



# **TRABAJO DE FIN DE GRADO**

“Valoración de empresas por modelos financieros basados en descuento de flujos de caja: aplicación al caso real de una empresa de producción de agricultura ecológica”

**Autor:** D. Alejandro Cazorla Peña

**Tutor/es:** D. Leonardo Cazorla Papis

**Grado en Administración y Dirección de Empresas**

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2018 / 2019

Almería, a 2 de julio de 2019

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>2</b>
<b>2. ANÁLISIS DEL ENTORNO</b>	<b>3</b>
2.1 ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL	3
2.1.1 AGRICULTURA ECOLÓGICA EN EL MUNDO	3
2.1.2 AGRICULTURA ECOLÓGICA EN ESPAÑA	4
2.1.3 AGRICULTURA ECOLÓGICA EN ANDALUCÍA Y ALMERÍA	6
2.2 ANÁLISIS DE COMPETIDORES POTENCIALES Y EMPRESA OBJETIVO	7
<b>3. ANÁLISIS ECONÓMICO - FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA</b>	<b>15</b>
3.1 RATIOS DE RENTABILIDAD	15
3.2 RECURSOS GENERADOS	17
3.3 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA	18
3.4 RATIOS DE FUNCIONAMIENTO	20
<b>4. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA</b>	<b>22</b>
4.1 METODOLOGÍA DE VALORACIÓN	23
4.2 VALORACIÓN DE LA ENTIDAD	26
4.2.1 HORIZONTE TEMPORAL DE PROYECCIÓN	26
4.2.2 ANÁLISIS DE E.E.C.C. HISTÓRICOS Y FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS	26
4.2.3 CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL Y ESTIMACIÓN DE VARIABLES CLAVE	27
4.2.4 VALORACIÓN Y GENERACIÓN DE RESULTADOS	29
<b>5. RESUMEN Y CONCLUSIONES</b>	<b>30</b>
<b>6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y WEBGRAFÍA</b>	<b>30</b>
6.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	30
6.2 WEBGRAFÍA	31
<b>7. ANEXOS</b>	<b>33</b>
7.1 BALANCE DE EMPRESA OBJETIVO	33
7.2 ESTADO DE RESULTADOS DE EMPRESA OBJETIVO	34
7.3 CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL	35
7.4 INVERSIONES EN NOF Y ANC	35
7.5 FLUJOS DE TESORERÍA PREVISIONALES	35
7.6 VALORACIÓN DE ENTERPRISE VALUE	36
7.7 VALORACIÓN DE EQUITY VALUE	36

# 1. INTRODUCCIÓN

Resulta de vital importancia conocer e identificar el valor de una entidad, en la medida en que numerosas empresas se enfrentan a lo largo de su vida a situaciones que requieren la necesidad de conocer el valor de las mismas (operaciones de compra venta, fusiones, escisiones, liquidaciones, salidas de socios, etc.).

El objetivo de este trabajo consiste en confeccionar un informe de carácter profesional relativo a la valoración de una compañía real dedicada a producción y venta de verduras y hortalizas ecológicas ubicada en la provincia de Almería. La necesidad de efectuar la valoración tiene su origen en la existencia de una oferta de compra de la citada compañía.

Para confeccionar y desarrollar el citado informe, tras esta breve introducción, se analizarán las principales características del sector (evolución del sector y competidores potenciales), a continuación, efectuaremos un diagnóstico económico-financiero de la compañía objetivo a través del estudio de ratios contables y, por último, valoraremos la compañía utilizando diversos métodos de valoración basados en la capacidad de la empresa de generar recursos, centrando la atención en: los modelos financieros basados en el descuento de flujos de renta.

Además de analizar el valor de la compañía, averiguaremos si la empresa cumple con el objetivo financiero (en términos de creación de valor), y cómo evoluciona ésta a lo largo de un horizonte temporal determinado, para así poder extraer conclusiones finales en función de los resultados obtenidos.

En general, el proceso para valorar una compañía se caracteriza por su elevada complejidad debido a factores tales como: la dificultad para acceder a la gran cantidad de información interna y externa de la empresa, la subjetividad a la que está sometida la valoración o las circunstancias particulares de la empresa. Todo ello, unido a la capacidad analítica necesaria para entender e interpretar el volumen de datos estimado, hace que nuestro análisis obtenga un atractivo añadido y resulte de mayor interés para la toma de decisiones futura de la empresa.

## **2. ANÁLISIS DEL ENTORNO**

Para realizar el análisis del entorno de nuestra compañía, utilizaremos dos procedimientos bien diferenciados basados en el estudio, en primer lugar, de las características del sector al que pertenece (agricultura ecológica) identificando patrones evolutivos a escala mundial, nacional y regional. Seguidamente, una vez determinados los principales competidores potenciales de nuestra entidad, los compararemos a través de indicadores y magnitudes tales como la cifra neta de negocio, el volumen de activos, ROE, NOF/Ventas, etc. Así, podremos diagnosticar que posición ocupa la empresa objetivo en el mercado en relación a sus principales competidores, de cara a una futura valoración.

### **2.1 Análisis del entorno general**

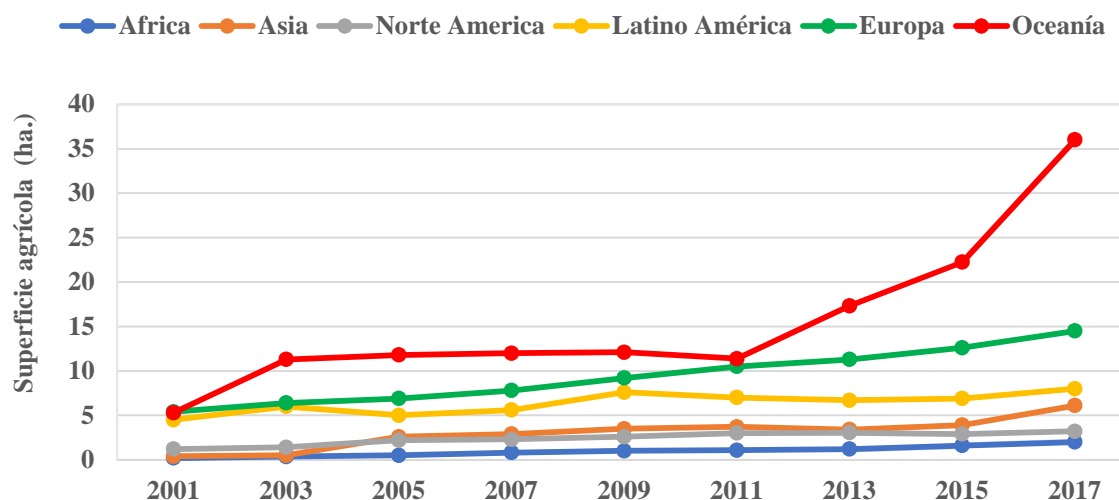
Nuestra compañía se enmarca dentro del sector agrícola y, más concretamente, en agricultura ecológica de verduras y hortalizas. El Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación define a la agricultura ecológica como *“un conjunto de técnicas agrarias que excluye normalmente el uso de productos químicos de síntesis como fertilizantes, plaguicidas, antibióticos, etc. con el propósito de preservar el medio ambiente, mantener la fertilidad del suelo y proporcionar alimentos con todas sus propiedades naturales”*.

Con objeto de hacer más veraz el proceso de valoración, resulta indispensable analizar la evolución que ha experimentado el sector al que pertenece. Por ello, hemos dividido esta evolución en tres niveles: mundial, nacional y regional.

#### **2.1.1 Agricultura ecológica en el mundo**

La producción ecológica mundial ha evolucionado considerablemente desde principios de siglo hasta nuestros días, fruto de un incremento en la demanda de productos más saludables y respetuosos con el medio ambiente. Por continentes, el más significativo en este sector es Oceanía, ya que desde principios de siglo ha incrementado su superficie agrícola de producción en torno a 30 millones de hectáreas, seguido de Europa, Latino América, Asia, Norte América y África como se puede observar en el *gráfico 2.1*.

Gráfico 2.1. Evolución de la superficie agrícola (ha.) con producción ecológica por zona geográfica



Fuente: Elaboración propia recuperado de *FiBL* e *IFOAM*

Según el *Research Institute of Organic Agriculture* (FiBL), la producción ecológica mundial en el año 1999 ocupaba únicamente 11 millones de hectáreas. En 2017, esta cifra ha aumentado hasta alcanzar los 70 millones, suponiendo un incremento en torno al **500%**, lo que demuestra el gran potencial de este sector a nivel global.

Respecto a facturación, *IFOAM - Organics International* estima que este sector generó más de 80.000 millones de € en todo el mundo en el pasado año 2017, en contraste con los 15.000 millones de € contabilizados en el sector en el año 2000.

En Europa se sigue manteniendo la misma tendencia global de crecimiento, liderando el consumo, junto a Estados Unidos, de este tipo de productos y ocupando la segunda posición en superficie agrícola mundial (ver gráfico 2.1).

### 2.1.2 Agricultura ecológica en España

La distribución de alimentos ecológicos se encuentra regulada legalmente en España desde 1989, cuando se aprobó el reglamento de la denominación genérica “Agricultura Ecológica”, que fue de aplicación hasta la entrada en vigor de la legislación en la Comunidad Económica Europea. En nuestro país, la certificación y el control de la producción es competencia de las Comunidades Autónomas y se lleva a cabo por autoridades de control públicas, salvo en Andalucía y Castilla La Mancha, las cuáles han autorizado organismos privados para la realización de estas funciones.

La producción ecológica en España ha experimentado un auge importante desde sus inicios en la década de los 80, hasta situarse en estos momentos como el primer país miembro de la Unión Europea en superficie dedicada a este sector. Tanto es así que, en el año 2016 superó los 2 millones de hectáreas dedicadas al ecológico, en contraste con las poco más de 300.000 ha. inscritas en nuestro país en el año 2000 según *MAPA* (Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación).

Un incremento de la superficie trae consigo un incremento de la producción, como se puede apreciar en la *tabla 2.1* que recoge la evolución de la producción de verduras frescas ecológicas en los principales productores europeos.

**Tabla 2.1: Evolución de la producción de verduras frescas ecológicas en Europa (toneladas)**

Países	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Alemania</b>	263.140	244.473	272.116	253.708	299.493	337.220
<b>España</b>	<b>184.444</b>	<b>154.409</b>	<b>202.737</b>	<b>217.148</b>	<b>286.075</b>	<b>323.273</b>
<b>Holanda</b>	:	:	:	420.841	195.359	239.154
<b>Polonia</b>	19.792	23.888	30.216	35.088	45.798	50.627
<b>Reino Unido</b>	:	25.387	44.735	43.907	42.319	42.967
<b>Grecia</b>	:	55.099	138.549	63.645	34.022	40.941
<b>Media</b>	<b>155.792</b>	<b>100.651</b>	<b>137.671</b>	<b>172.390</b>	<b>150.511</b>	<b>172.364</b>

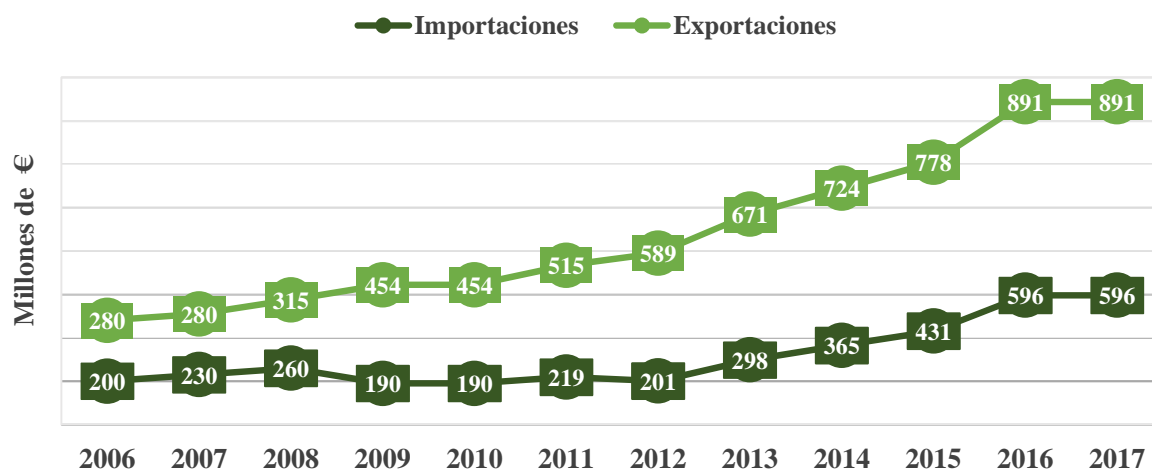
Fuente: Elaboración propia recuperado de *Eurostat*

Vemos como España es el segundo productor en lo que a verduras y hortalizas se refiere, por detrás de Alemania y superando a Holanda, uno de los países de la unión pionero en el sector. También, se sitúa por encima de la media del continente desde el año 2012, lo que acentúa aún más su importancia en este campo.

Respecto al comercio exterior, la agricultura ecológica española se caracteriza por su intensa actividad exportadora que ha ido creciendo paulatinamente desde principios de

siglo. El siguiente gráfico muestra la evolución comercial del sector comparando las importaciones y exportaciones entre 2006 y 2017 en nuestro país.

**Gráfico 2.2. Evolución de las importaciones y exportaciones de agricultura ecológica en España**



Fuente: Elaboración propia recuperado de Eurostat.

Como observamos en el *gráfico 2.2*, las exportaciones superan de media alrededor de 250 millones de € a las importaciones, lo que significa una reducida demanda nacional de productos ecológicos en comparación con lo que se produce. Estas exportaciones, mayoritariamente, se realizan en forma de productos frescos demandados principalmente por países de la Unión Europea como Francia, Alemania o Países Bajos.

### 2.1.3 Agricultura ecológica en Andalucía y Almería

La agricultura de verduras y hortalizas ecológicas en Almería, al igual que en Andalucía, ha experimentado un crecimiento vertiginoso desde sus inicios en los años 80, situándonos en el marco europeo como líderes en este sector. Centrándonos en Andalucía, nuestra comunidad representa el 46,8% de la superficie nacional dedicada a la agricultura ecológica, en los que la producción de hortalizas andaluzas representa el 1% (la mayoría de la superficie es utilizada para el cultivo de pastos, olivares, cereal y frutos secos).

En Almería, como en el resto de España, predomina la producción no ecológica o convencional por encima de la ecológica. No obstante, este tipo de producción ha

evolucionado notablemente hasta convertir a Almería en la provincia andaluza que más hectáreas destina al cultivo de hortalizas bajo plástico, como se puede ver en la *tabla 2.2*.

**Tabla 2.2. Evolución de la superficie (ha.) ecológica de hortícolas bajo plástico en Andalucía**

PROVINCIAS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Almería	1.300,24	405,59	962,48	1.025,68	2.099,60	2.678,54	3.169,00
Huelva	104,28	85,69	95,02	296,09	411,62	545,09	580,52
Granada	209,03	105,94	152,21	152,34	233,11	298,66	330,34
Málaga	30,43	32,61	38,95	46,65	72,13	62,59	67,21
Sevilla	2,08	0,07	8,53	7,66	80,17	15,04	10,21
Cádiz	5,77	8,41	13,22	1,6	19,96	4,57	3,27
Córdoba	0,5	1,18	3,82	3,24	30,53	6,14	2,93
Jaén	1,02	0,47	0,49	0,67	1,71	0,68	0,88
ANDALUCIA	1.653,37	639,96	1.274,72	1.533,93	2.948,83	3.611,31	4.164,36

Fuente: Elaboración propia recuperado de CAPDR

Observamos cómo Almería ha representado alrededor del 70% en este sector desde el año 2012 (muy por delante de Granada y Huelva), con un incremento del **144%** en superficie cultivada en tan solo 7 años, según la Consejería de Agricultura, Pesca, y Desarrollo Rural de la Junta de Andalucía (CAPDR).

## **2.2 Análisis de competidores potenciales y empresa objetivo**

Para poder valorar una empresa es imprescindible disponer de datos del sector, así como de principales competidores que compartan cuota de mercado, en la medida que estos pueden condicionar la actuación de nuestra entidad. Para ello, hemos utilizado la base de datos “Sistema de Análisis de Balances Ibéricos” (SABI) con el objetivo de recopilar los estados financieros de la competencia directa y obtener determinados ratios y magnitudes contables en un horizonte temporal comprendido entre 2013 y 2015, para así poder comparar la tendencia de estos en relación a nuestra compañía.

Para evaluar esta tendencia se ha utilizado la *tasa de crecimiento anual compuesto* (CAGR), en la medida que esta modera el efecto de períodos de alta volatilidad, dando así un valor más exacto a través de la expresión:



$$CAGR(t_0, t_n) = \left( \frac{V(t_n)}{V(t_0)} \right)^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1$$

Dónde,

$V(t_0)$ ; Valor inicial.

$V(t_n)$ ; Valor final.

$t_n - t_0$ ; Número de años.

Las empresas seleccionadas para este análisis son *CAMPOJOYMA S.L.*, *BIO SOL PORTOCARRERO S.L.* y *PRODUCTOS ECOLÓGICOS DEL SUR S.L.* Todas ellas desarrollan su actividad en Almería y provincia.

Uno de los principales componentes a analizar en esta sección está relacionado con el estudio de las dimensiones que posee la empresa objetivo en comparación con las principales empresas competidoras. Para ello, analizaremos el volumen de ventas, activos de los que disponen, así como el personal que tienen a su disposición para desarrollar su actividad. Cabe matizar que, el hecho de pertenecer a un sector minoritario con respecto a la agricultura convencional hace que el tejido empresarial a escala local y regional sea más reducido y, por ende, a la hora de seleccionar empresas competidoras directas resulte más difícil encontrar aquellas con unas dimensiones parecidas o similares.

**Tabla 2.3. Volumen de ventas de competidores frente a empresa objetivo**

<b>VENTAS (mill. €)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Tasa de crecimiento (CAGR)</b>
<b>Campojoyma</b>	<b>15,4</b>	<b>18,2</b>	<b>19</b>	<b>11,15 %</b>
<b>Biosol</b>	<b>10,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,7</b>	<b>12,15 %</b>
<b>Ecosur</b>	<b>8,2</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15 %</b>
<b>Empresa objetivo</b>	<b>2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-23 %</b>
<b>Valor promedio (mill. €)</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11,2</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

En lo que respecta a las ventas, observamos cómo nuestra entidad objetivo está muy lejos del nivel desempeñado por sus competidores, ocupando la última posición en la tabla comparativa (muy por debajo de la media). También, es la única empresa con una tendencia negativa en ventas (-23%). Como veremos a continuación, las dimensiones de nuestra empresa objetivo mantienen una línea parecida al volumen de facturación.

**Tabla 2.4. Volumen de activos de competidores frente a empresa objetivo**

ACTIVOS (mill. €)	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Ecosur	6,3	7,4	7,9	12 %
Biosol	5,5	5,9	6,5	8,30 %
Campojoyma	3,8	3,9	5,5	20,79 %
Empresa objetivo	2,3	2,4	2,1	-6 %
Valor promedio (mill. €)	4,4	4,9	5,5	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

En el caso de los activos, la *tabla 2.4* señala un déficit en esta magnitud de nuestra compañía frente a su competencia (alrededor de los 2 millones de € por debajo de la media durante todo el período), evidenciando su reducido tamaño y ocupando el cuarto puesto del ranking comparativo. De nuevo, nuestra entidad presenta una evolución negativa en activos en contraste con sus competidores, algunos de ellos (*Campojoyma*) alcanzan tasas de crecimiento del 20,79%.

**Tabla 2.5. N° de empleados de competidores frente a empresa objetivo**

N° EMPLEADOS	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Ecosur	108	163	202	37 %
Campojoyma	163	169	184	6,25 %
Biosol	90	81	106	8,53 %
Empresa objetivo	35	31	30	-7,4 %
Valor promedio	99	111	130	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

El número de empleados coincide con lo previamente expuesto, ya que sigue ocupando una posición desventajosa con respecto a la competencia, como se puede comprobar si comparamos la media de empleados de los años analizados con nuestra entidad. Respecto a la tendencia, nuestra empresa objetivo sigue manteniendo una línea negativa en contraste con la competencia, al igual que la evolución en ventas y en activos.

**Tabla 2.6. ROA de competidores frente a empresa objetivo**

ROA	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Biosol	0,6 %	4 %	4,1 %	169,7 %
Campojoyma	1,9 %	1,9 %	1,7 %	-3,67 %
Ecosur	1 %	2 %	1,3 %	14 %
Empresa objetivo	4,3 %	4,4 %	3,5 %	-10 %
Valor promedio	1,9 %	3 %	2,6 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

En el caso de la rentabilidad económica, vemos cómo nuestra empresa objetivo se mantiene por encima de la media durante los tres años analizados, ocupando una buena posición en nuestro ranking, aunque con una tendencia de crecimiento negativa. *Biosol* es la empresa que mejor ha sabido gestionar la rentabilidad económica durante los tres años analizados, en contraste con la ineficiencia experimentada por nuestra empresa.

**Tabla 2.7. ROE de competidores frente a empresa objetivo**

ROE	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Biosol	0,6 %	6 %	8,4 %	282,28 %
Campojoyma	6,2 %	7,4 %	8,1 %	14,08 %
Ecosur	2 %	3,6 %	3,8 %	40 %
Empresa objetivo	8 %	5,1 %	3,3 %	-35,86 %
Valor promedio	4,2 %	5,5 %	5,9 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

En el estudio de la rentabilidad financiera, nuestra empresa objetivo genera un beneficio para sus propietarios muy por encima de la media en el año 2013. Sin embargo, durante los dos próximos años esta tendencia experimenta una disminución del 35,86% (dejando a nuestra empresa 3 puntos por debajo de la media), un dato que contrasta con el desempeñado por sus competidores, en especial *Biosol* que experimenta un crecimiento del 282%.

**Tabla 2.8. Ratio de gastos financieros de competidores frente a empresa objetivo**

$\frac{G.F.}{D.F.}$	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Ecosur	1,2 %	2,2 %	1,1 %	-4 %
Biosol	1 %	1,5 %	0,9 %	-6 %
Campojoyma	1,7 %	0,9 %	0,7 %	-35,5 %
Empresa objetivo	4,6 %	4,7 %	4 %	-6,5 %
Valor promedio	2,1 %	2,3 %	1,7 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

Cuanto menor sea el coste de la deuda financiera que posee una empresa, más barato se estará financiando y podrá destinar ese ahorro en recursos a otro fin. Así, en la *tabla 2.8.* observamos como en el período analizado nuestra empresa paga de media un interés mayor por su financiación bancaria que sus competidores, situación que deberá paliar, por

ejemplo, renegociando los compromisos contractuales que posea con las entidades financieras. Si nos fijamos ahora en la tendencia, las cuatro empresas han seguido la misma evolución al disminuir el coste de la deuda financiera.

**Tabla 2.9. Deuda/Activo de competidores frente a empresa objetivo**

<i>Deuda</i> <i>Activo</i>	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Campojoyma	84 %	91 %	90 %	3,65 %
Ecosur	87 %	88 %	87 %	0 %
Biosol	65,2 %	64,6 %	56 %	-6 %
Empresa objetivo	93,4 %	93,1 %	92 %	-0,8 %
Valor promedio	82,4 %	84,1 %	81,2 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

Con objetivo de considerar el endeudamiento, la *tabla 2.9.* nos muestra la totalidad de deuda sobre activo que poseen las empresas analizadas en valores relativos. En consecuencia, observamos cómo la entidad objetivo alcanza niveles por encima del 90% de endeudamiento durante todo el período, muy por encima de la media y siendo la empresa más endeudada. En contraste, ha disminuido levemente su endeudamiento y es *Campojoyma*, en este caso, la única empresa que lo ha aumentado.

**Tabla 2.10. Deuda a c/p/Activo de competidores frente a empresa objetivo**

<i>D. c/p</i> <i>Activo</i>	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Campojoyma	63 %	75 %	72 %	7,3 %
Ecosur	46,9 %	46,7 %	47,4 %	1 %
Biosol	50 %	50 %	45 %	-5,6 %
Empresa objetivo	47,3 %	47 %	38,9 %	-9,3 %
Valor promedio	52 %	54,7 %	50,7 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

Por otro lado, y contrastando con lo previamente expuesto, en lo relativo a deuda a corto plazo nuestra entidad obtiene valores por debajo de la media durante los tres años, situándose relativamente en el mismo rango que *Ecosur* y *Biosol*. También, la empresa objetivo consiguió disminuir sus niveles de deuda a corto plazo hasta casi un 10%, siendo la empresa con mejor variación.

**Tabla 2.11. EBITDA/Ventas de competidores frente a empresa objetivo**

$\frac{EBITDA}{Ventas}$	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Ecosur	9,1 %	8,9 %	8 %	-7 %
Biosol	3,3 %	5 %	8 %	53,9 %
Campojoyma	2,1 %	2,1 %	2,1 %	0 %
Empresa objetivo	8,4 %	10,3 %	9,2 %	4,6 %
Valor promedio	5,7 %	6,6 %	6,8 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

La relación por cociente entre la variable EBITDA y las ventas nos permitirá comparar la capacidad de generar recursos de las empresas escogidas. Así, observamos que nuestra compañía es la más eficiente en este campo, ya que genera de media más recursos que sus competidores en todo el período de estudio. En cuanto a evolución, *Biosol* experimenta un mayor crecimiento con más de un 50%, seguida de la empresa objetivo y *Campojoyma*, que se mantiene constante.

**Tabla 2.12. NOF/Ventas de competidores frente a empresa objetivo**

$\frac{NOF}{Ventas}$	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Biosol	15,8 %	15,6 %	17 %	4 %
Ecosur	16,1 %	23,1 %	16,4 %	1 %
Campojoyma	4,6 %	3,5 %	4,8 %	2,6 %
Empresa objetivo	41 %	64 %	77,7 %	37,7 %
Valor promedio	19,4 %	26,6 %	28,9 %	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

La relación por cociente entre las NOF (necesidades operativas de fondos) y las ventas nos muestra una gran disparidad entre las empresas competidoras y la objetivo. Como podemos ver en la *tabla 2.12.*, nuestra empresa es la que más recursos tiene invertidos en NOF en relación a su volumen de actividad, llegando a encontrarse 50 puntos por encima de la media en el año 2015.

Por otro lado, la tendencia de las cuatro empresas es alcista, destacando la negativa subida experimentada por nuestra empresa objetivo de casi un 40% en sólo 3 años.

**Tabla 2.13. Ventas/Empleado de competidores frente a empresa objetivo**

$\frac{Ventas}{Empleado}$ (miles €)	2013	2014	2015	Tasa de crecimiento (CAGR)
Biosol	121	156,4	129,2	3,4 %
Campojoyma	94,7	107,5	103,7	4,6 %
Ecosur	76,3	49,4	54,4	-16 %
Empresa objetivo	58	50,3	47,5	-9,5 %
Valor promedio (miles€)	87,5	91	83,7	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. (SABI).

Por último, destacar que los empleados de nuestra empresa objetivo son los menos eficientes, en la medida que la ratio ventas por empleado está muy por debajo de la media y están muy lejos de alcanzar el nivel de *Biosol* o *Campojoyma*. Además, la empresa objetivo (junto a *Ecosur*) experimentó un descenso de las ventas medias por empleado en

contraste con la competencia, sufriendo una disminución en torno al 10% lo que acentúa aún más esa ineficiencia.

### **3. ANÁLISIS ECONÓMICO - FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA**

En este apartado realizaremos un diagnóstico económico financiero de la empresa objetivo, a partir de un conjunto de técnicas basadas en el estudio en profundidad de los estados financieros basándonos en la metodología propuesta por Amat (2008). El horizonte de estudio elegido para su elaboración corresponde con el periodo comprendido entre los años 2012 y 2015, siendo este último el año en el que la empresa concluye temporalmente su actividad productiva, fruto de la cesión provisional de su patrimonio a otra compañía.

La importancia de este capítulo reside en la gran utilidad que estas herramientas pueden otorgar al analista de cara a una posterior valoración de la entidad, en la medida que podemos obtener información de posibles síntomas de debilidad que puedan amenazar su futuro, así como identificar puntos fuertes potenciales para alcanzar objetivos.

Para su elaboración utilizaremos principalmente ratios de rentabilidad, endeudamiento, solvencia, recursos generados, funcionamiento y de gestión de cobro y pago. Por último, analizaremos la relación entre el fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos, buscando obtener conclusiones respecto a la gestión del circulante empresarial.

#### **3.1 Ratios de Rentabilidad**

El análisis de rentabilidad nos permitirá relacionar aquello que se genera a través del estado de resultados con lo que se precisa, de activos y fondos propios, permitiéndonos comparar magnitudes tales como el EBIT/ATN o Gastos financieros/Ventas.

**Tabla 3.1. ROA (EBIT/ATN)**

AÑO	2012	2013	2014	2015
-----	------	------	------	------



<b>ROA</b>	<b>5,47%</b>	<b>4,37%</b>	<b>4,43%</b>	<b>3,54%</b>
------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Como se puede observar, la rentabilidad económica de la compañía sufre altibajos en el horizonte de estudio, aunque si comparamos los datos históricos 2012-2015 disminuye considerablemente, pasando de un 5,47% a un 3,54%. Este análisis nos otorga una señal de alarma, ya que la entidad necesita emplear una mayor cantidad de recursos para generar rentabilidad.

**Tabla 3.2. EBIT/Ventas**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>EBIT/Ventas</b>	<b>4,03%</b>	<b>3,40%</b>	<b>4,87%</b>	<b>4,96%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

En este caso, el margen operativo también sufre leves oscilaciones en el período de estudio siguiendo una cierta estabilidad. En general, experimenta una evolución positiva incrementándose un 0,93% entre 2012-2015, debido a una mejor gestión del resultado de explotación en relación con las ventas obtenidas.

**Tabla 3.3. Rotación de Activos (Ventas/ATN)**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Ventas/ATN</b>	<b>1,36</b>	<b>1,29</b>	<b>0,91</b>	<b>0,71</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

La eficacia de la empresa en la gestión de sus activos para generar ventas refleja una disminución progresiva, en la medida que la empresa pierde productividad del activo para producirlas, pasando de una rotación positiva en los dos primeros años, a una negativa en los dos últimos.

**Tabla 3.4. ROE (BN/PN)**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
------------	-------------	-------------	-------------	-------------

<b>ROE</b>	<b>10,64%</b>	<b>7,99%</b>	<b>5,15%</b>	<b>3,29%</b>
------------	---------------	--------------	--------------	--------------

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

La rentabilidad financiera de la compañía sufre una evolución considerablemente negativa, disminuyendo entre los años 2012-2015 más del 10%, lo que vaticina una pérdida de rentabilidad para los propietarios de la empresa. Una vez analizadas las expectativas del inversor (el coste de oportunidad por invertir en esta alternativa financiera), se podrá diagnosticar con mayor fiabilidad la viabilidad económica de la inversión.

**Tabla 3.5. Ratio de Gastos Financieros (Gastos financieros/Deuda con coste)**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>GF/D</b>	<b>6,06%</b>	<b>4,65%</b>	<b>4,68%</b>	<b>4,06%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Respecto del ratio de gastos financieros, en general, la empresa refleja una evolución positiva respecto a esta ratio, ya que disminuye paulatinamente hasta en un 2% en el horizonte de estudio como consecuencia de un abaratamiento de la deuda remunerada que posee la empresa.

**Tabla 3.6. Apalancamiento financiero (ROA-Ratio gastos financieros)**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Apalancamiento</b>	<b>-0,59%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>-0,25%</b>	<b>-0,52%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

La empresa objetivo presenta niveles de apalancamiento financiero negativo durante todo el horizonte temporal, a pesar de mejorar durante los años 2013 y 2014, el uso de la deuda no permite aumentar la rentabilidad financiera de la empresa.

### **3.2 Recursos generados**

En este apartado podremos analizar de manera más exacta cuál es la evolución real de los recursos generados por la empresa a través del análisis de la variable EBITDA y su efecto sobre las ventas, así como del cash-flow, este último, calculado sin el efecto de las amortizaciones (BN + Amortizaciones).

**Tabla 3.7. EBITDA y EBITDA/Ventas**

AÑO	2012	2013	2014	2015
EBITDA	212.652	171.336	160.953	131.610
EBITDA/Ventas	7,94%	8,43%	10,31%	9,23%

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

La variable EBITDA o capacidad de la empresa para generar beneficios a partir de su actividad productiva, experimenta una evolución negativa a lo largo de los años de estudio, sin embargo, si la relacionamos por cociente con las ventas de cada ejercicio se ve reflejada una gestión eficiente de los recursos, pasando de un 7,94% en el año 2012 a un 9,23% en el año 2015.

**Tabla 3.8. Cash-Flow y Cash-Flow/Ventas**

AÑO	2012	2013	2014	2015
Cash-flow	113.210	111.712	93.120	76.804
Cash-flow/Ventas	4,22%	5,50%	5,97%	5,39%

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Respecto del “Cash-flow generado”, observamos una evolución negativa de dicha magnitud en valores absolutos, pasando de 113.210 euros en 2012 a 76.804 euros en 2015. No obstante, si relacionamos dicha variable con el volumen de ventas obtenemos una evolución positiva similar a la previamente analizada, poniendo de manifiesto una cierta estabilidad en la capacidad de generar liquidez.

### **3.3 Ratios de endeudamiento y solvencia**

Los ratios de endeudamiento nos permitirán diagnosticar tanto la cantidad, como la calidad de la deuda que posee la empresa, en la medida que reflejan la capacidad para obtener un beneficio suficiente que soporte esa carga financiera. En relación a la solvencia, podremos averiguar si la empresa es capaz de generar recursos (EBITDA) en relación a los compromisos financieros adquiridos (gastos financieros).

**Tabla 3.9. Descomposición de Deuda sobre Activo Total**

AÑO	2012	2013	2014	2015
Deuda total/AT	96,83%	93,38%	93,15%	91,90%
Deuda a c/p/AT	48,76%	47,27%	47,04%	38,90%
Deuda sin coste/AT	38,98%	29,38%	26,66%	21,87%
Deuda a l/p/AT	48,07%	46,12%	46,11%	53%

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

En primer lugar, si relacionamos la deuda total con el activo obtenemos unos niveles de excesivo endeudamiento, alcanzando más del 90% en todos los ejercicios estudiados. Si tomamos en consideración la idoneidad del ratio, el endeudamiento debería situarse entre un 40/60%, lo que refleja una descapitalización arriesgada por parte de la empresa. A pesar de ello, la empresa evoluciona favorablemente y rebaja su endeudamiento en torno a un 5% en la etapa analizada.

Por otro lado, al analizar los componentes de esa deuda total, observamos que la empresa realiza un esfuerzo por disminuir considerablemente los compromisos de pago a corto plazo con y sin coste, al igual que a largo plazo. Sin embargo, estos últimos aumentan en el año 2015 como consecuencia de la recepción de una fianza por parte de la entidad.

**Tabla 3.10. EBITDA/Gastos financieros**

AÑO	2012	2013	2014	2015
EBITDA/GF	2,19	2,91	2,47	2,46
EBITDA/GF + Deuda c/p	0,17	0,15	0,13	0,15

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Observamos que la solvencia de la empresa mejora considerablemente en nuestro horizonte estudiado, generando una mayor cantidad de recursos en relación a los gastos financieros soportados. De esta forma, vemos cómo evoluciona positivamente pasando de un 2,19 en el primer año, a un 2,46 en el último. Si añadimos a esa relación por cociente la deuda a corto plazo, lógicamente obtenemos valores inferiores. No obstante, la compañía sigue manteniendo una línea evolutiva constante al relacionar estas magnitudes.

### **3.4 Ratios de funcionamiento**

El análisis de ratios de funcionamiento nos va a permitir, en primer lugar, averiguar la evolución en el tiempo de determinadas magnitudes relacionadas con el funcionamiento de su ciclo de explotación. Por otro lado, vincularemos ciertas magnitudes a nuestra cifra de ventas y, por último, examinaremos el efecto de las NOF (necesidades operativas de fondos) y del FM (fondo de maniobra) en la gestión del circulante de la empresa.

**Tabla 3.11. Ratios de crecimiento**

<b>AÑO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Ing. de explotación</b>	<b>305,71%</b>	<b>-24,19%</b>	<b>-23,18%</b>	<b>-8,62%</b>
<b>Activo Total</b>	<b>-14,43%</b>	<b>-2,62%</b>	<b>1,70%</b>	<b>-12,60%</b>
<b>Deuda</b>	<b>-15,07%</b>	<b>-6,08%</b>	<b>1,45%</b>	<b>-13,77%</b>
<b>Aprovisionamientos</b>	<b>692,05%</b>	<b>-38,63%</b>	<b>-31,52%</b>	<b>3,46%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

La *tabla 3.11* nos muestra el crecimiento o decrecimiento de diversas magnitudes a través del indicador CAGR. Así, vemos cómo los ingresos de explotación experimentan una evolución negativa debido a la caída progresiva de las ventas, a pesar del vertiginoso crecimiento entre 2011 y 2012.

En el caso del Activo y la Deuda, ambos coinciden en las variaciones representadas, experimentando una ligera mejoría entre los años 2013 y 2014, pero manteniendo una tendencia bajista si comparamos los 4 ejercicios estudiados.

En relación a los aprovisionamientos, al igual que en los ingresos de explotación el crecimiento en el año 2012 se dispara, debido al gran aumento de volumen de negocio. A partir de este año, el consumo disminuye con creces durante los dos próximos ejercicios, coincidiendo de nuevo con una caída importante de las ventas, pero vuelve a tomar valores positivos en el último intervalo.

**Tabla 3.12. Margen, Aprovisionamientos, Existencias y Clientes sobre Ventas**

AÑO	2012	2013	2014	2015
Margen/Ventas	32,28%	45,12%	50,96%	52,17%
Aprovisionamientos/Ventas	67,91%	54,98%	49,01%	55,49%
Existencias/Ventas	36,04%	26,98%	37,30%	39,97%
Clientes/Ventas	28,71%	47,52%	64,06%	85,15%

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Las ratios correspondientes a la *tabla 3.12* exponen la relación por cociente entre diversas magnitudes con respecto a las ventas de la empresa. Si analizamos el primero, vemos cómo la empresa logra rentabilizar las ventas paulatinamente, mejorando en torno a un 20% en el horizonte temporal.

A la hora de asociar aprovisionamientos, existencias y clientes con ventas, resulta evidente que los valores de estos ratios han de ser tan reducidos como sea posible. En consecuencia, los recursos invertidos en aprovisionamientos por unidad de ventas disminuyen notoriamente, demostrando una evolución positiva. Respecto a las existencias, pese al progreso en el año 2013, la tendencia continúa siendo alcista, lo que acentúa la elevada inversión en stock. Por último, la inversión en clientes sufre un aumento muy significativo pasando de un 28,71% en 2012 a un 85,15% en 2015, lo que dificulta la eficiencia en ventas con la problemática en la gestión del cobro.

**Tabla 3.13. Análisis de las NOF y FM**

AÑO	2012	2013	2014	2015
NOF	547.644,74	830.613,60	997.913,79	945.616,34

<b>NOF/Ventas</b>	<b>20,56%</b>	<b>40,97%</b>	<b>63,91%</b>	<b>77,71%</b>
<b>FM</b>	<b>332.809,25</b>	<b>423.625,82</b>	<b>526.477,86</b>	<b>590.050,25</b>
<b>NOF &gt; FM</b>	<b>214.835,49</b>	<b>406.987,78</b>	<b>471.435,93</b>	<b>355.566,09</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Para determinar cómo la empresa ha gestionado su circulante durante el horizonte de estudio elegido, hemos seleccionado los conceptos de NOF y FM. En lo referente a las NOF, observamos cómo la empresa objetivo ha aumentado significativamente las necesidades de financiación operativa, suponiendo un aumento de 400.000 € entre 2012 y 2015. Si comparamos estos valores con la cifra neta de negocio, el resultado sigue siendo alarmante para la compañía, debido a la gran cantidad de recursos financieros necesarios para producir ventas (en el año 2015 alcanza el 77,71%). Esta situación se produce, principalmente, por el elevado importe en la cuenta de clientes<sup>1</sup> que posee la entidad.

Para finalizar, hacer mención a la situación deficitaria de recursos (NOF > FM), durante todo el horizonte de estudio poniendo de manifiesto una evolución negativa y elevada, siendo necesario adoptar medidas tales cómo aumentar la financiación a largo plazo, disminuir el ciclo de explotación o gestionar de forma eficiente el cobro a clientes y el pago a proveedores.

#### **4. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA**

El objetivo de este apartado consistirá en determinar un intervalo de valores en el que se debe encontrar el valor intrínseco razonable de la empresa (valor obtenido en base a información interna generada por la compañía), a partir de métodos de valoración basados en la capacidad de generar recursos.

Para alcanzar nuestro objetivo, una vez definidas las hipótesis de trabajo, estimaremos la cuenta de resultados previsional en un horizonte temporal de estudio, para así poder

---

<sup>1</sup> El cierre del ejercicio económico contable no coincide con la finalización de su actividad, ya que corresponde con la mitad de la campaña. Ello explica la elevada cifra de deudores comerciales y existencias.

calcular el valor financiero de la entidad (*Enterprise value*), el valor financiero de los recursos propios (*Equity value*) y el valor de las participaciones<sup>2</sup> en base al método de descuento de flujos de renta. Por otro lado, y como parte complementaria, estimaremos el valor de la compañía a futuro a través de un multiplicador aplicado a una variable proyectada.

#### **4.1 Metodología de valoración**

La literatura financiera destaca la existencia de una amplia variedad de método y herramientas que nos permiten aproximar el valor de una compañía. La mayoría de autores agrupan estos en modelos patrimoniales, modelos mixtos basados en el fondo de comercio, los métodos basados en múltiplos, y los modelos financieros basados en el descuento de flujos de renta (Prat y Arroyo, 2003; Rojo, 2007, 2011; Fernández, 2007; Martínez, 2012; o Jiménez y De la Torre, 2017)

A efectos del presente informe, los métodos de valoración escogidos para el análisis son aquellos derivados de la capacidad de generar recursos de la entidad, siendo estos:

- **Modelos financieros basados en el descuento de flujos de renta.** En el ámbito de valoración son los de mayor utilización en lo académico y profesional, en la medida que estiman el valor de una compañía y sus recursos propios en base a la capacidad que ésta tiene de generar recursos a medio y largo plazo. Estos modelos tienen en cuenta los principios financieros fundamentales (valor del dinero en el tiempo, binomio rentabilidad-riesgo, actitud racional de aversión al riesgo de los agentes económicos) sin embargo, también presentan limitaciones tales como el requerimiento de un profundo conocimiento de la empresa y su sector, exigen la estimación de un horizonte temporal de proyección de unos EECC básicos y, por último, la estimación de un umbral de rentabilidad exigible (k) acorde al nivel de riesgo de la compañía que se está valorando.

Para el cálculo del *Enterprise Value* utilizaremos la expresión:

---

<sup>2</sup> La empresa realizó una ampliación de capital en el año 2012, fijando la cantidad de 70.153 € dividido en 2.263 participaciones con un valor nominal de 31€ cada una.



$$EV = \sum_{j=1}^n \frac{FCL_j}{(1+k)^j} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

Siendo,

*FCL*; Flujo de caja Libre.

*k*; Coste medio ponderado de capital.

*VR*; Valor Residual.

*n*; Horizonte temporal de proyección.

Para el cálculo del *Equity Value* utilizaremos la expresión:

$$Equity Value = EV - (Deuda Financiera - Excedente tesorería)$$

Con objeto de solventar los inconvenientes derivados del cálculo este método, se ha optado por utilizar variables y herramientas provenientes del estudio de *Aswath Damodaran*, profesor de finanzas corporativas en la Universidad de Nueva York especializado en valoración de empresas. *Damodaran* es autor de varios libros académicos y profesionales en materia de valoración, finanzas corporativas e inversiones, y, también, publica habitualmente artículos en revistas de la talla de “*The Journal of Financial Economics*” o “*The Review of Financial Studies*”, otorgándole un reconocido prestigio a nivel internacional.

Uno de las variables problemáticas en cálculo es el umbral de rentabilidad exigible (*k*) de la compañía, que se utilizará como tasa de actualización para el descuento de flujos de caja. En nuestro análisis hemos definido *k* de acuerdo al coste medio ponderado de capital (WACC), y viene dado por la expresión:

$$k (WACC) = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-t)$$

Siendo,

*k*; Coste medio ponderado de capital.

$k_e$ ; Rentabilidad exigida por los inversores en capital.

$k_d$ ; Rentabilidad exigida por los inversores en deuda.

$E$ ; Equity (Patrimonio neto).




$D$ ; Debt (Deuda).

$t$ ; Tasa efectiva de Impuesto sobre Sociedades.

Su dificultad radica en el cálculo de  $k_e$ , dado que desconocemos la información necesaria al tratarse de una empresa no cotizada (ausencia de primas de riesgo, rentabilidades comparables de mercado, volatilidad, etc.).

Gracias al estudio de *Damodaran* podemos hallar el coste medio ponderado de capital (WACC) en base a datos reales y actualizados por países y sector de actividad, como se muestra en la *tabla 4.1*.

**Tabla 4.1. WACC en el sector Agrícola y Ganadero (recuperado en mayo de 2019)**

Agriculture and Farming industry					Average calculation
WACC	6,95 %	7,94 %	9,82 %	9,88 %	8,6 %

Fuente: Elaboración propia a partir de “*Damodaran online*”.

Por tanto, nuestro umbral de rentabilidad exigible ( $k$ ) será **8,6%**, calculado como el valor promedio del coste de capital entre Estados Unidos, Europa, Japón y la media global.

Otra de las variables que presenta dificultades a la hora de calcular el valor de nuestra empresa es el multiplicador ( $n$ ) en los métodos basados múltiples. En nuestro caso hemos seleccionado el multiplicador *Enterprise Value /EBITDA* para su estimación, a partir de los datos de *Damodaran* con el mismo “modus operandi” que el expuesto anteriormente en el coste de capital.

**Tabla 4.2. Múltiplo *EV/EBITDA* en el sector Agrícola y Ganadero (recuperado en mayo de 2019)**

Agriculture and Farming industry					Average calculation
$\frac{EV}{EBITDA}$	11,35	9,47	10,1	11,35	11

Fuente: Elaboración propia a partir de “*Damodaran online*”.

Como se puede observar en la *tabla 4.2* el múltiplo *EV/EBITDA* de nuestra empresa objetivo toma un valor de **11**, como resultado de aplicar el valor promedio del multiplicador entre Estados Unidos, Europa, Japón y la media global.

## **4.2 Valoración de la entidad**

### **4.2.1 Horizonte temporal de proyección**

Para realizar nuestra valoración es indispensable identificar un horizonte temporal de proyección a partir del cual podremos definir las hipótesis de trabajo y, así, proyectar los E.E.C.C. previsionales, estimar los flujos de tesorería, etc. Algunos analistas intentan proyectar hasta que la situación de la compañía se considere estable, otros consideran un plazo lo suficientemente largo que permita igualar la rentabilidad de las inversiones al coste de capital, según afirma Fernández (2007).

En la práctica este período suele oscilar entre los 5 y 10 años, y algunos analistas suelen usar el ratio *PER* o *EV/EBITDA* de la empresa o de empresas comparables. En nuestro caso, hemos decidido tomar el múltiplo *EV/EBITDA* promedio del sector como horizonte temporal de análisis, siendo este de **11 años** (calculado en el apartado anterior) y comprendiendo el periodo 2015-2026.

### **4.2.2 Análisis de E.E.C.C. históricos y formulación de hipótesis**

El análisis de determinadas magnitudes de E.E.C.C. históricos nos permitirá formular hipótesis para la proyección, cómo bien expresa Martínez (2012). En la *tabla 4.3* se observan algunas de estas magnitudes calculadas junto a su valor promedio.

**Tabla 4.3. Análisis de E.E.C.C. históricos**

<i>Análisis de Estados Contables</i>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Promedio</b>
<i>Tasa de crecimiento en ventas</i>	-24,19%	-23,18%	-8,62%	<b>-18,66%</b>
<i>Margen</i>	45,12%	50,96%	52,17%	<b>49,42%</b>
<i>Otros gastos expl. /Ventas</i>	36,67%	40,66%	41,35%	<b>39,56%</b>
<i>Tasa efectiva de I.S.</i>	25,00%	25,00%	25,00%	<b>25,00%</b>
<i>Ratio de gastos financieros</i>	4,65%	4,68%	4,06%	<b>4,46%</b>
<i>NOF/Ventas</i>	40,97%	63,91%	77,71%	<b>70,81%</b>
<i>Inversiones en ANC/Ventas</i>	0,70%	0,67%	0,51%	<b>0,63%</b>
<i>Amortizaciones</i>	5,90%	6,01%	6,19%	<b>6,03%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

Para proyectar los E.E.C.C. previsionales utilizaremos el valor promedio de magnitudes como el margen, amortizaciones o la tasa de crecimiento en ventas. Centrándonos en este último, al tener una evolución negativa y por debajo de 0, el crecimiento propuesto para nuestra valoración será de:

$$Tasa\ de\ crecimiento\ en\ ventas\ (g) = 0\%$$

#### **4.2.3 Cuenta de resultados previsional y estimación de variables clave**

Dado un horizonte temporal de 11 años y las hipótesis previamente expuestas, podemos construir nuestra cuenta de resultados previsional y estimar los FCL (ver Anexo).

Previo al cálculo de los Flujos de Caja Libre, es necesario conocer las posibles inversiones y desinversiones que se van a realizar en NOF y en ANC, calculadas a partir de los coeficientes *NOF/Ventas* e *Inversiones en ANC/Ventas* respectivamente (ver *tabla 4.3*) En principio, la empresa invertirá en ANC la misma cantidad todos los años y no se estima inversión alguna en NOF en la medida que la tasa de crecimiento prevista para las ventas (*g*) se fija en el 0% (ver Anexo).

Otra de las variables determinantes que algunos analistas consideran tener en cuenta es el valor residual o en continuidad (VR). Dicha magnitud debería recoger el valor razonable de la compañía una vez alcanzado el horizonte temporal de proyección finito (n) considerado, según Prat y Arroyo (2003). Para su cálculo, hemos utilizado dos métodos alternativos:

- 1) Calculado a partir de múltiplos del sector, utilizando *EV/EBITDA* para su estimación a partir de la expresión:

$$\text{Valor Residual (VR)} = \frac{EV}{EBITDA} \times EBITDA_{2026}$$

- 2) Calculado a través de modelos financieros de descuento de flujos, considerando una tasa de crecimiento constante ( $g = 0\%$ ) a partir de la expresión:

$$\text{Valor Residual (VR)} = \frac{F_n}{(k - g)}$$

**Tabla 4.4 Estimación del valor residual o en continuidad con métodos alternativos**

VR en base a Múltiplos	
EBITDA año 2026	119.963,72
Múltiplo <i>EV/EBITDA</i>	11
<b>VALOR RESIDUAL</b>	<b>1.319.600,94</b>

VR a Modelos Financieros	
Umbral de rentabilidad ( <i>k</i> )	8,60%
Tasa de crecimiento ( <i>g</i> )	0%
FCL Total año 2026	232.292,87
<b>VALOR RESIDUAL</b>	<b>2.701.079,91</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. previsionales

Resulta evidente que el resultado final de la valoración dependerá, entre otras variables, del método estimado para el cálculo del valor residual como se puede observar en la *tabla 4.4*. (un valor residual muy alto hará que nuestro *EV* aumente y viceversa).

#### 4.2.4 Valoración y generación de resultados

Una vez determinadas todas las variables necesarias podemos concluir con la valoración de la entidad objetivo. Por un lado, la estimación del *Enterprise Value*, *Equity Value* y participaciones sin la consideración del valor residual. Por otro lado, teniendo en cuenta el valor residual para su cálculo, de acuerdo a los métodos expuestos en el apartado anterior.

Tabla 4.5. Cálculo de *Enterprise Value* - *Equity Value* - Participaciones

VALORACIÓN	Sin VR	VR en base a múltiplos	VR a modelos financieros
Enterprise Value	1.688.444	2.220.938	2.778.401
Equity Value	473.902	1.006.396	1.563.859
Valor de 1 participación	209	445	691

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. previsionales

Cómo observamos en la *tabla 4.5.*, el resultado de nuestra valoración va a depender en gran medida del método que utilizemos para su cálculo, como se ha puntualizado en el apartado anterior. Por lo tanto, finalizaremos nuestra valoración tomando en consideración el valor medio de los tres métodos, con el objetivo de cometer el menor error posible en la estimación del resultado.

Concluimos entonces la valoración de la entidad en base a las hipótesis previstas, estimando un *Enterprise Value* de la empresa objetivo en el año 2015 alrededor de **2 millones de €**, su *Equity Value* rondaba **1 millón de €** y, por último, el valor de las participaciones a esa fecha oscilaba sobre **500€**

También, podemos señalar una estimación del valor de la empresa objetivo en el año 2026, siendo este el valor residual calculado en el apartado anterior:

- *Enterprise Value 2026* = **1.319.600,94 €** calculado en base a múltiplos.
- *Enterprise Value 2026* = **2.701.079,91**, calculado con modelos financieros.

## **5. RESUMEN Y CONCLUSIONES**

Hemos podido comprobar durante todo el análisis la complejidad que supone para los analistas el proceso de valoración de una empresa, desde un análisis de las características del sector y la posición que puede ocupar una empresa en relación a sus competidores, pasando por un análisis exhaustivo de sus estados financieros y finalizando con la formulación de una serie de hipótesis para su posterior valoración final.

Esta complejidad está unida a la importancia en el ámbito empresarial de realizar este tipo de procesos valorativos, ya que su estimación puede ayudar a tomar decisiones para afrontar diversas situaciones cómo la compra o venta de una determinada empresa, procesos de fusión o, incluso, puede servir como herramienta para identificar y corregir debilidades, así como potenciar posibles fuerzas con el objetivo de mejorar el rendimiento de la empresa.

Como metodología de valoración hemos centrado principalmente nuestro análisis en modelos financieros, puesto que su uso en temas de valoración está extendido en lo profesional y académico, basándose en la capacidad que una empresa posee de generar recursos y sin olvidar principios financieros fundamentales.

Por último, concluir con un diagnóstico a futuro de nuestra empresa objetivo, cuya actuación durante el horizonte temporal escogido no ha sido del todo favorable, pero gracias a pertenecer a un sector en auge, sigue gozando de oportunidades para poder paliar las ineficiencias expuestas y así, poder seguir desarrollando su actividad sin perder de vista el objetivo final de cualquier empresa en términos de creación de valor.

## **6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y WEBGRAFÍA**

### **6.1 Referencias bibliográficas**

- Amat, O. (2008). *Análisis Económico – Financiero*. Barcelona, España: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2007). *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar el riesgo*. Madrid, España: Gestión 2000.
- Jiménez, F. y De la Torre, A. (2017). *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Madrid, España: Pirámide.
- Martínez, E. (2012). *Finanzas para directivos*. Madrid, España: Mc Graw-Hill; Capitulo 6.
- Prat, M. y Arroyo, A. (2003). *Dirección Financiera*. Bilbao, España: Deusto; Capitulo 9.
- Rojo, A. (2007). *Valoración de Empresas y gestión basada en valor*. Madrid, España: Paraninfo.
- Rojo, A. (2011). *Análisis económico-financiero de la empresa*. Madrid, España: Garceta.

## **6.2 Webgrafía**

- CONSEJERÍA DE AGRICULTURA, PESCA Y DESARROLLO SOSTENIBLE (2018). *Avance de estadísticas de la producción ecológica 2018*. Recuperado el 15 de junio de 2019, de [https://www.juntadeandalucia.es/export/drupaljda/E.v6\\_2019\\_03\\_19\\_abr.pdf](https://www.juntadeandalucia.es/export/drupaljda/E.v6_2019_03_19_abr.pdf)
- Damodaran Online (2019). *Cost of capital and Multiples by Industry sector*. Recuperado el 25 de mayo de 2019, de [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- Elcacho, J. (17/06/2018). Cifras récord en la agricultura ecológica mundial. Barcelona, España: *Bio-eco actual*. Recuperado el 15 de junio de 2019, de <https://www.bioecoactual.com/2018/06/17/record-agricultura-ecologica-mundial/>



- Eurostat (2018). *Agriculture. Organic Farming* [Organic crop production by crops]. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de <https://ec.europa.eu/eurostat/web/agriculture/data/database>
- FiBL statistics (2019). *Data on Organic agriculture world-wide* [Market, trade and area for selected crops]. Recuperado el 12 de mayo de 2019, de <https://statistics.fibl.org/world/markets-trade-world.html>
- MAPA, MINISTERIO DE AGRICULTURA Y PESCA (2014, octubre). *Estrategia para el apoyo a la producción ecológica*. Recuperado el 15 de junio de 2019, de [https://www.mapa.gob.es/es/alimentacion/temas/produccion-ecologica/default\\_antigua.aspx](https://www.mapa.gob.es/es/alimentacion/temas/produccion-ecologica/default_antigua.aspx)
- Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (2019). *Informe estándar. Campjoyma S.L., Biosol Portocarrero S.L., Productos Ecológicos del Sur S.L.* Recuperado el 12 de febrero de 2019, de <https://sabi.bvdinfo.com/SSOLogin.serv?product=sabineo&loginpostback=true&ssotoken=494Wm8QzWyt6YmUSjzXUZg%3d%3>

## 7. ANEXOS

### 7.1 Balance de Empresa Objetivo

<b>BALANCE EMPRESA OBJETIVO</b>				
<b>ACTIVO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Activo No Corriente</b>	<b>912.381,46</b>	<b>824.203,33</b>	<b>748.095,19</b>	<b>695.167,78</b>
Activo Intangible	0,00	0,00	-2.730,00	5.040,00
Activo Tangible	888.425,64	<b>800.246,04</b>	<b>728.630,19</b>	<b>666.110,78</b>
Activos por impuesto diferido	-61,18	-59,71	-1.822,00	0,00
Otros activo a largo plazo	24.017,00	<b>24.017,00</b>	<b>24.017,00</b>	<b>24.017,00</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.517.532,87</b>	<b>1.542.079,36</b>	<b>1.658.519,74</b>	<b>1.408.213,03</b>
Existencias	509.194,69	584.731,10	580.005,29	392.838,34
Deudores Comerciales	985.566,47	941.081,99	1.059.496,65	1.012.852,62
Inversiones financieras a corto plazo	8.082,60	8.082,60	8.082,60	5.082,60
Efectivo	14.689,11	8.183,67	10.935,20	-2.560,53
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.429.914,33</b>	<b>2.366.282,69</b>	<b>2.406.614,93</b>	<b>2.103.380,81</b>
<b>P.N. Y PASIVO</b>				
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>77.062,74</b>	<b>156.552,23</b>	<b>164.826,26</b>	<b>170.337,08</b>
Capital Social	3.100,00	73.253,00	73.253,00	73.253,00
Reservas	66.175,74	73.962,73	83.299,23	91.573,26
Resultado del ejercicio	7.787,00	9.336,50	8.274,03	5.510,82
Subvenciones de capital	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>1.168.127,97</b>	<b>1.091.276,92</b>	<b>1.109.746,79</b>	<b>1.114.880,95</b>
Deudas financiera a largo plazo	1.168.127,97	1.091.276,92	1.109.746,79	1.049.880,95
Otros pasivos financieros	0,00	0,00	0,00	65.000,00
Pasivos por impuesto diferido	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1.184.723,62</b>	<b>1.118.453,54</b>	<b>1.132.041,88</b>	<b>818.162,78</b>
Otro pasivo corriente	237.607,20	146.377,07	184.915,72	190.866,40
Deuda financiera a corto plazo	0,00	276.876,98	305.538,01	167.221,76
Deudas empresas del grupo	0,00	0,00	0,00	0,00
Proveedores	947.116,42	695.199,49	641.588,15	460.074,62
<b>TOTAL P.N. Y PASIVO</b>	<b>2.429.914,33</b>	<b>2.366.282,69</b>	<b>2.406.614,93</b>	<b>2.103.380,81</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

## **7.2 Estado de Resultados de Empresa Objetivo**

<b>ESTADO DE RESULTADOS EMPRESA OBJETIVO</b>				
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Ingresos de la explotación</b>	<b>2.679.905,84</b>	<b>2.031.603,75</b>	<b>1.560.752,16</b>	<b>1.426.240,26</b>
Ventas	2.663.442,09	2.027.182,35	1.561.512,92	1.216.888,41
Otros ingresos de explotación	16.463,75	4.421,40	-760,76	209.351,85
Consumo	-1.820.026,20	-1.116.998,40	-764.942,95	-791.412,55
<b>M argen</b>	<b>859.879,64</b>	<b>914.605,35</b>	<b>795.809,21</b>	<b>634.827,71</b>
Gastos de personal	-366.311,08	-473.986,51	-455.432,30	-268.195,55
Otros gastos de explotación	-297.941,60	-269.283,30	-179.646,37	-230.826,13
Imputación sub de capital	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros resultados	17.024,56	0,00	222,47	-4.195,95
<b>EBITDA</b>	<b>212.651,52</b>	<b>171.335,54</b>	<b>160.953,01</b>	<b>131.610,08</b>
Amortizaciones	-105.422,86	-102.375,28	-84.845,85	-71.293,55
<b>Beneficio Económico</b>	<b>107.228,66</b>	<b>68.960,26</b>	<b>76.107,16</b>	<b>60.316,53</b>
Ingresos Financieros	51,98	2.718,63	78,77	42,68
Gastos Financieros	-96.897,97	-58.933,69	-65.153,89	-53.461,78
Deterioro y resultado por enaj. del inmovilizado	0,00	0,00	0,00	450,33
Variación de instrumentos financieros	0,00	-296,53	0,00	0,00
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos</b>	<b>10.382,67</b>	<b>12.448,67</b>	<b>11.032,04</b>	<b>7.347,76</b>
Impuesto sobre Sociedades	-2.595,67	-3.112,17	-2.758,01	-1.836,94
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>7.787,00</b>	<b>9.336,50</b>	<b>8.274,03</b>	<b>5.510,82</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

### **7.3 Cuenta de Resultados previsual**

Cuenta de Resultados Previsual	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Hipótesis
Ventas	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	1.216.888,41	0%
Aprovisionamientos	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	615.546,09	49,42%
<b>Margen de Explotación</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	<b>601.342,32</b>	
Otros gastos de explotación	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	481.378,60	39,56%
<b>EBITDA</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	
Amortizaciones	85.459,03	85.918,06	86.377,09	86.836,12	87.295,14	87.754,17	88.213,20	79.102,23	4.131,26	4.590,29	5.049,32	6,03%
<b>EBIT</b>	<b>34.504,69</b>	<b>34.045,66</b>	<b>33.586,63</b>	<b>33.127,61</b>	<b>32.668,58</b>	<b>32.209,55</b>	<b>31.750,52</b>	<b>40.861,49</b>	<b>115.832,46</b>	<b>115.373,43</b>	<b>114.914,40</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

### **7.4 Inversiones en NOF y ANC**

Proyección de NOF Y ANC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Hipótesis
Proyección NOF (Ventas x NOF/Ventas)	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	861.645,72	
Inversiones NOF	-83.970,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
Inversiones ANC (Ventas x Inv ANC/Ventas)	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	7.634,57	0,63%

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C.

### **7.5 Flujos de tesorería previsionales**

Estimación de Flujos de tesorería	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>FCL operativo antes de IS</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>
<b>FCL operativo después de IS</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>	<b>119.963,72</b>
(-) Inversión ANC	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57	-7.634,57
(-) Inversión NOF	83.970,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>(=) FCL Total</b>	<b>316.263,49</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>	<b>232.292,87</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. previsionales.

## 7.6 Valoración de Enterprise Value

Valoración Enterprise Value	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>FCL Total</b>	316.263,49	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87	232.292,87
<b>Umbral de rentabilidad (k)</b>	8,60%										
<b>Enterprise Value (sin VR)</b>	<b>1.688.443,94</b>										
<b>Valor Residual con múltiplos (actualizado)</b>	532.493,77										
<b>EV con VR a partir de múltiplos</b>	<b>2.220.937,72</b>										
<b>Valor Residual con modelos financieros (act.)</b>	1.089.956,97										
<b>EV con VR a partir de modelos financieros</b>	<b>2.778.400,92</b>										

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. previsionales.

## 7.7 Valoración de Equity Value

Equity Value con VR en base a múltiplos		Equity Value con VR a modelos financieros		Equity Value sin VR	
<b>Deuda Financiera</b>	1.217.102,71	<b>Deuda Financiera</b>	1.217.102,71	<b>Deuda Financiera</b>	1.217.102,71
<b>Excedente de tesorería</b>	-2.560,53	<b>Excedente de tesorería</b>	-2.560,53	<b>Excedente de tesorería</b>	-2.560,53
<b>Entreprise Value</b>	2.220.937,72	<b>Entreprise Value</b>	2.778.400,92	<b>Entreprise Value</b>	1.688.443,94
<b>Equity Value</b>	<b>1.006.396,00</b>	<b>Equity Value</b>	<b>1.563.858,74</b>	<b>Equity Value</b>	<b>473.902,00</b>
<b>Nº de participaciones</b>	2.263	<b>Nº de participaciones</b>	2.263	<b>Nº de participaciones</b>	2.263
<b>Valor de 1 participación</b>	<b>444,72</b>	<b>Valor de 1 participación</b>	<b>691,06</b>	<b>Valor de 1 participación</b>	<b>209,41</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de E.E.C.C. previsionales.