



Universidad de Jaén

Facultad de Ciencias Sociales
y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

INFORME DE VALORACIÓN VISCOFAN S.A.

Alumno: Juan de Dios Chica Zafra

Enero, 2020

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. ABSTRACT.....	2
2. INTRODUCCIÓN.....	2
3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	3
3.1. HISTORIA DE LA COMPAÑÍA.....	3
3.2. PRODUCTOS.....	3
3.3. ANÁLISIS DEL SECTOR.....	4
3.4. MARCO ESTRATÉGICO.....	6
3.5 COMPETENCIA.....	8
3.6. ANÁLISIS DAFO.....	10
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO.....	11
4.1. CUENTA DE RESULTADOS.....	11
4.2. BALANCE.....	13
4.3. ANÁLISIS DE RATIOS.....	16
4.3.1. RATIOS DE RENTABILIDAD.....	16
4.3.2. RATIOS DE ESTRUCTURA.....	18
5. LA ACCIÓN DE VISCOFAN.....	19
6. VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS.....	21
6.1. CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO.....	23
6.1.1. DETERMINACIÓN DEL K_e	23
6.1.2 DETERMINACIÓN DEL WACC.....	24
6.2. CÁLCULO DE LOS CASH FLOWS EN EL EJERCICIO 2018.....	25
7. PROYECCIÓN CASH FLOWS FUTUROS.....	26
7.1. ESCENARIO 1.....	26
7.2. ESCENARIO 2.....	28
7.3. ESCENARIO 3.....	30
8. RESUMEN DEL ANÁLISIS Y CONCLUSIONES.....	32
ANEXO I.....	34
ANEXO II.....	35
ANEXO III.....	35
ANEXO IV.....	35
BIBLIOGRAFÍA.....	36

1. ABSTRACT

This work consists in the realization of a valuation report of the Viscofan company through the use of the free cash flow discount method. I have previously carried out an analysis of the company's environment, its economic-financial situation and the strategic policy it is carrying out. Finally, I have made three hypothetical future scenarios, in which I have used the free cash flow for firm method and the free cash flow for equity method and I have adjusted them to a percentage of probability to determine the value of the share, which has turned out to be very similar to the quoted price.

2. INTRODUCCIÓN

Este Trabajo de Fin de Grado consiste en la realización de un informe de valoración de la empresa Viscofan S.A., emitiendo información relevante para accionistas o inversores potenciales para la compañía. El principal cometido es estimar el neto patrimonial de la compañía y detallar razonadamente si sus acciones se encuentran infravaloradas o sobrevaloradas.

Para ello, utilizaré en mi análisis el método de descuento de flujos que se caracteriza por buscar una estimación de los flujos de efectivo que la empresa generará en el futuro y actualizarlos a una tasa de descuento, que indicará la rentabilidad exigida en función del riesgo soportado. Este método es ampliamente utilizado en valoraciones empresariales, ya que el valor de las acciones de una empresa dependerá de la capacidad de estas para generar efectivo suponiendo la continuidad de la empresa en el largo plazo. Dentro de la metodología del descuento de flujos o *cash flows* en inglés utilizaré en mi análisis dos métodos diferentes:

-Flujo de caja libre para la empresa (FCLE) o *Free Cash flow for firm (FCFF)* en inglés.

-Flujo de caja libre para el accionista (FCLA) o *Free Cash flow for equity (FCFE)* en inglés.

Teniendo en cuenta el método de valoración a usar también tendré que llevar a cabo un análisis y estimación del futuro de la compañía atendiendo a factores internos y externos a esta para determinar su posible evolución y así estimar los flujos que puede generar. No obstante, utilizaré diferentes valores en cuanto a crecimiento de la compañía (no alejados de la posible realidad) para así poder comparar diferentes escenarios posibles, que ayuden al lector a visualizar diferentes futuros de la compañía.

El resultado final de este informe consistirá en una estimación subjetiva del precio de la acción a 31/12/2018 ajustando el valor de las acciones en cada uno de los escenarios a un porcentaje que expresa la probabilidad de que sucedan en el futuro cada uno de los hipotéticos escenarios.

Con este resultado se pretende orientar al inversor para facilitar sus decisiones en temas de inversión en Viscofan S.A.

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

3.1. HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

Viscofan S.A. con sede en Cáseda (Navarra) es una empresa española dedicada a la comercialización de envolturas artificiales para productos cárnicos y uno de los líderes mundial contando con más del 30% de la cuota de mercado global. Bayón, A. (2018)., “Viscofan: Un proyecto navarro que envuelve el mundo”, *CincoDías*. Viscofan se apoya en la mejor tecnología para la fabricación de sus envolturas y cuenta con centros de producción en 22 países entre los que se encuentran España, Uruguay, Brasil, México, USA, Canadá, Bélgica, Alemania, Serbia, República Checa, China, Australia y Nueva Zelanda entre otros y comercializa sus productos en más de 100 países repartidos por todo el mundo.

La compañía nace en 1975 de Jaime Echevarría y los hermanos Leopoldo y Luis Michelena. En sus primeros años presenta importantes estímulos y resultados que demuestran un gran crecimiento, fruto de la constante innovación de sus productos acompañados de los últimos medios tecnológicos para su elaboración y sumados a un desarrollo de la economía española en esos años. Este crecimiento sostenido de la compañía provocó su salida a bolsa en 1986. A partir de ahí en las últimas 3 décadas fue aumentando su presencia en todo el mundo, destacando a América Latina como una de las principales regiones de posicionamiento de la compañía donde ha abierto filiales en numerosos países como Uruguay, México, Costa Rica o Brasil. (Viscofan S.A., 2019).

Podemos decir que, a partir de una idea, a priori, no muy atractiva como la utilización de nuevos sistemas para envolver embutidos, como el uso de la celulosa, Viscofan ha ido obteniendo año tras año unos resultados excelentes, causantes del gran crecimiento que ha ostentado.

3.2. PRODUCTOS

Viscofan comercializa diferentes productos como envolturas para embutidos, productos relacionados con la charcutería o una línea de alimentación vegetal, no obstante, el crecimiento de la compañía proviene principalmente de las envolturas.

- **Envolturas de celulosa:** El producto estrella de la compañía. Resultado de la utilización de la celulosa como materia prima se consigue con este producto una gran elasticidad. Están especialmente recomendadas para productos cocidos, ahumados o no ahumados, para productos crudo-curados y en peladoras de alta velocidad.

- **Tripas de colágeno:** Utilizando el colágeno (proteína extraída de la piel del ganado vacuno y porcino), cumplen con el deseo del consumidor de obtener un producto de apariencia clásica y apetitosa.
- **Tripas de fibrosa:** Fabricadas a partir de viscosa y una matriz de papel de abacá como refuerzo, son utilizadas principalmente para embutidos de gran calibre y loncheados como mortadelas o salamis.
- **Envolturas de plástico:** Son utilizadas para productos cocidos como mortadelas, jamones y quesos, además de una sección de bolsas retráctiles.

3.3. ANÁLISIS DEL SECTOR

La actividad de Viscofan pertenece al sector de la alimentación, más concretamente al mercado de las envolturas cárnicas, mercado al cual España tradicionalmente ha estado ligado debido a la gran importancia del sector primario. Este mercado ha sufrido importantes transformaciones en las últimas décadas, sobre todo por su expansión hacia nuevos mercados y por la innovación constante de sus productos. Tradicionalmente este mercado estaba integrado por productos de origen animal utilizando intestinos o vejigas y ha dado paso a nuevos productos de origen artificial, también denominados envolturas a medida, las cuales fueron apareciendo en los años 30 ante la incapacidad de satisfacer la demanda de su contraparte animal y sobre las cuales Viscofan ha orientado sus principales esfuerzos de inversión e innovación desde su constitución, esfuerzos que se pueden traducir en un gran auge en la calidad y de la productividad.

Actualmente el mercado de las envolturas cárnicas crece. En 2018 ha crecido en cuanto a volúmenes un 2% con respecto al año anterior (Viscofan, 2018).

Para entender este crecimiento de la industria de envolturas cárnicas hace falta comprender los factores relacionados con la industria:

1. **Evolución demográfica:** Evidentemente es un mercado que depende en gran medida de la población, más que otros sectores, ya que comer es una necesidad primaria, es decir es vital para el ser humano por lo que a mayor población mayor mercado.
A día de hoy la población mundial es de aproximadamente 7.700 millones de personas. De acuerdo a las Naciones Unidas se distribuye en un 61% en Asia, un 17% en África, un 10% en Europa, un 8% en América Latina y un 5% para el resto de regiones, incluyendo a Norteamérica y Oceanía. Se espera un crecimiento sostenido de la

población en el largo plazo sobre todo en Asia, África y América Latina, debido al desarrollo de países emergentes en esas regiones, (véase ANEXO I).

2. **Evolución del consumo de carne y previsión del sector:** En el apartado interior destacamos el impacto positivo que supone el crecimiento demográfico para el mercado de envoltorios. Sin embargo, hay que atender también a los hábitos de consumo de alimentos que está experimentando la sociedad. Según la FAO en la última década el consumo de carne por habitante ha ido aumentando, consecuencia del desarrollo económico en los países emergentes y una mayor renta para las familias que ha afectado a sus decisiones de alimentación. Por otro lado, la denominada globalización alimenticia ha aumentado la apetencia en el mercado asiático de salchichas y productos cárnicos occidentales.

Tabla 1. Evolución mundial del consumo humano de carne per cápita (kg/año)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
42,5	42,3	42,9	43,4	43,4	43,5	43,8	43,9	44

Fuente: FAO, Perspectivas alimentarias

La producción de carne viene demostrando un crecimiento moderado pero estable y se especula una gran expansión mundial de la producción de carne aviar y un avance más ralentizado en carnes bovina u ovina.

En términos de comercio los pronósticos para 2019 son muy optimistas. Gran parte de este resultado es el incremento previsto de importaciones de carne en México, Japón, Filipinas y especialmente en China.

Tabla 2. Previsión de la producción de los principales tipos de carne (millones de toneladas)

	2017	2018	2019 (estim.)
bovino	69,6	71,2	71,6
ave	122,3	124,8	128,4
cerdo	119,8	120,5	115,6
ovino	15,2	15,2	15,3
TOTAL	332,4	337,3	336,5

Fuente: FAO (2019), Perspectivas alimentarias

Como observamos en la tabla anterior las previsiones de crecimiento del sector reflejan un crecimiento en la producción en todas las ramas cárnicas si comparamos las de 2017 con el pronóstico para 2019 con excepción de la carne porcina.

Comparando los datos, este incremento es relativamente estable en el caso de la carne bovina y ovina, sin embargo, la producción de carne derivada de aves de corral presenta una tasa de crecimiento muy superior a las anteriores, (un 4,99% si comparamos las cifras de 2017 y el pronóstico para 2019).

Como hemos mencionado anteriormente sobre la carne porcina el pronóstico no es homogéneo y este sector presenta un pronóstico recesivo en comparación con la estimación para 2018 razón por la que la producción de carne pronosticada para 2019 es algo inferior a la que se estima en 2018. Esta recesión de la producción de carne porcina se debe a la aparición en 2018 del brote de peste porcina africana que se ha ido expandiendo por China y otros países asiáticos durante el 2019 y que, a pesar de ser inocua en humanos, ha provocado la pérdida de millones de cabezas de ganado causadas por la propia enfermedad o para evitar la expansión de esta, dejando incertidumbres a la hora de determinar el futuro de la industria en el corto plazo. Arana, I. (2019)., " El último brote de la peste porcina africana hace estragos en Asia", *La Vanguardia*. Dichas pérdidas se han compensado con el aumento de las importaciones para satisfacer la gran demanda del país asiático.

3. **Desarrollo tecnológico:** Como en todo sector, la tecnología trae consigo una mejora en la calidad de los productos, nuevos y mejores productos y mejorar en términos de productividad. Este factor ha resultado crucial para entender el crecimiento del mercado de envolturas. Han aparecido nuevos productos, como las envolturas a medida y nuevos métodos de fabricación, apoyados en biología celular, ingeniería de tejidos o medicina regenerativa que han sabido adaptarse a los diferentes perfiles de clientes y a las exigencias del mercado en cuanto a seguridad alimentaria y conveniencia.

3.4. MARCO ESTRATÉGICO

Las razones que han llevado a Viscofan de ser una empresa local Navarra a un líder mundial en el mercado de las envolturas cárnicas han sido su constante innovación ampliando la gama de productos, desarrollo tecnológico y diversidad geográfica con presencia en todo el mundo.

La estrategia que sigue actualmente la compañía es la autodenominada estrategia "MORE TO BE The casing company" descendiente de las estrategias denominadas "Be ONE", que estuvo

dirigida a mejorar en términos de escala y “Be MORE”, esta última se centró en buscar posicionamiento como líder mundial, optimización de eficiencia y mejoras en rentabilidad y retorno.

MORE TO BE con horizonte temporal entre 2016 y 2020 se enfoca en la evolución natural del negocio adaptándose al entorno y al mercado para liderar en términos de servicio, costes y tecnología para mejorar la competitividad del negocio a largo plazo, además de la creación de valor para sus accionistas y clientes. En este periodo la compañía ha realizado inversiones e importantes adquisiciones estratégicas como la adquisición de Vector en 2016, Supralon en 2017 o Transform Pack y Grupo Globus en 2018 en Canada y Australia respectivamente expandiéndose aún más geográficamente.

En cuanto al servicio podemos decir que su principal cometido en esta estrategia ha sido la de reforzar su cuota de mercado en productos de celulosa y colágeno y alcanzar liderazgo para envolturas fibrosas y de plástico, todo ello en base de una mejora en la cercanía, adaptabilidad del producto y calidad. Piensa llevar a cabo planes estratégicos futuros para mejorar el servicio, desarrollando nueva tecnología de gran calibre en Serbia, ampliando su capacidad de colágeno en España, ampliando su capacidad productiva en Bélgica, incrementando la capacidad de acabado en Brasil, la instalación de nuevos modelos de celulosa y mejorar el servicio a los clientes de envolturas fibrosas.

En costes, la compañía apuesta por continuar con los progresos de las estrategias predecesoras enfrentándose a una previsible tendencia alcista en cuanto a coste materias primas (Glicerina y Sosa cáustica, entre otros). Estrategias venideras en cuanto a costes son establecer un sistema más eficiente de diversificación de proveedores, reducir las necesidades de contratación de mano de obra, búsqueda de soluciones energéticas más eficientes y proyectos de control de costes en centros de explotación.

En tecnología Viscofan demuestra que quiere seguir avanzando para fortalecer su competitividad en cada uno de los productos que comercializa y en cada región geográfica en la que opera. Prueba de ello ha sido la puesta en funcionamiento de nuevos módulos con una nueva tecnología puntera en el sector para ganar en productividad de envolturas de celulosa y fibrosa además de procesos en I+D para el desarrollo de nuevas técnicas futuras de trabajo con otros materiales.

En resumen, Viscofan presenta un perfil de empresa constantemente innovadora, buscando alcanzar términos de excelencia en cada una de las ramas del entramado empresarial (Viscofan,2018).

3.5. COMPETENCIA

Los principales competidores de Viscofan a nivel mundial son las compañías Devro, Shenguan y Viskase.

Devro es una compañía británica, posicionada entre las principales en la comercialización de envolturas procedentes del colágeno, entre las que destaca por su presencia en la producción de pieles de salchicha. Liew, J. (2009)., ” Devro boosted by shortage of guts”, *The Telegraph*. Devro actualmente cuenta con presencia activa en todas las regiones del mundo y busca aprovecharse del crecimiento económico de países en desarrollo, así como la creciente popularidad en Asia de las salchichas al estilo occidental. (About Devro, 2020)

Shenguan, con sede en Hong Kong, dedica gran parte de sus esfuerzos a ocupar el puesto de líder asiático en la comercialización de productos de envasado de colágeno, recalando su especial énfasis en los productos de colágeno comestibles. El 90% de sus ingresos en 2018 provinieron de la República Popular China, por lo que su presencia en otros mercados es reducida. (About Shenguan Holdings (Group) Limited, 2020).

Viskase es una empresa norteamericana, que produce tripas de fibrosa, de celulosa y de plástico. Cuenta con instalaciones de fabricación en Estados Unidos, México, Brasil y Francia entre otros países además de oficinas de ventas presentes en todas las regiones del mundo. (About Viskase, 2020)

Además de las compañías mencionadas con anterioridad, también podemos citar otras empresas como Kalle GmbH, Fibraco, Nippi y Selo.

Tabla 3. Presencia de los principales productores de envoltorios cárnicos por tecnología

Empresa	Celulosa	Fibrosa	Plásticos	Colágeno
Viscofan	x	x	x	x
Devro				x
Shenguan				x

Viskase	x	x	x	
Kalle		x	x	
Selo	x	x	x	x
Nippi				x
Fibraco		x	x	x

Fuente: Elaboración propia

Pasemos ahora a determinar el posicionamiento competitivo de estas compañías en función de su eficiencia en costes durante los ejercicios 2017 y 2018:

Tabla 4. Margen del beneficio antes de intereses e impuestos sobre los ingresos totales de los principales productores de envolturas cárnicas

%BAIT/ Ingresos totales	2017	2018
Viscofan	19,47%	17,95%
Viskase	3,15%	8,24%
Devro	12,85%	10,62%
Shenguan	23,88%	34,77%

Fuente: informes anuales, 2018

Si comparamos los resultados de Viscofan con sus principales competidoras internacionales (Viskase y Devro en la producción de envolturas de colágeno) podemos evidenciar una superioridad en cuanto a eficiencia en costes a estas dos últimas. Sin embargo, en el marco asiático la situación cambia y es que la compañía de Hong Kong aventaja a Viscofan por una buena cantidad (casi el doble) si comparamos los valores de 2018, por lo que el dominio del mercado asiático puede resultar tarea no tan sencilla.

Con este análisis destacamos el carácter de oligopolio del sector y su baja competencia. Viscofan goza de una buena posición competitiva, ya que como podemos observar está presente en las cuatro tecnologías de envolturas cárnicas existentes en el mercado, y muchos clientes al necesitar para sus productos de todos los tipos de envolturas, pueden escoger a Viscofan sin necesidad de cambiar de proveedor.

3.6. ANÁLISIS DAFO

Para concluir el apartado referente a la descripción de la compañía he estimado congruente llevar a cabo un estudio DAFO para estimar de forma clara y detallada la situación externa e interna de Viscofan.

Debilidades

- Resultados condicionados por el tipo de cambio.
- Constante desembolso económico en I+D y en tecnologías
- Comparando la evolución en ingresos y gastos en los últimos 5 años podemos apreciar un descenso en términos de eficiencia.

Fortalezas

- Las envolturas cárnicas pueden considerarse productos esenciales al estar relacionadas con la alimentación.
- Menor impacto del mercado ante recesiones económicas.
- Al estar presente en el mercado con las cuatro tecnologías de envolturas actuales puede acercarse a un mayor número de clientes.
- Posicionamiento como uno de los líderes mundiales.
- Presencia geográfica global.
- Constantes esfuerzos en innovación y modernización.
- Estructura saneada del balance.

Amenazas

- Riesgo ante expansión de crisis alimentarias.
- Evolución al alza en el precio de materias primas y energía.

Oportunidades

- Crecimiento de la población, factor directamente asociado al consumo de carne.
- Incremento en el consumo de carne de la población mundial.

-Crecimiento económico de países emergentes con gran potencial en Asia y América Latina entre otras regiones.

-Reducida competencia.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

4.1. CUENTA DE RESULTADOS

Tabla 5. Cuenta de resultados en los últimos 5 periodos (en miles de euros)

	2018	2017	2016	2015	2014
Ventas y prestación de servicios	786.049	778.136	730.833	740.770	687.063
Otros ingresos	23.436	17.297	13.781	7.551	5.078
Diferencia negativa en combinación de negocios	5.486	-	4.475	-	-
INGRESOS TOTALES	814.971	795.433	749.089	748.321	692.141
Evolución	2,46%	6,19%	0,1%	8,12%	-
Variación de existencias	25.097	18.809	2.387	23.531	10.273
Consumo de materias primas y consumibles	(252.646)	(229.549)	(205.307)	(226.980)	(201.021)
Gastos de personal	(189.135)	(184.280)	(168.576)	(158.545)	(147.031)
Otros gastos de explotación	(189.208)	(189.889)	(173.412)	(172.362)	(168.570)
Gastos por amortización de activos intangibles	(3.801)	(3.488)	(3.282)	(3.945)	(3.717)
Gastos por amortización de activos materiales	(58.637)	(52.894)	(46.417)	(49.104)	(45.466)
Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado	(320)	711	(116)	(122)	(369)
GASTOS TOTALES	(693.427)	(660.100)	(605.994)	(610.936)	(565.785)
Evolución	5,05%	8,93%	0,81%	7,98%	
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	146.321	154.853	145.366	160.794	136.260
Evolución	5,51%	6,53%	9,59%	18,01%	

Ingresos financieros	309	279	431	694	322
Gastos financieros	(2.134)	(1.846)	(1.819)	(3.373)	(4.257)
Diferencias de cambio	2.799	(8.456)	2.988	(6.608)	1.916
Pérdidas de créditos no comerciales	4	527	(721)	-	
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	147.299	145.357	155.255	151.507	134.241
Gasto por impuesto sobre las ganancias	(23.588)	(23.338)	(30.244)	(31.883)	(30.612)
Resultado de actividades continuadas	-	-	-	119.624	103.629
Resultado de actividades interrumpidas	-	-	-	411	2.823
RESULTADO DEL EJERCICIO	123.711	122.019	125.011	120.035	106.452
BENEFICIO POR ACCIÓN	2,65	2,62	2,68	2,58	2,28
(en euros)					
Evolución	1,39%	2,39%	4,15%	12,76%	

Fuente: Elaboración propia a partir de informes anuales

Observando la cuenta de resultados en los últimos cinco años apreciamos un crecimiento general tanto en ingresos como en los costes directamente relacionados con la explotación, lo que demuestra que está llevando a cabo una política de expansión. En cuanto a ingresos (procedentes en su mayoría de la distribución de envolturas y una pequeña parte a las ventas de energía eléctrica generada mediante sistemas de cogeneración), podemos apreciar un aumento de unos 123 millones de euros comparando al ejercicio 2014 y 2018, lo que supone un aumento de cerca del 18% en tan solo 4 años, de diciembre de 2014 a diciembre de 2018. En este intervalo podemos destacar al ejercicio 2015 con un mayor crecimiento en volumen de negocio (8,12% con respecto al año anterior) y al 2016 como peor año de crecimiento en comparación con su antecesor, manteniendo ambos ejercicios cifras similares. Las partidas denominadas como “otros ingresos” incluyen la suma de importes de ingresos que no guardan relación con la actividad de la empresa incluyendo aquí los ingresos de trabajos efectuados para activos no corrientes, derechos de emisión de gases y las subvenciones oficiales de capital. Estos ingresos menores también han aumentado casi quintuplicándose en el periodo analizado.

Los costes directamente relacionados con la explotación, al igual que los ingresos y como es natural, también han aumentado. El aumento nominal en costes ha sido entre 2014 y 2018 de 128 millones de euros aproximadamente, un crecimiento del 22,56%. Tanto los gastos en materia prima, los denominados “otros gastos de explotación” y los gastos de personal han experimentado tasas de crecimiento en el intervalo estudiado en torno al 26%,12% y 29% respectivamente. En cuanto al personal, Viscofan ha pasado de contar a cierre de 2014 con 4.182 empleados a 4.609 a cierre del periodo 2018, aumentando un 10% su plantilla. Si comparamos este resultado con la evolución del coste de la mano de obra podemos decir que el coste de la mano de obra (incluyendo aquí cargas sociales, indemnizaciones y los propios salarios) ha ido aumentando más que proporcionalmente que el aumento de empleados. El gasto por amortizaciones también se ha elevado como consecuencia de la adquisición de nuevos activos.

En cuanto al BAIT, resultado de los anteriores ingresos y gastos de explotación, apreciamos un crecimiento, comparando 2014 con 2018, del 7,38%. En cuanto a eficiencia en costes, si comparamos el resultado de explotación en relación al volumen de ingresos apreciamos un descenso de eficiencia en costes ocasionado por un mayor aumento porcentual de los gastos en relación a los ingresos.

Para finalizar el análisis a la cuenta de resultados, el resultado del ejercicio en el periodo estudiado ha aumentado un 16,21%, siendo el periodo 2015 el año con mayor crecimiento respecto al anterior.

4.2. BALANCE

Tabla 6. Balances anuales en los últimos 5 periodos (datos en miles de euros)

	2018	2017	2016	2015	2014
Activos intangibles	22.915	19.293	16.425	18.334	13.550
Activos materiales	479.479	469.799	431.910	382.025	380.963
Activos por impuestos diferidos	22.533	17.472	16.329	14.518	18.046
Activos financieros no corrientes	2.628	9.149	12.793	1.311	619
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	527.555	515.713	477.457	416.188	413.178
Existencias	284.341	238.530	229.578	208.637	189.085

Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	151.792	144.082	147.641	130.937	128.619
Administraciones públicas deudoras	20.741	24.218	23.781	24.126	21.520
Activos por impuestos sobre las ganancias	6.178	3.834	3.449	4.233	5.258
Periodificación	2.910	2.727	2.574	2.133	2.506
Activos financieros corrientes	9.175	3.557	1.460	1.214	1.019
Efectivo	31.050	28.143	45.040	44.453	25.601
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	506.187	445.091	453.537	415.733	373.608
Activos mantenidos para la venta y actividades interrumpidas	-	-	-	-	90.113
TOTAL ACTIVO	1.033.742	960.804	930.994	831.921	876.899

	2018	2017	2016	2015	2014
Capital social	32.623	32.623	32.623	32.623	32.623
Prima de emisión y otras reservas	701.389	650.585	592.185	536.290	483.295
Acciones propias	(5.289)	-	-	-	-
Resultado del ejercicio	123.833	122.101	125.084	120.022	106.452
Dividendo a cuenta	(35.818)	(28.894)	(26.564)	(24.234)	(20.972)
Ajustes por cambios de valor	(380)	1.772	(2.240)	(2.861)	(4.913)
Diferencias de conversión	(58.745)	(50.641)	(17.704)	(28.931)	(20.618)
TOTAL PN	757.626	727.681	708.081	633.199	575.867
Subvenciones	2135	2.482	3.001	3.578	2.280
Provisiones	21.964	22.235	23.317	20.718	30.888
Pasivos financieros no corrientes	56.971	74.336	54.867	37.616	45.231
Pasivos por impuestos diferidos	21.352	20.514	22.811	20.627	21.467
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	102.422	119.567	103.996	82.539	99.866
Pasivos financieros corrientes	79.494	19.386	30.119	29.837	85.039

Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	71.397	71.869	65.440	62.777	58.404
Administraciones públicas acreedoras	11.074	10.785	10.156	10.401	8.469
Pasivos por impuestos sobre las ganancias a pagar	5.984	6.517	6.524	8.071	9.469
Provisiones	5.745	4.999	6.678	5.097	4.976
TOTAL PASIVO CORRIENTE	173.694	113.556	118.917	116.183	166.352
Pasivos en actividades interrumpidas	-	-	-	-	34.814
TOTAL PN+PASIVO	1.033.742	960.804	930.994	831.921	876.899

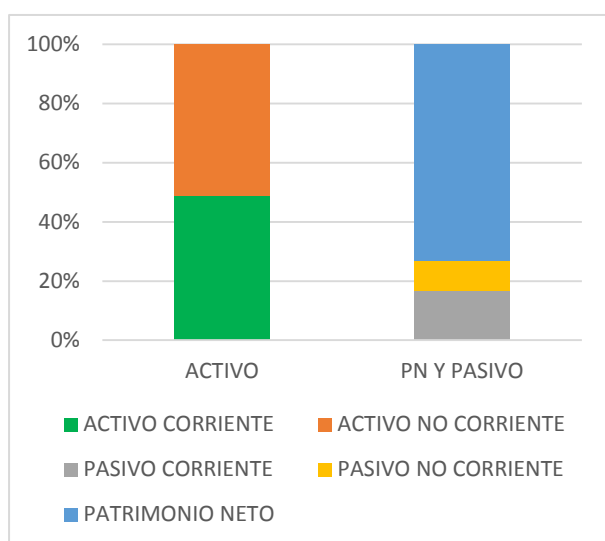
Fuente: Elaboración propia a partir de informes anuales

Comparando los balances podemos apreciar un aumento significativo en activos totales, pasando de un activo total por valor de 876 millones de euros en diciembre de 2014 a 1.033 millones a diciembre de 2018, un aumento en 156 millones de euros aproximadamente, lo que ha supuesto un incremento del 17,89% de la estructura económica en tan solo 4 años. Este incremento se debe a los esfuerzos de inversión que ha realizado la empresa para expandir su negocio con el plan estratégico “MORE TO BE”. Estos esfuerzos de inversión pueden apreciarse por los aumentos en activos fijos sobre todo a partir del ejercicio 2016, ejercicio en el cual la compañía inició el plan estratégico mencionado anteriormente. Analizando cuantitativamente el valor en activos fijos, en este intervalo de 4 años, ha aumentado en 114 millones de euros traduciéndose ese aumento en un crecimiento de casi el 28%, siendo los años 2016 y 2017 los de mayor crecimiento con respecto al año anterior.

Los activos circulantes, sobre todo atendiendo a las partidas de existencias y deudores, también han experimentado un gran aumento consecuencia de la expansión de la actividad económica y comercial en este periodo.

Pasando al bloque financiero del balance podemos destacar la mayor importancia de los fondos propios a la hora de financiar el activo, por lo que la compañía se centra en autofinanciarse mediante los resultados no atribuidos a los accionistas como podemos observar con el aumento de la partida en reservas, sin renunciar al aumento de dividendos.

Figura 1. Estructura del balance de Viscofan a 31/12/2018



Fuente: Elaboración propia

4.3. ESTUDIO DE RATIOS

En este apartado interpretaremos la evolución de algunos de sus ratios del balance y de la cuenta de resultados.

4.3.1. RATIOS DE RENTABILIDAD

Rentabilidad sobre activos

También denominado “*return on assets*” (ROA) expresa la rentabilidad en la gestión empresarial de sus activos, midiendo el beneficio neto conseguido en relación a la estructura productiva de la empresa.

Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018
$\frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Activo total}}$	0,1214	0,1443	0,1343	0,127	0,1197

Analizando los resultados apreciamos que los resultados no han sufrido alteraciones significativas, sin embargo, desde el ejercicio 2016 la rentabilidad sobre activos ha ido descendiendo de forma sostenida debido a que el incremento porcentual en activos se ha visto acompañado por un menor incremento del resultado del ejercicio. Destacamos el ejercicio 2015 como el que presenta mejor margen debido al gran incremento en el resultado en ese año con respecto al anterior (tabla 5) y a la venta del grupo IAN y empresas dependientes

(Viscofan,2015), segmento de negocio que ya se había catalogado como actividad interrumpida en 2014, por lo que se redujo el valor de activos totales de la compañía.

Rotación de activos

Este ratio estudia la relación existente entre los ingresos cosechados y el total de activos. Es similar al anterior, sin embargo, aquí no se tienen en cuenta los gastos de explotación, financieros e impuestos sobre las ganancias, permitiendo conocer el efectivo en ingresos por cada unidad de activo.

Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018
$\frac{\text{Ingresos totales}}{\text{Activo total}}$	0,7893	0,8995	0,8046	0,8279	0,7884

Los resultados se mantienen constantes sin fluctuaciones relevantes, exceptuando el ejercicio 2015 con un mayor margen debido al gran crecimiento de ingresos en ese año con respecto a 2014 y a la reducción de activo total de la compañía por la venta del grupo IAN.

Rentabilidad del capital

También denominado “*return on equity*” (ROE), mide la rentabilidad del patrimonio neto tanto del capital aportado por accionistas como el generado por el propio negocio, sin tener en cuenta la estructura financiera.

Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018
$\frac{\text{Resultado del ejercicio}}{\text{Patrimonio Neto}}$	0,1849	0,1896	0,1765	0,1676	0,1633

Se observa que, salvo el incremento con respecto al año anterior en el ejercicio 2015, los valores han ido decreciendo progresivamente sin embargo en términos relativos no han sido decrecimientos muy significativos. Este pequeño descenso en este margen es consecuencia de un mayor aumento porcentual de los fondos propios en comparación al beneficio neto.

Dividendo por acción

Para finalizar el estudio en cuanto a ratios de rentabilidad incluiré y estudiaré la evolución del dividendo por acción en los últimos 5 años. En este dividendo incluiré la remuneración ordinaria propuesta por acción, excluyendo el dividendo extraordinario propuesto en 2018 de 0,13€/ acción.

	2014	2015	2016	2017	2018
Remuneración propuesta por acción	1,18	1,35	1,45	1,55	1,60

En estos 5 años apreciamos como el dividendo de Viscofan ha experimentado un gran aumento comparando el 2014 con el 2018, un aumento de casi el 36%. Si comparamos el crecimiento del beneficio neto en este período podemos apreciar que ha sido proporcionalmente menor al crecimiento del reparto de dividendos, lo que se traduce como un aumento del *pay out*.

$$\left(\frac{\text{Dividendos}}{\text{Beneficio neto}}\right).$$

4.3.2. RATIOS DE ESTRUCTURA

Ratio de autonomía

Representa el nivel de autofinanciación de una empresa, es decir nos dice cuántos activos están siendo financiados por los fondos propios.

Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018
$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo total}}$	0,6567	0,7611	0,7606	0,7574	0,7329

Como podemos observar, el activo se encuentra financiado en su mayoría por financiación propia lo que da a entender una saneada estructura del balance en cuanto a deudas. Este ratio presenta valores constantes en torno al 75% sin embargo se ha venido reduciendo anualmente desde el año 2015 consecuencia de un pequeño aumento del pasivo en relación al patrimonio neto.

Ratio de tesorería

Este ratio mide la capacidad que tiene la empresa para responder antes sus deudas en el corto plazo. Para ello no tiene en cuenta las existencias, debido a que para el cálculo del ratio se usan activos que no requieran de su transformación o venta.

Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018
$\frac{\text{Realizable} + \text{Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,11	1,78	1,88	1,82	1,28

Observando los resultados apreciamos que Viscofan no tiene ningún problema para responder con sus activos más líquidos a las obligaciones de pago en el corto plazo. La reducción en el ratio en el ejercicio 2018 en comparación con la de los 3 ejercicios anteriores se debe a un incremento del pasivo corriente por un aumento en pasivos financieros.

Capital corriente

También denominado fondo de maniobra, refleja la parte del activo corriente que se encuentra financiada por recursos permanentes (pasivo fijo). Se calcula como la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes.

	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	373.608	415.733	453.537	445.091	506.187
Pasivos corrientes	166.352	116.183	118.917	113.556	173.694
CAPITAL CORRIENTE	207.256	299.550	334.620	331.535	332.493

En cuanto a capital corriente podemos decir que la etapa de expansión por la que está pasando ha resultado en un aumento considerable en activos corrientes, aumento provocado por un gran crecimiento en las partidas de existencias y deudores. Este aumento se ha visto traducido en un incremento en el capital corriente, sobre todo en los ejercicios 2015 y 2016 debido a un descenso en pasivos financieros en el ejercicio 2015. A partir de ahí los valores en capital corriente se han mantenido relativamente estables.

5. LA ACCIÓN DE VISCOFAN

Viscofan forma parte del Ibex 35, el principal índice de referencia bursátil español, que cuenta con las 35 empresas con mayor liquidez de España. La variación del índice dependerá de la

variación en la cotización de las compañías que lo integran, aunque no todas las compañías tienen el mismo peso y empresas como Inditex, Banco Santander o BBVA, que son las que cuentan con una mayor capitalización bursátil tienen mayor peso en la influencia del índice. Viscofan cuenta con 46.603.682 acciones admitidas a cotización en el mercado y una capitalización bursátil a 31/12/2018 de 2.242.569.178 €.

Figura 2. Evolución del precio de la acción de Viscofan



Fuente: Cotizaciones de Viscofan, *Expansión*.

Analizando la evolución del precio de la acción podemos apreciar que se mantuvo relativamente estable durante el 2013 y a partir de abril de 2014 (con un precio a 4 de abril de 37,83€), experimentaría una notoria subida que se prolongaría hasta abril del año siguiente cuando alcanzó un máximo histórico hasta esa fecha de 59,59€ a 10 de abril, un crecimiento del 63,5% en poco más de un año. A partir de ahí, podemos apreciar una nueva tendencia decreciente que se extiende hasta diciembre de 2016 llegando a un precio a 11 de noviembre de ese año de 42,50€. Posteriormente durante el año 2017 y hasta el tercer trimestre de 2018 la acción experimentó un crecimiento general alcanzando su máximo histórico el 14 de septiembre de 2018 con un precio de 64,25 €. A partir de entonces hasta el final de 2018 el precio bajó considerablemente cayendo en picado y cerrando el 2018 con un precio de 48,12€, una reducción en 3 meses del 25,1%.

Múltiplos

El análisis por múltiplos relaciona el precio de la acción de una empresa con algunas de sus magnitudes financieras. Son comúnmente utilizados para tomar decisiones especulativas a corto plazo.

Tabla 7. Evolución múltiplos de Viscofan

Múltiplo	Cálculo	2014	2015	2016	2017	2018	31/12/2018
Cotización media diaria		41,68	54,68	49,47	51,27	56,67	48,12
PER	$\frac{\text{Cotización}}{\text{BPA}}$	18,28	21,19	18,46	19,57	21,38	18,15

P/VC	<u>Capitalización</u>	3,37	4,02	3,26	3,28	3,49	2,96
	<u>Patrimonio Neto</u>						
RPD	<u>DPA</u>	0,028	0,025	0,029	0,03	0,028	0,033
	<u>Cotización</u>						
P/Ventas	<u>Capitalización</u>	2,81	3,41	3,08	3	3,24	2,75
	<u>Ventas</u>						

Fuente: Elaboración propia

6. VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS

Suposiciones previas

La metodología del descuento de flujos se fundamenta en la estimación del valor de una empresa en función de los flujos de caja futuros que esta espera obtener, actualizándolos a una tasa de descuento. De esta manera podemos comparar este valor, resultado del análisis del descuento de flujos, con el precio de la acción en el mercado y razonar si se encuentra sobrevalorada o infravalorada.

Ventajas de la metodología

- Es el método más utilizado y más aceptado en cuanto a valoración de empresas, ya que valora una compañía en función de los flujos de caja que espera obtener.
- Las valoraciones realizadas mediante el descuento de los flujos de caja incorporan una información más específica y elaborada en sus cálculos que el método de múltiplos, métodos basados en la contabilidad o métodos mixtos.
- Tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo
- Incorpora el factor de riesgo en la valoración
- Posibilita la valoración de las distintas actividades del negocio

Inconvenientes

- Dificultad para proyectar resultados precisos cuanto más nos alejamos en el tiempo
- Método muy sensible a la tasa de descuento, que no es totalmente observable y, por lo tanto, de difícil determinación.
- Necesidad de abundante información. Para una empresa que no presente sus cuentas anuales es prácticamente imposible utilizar este método ya que son necesarios el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y el estado de flujos de efectivo.

El valor de la empresa mediante este análisis dependerá de 3 factores:

1. **Tasa de descuento.** Refleja la rentabilidad exigida a la empresa y depende del riesgo del negocio. A mayor riesgo de una inversión, mayor tendrá que ser su rentabilidad potencial para que sea atractiva para los inversores. En mi análisis utilizaré tanto el

método del flujo de caja libre de la empresa o “*Free Cash Flow for Firm*” (FCFF), que una vez actualizados los flujos futuros nos permite determinar el valor de los activos y restando a estos el valor de la deuda determinar el valor de los fondos propios y el método de flujo de caja libre para el accionista o “*Free Cash Flow for Equity*” (FCFE), cuyo valor actualizado nos permite conocer el valor de los fondos propios sin restar la deuda.

En cada una de estas metodologías utilizaremos una tasa de descuento diferente:

Método	Tasa de descuento	Fórmula
FCFE	Ke	$Rf + \beta(PRM)$
FCFF	WACC	$\frac{E \times Ke + D \times Kd \times (1 - T)}{(E + D)}$

Rf: Rentabilidad libre de riesgo

β: Beta de la empresa

PRM: Prima de riesgo del mercado

E: Capitalización bursátil

T: Tasa impositiva

D: Valor de mercado de la deuda

Kd: Coste de la deuda

- Flujos de caja esperados.** Proyectaremos los flujos de caja tanto el flujo de caja libre de la empresa como el flujo de caja libre del accionista en tres hipotéticos escenarios futuros.
- Tasa de crecimiento terminal o a perpetuidad ‘g’.** Es el valor al que se espera que crezcan los flujos de caja a perpetuidad. Un valor razonable para ser utilizado como tasa de crecimiento a perpetuidad es la inflación a largo plazo de la economía. Este valor nunca podrá superar o igualar la tasa de descuento porque en ese caso supondríamos que la compañía vale más que toda la economía.

Tampoco podrá superar al crecimiento de la economía a largo plazo, porque si el crecimiento de mis flujos de caja (y por lo tanto de mi empresa) crece a perpetuidad más que la economía a largo plazo, nuestra empresa con el tiempo superaría a la economía por lo que no tiene sentido esa suposición. Este valor sería el máximo aceptable para el valor de ‘g’.

6.1. CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO

Para el proceso de descuento utilizaré una tasa fija tanto para el K_e como para el WACC en todos los flujos proyectados en el futuro.

6.1.1. DETERMINACIÓN DEL K_e

El K_e es la rentabilidad exigida a las acciones, también denominado coste de capital propio. Lo calcularemos con la fórmula previamente descrita siguiendo el modelo CAPM, que es un método muy aceptado por los inversores para calcular la rentabilidad que se debe exigir al realizar una inversión en un activo financiero en función del riesgo que esté asumiendo.

Determinación de R_f

La R_f es la rentabilidad libre de riesgo. En mi análisis utilizaré una tasa libre de riesgo de 1,7% basada en el informe: Fernández, P., Martínez, M., Fernández, I. (2019), *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*, IESE Business School.

Determinación de β

El parámetro beta es un parámetro específico para cada empresa. Mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado.

Para calcular el beta de Viscofan me he guiado por el informe de Aswath Damodaran sobre los betas por diferentes sectores, Damodaran, A. (2020). *Betas by Sector*.

Para el análisis he utilizado el beta desapalancado del sector de procesamiento de alimentos, que según la página citada anteriormente es de 0,68 y lo he corregido en función del endeudamiento de Viscofan a partir de la siguiente fórmula:

$$\beta = \beta_u \left(1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right)$$

Para despejar β debemos asignar valores a los parámetros D, E y T que también utilizaremos para el cálculo del coste medio ponderado del capital propio (WACC).

-Para estimar el valor de la deuda he utilizado el valor contable de la deuda a partir de la información del balance a 31/12/2018.

Pasivos financieros no corrientes	56.971.000
Pasivos financieros corrientes	79.494.000
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	136.465.000

-El valor de E será la capitalización bursátil de Viscofan a 31/12/2018, valor que ascendía a tal fecha a 2.242.569.178 €.

-La tasa impositiva (T) que utilizaré para calcular la beta apalancada será el promedio en los últimos 3 periodos.

	2018	2017	2016
--	-------------	-------------	-------------

Impuestos sobre ganancias	23.588.000	23.338.000	30.244.000
Resultado antes de impuestos	147.299.000	145.357.000	155.255.000
T	16,01%	16,06%	19,48%

Valor medio para T: **17,18%**

Con esta información ya podemos sustituir estos valores en la fórmula anterior para obtener el beta apalancado de Viscofan.

El resultado de esta ecuación nos ofrece un valor de **0,7143** para el parámetro beta.

Determinación de PRM

La prima de riesgo del mercado (PRM) se puede definir como la rentabilidad adicional que exigiría un inversor por invertir en activos con riesgo, frente a la alternativa de invertir en activos sin riesgo. Para mi análisis usaré una tasa de **6,4%** que, al igual que con la tasa libre de riesgo, he obtenido del informe citado anteriormente. Fernández, P., Martínez, M., Fernández, I. (2019), *Market Risk Premium and Risk- Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*, IESE Business School.

Una vez calculado el parámetro beta, la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo del mercado ya podemos calcular la rentabilidad exigida a las acciones sustituyendo estos valores en la fórmula anterior:

$$K_e = 6,272\%$$

6.1.2 DETERMINACIÓN DEL WACC

El coste medio ponderado de capital, WACC por sus siglas en inglés *Weighted average cost of capital* es el coste promedio de los recursos de la empresa, tanto de los propios como el coste de la deuda.

Consideraciones

- Utilizaremos para cada año en nuestra proyección una única tasa.
- Estimaremos el coste de la deuda (Kd) como el cociente del gasto financiero derivado de intereses entre el valor contable de los pasivos financieros a 31/12/2018.
- Estimaremos la tasa impositiva (T) como el promedio en los últimos 3 periodos.
- Para estimar los fondos propios utilizaremos la capitalización bursátil a 31/12/2018.
- Para estimar la deuda utilizaremos el valor contable de la deuda financiera registrada en el balance a 31/12/2018

Estimación de Kd

Gastos financieros	2.134.000
--------------------	-----------

TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	136.465.000
Kd	1,564%

Valor medio para T: **17,18%**

Capitalización bursátil a 31/12/2018: **2.242.569.178 €**.

Con esta información ya podemos calcular el WACC sustituyendo estos valores en la fórmula descrita con anterioridad:

WACC = 5,987%

6.2. CÁLCULO DE LOS CASH FLOWS EN EL EJERCICIO 2018

Tabla 8. FCFE Y FCFF de Viscofan en 2018 (en miles de euros)

	2018	2017
ACTIVO CORRIENTE (excluyendo tesorería)	475.137	416.948
PASIVO CORRIENTE (excluyendo pasivos financieros)	94.200	94.170
CAPITAL CORRIENTE	380.937	322.778
VARIACIÓN EN CAPITAL CORRIENTE (1)	58.159	-
EFFECTIVO NETO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(77.771)	-
AMORTIZACIÓN ACTIVOS MATERIALES	58.637	-
AMORTIZACIÓN ACTIVOS INTANGIBLES	3.801	-
CAPEX NETO (2)	(15.333)	-
DISPOSICIÓN DE DEUDA FINANCIERA	47.778	-
AMORTIZACIÓN DE DEUDA FINANCIERA	(8.907)	-
ENDEUDAMIENTO NETO (3)	38.871	-
NOPAT (4) *	122.890	
RESULTADO DEL EJERCICIO (5)	123.711	
FCFE (-1+2+3+5)	89.090	

FCFF (-1+2+4)**49.398**

Fuente: Elaboración propia

*El NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) se puede definir como el resultado neto sin tener en cuenta el gasto financiero de la empresa. Sin embargo, observamos en el cálculo de los *cash flows* de Viscofan en 2018 que este importe es superior al resultado del ejercicio. Esto se debe a que el beneficio antes de impuestos es superior al beneficio de explotación, debido a la influencia de las diferencias en el tipo de cambio. No obstante, para estimaciones futuras no tendré en cuenta el tipo de cambio en el resultado financiero, puesto que puede adoptar tanto valores positivos como negativos, de tal modo que lo mantendré constante en 0.

7. PROYECCIÓN CASH FLOWS FUTUROS

En este apartado proyectaremos para un periodo de 5 años (2019-2023) los cash flows que Viscofan obtendría. Para reflejar diferentes sucesos posibles utilizaré en mi análisis 3 posibles escenarios.

En función de un nivel de probabilidad para cada escenario estimaremos el valor actualizado de las acciones de Viscofan por el método de FCFF Y FCFE.

Consideraciones previas

- Tasa impositiva sobre las ganancias aplicada en las proyecciones: 17,18%
- Coste financiero de la deuda aplicado en las proyecciones: 1,564%
- Deuda financiera en 2018: 136.465 (valor expresado en miles de euros)
- BAIT en 2018: 146.321 (valor expresado en miles de euros)
- Capital corriente en 2018: 380.937 (valor expresado en miles de euros)
- Ke: 6,272%
- WACC: 5,987%

7.1. ESCENARIO 1

Este escenario está basado en la evolución histórica de Viscofan en el intervalo entre 2014 y 2018 a partir de información aportada con anterioridad referente a los ingresos y los gastos y a la evolución media de otras magnitudes necesarias para determinar los flujos de caja. De tal modo que con este escenario suponemos que la inversión y el endeudamiento neto de Viscofan serán por término medio similares a los niveles en los 5 años anteriores, por lo que podemos considerarlo un escenario neutro. El crecimiento terminal a perpetuidad “g” de los flujos de caja a partir del 2023 será de un 2%, porcentaje al que, según Viscofan, está creciendo el mercado de envolturas cárnicas (Viscofan,2018).

BAIT

En este escenario, el BAIT de 2019 crecerá un **2,36%** con respecto al año anterior. Este porcentaje es el crecimiento medio de la evolución anual del BAIT en el intervalo 2014-2018.

Variación en el capital corriente

	2018	2017	2016	2015	2014
ACTIVOS CORRIENTES (excluyendo tesorería)	475.137	416.948	408.497	371.280	348.007
PASIVOS CORRIENTES (excluyendo pasivos financieros)	94.200	94.170	88.798	86.346	81.313
CAPITAL CORRIENTE	380.937	322.778	319.699	284.934	266.694
VARIACIÓN CAPITAL CORRIENTE	58.159	3.079	34.765	18.240	-

En función de la variación media en capital corriente histórica estimaremos la variación para los próximos 5 años. Esta media es de **28.561** miles de euros por lo que el capital corriente irá aumentando a razón de esa cantidad.

CAPEX

	2018	2017	2016	2015	2014
EFFECTIVO NETO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(77.771)	(118.038)	(78.163)	(3.097)	(55.889)
AMORTIZACIÓN DE INMOVILIZADO MATERIAL	58.637	52.894	46.417	49.104	45.446
AMORTIZACIÓN INMOVILIZADO INTANGIBLE	3.801	3.488	3.282	3.945	3.717
CAPEX NETO	(15.333)	(61.656)	(28.464)	49.952	(6.726)

De igual modo que hemos hecho en la proyección del capital corriente, calcularemos la media del efectivo neto empleado en actividades de inversión sin amortizaciones. El resultado de esa media anual nos arroja un CAPEX neto para la proyección futura de **-12.445** miles de euros.

Endeudamiento neto

	2018	2017	2016	2015	2014
DISPOSICIÓN DE DEUDA FINANCIERA	47.778	22.211	26.532	8.037	58.562
AMORTIZACIÓN DE DEUDA FINANCIERA	(8.907)	(11.382)	(25.361)	(67.058)	(53.284)
ENDEUDAMIENTO NETO	38.871	10.829	1.171	(59.021)	5.278

Calculando la media del endeudamiento en 5 años atrás obtenemos un valor de **-574** miles de euros, por lo que el nivel de endeudamiento de Viscofan evolucionará en función de esa constante.

Tabla 9. Proyección estimada flujos de caja escenario 1 (en miles de euros)

CONCEPTO	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	Valor terminal
BAIT	149.774	153.309	156.927	160.630	164.421	
Deuda financiera	135.891	135.317	134.743	134.169	133.595	
Endeudamiento neto	(574)	(574)	(574)	(574)	(574)	
Intereses	(2.125)	(2.116)	(2.107)	(2.098)	(2.089)	
BAI	147.649	151.193	154.820	158.532	162.332	
Impuestos	(25.366)	(25.975)	(26.598)	(27.236)	(27.889)	
Capital corriente	409.498	438.059	466.620	495.181	523.742	
Variación CC	28.561	28.561	28.561	28.561	28.561	
CAPEX neto	(12.445)	(12.445)	(12.445)	(12.445)	(12.445)	
NOPAT	124.043	126.971	129.967	133.034	136.174	
Beneficio Neto	122.283	125.218	128.222	131.296	134.443	
FCFE	80.703	83.638	86.642	89.716	92.863	94.721
Factor descuento	0,9410	0,8854	0,8332	0,7840	0,7377	17,2693
FCFF	83.037	85.965	88.961	92.028	95.168	97.071
Factor descuento	0,9435	0,8902	0,8399	0,7925	0,7477	18,7539

Fuente: Elaboración propia

Método	Valor activos	Deuda ₂₀₁₈	Valor FP	Valor Acción
FCFE	-	-	1.996.785.661,13 €	42,85 €
FCFF	2.194.127.057,39 €	136.465.000,00 €	2.057.662.057,39 €	44,15 €

7.2. ESCENARIO 2

He optado por dividir el escenario en 2 partes debido a la elevada dimensión temporal de la proyección de flujos.

En la primera parte (2019-2021) me baso en la planificación estratégica de Viscofan para el corto plazo, suponiendo una ralentización del incremento de inversiones y una mejora en términos de eficiencia relativa en cuanto a costes.

En la segunda parte (2022-2023), debido a la buena evolución del negocio es lógico suponer que la empresa realizase un plan estratégico de expansión como el realizado en la década anterior para seguir creciendo y aprovecharse del crecimiento sostenido del mercado de

envolturas propiciado por el continuado aumento de población, consumo de carne y el desarrollo de países emergentes con un gran potencial.

En esta primera etapa (2019-2021) consideraremos en primer lugar una ralentización de la inversión para los próximos ejercicios. Según la compañía en 2018 han finalizado su primera fase del plan estratégico “MORE TO BE” (2016-2020) por lo que el esfuerzo en inversión será menor en estos próximos años (Viscofan,2018), sin embargo, cuentan con planes estratégicos importantes en Serbia, Brasil o en España, aumentando su capacidad productiva en colágeno, por lo que podemos deducir un aumento en el CAPEX neto (pero no un aumento tan significativo como el experimentado en los ejercicios 2016, 2017 y 2018). En cuanto al crecimiento del BAIT anual también aumentaría consecuencia de un mayor crecimiento de las ventas con respecto a los gastos de explotación, lo que se puede traducir como una mejora en eficiencia. De hecho, en el plan estratégico “MORE TO BE” de Viscofan se enfocan estos últimos años en mejorar la eficiencia de la compañía en cuanto a costes (Viscofan,2018). En cuanto al capital corriente estimado también crecería en los ejercicios proyectados consecuencia del incremento en ventas. Para la deuda neta, podemos observar en los ejercicios inmediatamente anteriores (2016,2017 y 2018) un aumento de su deuda neta debido al esfuerzo inversor. Si suponemos una ralentización de la inversión, supondremos también mayores pagos de deuda que cobros por esta.

PRIMERA ETAPA (2019-2021). (CAPEX neto, variación en capital corriente y endeudamiento neto en miles de euros).

BAIT	+ 4% anual
CAPEX neto	(5.000) anual
VARIACIÓN CAPITAL CORRIENTE	4.000 anual
ENDEUDAMIENTO NETO	(10.000) anual

Para la segunda etapa (2022-2023) simularé una hipotética expansión aumentando la inversión, para ello supondré que también irá aumentando su endeudamiento neto en esos ejercicios. En cuanto a la relación ventas-gastos, voy a suponer que Viscofan seguirá mejorando sus resultados de explotación debido a una mejora en cuanto a eficiencia y aumentando su capital corriente.

SEGUNDA ETAPA (2022-2023). (CAPEX neto, variación en capital corriente y endeudamiento neto en miles de euros).

BAIT	+ 5% anual
CAPEX neto	(30.000) anual

VARIACIÓN CAPITAL CORRIENTE	15.000 anual
ENDEUDAMIENTO NETO	10.000 anual

El crecimiento terminal a perpetuidad “g” de los flujos de caja a partir del 2.023 será de un 2,5%. Si suponemos que el mercado de envolturas crece en torno al 2%, supondría que aumentaríamos nuestra cuota de mercado.

Tabla 10. Proyección estimada flujos de caja escenario 2 (en miles de euros)

CONCEPTO	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	Valor terminal
BAIT	152.174	158.261	164.591	172.821	181.462	
Deuda financiera	126.465	116.465	106.465	116.465	126.465	
Endeudamiento neto	(10.000)	(10.000)	(10.000)	10.000	10.000	
Intereses	(1.978)	(1.822)	(1.665)	(1.822)	(1.978)	
BAI	150.196	156.439	162.926	170.999	179.484	
Impuestos	(25.804)	(26.876)	(27.991)	(29.378)	(30.835)	
Capital corriente	388.927	396.927	404.927	434.927	464.927	
Variación CC	4.000	4.000	4.000	15.000	15.000	
CAPEX neto	(5.000)	(5.000)	(5.000)	-30.000	-30.000	
NOPAT	126.030	131.072	136.314	143.130	150.287	
Beneficio Neto	124.392	129.563	134.935	141.622	148.649	
FCFE	105.392	110.563	115.935	106.622	113.649	116.490
Factor descuento	0,9410	0,8854	0,8332	0,7840	0,7377	19,5584
FCFF	117.030	122.072	127.314	98.130	105.287	107.919
Factor descuento	0,9435	0,8902	0,8399	0,7925	0,7477	21,4430

Fuente: Elaboración propia

Método	Valor activos	Deuda ²⁰¹⁸	Valor FP	Valor Acción
FCFE			2.739.460.163,28 €	58,78€
FCFF	2.796.616.845,10 €	136.465.000,00 €	2.660.151.845,10 €	57,08 €

7.3. ESCENARIO 3

En este escenario proyectaremos los flujos de caja libres de Viscofan desde una perspectiva pesimista. Suponemos un impacto negativo en el resultado de explotación por una expansión de la peste porcina, que ralentizaría las ventas, la persistencia a largo plazo de presiones al alza en precios de materias primas, que dificultarían mejorar en términos de eficiencia en costes y la pérdida de protagonismo en el mercado por entrada de nuevos competidores potenciales. De este modo supondremos para el periodo 2019-2023 un crecimiento anual del BAIT de Viscofan de un **-2%**.

Asimismo, ante este panorama negativo, Viscofan reduciría su inversión, lo que se traduciría en un CAPEX neto positivo. Para asignar un valor cuantitativo al CAPEX neto supondré un valor constante de **10.000**(aproximadamente el 2% de la suma de activos materiales e inmateriales del balance). Debido a este frenazo en la inversión y a la caída en ventas, el capital corriente también evolucionaría negativamente. Supondré que a raíz de ello el capital corriente desciende anualmente a razón de **20.000**. Utilizo esta cifra teniendo en cuenta el valor al que por término medio ha aumentado la compañía su capital corriente entre 2014 y 2018, aumentando su CAPEX neto y con algo más del 2% de crecimiento medio anual en el BAIT, por lo que ante una situación inversa reduciré en mi proyección el capital corriente a razón de esa cifra.

De igual modo la caída en beneficios netos impediría a la compañía devolver deuda, por lo que he supuesto que se mantendría en términos constantes en cuanto a endeudamiento.

Ante este panorama adverso he utilizado un crecimiento “g” a perpetuidad del **-1%** para el cálculo del valor terminal.

Tabla 11. Proyección estimada flujos de caja escenario 3 (en miles de euros)

CONCEPTO	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	Valor terminal
BAIT	143.395	140.527	137.716	134.962	132.263	
Deuda financiera	136.465	136.465	136.465	136.465	136.465	
Endeudamiento neto	0	0	0	0	0	
Intereses	(2.134)	(2.134)	(2.134)	(2.134)	(2.134)	
BAI	141.260	138.392	135.582	132.828	130.128	
Impuestos	(24.269)	(23.776)	(23.293)	(22.820)	(22.356)	
Capital corriente	350.937	330.937	310.937	290.937	270.937	
Variación CC	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	
CAPEX neto	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	
NOPAT	118.759	116.384	114.057	111.775	109.540	

Beneficio Neto	116.992	114.617	112.289	110.008	107.772	
FCFE	146.992	144.617	142.289	140.008	137.772	136.395
Factor descuento	0,9410	0,8854	0,8332	0,7840	0,7377	10,1450
FCFF	148.759	146.384	144.057	141.775	139.540	138.144
Factor descuento	0,9435	0,8902	0,8399	0,7925	0,7477	10,7015

Fuente: Elaboración propia

Método	Valor activos	Deuda ₂₀₁₈	Valor FP	Valor Acción
FCFE			1.980.050.961,88 €	42,49 €
FCFF	2.086.716.198,00 €	136.465.000,00 €	1.950.251.198,00 €	41,85 €

8. RESUMEN DEL ANÁLISIS Y CONCLUSIONES

Para finalizar el análisis asignaré un porcentaje al valor de la acción resultado del método FCFE y FCFF en cada uno de los 3 escenarios en función de la probabilidad de que sucediese cada uno de ellos, para así determinar el valor de la acción ajustado por la probabilidad. Esta probabilidad es totalmente subjetiva y personal, y la he asignado en función del estudio de Viscofan y de su entorno.

Tabla 12. Escenarios ajustados por probabilidad y determinación valor objetivo acción

ESCENARIOS	SUPOSICIONES	VALOR ACCIÓN (FCFE)	VALOR ACCIÓN (FCFF)	PROBABILIDAD	VALOR ACCIÓN (FCFE)*	VALOR ACCIÓN (FCFE)
ESCENARIO 1	Escenario intermedio. Basado en la evolución histórica. Proyección de los flujos de caja en función de la evolución media anual de las diferentes magnitudes. En este escenario supondríamos que la política de la empresa en cuanto a inversión y endeudamiento será similar a la que ha	42,85 €	44,15 €	30% (1)	12,855€	13,245€

	llevado estos últimos años, además de un crecimiento del resultado de explotación anual igual al de la media histórica y un crecimiento a perpetuo de los flujos de caja al 2%, que según Viscofan es el ritmo de crecimiento del mercado de envolturas.					
ESCENARIO 2	Escenario optimista. Basado en las perspectivas estratégicas de Viscofan en el corto plazo y suponiendo un mayor crecimiento anual del resultado de explotación además de la constante inversión para seguir aprovechándose del crecimiento del mercado. Crecimiento de los flujos de caja libres a perpetuidad del 2,5%, suponiendo, por lo tanto, un aumento de la cuota de mercado.	58,78€	57,08€	60% (2)	35,268€	34,248€
ESCENARIO 3	Escenario pesimista. Suponemos un frenazo en la inversión y un decrecimiento anual en el resultado de explotación. Crecimiento de los flujos de caja a perpetuidad del -1%.	42,49€	41,85€	10% (3)	4,249€	4,158€
SUMA					52,372€	51,651€

Fuente: Elaboración propia

1. Asigno un 30% de probabilidad para este escenario y no una cantidad mayor porque, a mi parecer, teniendo en cuenta el esfuerzo de la compañía para mejorar en términos de eficiencia con respecto a costes, es más probable que los resultados de explotación crezcan a un ritmo mayor que en la etapa (2014-2018).
2. Para el escenario número 2 he asignado este porcentaje porque a mi parecer es el más probable de que suceda y porque en el corto plazo me he guiado por las expectativas de inversión de la compañía, unas expectativas que se fundamentan en un sostenido nivel de inversión, pero no una inversión de magnitudes tan elevadas como en ejercicios anteriores. Teniendo en cuenta la mejora en la evolución del BAIT proyectada para este escenario, acompañada de las expectativas de crecimiento del sector, es previsible que la compañía vaya realizando planes de inversión en el medio plazo.
3. Para mí el menos probable teniendo en cuenta el buen posicionamiento de la compañía en el mercado, las expectativas de crecimiento de este y sus esfuerzos de innovación.

Valor objetivo de análisis FCFE	52,372€
Valor objetivo de análisis FCFE	51,651€
Cotización acción (31/12/2018)	48,12€

Tanto mediante el método del flujo de caja libre para el accionista como por el método del flujo de caja libre de la empresa el valor actualizado de las acciones de Viscofan supera al valor de cotización a 31/12/2018. Sin embargo, son valores similares por lo que la acción, en general, no se encuentra sobrevalorada ni infravalorada.

ANEXO I

Tabla 13. Evolución de la población mundial estimada entre 2014-2020(datos en miles de personas)

	2014(est)	2020(pronost)	Evolución (2014-2020)
Asia	4 389 699	4 641 055	5,73%
África	1 152 434	1 340 598	16,33%
América Latina	617 596	653 962	5,89%
Norteamérica	354 464	368 870	4,06%
Europa	741 818	747 636	0,78%

Oceanía	39 279	42 678	8,65%
---------	--------	--------	-------

Fuente: Naciones Unidas, Department of Economic and Social Affairs of Population

Dynamics

ANEXO II

Tabla 14. Consejo de dirección

José Domingo de Ampuero y Osma	Presidente
Ignacio Marco-Gardoqui Ibáñez	Vicepresidente
José Antonio Canales García	Consejero ejecutivo
José María Aldecoa Sagastasoloa	Consejero coordinador
Néstor Basterra Larroudé	Vocal
Agatha Echevarría Canales	Vocal

Fuente: Viscofan, 2018

ANEXO III

Tabla 15. Principales accionistas (con participación superior al 3%)

Accionista	Acciones Directas	Acciones Indirectas	Instrumentos Financieros	% sobre el capital social
Corporación Financiera Alba S.A.	6.060.278	0	0	13,033
APG Asset Management NV	4.691.780	0	0	10,09
Angustias y Sol SL	2.445.703	0	0	5,26
Norges Bank	2.034.307	0	269.950	4,977
Marathon Asset Management LLP	0	2.296.698	0	4,939
Setanta Asset Management Limited	0	1.868.784	0	4,019
Wellington Management Group LLP	0	1.495.926	0	3,217

Fuente: Viscofan, 2018

ANEXO IV

Tabla 16. Distribución geográfica de las ventas sin incluir ingresos extraordinarios (en miles de euros)

	Ingresos correspondientes a envolturas	Ingresos correspondientes a energía	Total ventas y prestación de servicios
España	70.294	37.729	108.023
Resto de Europa y Asia	339.560		339.560
Norteamérica	216.863	6.957	223.820
Sudamérica	114.646		114.646
TOTAL	741.363	44.686	786.049

Fuente: Viscofan, 2018

BIBLIOGRAFÍA

About Devro, (2020). Disponible online: <https://www.devro.com/about/>

About Shenguan Holdings (Group) Limited, (2020). Disponible online:

http://www.shenguan.com.hk/en/about_company.php

About Viskase, (2020). Disponible online: <https://www.viskase.com/es/>

Arana, I. (2019)., "El último brote de la peste porcina africana hace estragos en Asia", *La Vanguardia*. Disponible online:

<https://www.lavanguardia.com/economia/20190715/463469708311/epidemia-pesto-porcina-asia-cerdos-precio.html>

Bayón, A. (2018)., "Viscofan: Un proyecto navarro que envuelve el mundo", *CincoDías*. Disponible online:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/03/16/extras/1521232332_752585.html

Damodaran, A. *Estimating Beta*. Disponible online:

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/discrate2.pdf>

Damodaran, A. (2020). *Betas by Sector*. Disponible online:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

FAO, (2019). *Perspectivas alimentarias*. Disponible online:

<http://www.fao.org/giews/reports/food-outlook/es/>

Fernández, P. (2011). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores*. Disponible online: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Fernández, P. (2019). *Métodos de valoración de empresas*. Disponible online:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987

- Fernández, P. (2019). *Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías*. Disponible online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623
- Fernández, P. (2019). *Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias*. Disponible online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2089397
- Fernández, P. (2019). *Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos*. Disponible online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918469
- Fernández, P., Martínez, M., Fernández, I. (2019), *Market Risk Premium and Risk- Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*, IESE Business School. Disponible online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901
- Liew, J. (2009)., ” Devro boosted by shortage of guts”, *The Telegraph*. Disponible online: <https://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/5972375/Devro-boosted-by-shortage-of-guts.html>
- Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de Población, (2019): *Perspectivas de la población mundial*. Disponible online: <https://population.un.org/wpp/Download/Standard/Population/>
- Viscofan. (2019). *Informes anuales integrados*. Disponible online: <http://www.viscofan.com/es/relacion-con-inversores/informacion-financiera-e-informe-anual/2018>
- Viscofan. (2019). *Perfil de la compañía*. Disponible online: <http://www.viscofan.com/es/>
- Viscofan (2019). *Presentación estratégica MORE TO BE*. Disponible online: <http://public.viscofan.com/investor-relations/financialinformation/es/Presentaci%C3%B3n%202018%20Estrategia.pdf>