el IBEX 35. Si se calcula la rentabilidad esperada por el mercado según la metodología CAPM; VISC y sobretodo BDL superan las expectativas mientras que EBRO quedaría por debajo y RIO obtiene una rentabilidad muy inferior a la esperada por su nivel de riesgo. Por fundamentales, la que mayor BPA y CFA presenta es BDL. El PER muestra que la empresa más cara es RIO entorno al 25 mientras que el resto de empresas están 12 y 16. Las perspectivas de crecimiento del

BPA son positivas para todas las empresas. El VCA mayor lo presenta VISC lo que también es señal de su bajo endeudamiento. Según el método de descuento de flujos de caja libres EBRO y BDL cotizan por debajo de su valor intrínseco mientras que VISC cotiza por encima del valor estimado y RIO cotiza muy por encima de su valor intrínseco que se ha estimado en 2.2 €/acción. Sin embargo, si se aplica el método de valoración por dividendos se obtiene un valor intrínseco para RIO de 4,44 €/acción, y un valor contable de 4,8 €/acción, ambos se encuentran por encima de su cotización actual.

### LITERATURA CITADA

- Amat O. 2011. Análisis de los estados financieros. Gestión 2000
- Hua Z., Wang Y., Xu X., Zhang B., Liang L. 2007. Predicting corporate financial distress based on integration of support vector machine and logistic regression. *Expert systems with Applications*. 33(2), 434-440.
- Ohlson J.A. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 109-131.
- JangHyung L. 2014. A Study on Usefulness of EPS Information. *Journal of CEO and Management Studies*, 17 (1): 27-40.

