



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

# **VALORACIÓN DE AIRES DE JAÉN, S.L. Y CONTRASTE POR MÉTODOS DE MERCADO**

Autor: Jaime Martins-Soares Larrínaga  
Director: Gabriel Rodríguez Garnica

MADRID | Mayo 2026

# Índice

Resumen.....	4
Abstract.....	5
<b>1. Introducción .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. Contexto y motivación del trabajo .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2. Pregunta de investigación y objetivos .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3. Metodología y fuentes de información .....</b>	<b>7</b>
<b>1.4. Estructura del trabajo .....</b>	<b>8</b>
<b>2. Marco teórico de la valoración de empresas.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1. La valoración como proceso: del precio al valor.....</b>	<b>9</b>
<b>2.2. Métodos de valoración: panorama y clasificación .....</b>	<b>9</b>
<b>2.3. La valoración por descuento de flujos de caja .....</b>	<b>10</b>
<b>2.4. La valoración por múltiplos .....</b>	<b>12</b>
<b>2.5. Particularidades de la valoración de pymes y empresas no cotizadas .....</b>	<b>13</b>
<b>3. Análisis del sector del aceite de oliva en España .....</b>	<b>15</b>
<b>3.1. Situación del aceite de oliva en el contexto agroalimentario mundial.....</b>	<b>15</b>
<b>3.2. España y Andalucía como referentes productivos .....</b>	<b>16</b>
<b>3.3. Estructura de la cadena de valor: del olivar al lineal .....</b>	<b>16</b>
<b>3.4. Ciclo de precios reciente (2020-2026) y normalización post-pico .....</b>	<b>17</b>
<b>3.5. Marco regulatorio y políticas de apoyo.....</b>	<b>19</b>
<b>3.6. Tendencias estructurales del sector.....</b>	<b>20</b>
<b>4. Aires de Jaén, S.L.: caracterización y diagnóstico financiero.....</b>	<b>22</b>
<b>4.1. Historia, propiedad y modelo de negocio.....</b>	<b>22</b>
<b>4.2. Estructura societaria y posicionamiento competitivo .....</b>	<b>22</b>
<b>4.3. Diagnóstico financiero histórico (2011-2024).....</b>	<b>23</b>
<b>4.4. Lectura crítica del histórico y capacidad de generación de caja .....</b>	<b>27</b>
<b>5. Diseño metodológico de la valoración .....</b>	<b>29</b>
<b>5.1. Justificación del enfoque triangulado .....</b>	<b>29</b>
<b>5.2. Selección de cotizadas comparables .....</b>	<b>29</b>
<b>5.2.1. Criterios de selección .....</b>	<b>29</b>
<b>5.2.2. Mapeo del universo cotizado y estrechamiento estructural del conjunto .....</b>	<b>29</b>
<b>5.2.3. Comparable principal: Deoleo, S.A.....</b>	<b>30</b>
<b>5.2.4. Conjunto ampliado ibérico: Ebro Foods y Viscofan.....</b>	<b>30</b>
<b>5.2.5. Conjunto europeo de contraste: Bonduelle, NewPrinces y Kerry Group.....</b>	<b>31</b>
<b>5.2.6. Empresas descartadas.....</b>	<b>31</b>
<b>5.2.7. Composición final y ajustes metodológicos requeridos .....</b>	<b>32</b>
<b>5.3. Transacciones precedentes .....</b>	<b>34</b>

5.4. Construcción del WACC .....	35
5.5. Modelo DCF y valor terminal .....	37
5.6. Triangulación y obtención del rango de valor .....	41
6. Resultados de la valoración .....	43
6.1. Resultados del enfoque por cotizadas comparables .....	43
6.2. Resultados del enfoque por transacciones precedentes .....	43
6.3. Resultados del enfoque por DCF .....	44
6.4. Síntesis comparada y rango triangulado de valor .....	45
6.5. Sensibilidad de variables clave del DCF .....	46
7. Conclusiones y líneas futuras .....	49
7.1. Conclusiones sobre la pregunta de investigación .....	49
7.2. Conclusiones metodológicas .....	49
7.3. Líneas futuras de investigación .....	50
Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial .....	52
Bibliografía .....	53
Anexos .....	59
Anexo I. Cuenta de pérdidas y ganancias histórica y proyectada de Aires de Jaén .....	59
Anexo II. Estado de flujos de efectivo histórico y proyectado .....	60
Anexo III. Balance de situación histórico .....	61
Anexo IV. Balance de situación proyectado .....	62
Anexo V. Inmovilizado material, capex y amortización 2014-2024 .....	63
Anexo VI. Inmovilizado material, capex y amortización 2021-2032 .....	64
Anexo VII. Fondo de maniobra y drivers de capital circulante 2011-2024 .....	65
Anexo VIII. Fondo de maniobra y drivers de capital circulante 2021-2032 .....	66
Anexo IX. Sensibilidad del valor de empresa al crecimiento de ingresos 2025 y al margen bruto de 2026 .....	67
Anexo X. Serie de precios del aceite de oliva y contraste con ventas netas .....	68

## Resumen

Las pymes familiares concentran el grueso del tejido empresarial español y afrontarán en las próximas dos décadas un proceso intenso de relevo generacional. La mayoría llegará a esa conversación sin un ejercicio explícito de valoración, lo que reproduce una asimetría informacional clara frente al comprador profesional. Un marco metodológico transparente y trazable la mitiga, aunque no la elimina. Este trabajo aplica ese marco a Aires de Jaén, S.L., envasadora andaluza de aceite de oliva con marca propia y catorce años de cuentas depositadas, en un sector marcado por el ciclo extraordinario de precios entre 2022 y 2024.

El objetivo es estimar un rango razonable de valor por triangulación de tres métodos con sesgos no correlacionados: descuento de flujos de caja libres con valor terminal Gordon como ancla intrínseca, múltiplos sobre un tier ibérico de cotizadas comparables (Deoleo, Ebro Foods y Viscofan) como referencia bursátil, y dos transacciones precedentes del subsector (California Olive Ranch 2025 y Deoleo 2020) como contraste con el mercado privado de control. El trabajo documenta también los ajustes que el sector y la condición de pyme exigen al aparato estándar, en particular la prima por tamaño y la beta sintética del tier ibérico dentro del WACC.

La triangulación arroja una zona central de valor de empresa independiente de 30-31 millones de euros, donde convergen el DCF (31,1 millones) y la mediana del tier ibérico de cotizadas (30,3 millones), y una referencia M&A de control desplazada hacia 38-50 millones. La aportación metodológica está en distinguir qué ajustes entran al cuantitativo (prima por tamaño, beta sintética) y cuáles se mantienen fuera por falta de base empírica sectorial específica (descuento por iliquidez, normalización mecánica del EBITDA, descuentos por tamaño sobre múltiplos).

**Palabras Clave:** valoración de empresas, pyme agroalimentaria, aceite de oliva, descuento de flujos de caja, múltiplos comparables, WACC.

## Abstract

Family-owned SMEs make up the bulk of Spain's business fabric and will face an intense process of generational handover over the next two decades. Most will arrive at that conversation without ever having carried out an explicit valuation, which reproduces a clear information asymmetry for the seller facing a professional buyer. A transparent and traceable methodological framework mitigates that asymmetry, though it does not remove it. This work applies such a framework to Aires de Jaén, S.L., an Andalusian olive oil bottler with its own brand and fourteen years of filed accounts, in a sector shaped by the extraordinary price cycle of 2022-2024.

The objective is to estimate a reasonable value range through the triangulation of three methods with non-correlated biases: discounted free cash flow with a Gordon terminal value as the intrinsic anchor, multiples drawn from an Iberian tier of listed comparables (Deoleo, Ebro Foods and Viscofan) as the market reference, and two precedent transactions from the subsector (California Olive Ranch 2025 and Deoleo 2020) as M&A contrast. The work also documents the adjustments that the sector and the SME condition require from the standard apparatus, particularly the size premium and the synthetic beta of the Iberian tier inside the WACC.

The triangulation yields a central stand-alone enterprise value range of EUR 30-31 million, where the DCF (EUR 31.1 million) and the median of the Iberian tier of listed comparables (EUR 30.3 million) converge, with an M&A control reference shifted toward EUR 38-50 million. The methodological contribution lies in distinguishing which adjustments enter the quantitative result (size premium, synthetic beta) and which are kept outside for lack of sector-specific empirical grounding (discount for lack of marketability, mechanical EBITDA normalization, size discounts on multiples).

**Keywords:** business valuation, agrifood SME, olive oil, discounted cash flow, comparable multiples, WACC.

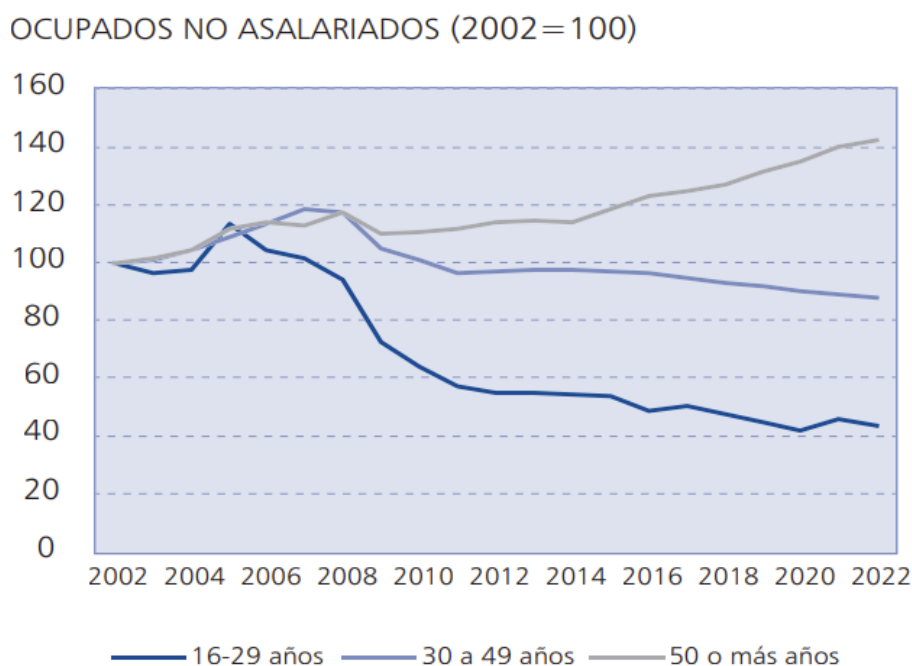
## 1. Introducción

### 1.1. Contexto y motivación del trabajo

El tejido empresarial español está dominado por pymes familiares, que representan el 92,4% del total y generan el 70% del empleo privado y el 57,8% del valor añadido bruto del sector privado (Instituto de la Empresa Familiar, 2025). En las próximas dos décadas, una parte sustancial de ese tejido va a cambiar de manos. La pirámide poblacional invertida y el envejecimiento sostenido del tejido laboral, particularmente intenso entre trabajadores no asalariados y empleados de empresas pequeñas, han elevado la edad media de la población trabajadora en más de cuatro años en lo que va de siglo, tendencia que la Figura 1 muestra con claridad en la caída del peso de los ocupados más jóvenes (Anghel et al., 2023). A la presión demográfica se suma la debilidad del relevo generacional: solo el 29,3% de las empresas familiares ha superado al menos un relevo generacional, y apenas el 1,2% pertenece a la tercera generación o posteriores (Instituto de la Empresa Familiar, 2025). Miles de pymes saldrán a mercado por venta, sucesión externa o liquidación, y muchas llegarán a esa conversación sin haber hecho nunca un ejercicio explícito de valoración.

**Figura 1**

*Evolución del número de ocupados por grupos de edad en España, 2002-2022*



*Fuente: Reproducido de Anghel, Jimeno y Jovell (2023, p. 78), con datos de la Encuesta de Población Activa del INE.*

Aparecen entonces dos asimetrías relacionadas. La primera es la asimetría clásica sobre la calidad del activo: el propietario conoce su negocio pero rara vez ha calibrado qué vale en términos de mercado, y el comprador potencial trabaja con cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil sin acceso a información primaria. La literatura económica modeló la consecuencia hace medio siglo: cuando una parte no puede verificar la calidad del activo, el mercado tiende a descontar de más o a romperse (Akerlof, 1970). En la práctica del M&A de pyme española, observación que el autor ha registrado trabajando en valoración aplicada a operaciones de empresas medianas, esa asimetría se traduce en

discusiones que arrancan desde múltiplos de servilleta o tasaciones sin trazabilidad, con cifras extremas en ambos lados de la mesa y operaciones que no se cierran. A esa primera se suma una segunda asimetría, sobre el propio proceso negociador. Lo habitual es que el comprador sea un fondo de capital privado o un conglomerado industrial con M&A recurrente, que llega a la mesa con referencias reales de operaciones previas y un equipo asesor consolidado. Esta segunda asimetría se diluye en las operaciones de mayor tamaño, donde la abundancia de información pública sobre transacciones permite al vendedor calibrar antes de negociar. En el segmento de pyme media, en cambio, esa información apenas existe, lo que pone en desventaja clara al pequeño empresario que vende sin asesoramiento sofisticado.

Aires de Jaén concentra los rasgos del problema. Es una sociedad limitada con cinco accionistas y catorce años de histórico depositado, una envasadora de aceite de oliva con marca propia y escala intermedia entre la cooperativa local y la gran envasadora cotizada, y opera en un sector cuyo ciclo de precios entre 2022 y 2024 ha movido los EBITDA declarados muy lejos de su nivel sostenible. Información pública limitada, ausencia de comparables líquidos cercanos y un EBITDA reciente que normalizar antes de poder leerlo. Un caso adecuado para mostrar cómo el aparato estándar de valoración (descuento de flujos de caja, múltiplos de cotizadas, múltiplos de transacciones) se adapta cuando se aplica a una empresa de este tipo y este momento.

El ejercicio no busca solo cifrar Aires de Jaén. Busca documentar con trazabilidad un protocolo de valoración que sirva como referencia replicable para valoraciones análogas. La tesis de fondo es que la asimetría informacional del mercado de pymes se mitiga, aunque no se elimina, cuando las partes pueden apoyarse en un marco metodológico transparente, adaptado al universo de las empresas privadas.

## **1.2. Pregunta de investigación y objetivos**

La pregunta que estructura el trabajo tiene dos mitades. La primera plantea qué rango razonable de valor puede atribuirse a Aires de Jaén, S.L. mediante la triangulación de descuento de flujos de caja, múltiplos de cotizadas y múltiplos de transacciones precedentes. La segunda pregunta qué ajustes metodológicos exigen el sector del aceite de oliva y la condición de pyme agroalimentaria con información financiera limitada cuando se aplica ese aparato a un caso real.

El objetivo general es estimar un rango razonable de valor para Aires de Jaén por triangulación de los tres métodos, documentando los ajustes que el sector, las restricciones de información y la ciclicidad de precios obligan a introducir. De ahí se derivan cuatro objetivos específicos. Primero, caracterizar el sector del aceite de oliva en España con el detalle suficiente para entender el ciclo extraordinario de precios y la estructura de la cadena de valor. Segundo, caracterizar Aires de Jaén y depurar su capacidad de generación de caja sostenible a partir del histórico 2011-2024. Tercero, calibrar los tres métodos con los ajustes que el caso exige, dejando cada decisión documentada y trazable. Cuarto, triangular los resultados para obtener un rango razonable con tendencia central declarada, en coherencia con la información disponible y la incertidumbre real del ejercicio.

## **1.3. Metodología y fuentes de información**

El trabajo se construye como un análisis aplicado de un único caso con profundidad. El sujeto se elige por su capacidad para ilustrar el problema metodológico, no por intención de generalización estadística, y la disciplina del ejercicio descansa en la trazabilidad de cada supuesto y en la triangulación de tres métodos con sesgos no correlacionados (Damodaran, 2012; Koller et al., 2025; Pratt y Niculita, 2008).

El aparato cuantitativo combina el descuento de flujos de caja libres a siete años con valor terminal Gordon como ancla intrínseca, los múltiplos sobre un conjunto de cotizadas ibéricas y europeas comparables como ancla relativa bursátil, y los múltiplos de transacciones precedentes con referencia al Argos Index como contraste con el mercado privado de control.

La jerarquía de fuentes sigue el orden académico habitual. Fuentes institucionales públicas con URL persistente (Consejo Oleícola Internacional, MAPA, Junta de Andalucía, Banco de España, Argos Mid-Market Index) para el análisis sectorial, macroeconómico y de referencia M&A. Literatura académica de referencia para el aparato de valoración. Bases comerciales bajo consulta institucional (FactSet y SABI/Bureau van Dijk vía la Universidad Pontificia Comillas, PitchBook vía Northeastern University) para datos de mercado y cuentas anuales depositadas. Y prensa especializada (Olimerca, Mercacei) para contraste del momento sectorial.

#### **1.4. Estructura del trabajo**

El trabajo se organiza en siete capítulos. El capítulo 2 fija el marco teórico de la valoración de empresas, con atención a las particularidades de las pymes no cotizadas. El capítulo 3 analiza el sector del aceite de oliva en España, con foco en el ciclo de precios reciente y en la estructura de la cadena de valor. El capítulo 4 caracteriza Aires de Jaén y depura su capacidad de generación de caja sostenible a partir del histórico 2011-2024. El capítulo 5 diseña la metodología con la selección de cotizadas comparables, el filtrado de transacciones precedentes y la construcción del WACC. El capítulo 6 presenta los resultados de los tres métodos, su síntesis triangulada y la sensibilidad del DCF. El capítulo 7 cierra con las conclusiones sustantivas, las metodológicas y las líneas futuras.

## **2. Marco teórico de la valoración de empresas**

### **2.1. La valoración como proceso: del precio al valor**

Valorar una empresa es una estimación. La diferencia entre precio y valor, que en finanzas suele tratarse como obviedad, es en realidad la idea fundacional de la disciplina. El precio es lo que un comprador y un vendedor concretos acaban acordando en una transacción concreta, sometido a las circunstancias particulares del momento, como la urgencia de cerrar, la asimetría de información entre las partes, el número de pretendientes serios o el ciclo del mercado. El valor, en cambio, es una estimación analítica del orden de magnitud razonable que un activo podría justificar en condiciones de información razonable y comportamiento racional. Las dos cosas no tienen por qué coincidir, y de hecho a menudo no coinciden, sobre todo en transacciones de empresas privadas con poca liquidez y pocos pretendientes (Fernández, 2016).

Una segunda idea importa antes de pasar a los métodos. La valoración es siempre relativa a una finalidad. No se valora en abstracto, se valora para algo: para vender el control de la empresa, para entrar como minoritario, para ofrecer garantía bancaria, para una liquidación, para una operación fiscal o para un trabajo académico. Cada una de esas finalidades implica un punto de vista distinto sobre lo que se entiende por valor relevante. Para una venta de control importa el valor para el comprador estratégico que pueda aprovechar sinergias, para una entrada minoritaria importan los descuentos por iliquidez y por falta de control, para una liquidación importa el valor de realización ordenada de los activos. Esta variedad da lugar a varias categorías académicas: valor intrínseco (el que sale del DCF), valor de mercado (el implícito en múltiplos de cotizadas), valor de transacción (el implícito en operaciones M&A precedentes), valor de continuidad (asumiendo empresa en marcha) y valor de liquidación (asumiendo cese de actividad). Cada uno responde a una pregunta distinta (Damodaran, 2012; Fernández, 2016).

La consecuencia operativa es directa. Antes de elegir método, hay que declarar para qué se valora. En una pyme privada con cuentas abreviadas y mercado de control inexistente, esa declaración previa es todavía más importante que en una cotizada, porque hay menos referencias externas que disciplinen el resultado y más espacio para que la finalidad acabe condicionando, casi sin querer, la cifra final. Este trabajo declara desde el inicio que valora Aires de Jaén con vocación de continuidad y con una pregunta acotada: el rango razonable de valor que la triangulación de tres métodos estándar puede atribuir, dadas la información disponible y el ciclo del sector.

### **2.2. Métodos de valoración: panorama y clasificación**

Fernández (2016) ordena los métodos de valoración en seis familias. Los patrimoniales suman los activos contables y restan los pasivos para llegar a un valor estático del balance. Los basados en cuenta de resultados aplican un múltiplo a una magnitud de beneficio o de ingresos, como el PER o el EV/EBITDA. Los mixtos suman al valor patrimonial un fondo de comercio que capitaliza los beneficios extraordinarios. El descuento de flujos calcula el valor presente de los flujos futuros esperados con una tasa que recoja el riesgo. Los múltiplos de cotizadas o de transacciones precedentes derivan un valor relativo a partir de empresas u operaciones comparables. Y las opciones reales valoran la flexibilidad estratégica como si fuera un derivado financiero. La literatura anglosajona, representada por Damodaran (2012) y Koller, Goedhart y Wessels (2025), agrupa todo esto en tres enfoques (intrínseco, relativo y derechos contingentes), pero la lógica de fondo es la misma.

No todas estas familias tienen el mismo peso en la práctica académica. Fernández (2016) defiende que los únicos métodos conceptualmente correctos son los de descuento de flujos, porque son los únicos que tratan a la empresa como lo que es: un negocio que vale lo que se espera que genere en el futuro,

traído al presente con una tasa que recoja el riesgo. Los métodos estáticos, por mucho ajuste que se les aplique, parten de una contradicción de base: valoran una empresa que es dinámica con instrumentos pensados para fotografías fijas. Damodaran (2012) y Koller et al. (2025) llegan al mismo diagnóstico desde tradiciones distintas. Los métodos de balance tienen uso en liquidaciones y en sectores donde el activo subyacente domina el valor, como el inmobiliario o los recursos naturales, pero no son el método principal cuando se valora una empresa en marcha.

Esto deja al campo, en la práctica académica y profesional, con dos métodos centrales y un tercero de contraste. El descuento de flujos es el ancla intrínseca: arroja una cifra que descansa sobre la propia empresa, sus proyecciones y su riesgo, sin depender directamente de cómo el mercado esté valorando otras entidades en ese momento. La valoración por múltiplos es el ancla relativa: ofrece una referencia de mercado y permite contrastar si la cifra del DCF es razonable a la luz de cómo cotizan empresas comparables. Las transacciones precedentes funcionan como tercer punto de control, sobre todo en mercados con M&A activo, porque incorporan el precio que compradores reales han pagado tras auditoría de compra completa (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008).

La práctica profesional consolidada y la literatura coinciden en que ninguno de los tres es suficiente por sí solo. La triangulación entre DCF, múltiplos de cotizadas y transacciones precedentes es la norma en valoración de empresas privadas, porque cada método tiene sesgos distintos y cruzarlos reduce el riesgo de fijar un valor sostenido por un único conjunto de hipótesis (Koller et al., 2025). En empresas con mercados activos y datos abundantes, la triangulación tiende a converger a rangos estrechos. En pymes con información limitada y comparables imperfectos, los rangos son más anchos y la propia amplitud se vuelve, en sí misma, un dato relevante: una valoración que no admite un rango razonable suele ser una valoración construida sobre supuestos demasiado precisos para la información disponible.

Este trabajo aplica el enfoque triangulado al caso de Aires de Jaén, con DCF, múltiplos de cotizadas y transacciones precedentes como las tres familias movilizadas. Las dos secciones siguientes desarrollan el aparato conceptual del descuento de flujos y de los múltiplos, y el 2.5 atiende a las particularidades de aplicar todo este instrumental a una pyme privada.

### **2.3. La valoración por descuento de flujos de caja**

El descuento de flujos de caja, conocido por sus siglas DCF, parte de una idea económica básica: una empresa vale el dinero que se espera que genere en el futuro, llevado al presente con una tasa que recoja el riesgo de que esos flujos no acaben llegando. La idea suena sencilla, pero esconde toda la dificultad técnica de la valoración. Los flujos hay que proyectarlos, y proyectar es siempre una conjetura informada. La tasa hay que estimarla, y estimar el coste del capital exige decisiones sobre estructura financiera, riesgo sistemático y mercado de referencia que no son neutrales. Y el horizonte de proyección no puede ser infinito, lo que obliga a fijar un valor terminal cuyo peso, en la mayoría de las valoraciones, supera el del periodo explícito.

La literatura distingue varios tipos de flujo según a qué proveedor de capital correspondan. El flujo de caja libre para la empresa (FCFF) recoge el flujo disponible para todos los proveedores de capital, accionistas y prestamistas, después de cubrir el capex y las necesidades operativas de circulante. El flujo de caja libre para el accionista (FCFE) recoge solo lo que queda para los fondos propios después de pagar el servicio de la deuda. Y el flujo de capital (CCF) suma al FCFF el ahorro fiscal de la deuda. La elección no es trivial, porque cada flujo va con una tasa de descuento distinta y cualquier valoración consistente exige emparejarlos correctamente. El FCFF se descuenta al WACC, el FCFE al coste de los fondos propios y el CCF al WACC sin ajuste fiscal (Fernández, 2016). La práctica habitual en

valoración de empresas en marcha, y la que sigue este trabajo, descuenta FCFE al WACC, lo que arroja un valor de empresa que después se traduce en valor para el accionista restando la deuda neta.

La fórmula básica del DCF tiene dos componentes. El primero es el valor presente de los flujos del periodo explícito, normalmente entre cinco y diez años. El segundo es el valor terminal, que recoge en una sola cifra todos los flujos posteriores al horizonte explícito, descontados al momento final del periodo y trasladados al presente. Koller, Goedhart y Wessels (2025) documentan que el valor terminal concentra habitualmente entre el 60% y el 80% del valor total en valoraciones por DCF, y el trabajo empírico de Décaire y Graham (2025), sobre más de 78.000 informes de analistas de 93 países, sitúa esa media justo en el 71%, con el periodo explícito aportando el 29% restante. Esta concentración obliga a una disciplina especial al fijarlo, sobre todo en empresas con histórico corto donde la convergencia hacia un estado estacionario es más una hipótesis que un dato.

El coste medio ponderado del capital articula los dos lados del balance, ponderando el coste de los fondos propios por el peso de los fondos propios en la estructura objetivo y el coste de la deuda después de impuestos por el peso de la deuda. El fundamento académico viene de Modigliani y Miller (1958, 1963), que demostraron en condiciones de mercados perfectos que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital, y que la introducción del impuesto de sociedades y el ahorro fiscal de la deuda explican por qué el WACC tiene la forma que tiene. Fernández (2010) advierte que el WACC concentra una buena parte de los errores que se cometen en valoración, sobre todo cuando se confunde con un coste o cuando se calcula con valores contables en lugar de valores de mercado.

Estimar el coste de los fondos propios, que es el componente más subjetivo del WACC, exige habitualmente recurrir al modelo de valoración de activos financieros (CAPM) propuesto por Sharpe (1964): la rentabilidad exigida a los fondos propios es la suma de la tasa libre de riesgo y de la prima de riesgo del mercado multiplicada por la beta de la empresa. La beta mide la sensibilidad de la rentabilidad de la empresa a la del mercado, y para empresas privadas se obtiene desapalancando comparable por comparable las betas de un grupo de cotizadas comparables y reapalancándolas a la estructura objetivo de la empresa que se valora, con la fórmula de Hamada (1972). La prima de riesgo del mercado español se documenta en encuestas como la de Fernández, García de la Garza y Fernández Acín (2024), que ofrecen referencias mediana de mercado para profesionales y académicos en España.

Dos enfoques sostienen la práctica habitual del valor terminal. El modelo de Gordon asume que los flujos crecen a una tasa constante  $g$  a perpetuidad y aplica la fórmula clásica de la perpetuidad creciente. El múltiplo de salida aplica un múltiplo EV/EBITDA al EBITDA del último año de proyección y lo traslada al presente. La práctica académica recomienda el primero como referencia y el segundo como contraste, porque el múltiplo de salida traslada al valor terminal cualquier sesgo que tenga el conjunto de comparables (Koller, Goedhart y Wessels, 2025). La  $g$  de Gordon tiene un techo natural, porque no puede superar el crecimiento nominal a largo plazo de la economía donde opera la empresa: si lo hiciera, la empresa acabaría siendo más grande que la economía, lo que no es un escenario sostenible.

Visto el aparato anterior, aplicar el DCF a una pyme con quince años de histórico, cuentas abreviadas y precios sectoriales en máximos pide pensar con cuidado dos piezas antes de dar el resultado. El WACC tiene que incorporar una prima por tamaño que las cotizadas comparables no incorporan, y el valor terminal debe construirse con una  $g$  que no extrapole el ciclo de precios de los últimos años. El capítulo 5 desarrolla la calibración concreta de ambos para Aires de Jaén, y el 2.5 cierra el aparato conceptual que las pymes privadas exigen.

## 2.4. La valoración por múltiplos

La valoración por múltiplos parte de una lógica radicalmente distinta a la del DCF. Donde el descuento de flujos calcula un valor intrínseco que descansa sobre la propia empresa, el múltiplo calcula un valor relativo que descansa sobre cómo el mercado está valorando otras empresas comparables. Esto es a la vez su ventaja y su talón de Aquiles. Ventaja, porque incorpora información de mercado que ninguna proyección puede capturar. Talón, porque arrastra cualquier sesgo que tenga el conjunto de comparables y cualquier exceso o defecto que esté pagando el mercado en ese momento (Damodaran, 2012).

La literatura organiza los múltiplos en familias según la magnitud que aparece en el denominador. Los múltiplos sobre EBITDA y EBIT ( $EV/EBITDA$  y  $EV/EBIT$ ) trabajan con magnitudes operativas previas a la estructura de capital y al impuesto de sociedades, lo que los hace especialmente útiles para comparar empresas con apalancamiento o tasas efectivas distintas. Los múltiplos sobre ventas ( $EV/Sales$ ) son robustos cuando el beneficio está distorsionado o es cero, pero ignoran la rentabilidad. Los múltiplos sobre beneficio neto ( $P/E$ ) son intuitivos pero mezclan política de financiación, fiscalidad y rentabilidad operativa en una sola cifra. Los múltiplos sobre patrimonio contable ( $P/B$ ) tienen uso en sectores intensivos en capital pero pierden tracción en empresas con activos intangibles importantes (Damodaran, 2012; Koller, Goedhart y Wessels, 2025). En valoración de pymes industriales, la práctica habitual privilegia  $EV/EBITDA$  porque neutraliza diferencias de estructura de capital y de políticas contables que pueden ser importantes entre el objetivo privado y las cotizadas comparables (Pratt y Niculita, 2008).

Los múltiplos pueden venir de dos fuentes con sesgos opuestos. Los múltiplos de cotizadas reflejan precios de cotizaciones bursátiles del día, donde lo que se transmite es el control de un paquete minoritario, no el control de la empresa. Los múltiplos transaccionales recogen el precio que un comprador real pagó en una operación de M&A con auditoría de compra completa, lo que normalmente incorpora una prima de control sobre el múltiplo de mercado. La consecuencia es directa: aplicar un múltiplo transaccional a una empresa privada que se vende en su totalidad refleja mejor la realidad económica de la operación, pero los múltiplos transaccionales son más opacos, más escasos y exigen filtrado cuidadoso para evitar que situaciones idiosincrásicas contaminen la mediana (Damodaran, 2012; Koller et al., 2025).

La selección de comparables es probablemente la decisión más importante del método. Damodaran (2012) la formula con precisión: la comparabilidad real no la fija el código sectorial sino el perfil de riesgo, el crecimiento esperado y la naturaleza de los flujos. Liu, Nissim y Thomas (2002) muestran empíricamente que los múltiplos basados en proyecciones de beneficios explican mejor la dispersión de precios que los basados en variables contables retrospectivas, con un ranking sistemático que sitúa los múltiplos prospectivos por delante de los históricos, y estos por delante de los basados en flujos de caja, valor contable y ventas. Y la práctica académica recomienda que la selección descansa sobre cuatro criterios concurrentes: comparabilidad sectorial estricta o ampliada, comparabilidad operativa (modelo de negocio, peso de la marca, perfil exportador), calidad informativa (series largas, datos auditados, capital flotante suficiente) y, al final y como filtro de ajuste no como veto, comparabilidad de tamaño.

El tratamiento estadístico del conjunto también es relevante. La mediana es preferible a la media porque resiste mejor las observaciones atípicas, frecuentes en conjuntos pequeños donde una operación distorsionada puede mover la media varias veces más que la mediana. Cuando una observación es claramente atípica por motivos identificables, como una situación transitoria de balance o una operación con sinergias declaradas, la práctica académica recomienda presentarla y mostrar también la mediana sin esa observación, para que el lector pueda juzgar su efecto sobre el ancla. Los múltiplos proyectado (basados en proyecciones del año siguiente) tienden a ser más informativos que los LTM (basados en

los últimos doce meses cerrados) en sectores con ciclos de precios marcados, donde el LTM puede recoger un punto concreto del ciclo en lugar de un nivel sostenible (Liu et al., 2002; Koller et al., 2025).

Las limitaciones del método son las propias de su lógica relativa. Los múltiplos no son útiles cuando no hay comparables verdaderos, lo que en sectores con un único especialista puro cotizado obliga a abrir el grupo de comparables con niveles de contraste y a aceptar dispersión mayor en el resultado. Los múltiplos pueden incorporar burbujas o depresiones del mercado en su conjunto, lo que recomienda ponderarlos contra el ancla intrínseca del DCF en lugar de tomarlos como referencia única. Y los múltiplos sobre EBITDA pierden parte de su precisión cuando el ciclo del sector ha movido los EBITDA declarados lejos de su nivel medio histórico, lo que obliga a leer el resultado con el ciclo en mente (Damodaran, 2012; Koller, Goedhart y Wessels, 2025). Por todas estas razones, este trabajo trata el enfoque por múltiplos como contraste de mercado complementario al DCF, con un grupo construido en niveles para suplir la escasez de especialistas puros cotizados del aceite de oliva y calibración estadística por mediana. El capítulo 5 desarrolla la aplicación concreta.

## **2.5. Particularidades de la valoración de pymes y empresas no cotizadas**

Aplicar el aparato de los apartados anteriores a una pyme privada exige reconocer que el objetivo es estructuralmente distinto al de una cotizada. La información disponible es menor, normalmente cuentas anuales abreviadas en el registro mercantil, sin el detalle de notas que ofrecen las consolidadas auditadas de una cotizada. No existe mercado de control: las acciones no cotizan, no hay precio diario, no hay capital flotante, no hay analistas siguiendo la empresa. La transmisibilidad de las participaciones está, además, sujeta en una sociedad limitada cerrada a derechos estatutarios de adquisición preferente que limitan la capacidad real de monetizar la participación. La consecuencia es que el valor que arroja un DCF o un múltiplo aplicado en bruto, sin ajustes, no captura la realidad económica de un activo que es menos líquido, más opaco y con menos disciplina externa que el de una cotizada (Pratt y Niculita, 2008).

La primera corrección es la prima por tamaño en el coste de los fondos propios. El CAPM clásico no recoge de forma directa riesgos que en una pyme no cotizada pueden ser relevantes, como la menor escala, la menor diversificación operativa, el menor acceso a financiación y la mayor dependencia de pocos clientes o proveedores. Por ello, este trabajo considera razonable introducir una prima por tamaño como ajuste metodológico, cuya necesidad conceptual se apoya en la literatura de valoración de empresas privadas (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008). En la aplicación del capítulo 5, esta prima no se tratará como un dato observado externo, sino como una hipótesis del modelo sometida a sensibilidad.

El segundo instrumento corrige el problema de que una empresa privada no tiene beta cotizada propia. La práctica académica resuelve esto con beta sintética: se desapalancan comparable por comparable las betas de un grupo de cotizadas comparables, se obtiene la beta unlevered del conjunto, y se reapalanca a la estructura objetivo de la empresa privada con la fórmula de Hamada (1972) que ya se ha presentado en la sección anterior. El coste de la deuda también suele estimarse de forma sintética en pymes sin calificación oficial, asignando un calificación implícito a partir de ratios de cobertura de intereses y aplicando el diferencial sobre el soberano que la calificación sintética implica (Damodaran, 2012).

Estos dos instrumentos, prima por tamaño y beta sintética del grupo de comparables, son los que el capítulo 5 calibra para Aires de Jaén dentro de la construcción del WACC. La caja de herramientas que la literatura propone para pymes no cotizadas incluye también otros instrumentos, en particular descuentos por iliquidez y normalizaciones explícitas del EBITDA, que este trabajo no aplica al cuantitativo final. La razón es doble. El objeto de la valoración es el 100% de Aires de Jaén como empresa en marcha, no una participación minoritaria sin mercado, lo que limita el sentido de un

descuento mecánico por iliquidez. Y los tres métodos del capítulo 5 ya incorporan sus propios sesgos y limitaciones, así que acumular descuentos sobre los resultados corre el riesgo de duplicar penalizaciones bajo la apariencia de mayor precisión. La lectura cualitativa de la iliquidez y del ciclo sectorial se hace, en consecuencia, en la interpretación del rango del capítulo 6 y de las conclusiones del capítulo 7, no como ajuste numérico explícito.

### 3. Análisis del sector del aceite de oliva en España

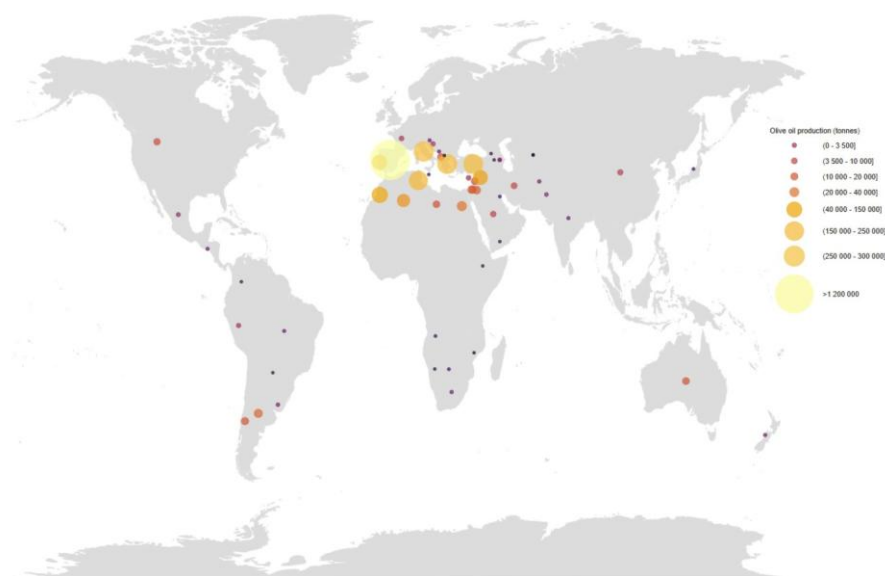
#### 3.1. Situación del aceite de oliva en el contexto agroalimentario mundial

El aceite de oliva es un cultivo grande dentro del agroalimentario mediterráneo y muy pequeño dentro del agregado mundial de aceites vegetales. La producción global de la campaña 2024/25 se situó por encima de los 3,5 millones de toneladas, según el Consejo Oleícola Internacional, lo que supuso un récord histórico tras dos campañas excepcionalmente cortas (Consejo Oleícola Internacional, 2025b). Frente a esa cifra, los aceites de palma, soja, colza y girasol mueven en conjunto más de 200 millones de toneladas al año, lo que da idea del nicho que ocupa el aceite de oliva: el más prestigioso de los aceites vegetales y el más caro, pero residual en volumen frente a los aceites tropicales y de semillas.

La oferta está geográficamente muy concentrada (véase Figura 2). La cuenca mediterránea concentra alrededor del 90% de la producción mundial, con cinco países, España, Italia, Grecia, Túnez y Turquía, que mueven la mayor parte del balance global cada campaña (Consejo Oleícola Internacional, 2025b). Esa concentración tiene una consecuencia directa para cualquier valoración del subsector: los precios de referencia internacional reaccionan a la meteorología andaluza y, en menor medida, italiana, con una velocidad que no tiene paralelo en otros aceites vegetales.

#### Figura 2

*Distribución geográfica de la producción mundial de aceite de oliva*



*Fuente: Reproducido de Consejo Oleícola Internacional (2025b). La producción se presenta en toneladas por país productor.*

El segundo rasgo que define al sector es la vecería del olivo, una alternancia natural entre campañas altas y bajas que se acentúa cuando se cruza con sequía. La campaña 2023/24 cerró en algo menos de 2,6 millones de toneladas mundiales, y la 2024/25 dio un salto del 38% hasta superar los 3,5 millones (Consejo Oleícola Internacional, 2025b). Esos cambios bruscos no son anomalía sino patrón.

La demanda, por su parte, ha vivido en los últimos años una recuperación llamativa. Tras la caída del consumo en las dos campañas de precios más altos, la 2024/25 mostró un repunte del 10% en el consumo mundial, hasta cerca de 3,1 millones de toneladas, con crecimiento especialmente fuerte en mercados no tradicionales como Estados Unidos, Brasil, Japón o China (Consejo Oleícola

Internacional, 2025a). Esto deja un escenario más estable para los próximos años, aunque condicionado siempre por la siguiente cosecha.

Para una pyme envasadora-distribuidora ibérica, el sector mundial impone tres condiciones que importan a cualquier ejercicio de valoración: precios de origen muy volátiles, oferta concentrada aguas arriba en muy pocas manos y una demanda exterior en crecimiento estructural pero sensible al nivel de precio.

### **3.2. España y Andalucía como referentes productivos**

España es el primer productor mundial de aceite de oliva con un margen amplio. En la campaña 2024/25, la producción nacional cerró con más de un millón de toneladas, equivalente al 43% del total mundial (Consejo Oleícola Internacional, 2025b; MAPA, 2025a). En campañas normales esa cuota ronda el 40-45%, lo que significa que las decisiones de los olivareros y envasadores españoles fijan el tono del mercado internacional con una intensidad que no tiene equivalente en otros productos agroalimentarios. España es, además, con diferencia, el primer exportador mundial: alrededor del 65% de su producción sale del país y llega a más de 150 destinos, lo que convierte al aceite en el tercer producto agroalimentario más exportado por la economía española (MAPA, 2025a).

La superficie nacional de olivar supera los 2,75 millones de hectáreas, repartidas por quince comunidades autónomas, aunque con un sesgo geográfico extremo: Andalucía concentra cerca de 1,67 millones, alrededor del 60% del total (MAPA, 2025a). En la campaña 2024/25, Andalucía produjo aproximadamente 1.143.500 toneladas de aceite de oliva, cerca del 80% de la producción española y prácticamente un tercio de la mundial (Plataforma Tierra, 2025). Cualquier comparable nacional o cualquier serie de precios de referencia es, en la práctica, una serie andaluza con rasgos del resto del país añadidos al margen.

Dentro de Andalucía, la concentración aún se acentúa. Jaén dispone del 37% de la superficie de olivar de almazara y, en la campaña 2023/24, molturó el 34,5% de toda la aceituna andaluza, seguida de lejos por Córdoba (27,3%) y Sevilla (18,3%) (Junta de Andalucía, 2024, 2025). En la 2024/25 la provincia produjo 445.000 toneladas, un 116% más que la campaña anterior, con la cosecha de aceituna de almazara cifrada en 2,1 millones de toneladas (Junta de Andalucía, 2024). Jaén también lidera el empleo asociado al cultivo: 3,8 millones de jornales en la campaña 2024/25, alrededor del 34% del total andaluz, con la recolección como pieza dominante (Junta de Andalucía, 2024).

Esta concentración geográfica tiene tres lecturas para el ejercicio que se desarrolla en los siguientes capítulos. La primera, que el sector funciona como un mercado mundial con un epicentro andaluz; la segunda, que el ciclo de la cosecha jiennense marca la cadencia de precios y existencias para la mayor parte de los operadores ibéricos, incluida una empresa como Aires de Jaén; y la tercera, que la abundancia de operadores en una misma comarca, desde grandes cooperativas hasta envasadores familiares, genera un mapa competitivo denso que condiciona los márgenes a lo largo de toda la cadena. La forma de esa cadena es lo que se aborda a continuación.

### **3.3. Estructura de la cadena de valor: del olivar al lineal**

La cadena de valor del aceite de oliva tiene cinco eslabones bien diferenciados, y cada uno opera con lógicas económicas distintas. Aguas arriba está el olivarero, que cultiva y entrega la aceituna. Después la almazara, que muele, separa la fase oleosa y obtiene aceite a granel; en España, este eslabón está dominado por el modelo cooperativo, con los socios productores que son, a la vez, propietarios y suministradores de la fábrica (Junta de Andalucía, 2023). Sigue el envasador, que adquiere el aceite a granel, lo filtra, lo envasa, lo etiqueta y lo prepara para el lineal. La distribución mayorista canaliza

luego los volúmenes hacia exportación, hostelería y supermercados, y la distribución minorista cierra la cadena con la marca de fabricante o, cada vez más, con la marca de distribuidor.

El reparto del margen entre estos eslabones no es estable: depende de la oferta de cada campaña. Cuando la cosecha es abundante, los precios en origen caen y el olivarero pierde renta, mientras almazaras, envasadores y distribución expanden margen al comprar materia prima barata. Cuando la cosecha es corta, ocurre lo contrario: el olivarero captura una parte mayor de la renta y los eslabones intermedios ven cómo se les comprime el margen, porque el coste de la materia prima sube más rápido de lo que pueden trasladarlo al lineal sin destruir consumo (Parras-Rosa et al., 2024). Esta asimetría es probablemente el rasgo más relevante de la economía sectorial para una valoración: en el subsector del aceite, los eslabones aguas abajo no son inmunes al ciclo de precios, son contracíclicos respecto al olivarero.

El eslabón del envasado tiene además una arquitectura propia que conviene aclarar, porque es el que ocupa la empresa objeto. La actividad puede hacerse mediante un canal corto, en envasadoras que son extensión de la propia almazara, o mediante un canal largo, con envasadoras industriales que compran a granel a varias almazaras y operan a escala (Langreo Navarro, 2025). En el extremo industrial del canal largo se sitúa un grupo reducido de grandes envasadoras, exportadoras y comercializadoras nacionales. En 2024, las principales exportadoras españolas de aceite de oliva envasado se movían en una horquilla aproximada de 40 a 70 millones de litros, mientras que las principales comercializadoras nacionales se situaban entre unos 23 y 61 millones de litros, con operadores como Acesur, Sovena, Deoleo, Mercaoleo, Borges, Grupo Ybarra/Migasa, Urzante y Oleoestepa entre los nombres recurrentes del eslabón (Langreo Navarro, 2025).

Esa fotografía cambia cuando se incorpora la marca de distribuidor. El aceite de oliva virgen, virgen extra y aceite de oliva se venden al consumidor final principalmente a través de la gran distribución organizada, que concentra más del 90% del canal, mientras que la marca de distribución supera el 50% de cuota de mercado. Esto convierte una parte importante del eslabón de envasado en un negocio de volumen y margen ajustado, en el que la diferenciación se juega en la marca propia, la calidad percibida, el origen y los segmentos de gama alta o exportación (Langreo Navarro, 2025). El crecimiento de la marca blanca tiene una consecuencia directa para los envasadores: los grandes formatos de marca de distribuidor los maquilan envasadores industriales como Sovena, Maeva o Oleoestepa, que compran a granel a almazaras y cooperativas; esto convierte una parte importante del eslabón en un negocio de volumen y margen ajustado, en el que la diferenciación se juega en la marca propia y en los segmentos de gama alta o de exportación.

Las exportaciones, finalmente, dan al envasador ibérico una palanca distinta de la del lineal nacional. España exportó alrededor de 990.000 toneladas en la campaña 2024/25, un 33% más que la anterior, con Estados Unidos como primer destino y una recuperación visible en mercados como Brasil, Canadá o Japón (MAPA, 2025a; Consejo Oleícola Internacional, 2025b). Ese carácter exportador, sumado a la importancia de la marca propia y al peso creciente de la marca blanca, dibuja un eslabón heterogéneo donde caben desde envasadoras industriales con cuota nacional relevante hasta pymes familiares con marca propia y vocación internacional. El capítulo 4 detalla cuál de esos arquetipos describe mejor a Aires de Jaén.

### **3.4. Ciclo de precios reciente (2020-2026) y normalización post-pico**

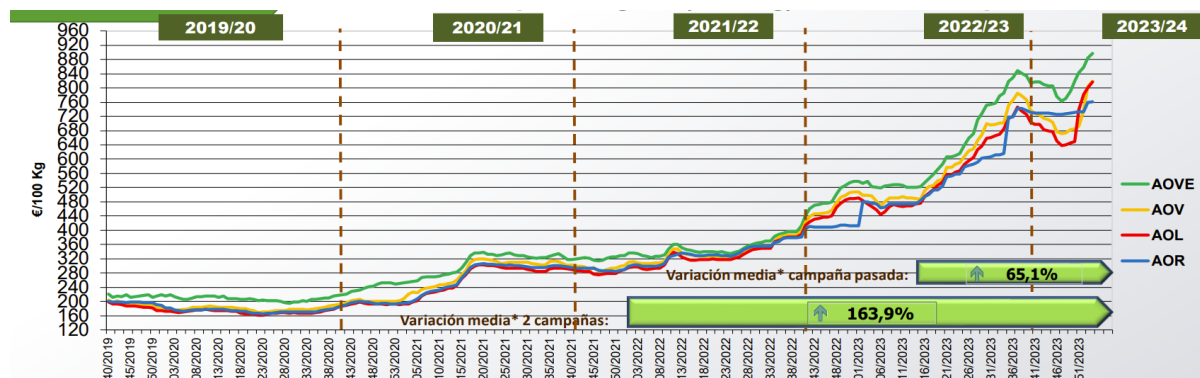
El precio del aceite de oliva en origen es una serie volátil, pero la última década ha tenido un episodio sin precedentes que conviene documentar con la serie en la mano. Durante el periodo 2015-2020, los boletines semanales del MAPA recogen un precio medio del AOVE en España que se movió en una

banda relativamente estable entre 200 y 350 €/100 kg, con mínimos cíclicos por debajo de 200 €/100 kg en 2018 y 2019 que pusieron a buena parte del olivar tradicional español por debajo de costes de producción (MAPA, 2020). En el cierre de la campaña 2019/20, en septiembre de 2020, el precio medio nacional del AOVE se situaba en torno a los 215 €/100 kg, una cifra dentro del rango histórico aunque ya por encima del mínimo reciente (MAPA, 2020). La serie internacional del Fondo Monetario Internacional confirma este punto de partida, con un promedio anual de 2.314 €/Tm en 2020 (Fondo Monetario Internacional, 2026, serie consultada el 11 de mayo de 2026).

La escalada arrancó con la campaña 2020/21 y se aceleró durante 2022 y 2023. Dos cosechas españolas excepcionalmente cortas, con la 2022/23 cerrando en torno a 664.000 toneladas, menos de la mitad de un año normal, y una previsión inicial para la 2023/24 de 765.300 toneladas, dejaron al sector con existencias en mínimos y presión sostenida sobre el precio (MAPA, 2023b; MAPA, 2024a). El AOVE, que había arrancado la campaña 2021/22 en torno a 350 €/100 kg, alcanzó precios medios de campaña próximos a 725 €/100 kg en las primeras semanas de la 2023/24 y siguió subiendo hasta el invierno, escalada que la Figura 3 recoge por categorías a lo largo de la campaña 2023/24 (MAPA, 2024a). El máximo absoluto de la serie semanal del MAPA se registró en enero de 2024, con el AOVE por encima de los 900 €/100 kg, equivalente a unos 9 €/kg en mercado mayorista (MAPA, 2024a). En operaciones al contado de algunas semanas se llegaron a superar los 900 €/100 kg, casi triplicando la media de la década anterior. La serie del FMI recoge el mismo movimiento con menos ruido semanal: el precio medio anual pasó de 2.314 €/Tm en 2020 a 8.179 €/Tm en 2024, máximos históricos también en esa serie (Fondo Monetario Internacional, 2026).<sup>1</sup>

**Figura 3**

*Precios nacionales del aceite de oliva por categoría, campaña 2023/24*



*Fuente: Reproducido de Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (2024), Boletín semanal de precios de aceite de oliva, semana 02/2024, con datos de SG Análisis, Coordinación y Estadística.*

La corrección llegó con la cosecha 2024/25. La recuperación productiva, con España de vuelta a 1,42 millones de toneladas y un récord mundial superior a 3,5 Mt, devolvió el precio en origen a niveles más normales en cuestión de meses (Consejo Oleícola Internacional, 2025b; MAPA, 2025) En enero de 2025 el AOVE salda de almazara cotizaba en torno a 442 €/100 kg, una caída cercana al 50% en un año, movimiento recogido tanto por los boletines semanales del MAPA como por la prensa económica especializada en el seguimiento del sector (MAPA, 2025b; Bolinches, 2025). El descenso continuó durante 2025 y, en mayo de 2026, el AOVE se situaba en la zona de 370-400 €/100 kg según los boletines semanales del MAPA, con el virgen extra picual de Jaén en niveles muy parecidos, como

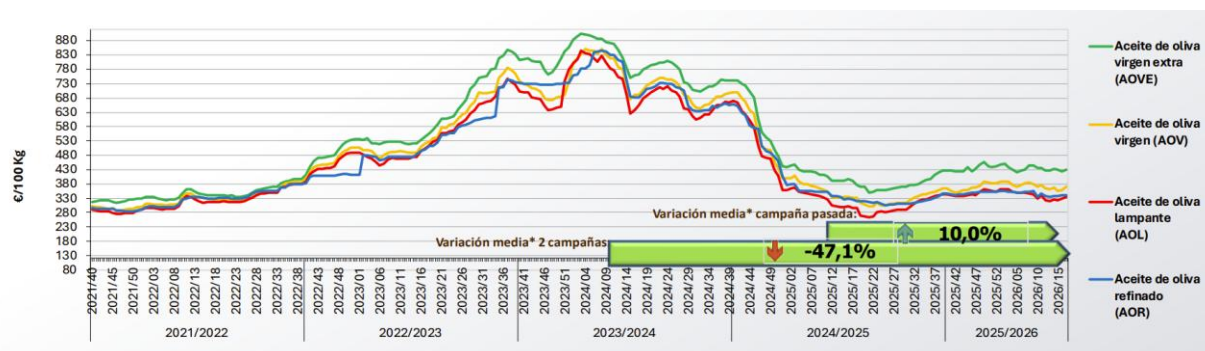
<sup>1</sup> Las cifras originales del FMI están en dólares estadounidenses por tonelada. Para esta serie se han convertido a euros con el tipo de cambio medio anual del Banco Central Europeo.

refleja la Figura 4 para la semana 17 de 2026 (MAPA, 2026). La serie del FMI confirma la corrección en términos anuales, con un promedio de 4.843 €/Tm en 2025 (Fondo Monetario Internacional, 2026). El precio actual queda por encima de la media histórica de la década 2010-2020, pero claramente lejos del pico de 2023-2024.

La lectura que sostiene el resto del trabajo es directa. El ciclo 2022-2024 fue un choque de oferta encadenado, no un nuevo nivel de equilibrio, y los datos de 2025 y 2026 lo confirman. Cualquier valoración que tomara el EBITDA o las ventas de 2023 o 2024 como régimen normal del subsector incorporaría una distorsión cíclica que la corrección ya documentada hace insostenible. Con la serie en la mano, la referencia más razonable para normalizar el período de proyección es un nivel de precios cercano al promedio 2017-2021, ajustado al alza por la mejora estructural del consumo en mercados no tradicionales y por una nueva normalidad ligeramente por encima de la banda anterior. El capítulo 4 retoma este punto al diagnosticar las cuentas de Aires de Jaén, y el capítulo 5 lo formaliza en los parámetros de proyección y en la normalización del EBITDA para los múltiplos.

**Figura 4**

*Precios nacionales del aceite de oliva por categoría, semana 17/2026*



*Fuente: Reproducido de Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (2026), Boletín semanal de precios de aceite de oliva, semana 17/2026, con datos de SG Análisis, Coordinación y Estadística.*

### 3.5. Marco regulatorio y políticas de apoyo

La regulación que envuelve al sector del aceite de oliva en España articula tres niveles distintos de intervención: el régimen de ayudas directas e instrumentos de mercado de la Política Agraria Común, la fiscalidad indirecta del producto y el marco arancelario que abre o cierra mercados de exportación. Cada uno opera con lógica propia, pero los tres acaban moviendo la rentabilidad del sector y, por tanto, el coste de la materia prima de cualquier envasadora ibérica.

La PAC 2023-2027 introdujo tres novedades que afectan de lleno al olivar. La sustitución del antiguo pago verde por los ecoesquemas, ayudas voluntarias condicionadas a prácticas agroambientales que para los cultivos leñosos varían entre 40,96 y 165,17 €/ha según la región y la práctica adoptada, con el importe máximo reservado a las cubiertas vegetales en olivar con pendiente elevada (MAPA, 2023a; FEGA, 2022). La creación de una ayuda asociada al olivar tradicional con dificultades específicas, dirigida a parcelas con baja densidad de plantación o pendiente superior al 25%, dotada inicialmente con 30 millones de euros y un importe que arrancó en 43 €/ha y que el MAPA elevó a 52 €/ha en noviembre de 2023 tras la presión del sector (MAPA, 2023a; Agroinformación, 2023). El nuevo umbral de "agricultor activo", que filtra a los perceptores y exige afiliación a la Seguridad Social agraria o un mínimo del 25% de ingresos agrarios (Gómez-Limón, 2021). ASAJA-Sevilla calcula que cerca de

700.000 hectáreas de olivar andaluz pueden perder más del 25% de las ayudas que percibían bajo el régimen anterior, lo que tensiona la rentabilidad del eslabón aguas arriba (ASAJA-Sevilla, 2022).

A esos instrumentos estructurales se sumó, en julio y agosto de 2025, la audiencia pública del MAPA sobre un nuevo mecanismo de retirada de mercado (MAPA, 2025d), que permitiría a la Administración detraer aceite del circuito comercial si las existencias iniciales sumadas a la producción prevista superan el 120% del promedio de las seis campañas anteriores (Plataforma Tierra, 2025). El mecanismo se diseñó pensando en evitar que una cosecha abundante hunda el precio al productor por debajo de costes y, aunque no se ha activado todavía, su mera disponibilidad funciona como suelo implícito al precio de origen.

La fiscalidad del aceite de oliva ha vivido un recorrido excepcional entre 2023 y 2025. El IVA del aceite, que tributaba al 10%, bajó al 5% en enero de 2023, al 0% el 1 de julio de 2024, al 2% entre octubre y diciembre de 2024, y se asentó en el 4% desde el 1 de enero de 2025, al pasar el aceite de oliva a integrarse entre los alimentos de primera necesidad a tipo superreducido (Real Decreto-ley 20/2022, art. 72; Real Decreto-ley 4/2024, arts. 1-2). Este vaivén fiscal coincidió con el pico de precios y suavizó el efecto en lineal sobre el consumidor, pero también complicó la planificación comercial de envasadores y distribuidores, que tuvieron que ajustar tarifas y márgenes con cada cambio normativo.

En el frente comercial, dos acuerdos recientes redefinen el acceso a los principales mercados de exportación. El acuerdo UE-EEUU de 2025 fijó un marco arancelario general del 15% para bienes originarios de la Unión Europea, cuya aplicación al aceite de oliva español ha sido interpretada por la prensa sectorial como un encarecimiento respecto a la situación previa (Comisión Europea, 2025; Mercacei, 2025). Y el acuerdo UE-Mercosur, en aplicación provisional desde el 1 de mayo de 2026, abre una primera reducción arancelaria para productos agroalimentarios europeos, incluido el aceite de oliva, en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay (Comisión Europea, 2026). La prensa del sector ha recibido el anuncio con cautela, subrayando que la liberalización será gradual y se extenderá durante quince años, un plazo que condiciona el beneficio inmediato pero consolida posiciones en mercados clave como el brasileño (Agrodiario, 2026).

Para una envasadora ibérica con vocación exportadora como Aires de Jaén, este tejido regulatorio importa por dos vías: condiciona el coste de la materia prima vía PAC y mecanismos de mercado, y modula la rentabilidad de los destinos extracomunitarios vía aranceles. Ninguna de las tres palancas, sin embargo, es ancla principal del valor de la empresa.

### **3.6. Tendencias estructurales del sector**

Cuatro fuerzas estructurales perfilan hacia dónde se mueve el sector más allá del ciclo de precios. La concentración corporativa seguirá siendo una fuerza estructural del sector. La necesidad de negociar con una gran distribución cada vez más fuerte, competir en mercados internacionales, absorber el crecimiento de la marca de distribuidor y cumplir exigencias medioambientales favorece operadores con mayor escala (Langreo Navarro, 2025).

La segunda es el avance del cultivo en seto y superintensivo. Las plantaciones de alta densidad mecanizables, lideradas por operadores como Innoliva en España y Portugal, están bajando los costes unitarios de producción de la aceituna y pueden cambiar a medio plazo la base de costes de la materia prima que compran los envasadores (Cibus Capital, 2023). La tercera es la sostenibilidad medioambiental como criterio de valor y de regulación. El olivar ecológico ocupa ya el 8,4% de la superficie de almazara andaluza, alrededor de 132.000 hectáreas, con una producción de 29.230 toneladas en la campaña 2024/25 (Junta de Andalucía, 2024). La cuarta es la internacionalización del consumo, con la demanda creciendo en mercados no tradicionales (Estados Unidos, Brasil, Japón,

China) y abriendo oportunidades específicas para envasadores con marca propia y trazabilidad de origen (Consejo Oleícola Internacional, 2025a).

Estas cuatro fuerzas perfilan el contexto competitivo en el que se mueve una pyme envasadora andaluza con marca propia, capacidad exportadora y producción para terceros. El capítulo 4 entra ahora en la caracterización concreta de Aires de Jaén dentro de ese mapa.

## **4. Aires de Jaén, S.L.: caracterización y diagnóstico financiero**

### **4.1. Historia, propiedad y modelo de negocio**

Aires de Jaén SL se constituyó el 23 de diciembre de 2010 como vehículo societario formal de un negocio familiar de olivicultores con raíces que arrancan a mediados del siglo XX, hoy en su tercera y cuarta generación (Aires de Jaén, S.L., s.f.). La sede está en Finca los Badenes, en la carretera JV-3002 a la altura del kilómetro 8 del término municipal de Jabalquinto (Jaén), unos ocho kilómetros al norte de Linares. La compañía opera bajo CNAE primario 4633, comercio mayorista de aceites, con códigos secundarios que recogen la fabricación de aceites y grasas (1041) y los servicios de alojamiento (5520), reflejo de una actividad más amplia que la que sugiere el código principal (Bureau van Dijk, 2026).

El modelo de negocio es verticalmente integrado en sentido pleno. La empresa cultiva olivar propio en Finca los Badenes con tres regímenes de plantación que conviven en la misma explotación, superintensivo, intensivo y tradicional, dispone de almazara para la molturación del fruto, planta de envasado y operación comercial directa (Aires de Jaén, S.L., s.f.). El volumen comercializado al año supera los ocho millones de litros y la presencia internacional alcanza más de cincuenta países, lo que sitúa a la empresa entre los exportadores de aceite de oliva de mayor tamaño de Andalucía sin pertenecer al grupo de las grandes envasadoras.

La cartera de marcas combina la marca corporativa Aires de Jaén con la gama premium Finca Badenes y producción de marca blanca para terceros, y la gama abarca AOVE de cosecha temprana, AOVE ecológico, AOVE estándar, aceite de oliva y aceite de orujo (Aires de Jaén, S.L., s.f.). El AOVE producido cuenta con la Indicación Geográfica Protegida Aceite de Jaén. Una pata complementaria de oleoturismo, con visitas guiadas a la finca y la almazara y experiencias de cata, da contenido al CNAE secundario de alojamiento y diversifica el ingreso al margen del ciclo de molturación. La modernización de la almazara se financió en parte con ayudas del Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural canalizadas por la Junta de Andalucía (Aires de Jaén, S.L., s.f.).

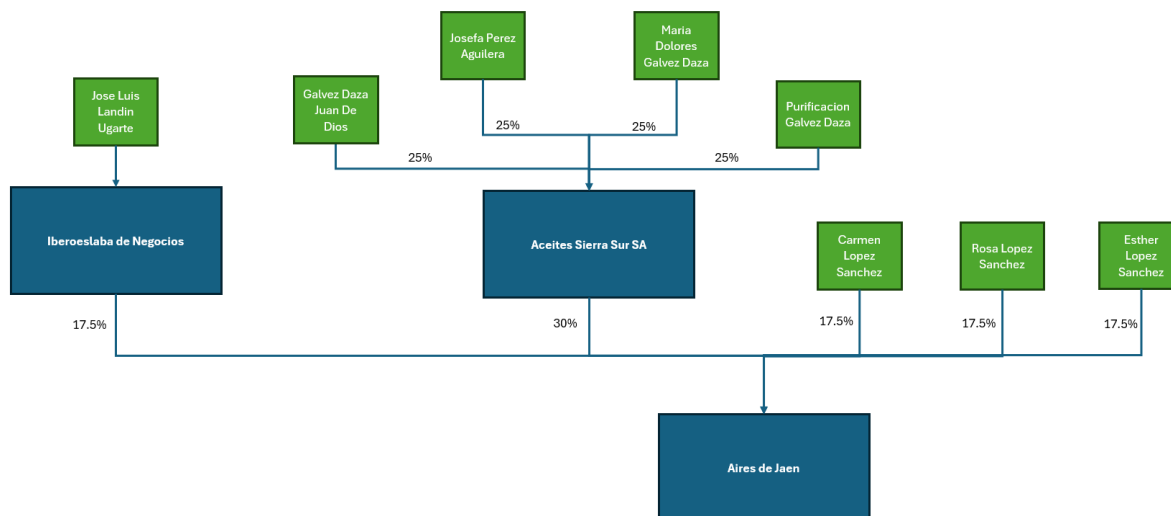
### **4.2. Estructura societaria y posicionamiento competitivo**

El capital social asciende a 1.097.140 euros, alcanzados tras una secuencia de ampliaciones desde los 3.000 euros con los que se constituyó la sociedad en 2011: 363.000 en 2012, 518.571 en 2013, 947.140 en 2015 y la cifra actual desde 2017 (Bureau van Dijk, 2026). Cinco accionistas concentran la totalidad del capital según los registros a 31 de marzo de 2026. Aceites Sierra Sur SA es titular del 30% y los otros cuatro accionistas, Iberoeslaba de Negocios SL y las tres hermanas Carmen Eloísa, Esther y Rosa María López Sánchez Polaina, tienen el 17,5% cada uno, reparto que la Figura 5 detalla junto con los socios situados por encima de cada vehículo (Bureau van Dijk, 2026).

La estructura accionarial incluye un detalle que conviene declarar antes de leer los márgenes. Aceites Sierra Sur SA, principal accionista con el 30%, es una sociedad andaluza del subsector aceitero con ingresos propios de 71,6 millones de euros, claramente mayor que la propia Aires de Jaén (Bureau van Dijk, 2026). Esta proximidad operativa abre la posibilidad de operaciones comerciales entre ambas sociedades cuyo perímetro y precios de transferencia no son fácilmente verificables en las cuentas abreviadas depositadas. La cuestión no se resuelve aquí, pero queda planteada como limitación material que se retoma en el capítulo 7.

**Figura 5**

*Estructura de propiedad de Aires de Jaén, S.L.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de información societaria extraída de Bureau van Dijk, base SABI, consulta institucional Universidad Pontificia Comillas, mayo de 2026.*

El consejo de administración está formado por la presidenta Carmen Eloísa López Sánchez Polaina y por cuatro administradores designados en enero de 2013, dos de los cuales son personas jurídicas (Aceites Sierra Sur SA e Iberoelaba de Negocios SL) y los dos restantes son las hermanas Esther y Rosa María López Sánchez Polaina (Bureau van Dijk, 2026). El auditor externo fue Foro Auditores SL entre 2013 y 2015, periodo en el que los dictámenes de 2013 y 2014 se emitieron con salvedad por traspasos de epígrafe relacionados con la imputación de subvenciones, lo que apunta a una salvedad técnica más que a un problema material (Bureau van Dijk, 2026). Desde el ejercicio 2016, Fernández-Crehuet Asociados SLP audita las cuentas con dictamen sin salvedades.

El posicionamiento competitivo de Aires de Jaén se entiende mejor por contraste. El tejido oleícola jiennense está dominado por cooperativas de gran tamaño y por envasadoras puras del subsector ibérico, en su mayoría privadas, como Borges Edible Oils o Sovena, junto a la cotizada Deoleo. La empresa no encaja en ninguno de los dos arquetipos: combina control vertical desde el olivar, marca propia con IGP, capacidad de producción de marca blanca y vocación exportadora, en una escala (52,1 millones de ingresos en 2024) muy inferior a las grandes envasadoras pero superior a la mayoría de las almazaras independientes con marca propia. Esta posición intermedia es relevante para la elección de comparables del capítulo 5, porque ningún cotizado del conjunto replica con exactitud el perfil descrito.

### **4.3. Diagnóstico financiero histórico (2011-2024)**

El histórico financiero de Aires de Jaén no se lee bien como una serie homogénea. Hay tres regímenes claramente distintos en el periodo 2011-2024, recogidos en el detalle de la Tabla 1, y el diagnóstico queda más limpio si se trabajan por separado.

El régimen de despegue (2011-2014) corresponde a la fase de creación efectiva del negocio bajo el nuevo vehículo societario. Las ventas pasaron de 7,8 a 12,1 millones de euros, la plantilla creció de 3 a 21 empleados, los márgenes EBIT oscilaron entre el 1,6% y el 5,9% sobre una base muy pequeña y la deuda a largo plazo creció hasta los 3,4 millones en 2013 para financiar la entrada en explotación de los activos productivos (Bureau van Dijk, 2026). El gearing tocó el 437% al cierre de 2014. Las

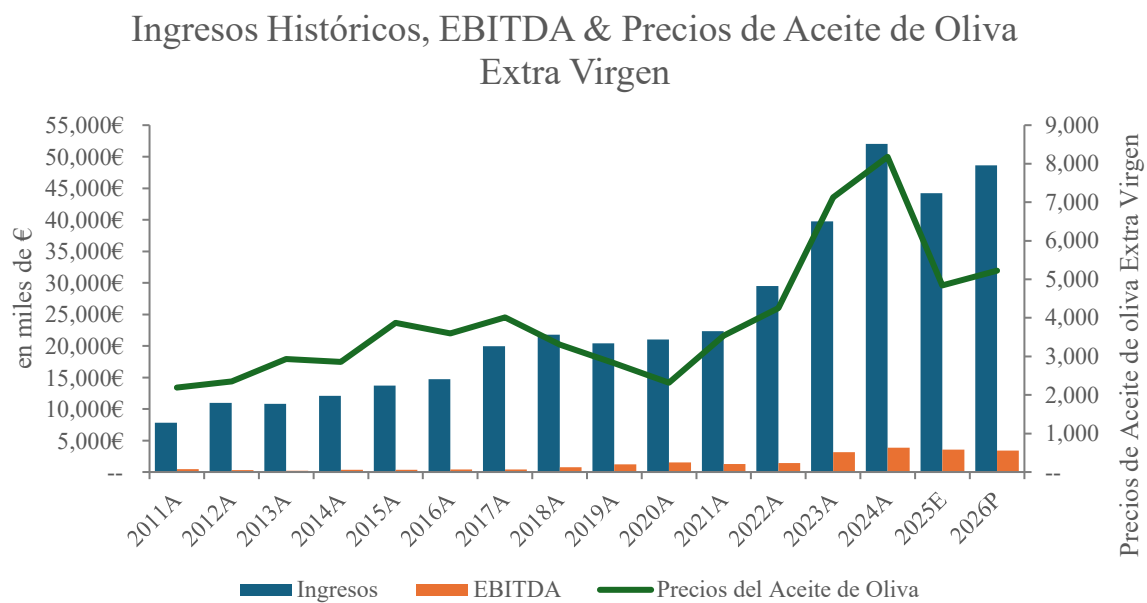
ampliaciones de capital sucesivas y los dictámenes con salvedad de Foro Auditores en 2013 y 2014 reflejan tanto la maduración contable como la propia construcción del balance. Leer cualquier ratio de rentabilidad de estos cuatro años de forma aislada carece de sentido analítico.

El régimen de consolidación (2015-2022) muestra una empresa que ya opera a velocidad de crucero, con la inversión productiva amortiguada y el balance en proceso de recomposición. Las ventas avanzaron de 13,7 a 29,5 millones de euros, la plantilla se estabilizó en torno a 22-38 empleados y el margen EBITDA se movió entre el 1,8% y el 7,2%, con un pico relativo en 2020 que coincide con un mínimo cíclico del precio del aceite (Bureau van Dijk, 2026). El gearing cayó del 437% de 2014 al 138% de 2022 y el ROE pasó de cifras residuales en 2013-2017 al 17% en 2022. La mediana de margen EBITDA del periodo 2017-2021 se sitúa en el 5,7%, y esta es probablemente la mejor referencia disponible para describir la rentabilidad estructural antes del ciclo extraordinario.

El régimen de pico cíclico (2023-2024) cambia los órdenes de magnitud. Las ventas saltaron a 39,8 millones en 2023 y a 52,1 millones en 2024, lo que supone un crecimiento acumulado del 76% en dos años y un cambio de talla aparente de la empresa, visible en la Figura 6 al superponer ventas, EBITDA y precio internacional (Bureau van Dijk, 2026). El margen EBITDA subió al 8,0% en 2023 y se situó en el 7,4% en 2024. El ROE alcanzó niveles del 33-34% y a deuda neta sobre EBITDA cayó hasta 0,85x en 2024 tras tocar 1,6x en 2023. Las cifras son sólidas, pero hay que leerlas junto al ciclo del subsector. El precio medio anual del aceite de oliva, según las series del Fondo Monetario Internacional, pasó de 2.314 €/Tm en 2020 a 8.179 €/Tm en 2024, para retroceder a 4.843 €/Tm de promedio en 2025 (Fondo Monetario Internacional, 2026). La correlación de Pearson entre el precio medio anual del aceite y las ventas de Aires de Jaén en el periodo 2011-2024 es de 0,91, dato que el Anexo X documenta mes a mes y que no deja mucho margen a la duda sobre el origen del salto reciente. La fotografía del balance también lo recoge: las existencias se hincharon a 6,1 millones de euros al cierre de 2023 y se desinflaron a 3,2 millones en 2024, mientras los deudores comerciales subieron a 5,2 millones (Bureau van Dijk, 2026).

**Figura 6**

*Evolución de ventas, EBITDA y precio internacional del aceite de oliva*



*Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas históricas de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y de la serie de precios internacionales del aceite de oliva del Fondo Monetario Internacional.*

**Tabla 1**

*Magnitudes financieras seleccionadas de Aires de Jaén, 2011-2024*

		Histórico													
		2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>Cuenta de Pérdidas y Ganancias</b>															
<i>(en miles de €, salvo indicación contraria)</i>															
<b>Ventas Netas</b>															
Ingresos		7.823€	10.978€	10.827€	12.061€	13.697€	14.709€	19.955€	21.776€	20.394€	21.016€	22.313€	29.493€	39.708€	52.014€
Ajustes Bruto a Neto		--	--	--	1	--	5	--	--	1	1	--	20	46	40
Precios del Aceite de Oliva		2.191	2.348	2.935	2.856	3.868	3.597	4.015	3.304	2.827	2.314	3.539	4.257	7.131	8.179
<b>Total Ventas Netas</b>		<b>7.823€</b>	<b>10.978€</b>	<b>10.827€</b>	<b>12.062€</b>	<b>13.697€</b>	<b>14.714€</b>	<b>19.955€</b>	<b>21.776€</b>	<b>20.395€</b>	<b>21.017€</b>	<b>22.313€</b>	<b>29.513€</b>	<b>39.755€</b>	<b>52.053€</b>
<i>Crecimiento Interanual (%)</i>			40,3%	-1,4%	11,4%	13,5%	7,4%	35,6%	9,1%	-6,3%	3,0%	6,2%	32,3%	34,7%	30,9%
<b>Costes Directos</b>															
Coste de Ventas		(6.934€)	(9.819€)	(9.814€)	(10.216€)	(11.844€)	(12.985€)	(17.985€)	(19.280€)	(17.088€)	(17.270€)	(18.749€)	(25.530€)	(34.076€)	(45.249€)
<b>Margen Bruto</b>		<b>889€</b>	<b>1.159€</b>	<b>1.013€</b>	<b>1.846€</b>	<b>1.853€</b>	<b>1.729€</b>	<b>1.970€</b>	<b>2.496€</b>	<b>3.308€</b>	<b>3.747€</b>	<b>3.563€</b>	<b>3.983€</b>	<b>5.679€</b>	<b>6.804€</b>
<i>Margen (%)</i>		11,4%	10,6%	9,4%	15,3%	13,5%	11,7%	9,9%	11,5%	16,2%	17,8%	16,0%	13,5%	14,3%	13,1%
<b>Gastos de Explotación</b>															
Gastos de Personal		(73€)	(110€)	(323€)	(684€)	(692€)	(706€)	(736€)	(812€)	(664€)	(1.116€)	(1.205€)	(1.226€)	(1.309€)	(1.506€)
Número de Empleados		3	3	18	21	22	21	22	22	28	38	35	34	35	37
Gastos de Personal/Ingresos		0,9%	1,0%	3,0%	5,7%	5,1%	4,8%	3,7%	3,7%	4,7%	5,3%	5,4%	4,2%	3,3%	2,9%
Otros Gastos de Explotación		(356€)	(736€)	(493€)	(810€)	(787€)	(638€)	(818€)	(918€)	(1.131€)	(1.123€)	(1.080€)	(1.326€)	(1.200€)	(1.455€)
Otros Gastos de Explotación/Ingresos		4,6%	6,7%	4,6%	6,7%	5,7%	4,3%	4,1%	4,2%	5,5%	5,3%	4,8%	4,5%	3,0%	2,8%
<b>EBITDA</b>		<b>461€</b>	<b>314€</b>	<b>197€</b>	<b>352€</b>	<b>373€</b>	<b>384€</b>	<b>416€</b>	<b>766€</b>	<b>1.212€</b>	<b>1.508€</b>	<b>1.278€</b>	<b>1.431€</b>	<b>3.170€</b>	<b>3.833€</b>
<i>Margen (%)</i>		5,9%	2,9%	1,8%	2,9%	2,7%	2,6%	2,1%	3,5%	5,9%	7,2%	5,7%	4,9%	8,0%	7,4%
D&A		--	(0€)	(21€)	(101€)	(127€)	(158€)	(165€)	(169€)	(200€)	(306€)	(341€)	(378€)	(607€)	(633€)
<b>EBIT</b>		<b>461€</b>	<b>314€</b>	<b>176€</b>	<b>251€</b>	<b>246€</b>	<b>226€</b>	<b>251€</b>	<b>597€</b>	<b>1.012€</b>	<b>1.201€</b>	<b>937€</b>	<b>1.053€</b>	<b>2.562€</b>	<b>3.200€</b>
<i>Margen (%)</i>		5,9%	2,9%	1,6%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%	2,7%	5,0%	5,7%	4,2%	3,6%	6,4%	6,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI. Cifras en miles de euros, salvo indicación contraria.

#### 4.4. Lectura crítica del histórico y capacidad de generación de caja

Dos lecturas críticas conviene dejar explícitas antes de pasar al diseño metodológico de la valoración.

La primera es que el EBITDA declarado de los ejercicios 2023 y 2024 contiene un componente estructural y un componente cíclico que no deben tratarse como una misma cosa. El componente estructural recoge la escala alcanzada desde 2018, la consolidación de la marca propia y la mejora real de eficiencia operativa, visible en la relación entre plantilla y ventas. El componente cíclico recoge un movimiento de precios sin precedentes en el subsector, con un máximo en 2024 cuyo retroceso ya está documentado en los datos de 2025. Tomar el margen EBITDA del 7,4% de 2024 como régimen normal de la empresa lleva a una valoración inflada por construcción. La mediana del margen EBITDA del periodo 2017-2021, en el 5,7%, ofrece una referencia más prudente para la normalización (Bureau van Dijk, 2026; Damodaran, 2012). El capítulo 5 retoma este diagnóstico para calibrar la proyección del DCF y para interpretar los múltiplos, pero no aplica una normalización mecánica adicional al EBITDA del objetivo, porque esa decisión exigiría tratar de forma simétrica el ciclo de los comparables.

La segunda lectura es que la capacidad real de generación de caja debe leerse depurando el efecto del capital circulante. El movimiento de existencias entre 2023 y 2024 distorsiona el flujo de caja operativo en sentidos opuestos en cada uno de los ejercicios. En 2023, la subida del inventario de 3,3 a 6,1 millones de euros absorbió caja por el ciclo de aprovisionamiento a precios altos. En 2024, la liberación parcial de ese inventario devolvió caja en el ejercicio (Bureau van Dijk, 2026). El cash flow operativo de cualquiera de los dos años, leído sin ese contexto, da una imagen sesgada. La mediana del margen EBITDA 2017-2021 funciona, por tanto, como referencia de régimen sostenible, no como sustitución mecánica del EBITDA utilizado en los métodos de mercado.

La capacidad de Aires de Jaén para generar caja en condiciones normales, así depurada y recogida año a año en la Tabla 2, es razonable para una empresa de su perfil pero más modesta que la sugerida por las cuentas de 2024. El diagnóstico del capítulo 4 deja, por tanto, un balance equilibrado entre lo que la empresa ha conseguido construir de verdad en quince años y lo que el ciclo del aceite ha amplificado en los dos últimos.

**Tabla 2**

*Generación de caja histórica de Aires de Jaén, 2011-2024*

	Histórico													
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<i>(en miles de €, salvo indicación contraria)</i>														
<b>Generación de Caja</b>														
<b>EBIT</b>	<b>461€</b>	<b>314€</b>	<b>176€</b>	<b>251€</b>	<b>246€</b>	<b>226€</b>	<b>251€</b>	<b>597€</b>	<b>1,012€</b>	<b>1,201€</b>	<b>937€</b>	<b>1,053€</b>	<b>2,562€</b>	<b>3,200€</b>
Margen (%)	5.9%	2.9%	1.6%	2.1%	1.8%	1.5%	1.3%	2.7%	5.0%	5.7%	4.2%	3.6%	6.4%	6.1%
Impuestos	(115€)	(78€)	(44€)	(63€)	(62€)	(57€)	(63€)	(149€)	(253€)	(300€)	(234€)	(263€)	(641€)	(800€)
<b>NOPAT</b>	<b>345€</b>	<b>235€</b>	<b>132€</b>	<b>188€</b>	<b>185€</b>	<b>170€</b>	<b>188€</b>	<b>448€</b>	<b>759€</b>	<b>901€</b>	<b>703€</b>	<b>790€</b>	<b>1,922€</b>	<b>2,400€</b>
Margen (%)	4.4%	2.1%	1.2%	1.6%	1.3%	1.2%	0.9%	2.1%	3.7%	4.3%	3.1%	2.7%	4.8%	4.6%
D&A	--	0€	21€	101€	127€	158€	165€	169€	200€	306€	341€	378€	607€	633€
CAPEX	(0)	(703)	(3,168)	(95)	(95)	(506)	(309)	(39)	(1,904)	(959)	(860)	(123)	(249)	(856)
Fondo de Maniobra	(1,145)	(256)	182	(498)	(1,002)	(300)	2	506	369	351	(1,173)	(1,078)	(2,504)	720
<b>UFCF</b>	<b>(800€)</b>	<b>(724€)</b>	<b>(2,833€)</b>	<b>(304€)</b>	<b>(786€)</b>	<b>(478€)</b>	<b>46€</b>	<b>1,083€</b>	<b>(575€)</b>	<b>599€</b>	<b>(989€)</b>	<b>(33€)</b>	<b>(224€)</b>	<b>2,897€</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI. Cifras en miles de euros, salvo indicación contraria.*

## **5. Diseño metodológico de la valoración**

### **5.1. Justificación del enfoque triangulado**

Valorar una empresa privada con quince años de vida y cuentas depositadas en formato abreviado pide algo más que un único método. El descuento de flujos de caja arroja un valor intrínseco, pero descansa sobre proyecciones y sobre un coste de capital que en una pyme son muy sensibles a la calibración: pequeñas variaciones en el WACC o en la  $g$  del valor terminal mueven el resultado de forma desproporcionada. Los múltiplos de cotizadas dan una referencia de mercado, pero el sector del aceite ofrece un único especialista puro europeo y eso obliga a abrir el conjunto construido por niveles de contraste. Las transacciones precedentes contrastan contra el precio que han pagado compradores reales con auditoría de compra completa, aunque la información disponible sobre operaciones en el segmento medio ibérico es opaca y exige filtrado. Cada enfoque tiene sesgos distintos, y por eso cruzar los tres reduce el riesgo de fijar un valor sostenido por un único conjunto de hipótesis (Damodaran, 2012).

### **5.2. Selección de cotizadas comparables**

#### **5.2.1. Criterios de selección**

La construcción del conjunto pide declarar antes qué se entiende aquí por comparable y por qué unos criterios pesan más que otros. La elección no es trivial cuando el objetivo es una pyme privada de envasado y distribución mayorista de aceite de oliva: el sector tiene muy pocas cotizadas con perfil parecido, los datos de Aires de Jaén vienen del registro mercantil con el detalle del PGC abreviado, y el ciclo reciente del aceite ha movido los márgenes del subsector lejos de su media histórica.

La comparabilidad sectorial entra como filtro de entrada en sentido amplio: empresas cuya actividad principal se solape con la de Aires de Jaén, sea en aceite de oliva propiamente dicho, sea en procesado agroalimentario mediterráneo con dinámicas parecidas. La comparabilidad operativa pesa más que el código sectorial, y obliga a mirar el peso de la marca propia frente a la blanca, el grado de internacionalización, la articulación entre canal B2B y minorista, y la sensibilidad del coste de mercancía vendida al precio de origen del aceite. Damodaran (2012) lo formula con precisión: la comparabilidad real no la fija el código sectorial sino el perfil de riesgo, el crecimiento esperado y la naturaleza de los flujos.

La calidad informativa actúa como filtro de admisibilidad: series largas y auditadas, capital flotante suficiente y información financiera pública. Esto deja de partida fuera del conjunto a las grandes envasadoras privadas del subsector ibérico. La comparabilidad de tamaño se deja a propósito al final y no funciona como veto: la pregunta correcta no es si las cotizadas tienen el tamaño de Aires de Jaén, que claramente no, sino qué ajustes compensan la diferencia (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008).

#### **5.2.2. Mapeo del universo cotizado y estrechamiento estructural del conjunto**

El universo cotizado europeo del aceite de oliva se ha estrechado mucho en la última década, y eso condiciona desde el inicio el conjunto. La división de aceites del grupo Borges nunca cotizó como entidad independiente, y la cotizada del grupo, Borges Agricultural & Industrial Nuts, dejó la actividad de aceites en 2017 al especializarse en frutos secos antes de quedar excluida del Mercado Continuo el 11 de julio de 2025 tras la OPA de exclusión de la matriz (CNMV, 2025). El grupo portugués Sovena, líder mundial en volumen de aceite de oliva, opera bajo el holding privado Nutrinveste-SGPS y no cotiza acciones en mercado regulado; en abril de 2022 Nutrinveste-SGPS, junto con Sovena Group-SGPS y Sovena Oilseeds Portugal, emitió 7 millones de euros en bonos co-suscritos registrados en Interbolsa (Euronext Securities Porto, 2022).

La conclusión es contundente y tiene consecuencias inmediatas: el único especialista puro del aceite de oliva con cotización en Europa es Deoleo, S.A. Esto obliga a renunciar al conjunto sectorial homogéneo y a sustituirlo por una arquitectura por niveles, con Deoleo como ancla, un conjunto ibérico de procesador agroalimentario que tensiona el techo de múltiplos para empresas consolidadas con marca propia, y un conjunto europeo de contraste que añade dispersión por modelo de negocio. La validez del enfoque no descansa en el conjunto por sí solo, sino en la triangulación posterior con transacciones y DCF.

### **5.2.3. Comparable principal: Deoleo, S.A.**

Deoleo entra en el conjunto como referencia obligada porque no hay otra cotizada europea cuyo negocio principal sea el aceite de oliva. El ejercicio 2024 cerró distorsionado por el contencioso aduanero en su filial italiana Carapelli Firenze, con ventas de 996,6 millones de euros, EBITDA declarado de -28,9 millones y pérdida neta de 28,3 millones (FactSet, 2026). El ejercicio 2025 marcó la vuelta a la normalidad operativa, con ventas de 820,9 millones, EBITDA de 46,0 millones, beneficio neto de 9,4 millones y margen EBITDA del 5,6% (FactSet, 2026). A 6 de mayo de 2026 la capitalización bursátil era de 138,5 millones, el valor de empresa de 443,5 millones, la beta a tres años ajustada de 0,60 y el WACC implícito del 11,6% (FactSet, 2026). El capital flotante era del 38%, con CVC y Alchemy concentrando el resto.

El puente del valor de empresa al valor para el accionista tiene un detalle que pesa en la lectura del múltiplo: los intereses minoritarios pesan 213,9 millones de euros, equivalente al 48% del EV (FactSet, 2026). La cifra responde a la estructura societaria entre la holding cotizada y la opco operativa, y obliga a un tratamiento cuidadoso. Ignorar el NCI infraestima la magnitud económica real del comparable; incorporarlo plenamente puede sobrestimar el múltiplo aplicable a una empresa con estructura societaria limpia como Aires de Jaén. Por eso Deoleo entra al conjunto con dos cautelas: la serie utilizable arranca en 2021, después de la recapitalización de 2020, y el múltiplo de 2024 queda distorsionado por el contencioso Carapelli, lo que lleva a apoyarse en el LTM de 2025 una vez normalizada la operativa del grupo.

### **5.2.4. Conjunto ampliado ibérico: Ebro Foods y Viscofan**

Ebro Foods entra como referencia del techo de múltiplos para procesadores agroalimentarios ibéricos consolidados. Su actividad principal en arroz y pasta queda fuera del subsector aceite, pero el perfil corresponde al de un food processor con marcas propias, presencia internacional y márgenes razonablemente estables: 416,6 millones de EBITDA sobre 3.013,6 millones de ventas en 2025, equivalente a un margen del 13,8% (FactSet, 2026). A 6 de mayo de 2026 cotizaba con capitalización de 2.794 millones, EV de 2.956 millones, beta a tres años ajustada de 0,37 y WACC implícito del 5,1%. Su EV/EBITDA LTM se situaba en 7,19x. El múltiplo refleja un valor de consumo defensivo, no una empresa expuesta al ciclo de la materia prima como Aires de Jaén. La inclusión, por tanto, no responde a comparabilidad estricta sino a su utilidad como referencia que tensiona el rango por arriba.

Viscofan se incorpora con función parecida pero con un matiz importante. Es B2B puro, como Aires de Jaén en su línea principal, pero opera en envolturas para industria cárnica, un subsector con dinámicas de margen distintas: 289,1 millones de EBITDA sobre 1.252,0 millones en 2025, lo que da un margen del 23,1%, claramente por encima del resto del conjunto y de la propia empresa objeto (FactSet, 2026). Cotizaba a 9,38x EV/EBITDA LTM. La utilidad de Viscofan es testar si el rango de múltiplos del consumo industrial ibérico se mantiene en un orden parecido al del food processor ibérico puro, no extrapolar su múltiplo a la empresa objeto.

### 5.2.5. Conjunto europeo de contraste: Bonduelle, NewPrinces y Kerry Group

Tres referencias adicionales completan el conjunto para cubrir modelos de negocio cercanos. Bonduelle, procesador francés de vegetales en conserva, congelados y ensaladas con ejercicio cerrado en junio, aporta el ángulo del procesador agroindustrial con ciclos agrícolas marcados y peso relevante de la marca blanca. Las ventas del ejercicio cerrado el 30 de junio de 2025 fueron de 2.203,8 millones de euros, con EBITDA de 158,2 millones y margen del 7,2%, muy próximo al de Aires de Jaén (Bonduelle, 2025; FactSet, 2026). A 6 de mayo de 2026 el EV era de 859,1 millones y el EV/EBITDA LTM se situaba en 4,25x, multiplicador deprimido que recoge a la vez el programa “Transform to Win” en marcha y un balance tensionado con deuda neta sobre EBITDA de 4,17x.

NewPrinces, denominación adoptada por Newlat Food tras la adquisición de Princes Limited al grupo Mitsubishi formalizada el 30 de julio de 2024 por 700 millones de libras, presenta una transición estructural que obliga a separar el periodo previo del posterior (NewPrinces, 2026). Las cifras de 2025 ya consolidan el ejercicio completo del nuevo perímetro, con ventas de 2.959,9 millones, EBITDA de 221,2 millones y margen del 7,5% (FactSet, 2026). El EV/EBITDA LTM se situaba en un atípicamente bajo 2,82x a 6 de mayo de 2026, y la causa no es comercial sino de balance: la operación dejó al grupo con una posición de caja de 1.382 millones, suficiente para que el EV calculado quede por debajo de la capitalización bursátil. La integración aún en curso, sumada a las adquisiciones posteriores de Plasmon, Kraft Heinz Italia y Carrefour Italia entre julio y diciembre de 2025, refuerza la idea de que el múltiplo recoge una situación transitoria. La práctica habitual cuando una observación distorsiona la mediana es presentarla y mostrar también la mediana sin el atípico para no contaminar el ancla del análisis (Damodaran, 2012; Koller et al., 2025).

Kerry Group cierra el conjunto como referencia del techo del rango. Tras la desinversión de Kerry Dairy Ireland el 31 de diciembre de 2024 ha quedado configurada como especialista puro en sabor y nutrición, con ventas de 6.757,6 millones de euros y EBITDA de 1.204,5 millones en 2025, equivalente a un margen del 17,8% (Kerry Group, 2026; FactSet, 2026). El EV/EBITDA LTM se situaba en 11,34x. Kerry hace lo contrario que Bonduelle: muestra la prima de marca y de innovación que un envasador regional de aceite no puede capturar, y sitúa el extremo alto del rango en un orden de magnitud realista.

### 5.2.6. Empresas descartadas

La construcción del conjunto queda incompleta sin justificar quién no entra y por qué. Bunge Limited y Archer-Daniels-Midland se descartan porque su exposición agregada a oilseeds, granos y soft commodities domina su perfil de riesgo y diluye cualquier ventaja de comparabilidad parcial en aceites (Damodaran, 2012). La singapurense Wilmar International recibe el mismo tratamiento por igual razón en clave asiática. La italiana La Doria, procesadora de tomate y conservas, fue retirada de Borsa Italiana tras la OPA de Investindustrial en 2021 y no aporta serie cotizada utilizable. La australiana Cobram Estate Olives Ltd., que el filtro identifica como competidor declarado de Deoleo y cotiza con un EV/EBITDA en torno a 49,6x sobre un EBITDA todavía pequeño, queda fuera por una combinación de factores que se refuerzan: contabilidad bajo IAS 41 con valoración a fair value de los olivares que distorsiona el EBITDA, geografía no mediterránea, modelo verticalmente integrado en fase de crecimiento pre-escala, y un múltiplo difícilmente equiparable al de un envasador maduro (FactSet, 2026). La italiana Italian Wine Brands, considerada en el universo ampliado por su tamaño y su perfil de procesador mediterráneo cotizado, se descarta por dedicarse al vino de alta gama B2B y marca de distribuidor, no al aceite. Salov, Sovena y Borges Edible Oils, ya tratadas al mapear el universo, son privadas y quedan fuera por el criterio de calidad informativa pública.

### **5.2.7. Composición final y ajustes metodológicos requeridos**

El conjunto definitivo queda compuesto por seis cotizadas con los múltiplos LTM de EV/EBITDA a 6 de mayo de 2026 recogidos en la Tabla 3. La arquitectura del conjunto, declarada en 5.2.2, separa dos niveles con función distinta en el análisis. El tier ibérico, formado por Deoleo, Ebro Foods y Viscofan, es la referencia operativa que produce la mediana central del enfoque por múltiplos. Reúne el único especialista puro europeo del aceite de oliva, una procesadora agroalimentaria diversificada de tamaño grande y un especialista B2B industrial, todos cotizados en mercados ibéricos con información financiera comparable. El tier europeo de contraste, formado por Bonduelle, NewPrinces y Kerry Group, no entra en la mediana central. Su función es testar si el rango ibérico tiene sentido a la luz del universo europeo más amplio, con modelos de negocio próximos al de Aires de Jaén pero con suficientes diferencias estructurales como para que su múltiplo no sirva de ancla.

**Tabla 3**

*Composición del conjunto de comparables cotizadas y múltiplos de valoración*

Identificación				Mercado				Tamaño y crecimiento				Márgenes		Apalancamiento		Múltiplos LTM	
Empresa	Tier	Ticker	FY end	Mkt Cap (€M)	EV (€M)	Beta 3Y aj.	WACC (%)	Ventas FY25 (€M)	Crec. Ventas LTM	5Y Rev CAGR	Margen EBITDA	Margen EBIT	Deuda/Equity	Net Debt/EBITDA	EV/Sales	EV/EBITDA	
Deoleo, S.A.	1	OLE-ES	Dec	138.5	443.5	0.60	11.60%	821.0	-17.6%	4.3%	5.6%	4.4%	0.58x	1.97x	0.48x	8.58x	
Ebro Foods, S.A.	2	EBRO-ES	Dec	2,794.2	2,956.1	0.37	5.13%	3,013.6	-4.0%	4.4%	13.8%	10.1%	0.23x	0.43x	0.99x	7.19x	
Viscofan, S.A.	2	VISES	Dec	2,786.3	3,023.9	0.44	5.79%	1,252.0	4.0%	6.5%	23.1%	16.3%	0.30x	0.75x	2.42x	9.38x	
Bonduelle SCA	3	BONLFR	Jun	271.4	859.1	0.62	3.23%	2,203.8	-0.9%	-5.1%	7.2%	3.3%	0.96x	4.17x	0.30x	4.25x	
NewPrinces S.p.A.	3	NML-IT	Dec	673.9	643.4	0.53	5.07%	2,959.9	80.4%	44.5%	7.5%	3.4%	2.13x	-1.13x	0.22x	2.82x	
Kerry Group plc	3	KRZ-IE	Dec	11,437.5	13,696.0	0.69	6.05%	6,757.6	-2.5%	-0.6%	17.8%	13.2%	0.44x	1.77x	2.03x	11.34x	
<b>Mediana</b>						<b>0.57</b>	<b>5.46%</b>		<b>-1.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>10.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>0.51x</b>	<b>1.26x</b>	<b>0.74x</b>	<b>7.89x</b>	
<b>Medía</b>						<b>0.54</b>	<b>6.15%</b>		<b>9.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>0.77x</b>	<b>1.33x</b>	<b>1.07x</b>	<b>7.26x</b>	
<b>Mediana ex-NewPrinces</b>						<b>0.60</b>	<b>5.79%</b>		<b>-2.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>13.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>0.44x</b>	<b>1.77x</b>	<b>0.99x</b>	<b>8.58x</b>	

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de mercado y estimaciones de FactSet, consulta institucional Universidad Pontificia Comillas, mayo de 2026.*

La mediana del tier ibérico se sitúa en 8,58x, con Deoleo y Ebro Foods marcando los extremos del rango (FactSet, 2026). La mediana del tier europeo de contraste es 4,25x, claramente más baja, con NewPrinces deprimido por la posición de caja post-adquisición y Bonduelle por el programa de reestructuración en curso, mientras Kerry Group marca el techo en 11,34x como referencia de especialista puro sabor y nutrición. La diferencia entre los dos tiers no es accidental: el tier europeo recoge situaciones transitorias específicas de cada compañía, lo que confirma la decisión metodológica de no integrarlo en la mediana central.

La traslación de la mediana del tier ibérico a Aires de Jaén exige reconocer las diferencias estructurales entre el objeto de valoración y las cotizadas comparables, en particular la distancia de escala (las ventas de Aires de Jaén equivalen al 6,3% de las de Deoleo y al 1,7% de las de Ebro Foods), la mayor diversificación geográfica y de producto de las cotizadas, y la liquidez accionarial que solo las cotizadas tienen. Estas tres diferencias son reales y conocidas, y la literatura ofrece instrumentos para incorporarlas como ajustes numéricos sobre el múltiplo (descuento por tamaño, descuento por iliquidez). Este trabajo opta, sin embargo, por no aplicar ajustes mecánicos sobre la mediana y por trabajar con el múltiplo del tier ibérico tal cual sale del mercado, por dos razones. Primero, porque calibrar un porcentaje concreto de descuento sin una base empírica sectorial específica para envasadoras ibéricas de aceite de oliva introduce una precisión aparente que la información disponible no respalda. Segundo, porque el enfoque por múltiplos en este trabajo funciona como contraste de mercado del DCF, no como estimación directa del valor, así que la lectura de las diferencias estructurales se hace en el capítulo 6 al interpretar el resultado, no como ajuste numérico previo. El múltiplo del tier ibérico se aplica al EBITDA 2025E de Aires de Jaén tomado del modelo proyectado del Anexo I, en lugar del EBITDA 2024 declarado, por coherencia con la fecha de valoración a mayo de 2026 y con la convención del DCF, que descuenta al cierre de 2025. Las cuentas anuales 2025 todavía no están depositadas en el Registro Mercantil a la fecha del trabajo, así que la cifra utilizada es la proyectada por el modelo, declarada como tal.

### **5.3. Transacciones precedentes**

La extracción de PitchBook para operaciones M&A europeas en aceite de oliva y procesado agroalimentario mediterráneo entre 2018 y 2026, complementada con búsqueda en prensa especializada y comunicados oficiales, devuelve un universo limitado. La aplicación de los criterios de comparabilidad ya declarados en 5.2.1 deja el conjunto utilizable muy reducido: la mayor parte de las observaciones cae fuera del subsector aceite (envases, ingredientes de upcycling, panadería, pescado o distribución multi-aceite no mediterránea) o son operaciones financieras puntuales que no reflejan precio típico de transacción (PitchBook, 2026). Dos operaciones quedan finalmente como anclas del enfoque por transacciones precedentes, ambas dentro del subsector aceite y con múltiplos públicos suficientemente sólidos para entrar en el cuantitativo del capítulo 6, y ambas recogidas en la Tabla 4.

La primera es la adquisición de California Olive Ranch por Cobram Estate Olives, anunciada el 24 de diciembre de 2025 por 173,5 millones de dólares estadounidenses. Sobre un EBITDA de 16 millones de dólares en el ejercicio cerrado el 30 de septiembre de 2025 y unos ingresos esperados de 150 millones en FY2026 sobre base pre-sinergias, el EV/EBITDA LTM se sitúa en 10,84x y el EV/Sales prospectivo en 1,16x (Cobram Estate Olives, 2025). El propio comprador ha declarado que el EBITDA de los dos años anteriores estaba afectado al alza por los precios del aceite y la tensión de oferta europea, lo que sitúa el múltiplo dentro del mismo ciclo de precios que afecta al EBITDA 2024 de Aires de Jaén y, por tanto, lo hace comparable sin necesidad de ajuste cíclico. La operación entra en el análisis con dos matices que conviene declarar antes del capítulo 6: el objetivo es verticalmente integrado, perfil distinto

al de un envasador puro, y el comprador es estratégico con sinergias declaradas, lo que tensiona el múltiplo al alza respecto a una operación entre un financiero y una pyme sin sinergias evidentes.

La segunda es la recapitalización apalancada de Deoleo del 24 de junio de 2020, por 271 millones de euros, con un EV/EBITDA declarado de 14,24x (PitchBook, 2026). La operación cierra la entrada de CVC en el capital de Deoleo tras un proceso de reestructuración financiera que dejó a la compañía con una estructura de balance saneada y abrió la fase de recuperación operativa que las cuentas de 2021 a 2023 después confirmaron. El múltiplo elevado responde a una combinación de EBITDA cíclicamente bajo en el momento del cierre, prima de control implícita en una toma de paquete de control sobre la única cotizada europea pura del aceite, y la expectativa de recuperación operativa que la entrada de CVC venía a impulsar. La operación entra en el análisis como ancla sectorial relevante por su identidad como única toma de control sobre un especialista cotizado europeo del aceite en la última década, con la advertencia de que el múltiplo recoge una situación financiera específica del momento de cierre y no debe extrapolarse de forma mecánica. Una tercera operación, la adquisición de Innoliva por Fiera Comox Partners el 16 de noviembre de 2023 por un importe estimado de 318,7 millones de euros (PitchBook, 2026; Cibus Capital, 2023), se menciona como referencia sectorial pero no entra en el cuantitativo. Innoliva es un grupo verticalmente integrado con más de 8.300 hectáreas de olivar de alta y super-alta densidad en España y Portugal, y el EV pagado captura el valor presente de las plantaciones más que el flujo operativo del año, lo que invalida cualquier múltiplo sobre EBITDA. La operación es relevante para documentar el apetito inversor del private equity por el subsector, pero queda fuera de la mediana.

#### Tabla 4

*Transacciones precedentes seleccionadas en el sector del aceite de oliva*

Empresas	Fecha	Tipo de operación	Importe	Valoración/Ingresos	Valoración/EBITDA	Valoración/EBIT
California Olive Ranch	24-dic-2025	Fusión/Adquisición	173.50	1.16	10.84	
Deoleo (MAD: OLE)	24-jun-2020	Recapitalización apalancada	271.24	1.18	14.24	20.09

*Fuente: Elaboración propia a partir de PitchBook, consulta institucional Universidad Pontificia Comillas, mayo de 2026. Cifras en millones de euros, salvo indicación contraria.*

Como referencia externa de contexto, el Argos Index del cuarto trimestre de 2025, índice mediano de transacciones M&A de control sobre empresas no cotizadas de la eurozona con valor de empresa entre 15 y 500 millones, se sitúa en 8,3x EBITDA, su nivel más bajo desde 2014, con el subsegmento de compradores estratégicos en 7,7x EBITDA (Argos Wityu y Epsilon Research, 2026). El Argos no entra en el cuantitativo del capítulo 6 porque su agregado no está restringido al subsector aceite ni al perfil de envasadora ibérica, pero sí orienta sobre el estado general del mercado M&A en el momento de la valoración y ayuda a leer los múltiplos de las dos transacciones del cuantitativo con perspectiva: la mediana implícita entre California Olive Ranch (10,84x) y Deoleo 2020 (14,24x) se sitúa claramente por encima del Argos sectorialmente, lo que refleja la prima específica del aceite de oliva sobre el agregado M&A del segmento medio europeo.

#### 5.4. Construcción del WACC

La estimación del coste medio ponderado del capital aplica el modelo CAPM con apalancamiento, ajustado por una prima por tamaño. Esta arquitectura preserva la disciplina del grupo de comparables del capítulo 5.2, frente a un APV o un método de construcción puro que la descartarían. Todos los parámetros de mercado del WACC se toman en su valor más reciente disponible a la fecha de valoración de mayo de 2026, y cada uno se acompaña de la fecha en que se recoge el dato, de modo que el análisis

use la información más actual del mercado aunque algunas de las fuentes metodológicas de referencia sean de años anteriores.

La tasa libre de riesgo se fija en 3,5%, redondeo del rendimiento del bono español a diez años observado a finales de abril de 2026 en la síntesis de mercados de deuda del Banco de España, consultada el 8 de mayo de 2026 (Banco de España, 2026). Se toma el bono soberano español y no el Bund alemán porque los flujos del objetivo están denominados y generados en España.

Para la prima de riesgo del mercado español se toma 6,0%, mediana de la encuesta a 413 profesionales y académicos recogida por Fernández, García de la Garza y Fernández Acín (2024), última edición disponible de la serie a la fecha del trabajo. El valor incluye implícitamente el diferencial soberano frente al referencia global y evita añadir un prima por riesgo país separado que duplicaría el riesgo país. La triangulación con Damodaran (2026b) devuelve una cifra próxima.

La beta sectorial sale de desapalancar comparable por comparable las betas tres años ajustadas Blume del conjunto construido en 5.2 (FactSet, 2026), con la fórmula de Hamada (1972) y el tipo marginal de cada jurisdicción. La mediana ex-NewPrinces, atípica por la consolidación de Princes Limited en 2024, queda en 0,36. El contraste con la beta unlevered de Damodaran para Food Processing Europa Occidental (0,55-0,65) deja una diferencia hacia abajo de unos veinte puntos (Damodaran, 2026a). No es un error: refleja que un conjunto europeo de procesadores ibéricos maduros y marcas defensivas tiene una beta sistemática inferior al agregado global. El caso base toma la mediana del grupo de comparables propio por coherencia con la selección del capítulo 5.2, y la cifra Damodaran entra como sensitivity al alza. Re-apalancada a la estructura objetivo, la beta queda en 0,468.

El objetivo de estructura de capital se fija en una D/E del 40%, equivalente a 71,4% de fondos propios y 28,6% de deuda en la ponderación. Es la convergencia entre la D/E actual de Aires de Jaén, que oscila entre 0,38 y 0,44 en los ejercicios recientes, y la mediana del grupo de comparables ibérico. El ratio objetivo, no el actual, evita que el WACC quede capturado por un único balance.

La prima por tamaño se fija en 250 puntos básicos en el caso base. La cifra no procede de una base de datos externa, sino que se adopta como hipótesis metodológica prudente para una pyme no cotizada con 52 millones de euros de ventas y fondos propios contables de 8,6 millones. El orden de magnitud es coherente con las primas por tamaño que Damodaran publica para los deciles inferiores de capitalización, que se mueven en una banda de entre dos y cuatro puntos porcentuales sobre el coste de los fondos propios de las grandes cotizadas, y con la diferencia sistemática de rentabilidad exigida entre pymes y cotizadas que documenta la literatura de valoración de empresas privadas (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008). El extremo bajo de la sensibilidad recoge una penalización moderada por menor escala frente a cotizadas comparables, mientras que el extremo alto recoge un escenario más exigente para una sociedad limitada no cotizada, con menor liquidez, menor profundidad informativa y menor acceso a financiación. La sensibilidad del capítulo 6.5 no aísla la prima por tamaño en una tabla independiente, pero captura su efecto económico a través de la matriz  $WACC \times g$ , porque la prima forma parte del coste de los fondos propios y, por tanto, del WACC final.

Como coste de la deuda antes de impuestos se toma 4,75%. La ratio entre gastos financieros y deuda media de Aires de Jaén en los ejercicios recientes apunta a esa zona, y la calificación sintética por cobertura de intereses según Damodaran (2026c), entre 4 y 9,5 veces, devuelve calificaciones implícitas entre A3/A- y Aa2/AA con diferenciales que se mueven entre 55 y 89 puntos básicos sobre la tasa libre de riesgo. El 4,75% queda por encima de la cota superior que arroja el spread sintético, y se justifica por el dato observado en las propias cuentas y por la mayor prima de financiación que una pyme paga

frente a una corporación cotizada con la misma cobertura. El tipo impositivo aplicable es del 25% (Agencia Estatal de Administración Tributaria [AEAT], 2026).

Cerrados los parámetros, y con el detalle del cálculo recogido en la Tabla 5, el coste de los fondos propios queda en 8,81%, el coste de la deuda después de impuestos en 3,56% y el WACC en 7,31%. Está unos 150 puntos básicos por encima de la mediana FactSet del tier ibérico, diferencia que se explica por la prima por tamaño que las cotizadas no incorporan y, en menor medida, por el mayor coste de la deuda de una pyme. La sensibilidad con la beta Damodaran eleva el WACC al 8,48%, palanca central del capítulo 6.5.

**Tabla 5**

*Cálculo del WACC aplicado a Aires de Jaén*

<b>Cálculo del WACC (CAPM, Apalancado)</b>	
Tasa Libre de Riesgo (Bono España 10A)	3.5%
Prima de Riesgo del Mercado (España)	6.0%
Beta Desapalancada (sector)	0.36
Ratio Objetivo Deuda/Equity	0.40
Tipo Impositivo	25.0%
Beta Apalancada	0.47
Prima de Tamaño (small cap / pyme)	2.5%
<b>Coste del Equity (Ke)</b>	<b>8.8%</b>
Pre-tax Cost of Debt (Kd)	4.75%
After-tax Cost of Debt	3.6%
% Objetivo Equity	71.4%
% Objetivo Deuda	28.6%
<b>WACC</b>	<b>7.3%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero, con inputs de Banco de España, FactSet, AEAT y Damodaran.*

### **5.5. Modelo DCF y valor terminal**

El DCF traduce las hipótesis del capítulo 4 sobre el ciclo del aceite y la capacidad de generación de caja sostenible de Aires de Jaén en una proyección operativa explícita y un valor terminal en estado estacionario. La fecha de valoración se sitúa al cierre de 2025. El periodo explícito cubre siete ejercicios, de 2026 a 2032, con descuento a mitad de año para alinear los flujos al centro del año en que se generan. El ejercicio 2025 no entra en el descuento explícito porque funciona como año base de valoración: sus cifras estimadas fijan el EBITDA utilizado en los múltiplos, la caja de cierre y la deuda neta que después permiten hacer el puente secundario de valor de empresa a valor de accionistas. Siete años se justifican por la estructura del ciclo en este caso: 2026 y 2027 absorben la normalización tras el pico de precios de 2024 y la corrección de 2025, 2028 a 2030 cubren la convergencia hacia el régimen estructural, y 2031 y 2032 son ya estado estacionario antes del valor terminal. El horizonte queda dentro del rango de cinco a diez años que la literatura recomienda y cumple los dos criterios estándar de cierre: régimen estacionario al final del periodo explícito y coherencia entre rendimiento del capital invertido y coste del capital (Damodaran, 2012; Koller, Goedhart y Wessels, 2025).

La proyección de ingresos parte de la base 2024 (52,1 millones de euros) con una caída del 15% en 2025, una recuperación del 10% en 2026 y un sendero hacia el 2,5% nominal en 2032. La caída del

15% es la pieza más delicada y se sostiene en una lectura conservadora del histórico. La serie del FMI deja un retroceso del precio medio del aceite del 41% entre 2024 y 2025, magnitud sin precedente reciente (Fondo Monetario Internacional, 2026). En las correcciones anteriores de precios visibles en las propias cuentas, el traslado a la cifra de negocio nunca ha sido uno a uno: en 2018, con el precio cayendo un 17,7%, las ventas crecieron un 9% por volumen y mix; en 2019, con una nueva caída del 14,4%, las ventas retrocedieron solo un 6%. La elasticidad implícita es baja, y además no lineal, porque el comportamiento depende de cuánta tensión absorba el canal y de la respuesta de volumen, que en 2024/25 vino dada por un récord de cosecha española (MAPA, 2025a; Consejo Oleícola Internacional, 2025b). Extrapolar elasticidades históricas a un shock tres veces más fuerte sería imprudente, así que el modelo asume un retroceso del 15% como punto medio defendible entre la inercia que muestra el histórico y el riesgo cierto de que un cambio de precios de esta magnitud sí mueva las ventas en valor. Es, de propósito, conservador hacia abajo. La recuperación del 10% en 2026 lee el mismo movimiento al revés: con el inventario depurado, precios ya en niveles más sostenibles y una base 2025 deprimida, la cifra de negocio repunta pero no recupera el nivel de 2024 (€48,6M frente a €52,1M). A partir de 2027 el sendero converge linealmente hacia el 2,5% nominal de largo plazo, alineado con el objetivo del 2,0% de inflación del BCE más un plus moderado por la mejora estructural del consumo en mercados no tradicionales (Banco Central Europeo, 2025; Consejo Oleícola Internacional, 2025a).

El margen bruto baja en paralelo del 14% de 2025 al 11,8% de 2032. El 14% recoge un efecto cíclico identificado en el capítulo 4: cuando el precio del aceite cae con fuerza, el margen bruto sube transitoriamente porque el coste de aprovisionamiento, comprado a campaña, se ajusta con rezago al precio de venta. A partir de 2026 el sendero baja 0,2 puntos por año, mecánica que recoge la presión estructural del canal organizado sobre el envasador con marca propia: la cuota de marca de distribuidor en el lineal del aceite de oliva en España concentra cuotas crecientes y comprime el margen del envasador que negocia con grandes superficies (Mercasa, 2025). El 11,8% terminal queda 120 puntos básicos por debajo de la mediana 2011-2024 de la propia empresa, lo que se interpreta como hipótesis estructural sobre un sector con presión competitiva sostenida y se reconoce como una de las palancas más expuestas del modelo. Los gastos de personal y los otros gastos de explotación se mantienen planos en el 3,0% de las ventas cada uno, media de los ejercicios 2023 y 2024, con la plantilla estabilizada entre 35 y 40 empleados y la empresa operando ya a la escala alcanzada tras la consolidación de la planta de Jabalquinto. El supuesto trata el opex como variable lineal con ventas, lo que ignora un componente fijo real y sobreestima ligeramente el margen en la caída de 2025; la sensibilidad del capítulo 6.5 absorbe el efecto. El margen EBITDA proyectado, que sale del cruce mecánico entre margen bruto y opex, arranca en el 8,0% en 2025, se modera al 7,0% en 2026 y converge hacia el 5,8% en 2032, en línea con la mediana 2017-2021 (5,7%) que el capítulo 4 identifica como régimen sostenible antes del ciclo extraordinario. La Tabla 6 recoge estos supuestos operativos para los tres escenarios.

**Tabla 6***Supuestos operativos del DCF, 2025E-2032E*

Escenarios	Pesimista	Base	Optimista
<b>Hipótesis CPyG</b>			
<b>Ingresos</b>			
Crecimiento 2025	-17.5%	-15.0%	-12.5%
Crecimiento 2026	7.5%	10.0%	12.5%
Aumento/(Caída) del Crecimiento Interanual	-0.90%	-1.25%	-1.85%
<b>Margen Bruto</b>			
Margen 2025	13.0%	14.0%	15.0%
Margen 2026	12.5%	13.0%	14.0%
Caída Interanual	-0.15%	-0.20%	-0.30%
<b>Gastos de Explotación</b>			
Gastos de Personal/Ingresos	3.3%	3.0%	2.8%
Otros Gastos de Explotación/Ingresos	3.3%	3.0%	2.8%
<b>Impuestos</b>			
Tipo Impositivo	25.0%	25.0%	25.0%

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. Los supuestos se construyen con base en el histórico de Aires de Jaén, datos de SABI y fuentes sectoriales citadas en el capítulo 5.*

La amortización se proyecta con un calendario explícito por cohorte de activo y vida útil de veinte años, en lugar de un porcentaje plano sobre ventas. Cada año de capex histórico (2011-2024) y proyectado (2025-2032) se trata como una cohorte que se amortiza a línea recta sobre veinte años, lo que ata el gasto a la composición real del balance, según el calendario que recogen los Anexos V y VI. La vida útil de veinte años queda por encima de los coeficientes máximos de las tablas oficiales de amortización para instalaciones técnicas y maquinaria (AEAT, 2026) y refleja la vida económica del inmovilizado de envasado y planta de Aires de Jaén, más larga que la fiscal mínima. El capex se fija plano en aproximadamente el 1,5% de las ventas durante todo el periodo, en línea con la mediana de los ejercicios post-método de construcción (2017, 2023 y 2024), excluidos los años 2019 a 2021 que concentraron inversión productiva extraordinaria asociada a Jabalquinto. Se interpreta como capex de mantenimiento estructural en una operación ya escalada, sin componente separado de crecimiento; este último supuesto es interpretativo y se declara como tal. La Tabla 7 resume las hipótesis de capex y vida útil.

**Tabla 7***Supuestos de inversión, amortización y capital circulante del DCF*

Escenarios	Pesimista	Base	Optimista
<b>Hipótesis de Capex</b>			
<b>Inmovilizado Material</b>			
Capex/Ingresos	1.5%	1.5%	1.5%
Vida Útil	20 años	20 años	20 años

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. Los días de inventario, cobro y pago se calculan sobre el histórico 2020-2024 de Aires de Jaén.*

Los días de inventario, cobro y pago se mantienen planos en 46, 30 y 27 respectivamente durante todo el periodo, según recoge la Tabla 8. Cada cifra es la media aritmética 2020-2024, ventana que cubre un

ciclo completo de precios del aceite y absorbe la estacionalidad de la campaña olivarera, en la que la cosecha de noviembre a febrero concentra el aprovisionamiento y libera existencias durante el resto del año; el desglose histórico y proyectado del fondo de maniobra figura en los Anexos VII y VIII. El flujo de caja libre para la empresa se obtiene del modo estándar: NOPAT más amortización, menos capex, menos variación de circulante, con un tipo impositivo del 25% que corresponde al régimen general del Impuesto sobre Sociedades aplicable a empresas con cifra de negocio superior a 10 millones de euros (AEAT, 2026).

**Tabla 8**

*Supuestos de días de inventario, cobro y pago*

<b>Escenarios</b>	<b>Pesimista</b>	<b>Base</b>	<b>Optimista</b>
<b>Hipótesis Fondo de Maniobra</b>			
Días de Inventario	46	46	46
Días de Cobro	30	30	30
Días de Pago	27	27	27
Días en el Periodo	365	365	365

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. Los días de inventario, cobro y pago se calculan sobre el histórico 2020-2024 de Aires de Jaén.*

El valor terminal se construye con la fórmula de Gordon sobre el FCF de 2032, una tasa de crecimiento perpetuo del 1,75% y el WACC del 7,31% calibrado en 5.4. La g queda por debajo del objetivo del 2,0% de inflación a medio plazo del BCE (Banco Central Europeo, 2025) y por debajo del crecimiento nominal de largo plazo de la economía española, que suma el 1,3% de crecimiento real potencial estimado por la AIREF y la inflación objetivo del BCE (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, 2025); también queda dentro de la cota técnica de Damodaran (2012), que exige una g inferior al tipo libre de riesgo nominal. El contraste de coherencia entre el ROIC implícito al cierre del periodo explícito y el WACC funciona como test estándar de razonabilidad: con NOPAT 2032 de 2,3 millones de euros y capital invertido de 17,2 millones (fondo de maniobra operativo más activos no corrientes), el ROIC implícito queda en el 13,6%, y el diferencial frente al WACC del 7,3% en 6,3 puntos porcentuales. La hipótesis subyacente es que Aires de Jaén mantiene una ventaja competitiva sostenible asociada a la marca propia, la relación con la cooperativa de origen y la posición geográfica en la principal zona productora del país; la sensibilidad del capítulo 6.5 contrasta hasta dónde sobrevive esa hipótesis. Gordon entra como método principal por consistencia con la lógica del DCF puro, y el múltiplo implícito de salida del modelo (8,9x EV/EBITDA) funciona como comprobación cruzada de razonabilidad: queda muy próximo a la mediana del tier ibérico de cotizadas comparables (8,58x), lo que refuerza la coherencia interna entre el DCF y el enfoque por múltiplos. La Tabla 9 recoge el valor terminal y el puente posterior a valor para el accionista.

**Tabla 9***Puente de valor de empresa a valor para el accionista*

<b>Valor Terminal (Modelo de Gordon)</b>	
UFCF Año Final (2032)	1,901€
Tasa de Crecimiento Perpetuo (g)	1.75%
Valor Terminal	34,790€
VA(Valor Terminal)	21,994€
Cruce: EV/EBITDA de Salida Implícito	8.9x

<b>Puente de Enterprise Value a Equity Value</b>	
<b>Enterprise Value</b>	<b>31,067€</b>
(-) Deuda a Largo Plazo (2025)	(1,037€)
(-) Préstamos a Corto Plazo (2025)	(2,740€)
(+) Efectivo y Equivalentes (2025)	2,523€
<b>Equity Value</b>	<b>29,814€</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. La deuda y caja utilizadas corresponden al cierre estimado de 2025.*

Este puente no altera la síntesis del trabajo, que se mantiene en valor de empresa para hacer comparables DCF, cotizadas y transacciones. Su función es únicamente mostrar la traducción financiera secundaria hacia valor de fondos propios bajo la estructura de deuda y caja proyectada a cierre de 2025.

Una vez obtenido el valor de empresa, el modelo presenta un puente secundario a valor para el accionista, restando la deuda total al cierre de 2025 y sumando la caja proyectada del mismo ejercicio. La deuda 2025 coincide con la de 2024 por construcción del modelo, que no contempla amortizaciones contractuales en el plan, así que la cifra utilizada es de 3,78 millones de euros entre largo plazo y corto plazo; la caja proyectada de cierre de 2025 es de 2,52 millones. El valor para accionistas se cierra sin descuento adicional por iliquidez. La decisión de no aplicar DLOM es coherente con el objeto de la valoración, que es el 100% de Aires de Jaén como empresa en marcha y no una participación minoritaria sin mercado, y con el criterio metodológico declarado en 2.5 y en 5.6: las restricciones de liquidez se incorporan a la lectura cualitativa del rango en el capítulo 6, no como ajuste numérico sobre el resultado del DCF. El CNAE secundario 5520, correspondiente a alojamiento rural en la finca, no aporta contribución material a las cuentas presentadas, así que el modelo no introduce ajuste por activos no operativos; la posibilidad de un activo inmobiliario complementario en Jabalquinto queda declarada como limitación.

## **5.6. Triangulación y obtención del rango de valor**

Triangular tres métodos de valoración no es promediar tres cifras: es cruzar lógicas con sesgos distintos para acotar un rango razonable y contrastar la coherencia interna del resultado. En una pyme privada con comparables imperfectos, la salida del proceso es una banda con tendencia central declarada, no una cifra única, y esa elección de formato es deliberada: la información permite acotar un orden de magnitud, no fijar un valor puntual sin asumir hipótesis demasiado precisas para los datos del caso (Damodaran, 2012).

El DCF actúa como ancla central. Es el método que mejor recoge la lógica intrínseca de generación de caja en un caso donde los comparables son imperfectos, donde el ciclo extraordinario de precios entre 2022 y 2024 ha movido los EBITDA del subsector lejos de su nivel sostenible y donde la información sobre operaciones M&A en el segmento medio ibérico es escasa y opaca. Los múltiplos de cotizadas entran como referencia de mercado, con la mediana del tier ibérico (Deoleo, Ebro Foods, Viscofan)

como ancla. Las transacciones precedentes funcionan como contraste externo, con California Olive Ranch y Deoleo 2020 como las dos operaciones del cuantitativo.

Tres reglas operativas cierran el bloque. La primera es la fecha de valoración por método. Los tres métodos se anclan al mismo año de referencia. El DCF descuenta al cierre de 2025; los múltiplos de cotizadas se aplican sobre EBITDA 2025E de Aires de Jaén tomado del modelo proyectado, calculados a su vez sobre el EBITDA 2025 reportado de cada cotizada; y los de transacciones se aplican igualmente sobre EBITDA 2025E del objetivo, manteniendo los múltiplos pagados en las dos operaciones del cuantitativo (una de 2025 y otra de 2020) como referencia M&A del subsector. Esta convención homogeneiza la base temporal de los tres métodos en el cierre 2025, lectura natural cuando la valoración se sitúa en mayo de 2026 y las cuentas 2025 son la fotografía más reciente disponible.

La segunda regla es la decisión de no aplicar descuentos sobre los resultados de los tres métodos. La literatura recoge instrumentos para corregir múltiplos de cotizadas por tamaño y por iliquidez, y para descontar el valor accionarial de una empresa privada respecto a una cotizada equivalente (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008). Calibrar esos descuentos con precisión exige una base empírica sectorial que la información disponible no respalda para envasadoras ibéricas de aceite de oliva, y aplicar porcentajes genéricos introduciría una falsa precisión sobre métodos que ya tienen sus propios sesgos. Además, el objeto de la valoración es el 100% de Aires de Jaén como empresa en marcha, no una participación minoritaria, lo que limita el sentido conceptual de un descuento por iliquidez aplicado mecánicamente sobre el resultado. La iliquidez, la diferencia de escala y las limitaciones de comparabilidad se incorporan a la interpretación del rango en el capítulo 6 como lectura cualitativa, no como ajustes numéricos.

La tercera regla es el tratamiento del EBITDA del objetivo. Los múltiplos se aplican sobre el EBITDA 2025E de Aires de Jaén tomado del modelo, sin normalización adicional. La proyección 2025E recoge la corrección de precios del aceite que el sector ya ha digerido en el ejercicio en curso, y los múltiplos del tier ibérico se calculan sobre el mismo año 2025 reportado de las cotizadas, así que el numerador y el denominador comparten estructura cíclica. California Olive Ranch encaja con la misma lógica desde el lado de las transacciones: su EBITDA de referencia es el ejercicio cerrado en septiembre de 2025, igualmente afectado por el ciclo. Deoleo 2020 es la excepción metodológica del bloque, porque su múltiplo refleja un EBITDA cíclicamente bajo y una situación financiera específica del cierre de la recapitalización, lo que justifica el tratamiento individual de esa observación en 6.2.

El rango se obtiene como intersección razonada de los tres resultados, no como ponderación cuantitativa. La zona donde convergen DCF y cotizadas se lee como referencia stand-alone, las transacciones precedentes como referencia de control, y la propia amplitud del intervalo como información sobre la incertidumbre real del ejercicio. Esta lectura es la que ejecuta 6.4 sobre los resultados del capítulo 6 y la que orienta la sensibilidad de 6.5 y las conclusiones del capítulo 7.

## **6. Resultados de la valoración**

### **6.1. Resultados del enfoque por cotizadas comparables**

El punto de partida es la mediana del tier ibérico fijada en 5.2.7 en 8,58x EV/EBITDA, calculada sobre los múltiplos LTM de Deoleo, Ebro Foods y Viscofan a 6 de mayo de 2026 (FactSet, 2026). El múltiplo se aplica al EBITDA 2025E de Aires de Jaén tomado del modelo proyectado, 3,54 millones de euros sobre ventas de 44,2 millones, equivalente a un margen del 8,0% (elaboración propia sobre Anexo I), sin normalización adicional ni descuentos sobre la mediana. La justificación de no aplicar ajustes mecánicos queda recogida en 5.2.7 y en 5.6: la simetría cíclica entre el EBITDA del objetivo y el del comparable principal (Deoleo, expuesto al mismo ciclo de precios del aceite) hace innecesaria la normalización bilateral, y el descuento por tamaño o por iliquidez carece de base empírica sectorial específica para envasadoras ibéricas que permita calibrar un porcentaje sin introducir falsa precisión.

El valor de empresa implícito que devuelve el método es 30,3 millones de euros, calculado como la mediana de 8,58x aplicada al EBITDA 2025E de Aires de Jaén. Al aplicar el mismo EBITDA a los extremos del tier ibérico, 7,19x en Ebro Foods y 9,38x en Viscofan, el rango resultante se sitúa entre 25,4 y 33,2 millones de euros. Este rango se traslada como tal al capítulo 6.4, sin ajustes mecánicos adicionales.

### **6.2. Resultados del enfoque por transacciones precedentes**

El método se apoya en las dos operaciones sectoriales del aceite con múltiplos públicos suficientemente sólidos identificadas en 5.3: la adquisición de California Olive Ranch por Cobram Estate Olives en diciembre de 2025 a 10,84x EV/EBITDA LTM y la recapitalización apalancada de Deoleo de junio de 2020 a 14,24x EV/EBITDA. La mediana de las dos observaciones se sitúa en 12,54x. El múltiplo se aplica al EBITDA 2025 estimado de Aires de Jaén, 3,54 millones, sin descuentos sobre el resultado, por las razones declaradas en 5.6: las operaciones M&A ya reflejan precio pagado en mercado privado y descontar iliquidez adicional supondría doble corrección, y la calibración de un descuento por tamaño sobre el múltiplo carece de base empírica sectorial específica para envasadoras ibéricas.

La mediana de 12,54x devuelve un valor de empresa implícito de 44,4 millones de euros. El rango entre las dos transacciones individuales es ancho: California Olive Ranch da 38,3 millones y Deoleo 2020 da 50,4 millones, lo que refleja la heterogeneidad de las dos operaciones a pesar de pertenecer al mismo subsector. Las dos cifras se mantienen como cotas del rango M&A en el capítulo 6.4, sin colapsarlas en una única observación.

Las dos transacciones llevan cada una su matiz interpretativo. California Olive Ranch tensiona el múltiplo al alza por el carácter verticalmente integrado del objetivo y por las sinergias declaradas del comprador estratégico, pero queda dentro del mismo ciclo extraordinario de precios del aceite que afecta al EBITDA del objetivo de este trabajo, lo que mantiene la comparabilidad sin necesidad de ajuste cíclico. Deoleo 2020 refleja una situación financiera específica del momento de cierre, con un EBITDA cíclicamente bajo y la prima implícita de la toma de control de CVC sobre la única cotizada europea pura del aceite, pero su identidad como única toma de control sobre un especialista europeo cotizado en la última década le otorga peso sectorial relevante. Aplicar la mediana de las dos observaciones, sin descartar ninguna, mantiene la simetría entre las dos referencias y refleja el rango de múltiplos pagados en transacciones de control en el subsector.

Como referencia externa de contexto, el Argos Index del cuarto trimestre de 2025 sitúa el agregado del mercado M&A europeo de control sobre empresas no cotizadas del segmento medio en 8,3x EBITDA, con el subsegmento de compradores estratégicos en 7,7x (Argos Wityu y Epsilon Research, 2026). El

Argos no entra en el cuantitativo porque su agregado no está restringido al subsector aceite, pero su nivel claramente por debajo de la mediana de 12,54x del cuantitativo confirma la prima específica del subsector aceite sobre el agregado M&A del segmento medio europeo, especialmente cuando las operaciones implican toma de control sobre activos verticalmente integrados o sobre cotizadas líderes. Innoliva queda fuera del cuantitativo por las razones declaradas en 5.3 (EBITDA negativo en el momento de cierre, valoración dominada por el valor presente de las plantaciones más que por el flujo operativo del año).

### **6.3. Resultados del enfoque por DCF**

Los insumos del modelo quedan ya fijados en 5.4: WACC del 7,31%, horizonte explícito de siete años entre 2026 y 2032 con descuento a mitad de año, y valor terminal Gordon con tasa de crecimiento perpetuo del 1,75% que se mantiene por debajo del crecimiento nominal a largo plazo de la economía española estimado por el Banco Central Europeo. La fecha de valoración se sitúa al cierre de 2025. El cálculo descuenta los flujos de caja libres para la empresa al WACC y devuelve directamente un valor de empresa, que es la magnitud utilizada para comparar el DCF con los múltiplos de cotizadas y de transacciones. El puente posterior a valor para el accionista se presenta solo como referencia secundaria, restando la deuda neta proyectada al cierre de 2025. No se aplica descuento por iliquidez, en coherencia con 5.6. La estructura completa del modelo three-statement, con la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo y el balance histórico y proyectado recogidos en los Anexos I a IV, queda detallada en el apartado 5.5.

La proyección de UFCF refleja la lectura del capítulo 4 sobre el ciclo de precios. El primer año del periodo explícito, 2026, registra un UFCF de 1,4 millones porque la recuperación parcial de ventas tras la caída de 2025 exige reinversión en existencias y deudores que absorbe la mayor parte de la mejora operativa. A partir de 2027 los flujos suben con disciplina hasta 1,9 millones en 2032, conforme el modelo de negocio retorna a un régimen estacionario de crecimiento moderado con capex de mantenimiento en torno al 1,5% de las ventas. La suma de los valores presentes del periodo explícito asciende a 9,1 millones de euros, equivalente al 29% del valor de empresa final, según el desglose año a año de la Tabla 10.

El valor terminal se construye con la fórmula de Gordon sobre el UFCF de 2032 (1,9 millones), tasa de crecimiento del 1,75% y WACC del 7,31%. El resultado bruto es 34,8 millones, y su valor presente queda en 22,0 millones tras descontar 6,5 años con la convención a mitad de año aplicada al modelo. La cifra concentra el 71% del valor de empresa, en el extremo alto del rango 60%–80% que Koller, Goedhart y Wessels (2025) documentan como habitual y, de hecho, justo en la media del 71% que Décaire y Graham (2025) encuentran sobre más de 78.000 informes de analistas, lo que sitúa el resultado en una zona donde la disciplina al fijar la perpetuidad es especialmente importante. La proximidad a ese techo es uno de los motivos por los que el capítulo 6.5 abre sensibilidad específica sobre la tasa de crecimiento perpetuo y el WACC: el resultado del DCF, en su forma actual, queda más expuesto al supuesto terminal que al periodo de proyección explícita. El contraste del múltiplo implícito de salida cierra en 8,9x EV/EBITDA del último año, alineado con la mediana del tier ibérico del grupo de comparables fijada en 5.2.7 (8,58x) y con la mediana del Argos Index Q4 2025 (8,3x), lo que indica que la perpetuidad del modelo no está cobrando una continuidad de margen y crecimiento que el mercado actual no respaldaría. La suma del valor presente del periodo explícito y del valor presente del terminal cierra el valor de empresa en 31,1 millones.

El cruce con los múltiplos implícitos del propio resultado del DCF cierra la sección. El valor de empresa de 31,1 millones equivale a 8,8x el EBITDA proyectado de 2025 y 9,1x el EBITDA proyectado de 2026. Las dos cifras quedan alineadas con la mediana del tier ibérico que ha producido 6.1 (8,58x) y

claramente por debajo de la mediana de transacciones del cuantitativo de 6.2 (12,54x), lo que sitúa al DCF como ancla central conservadora respecto al mercado M&A privado del subsector y consistente con la valoración relativa bursátil. La amplitud razonable del rango DCF la abrirá la sensibilidad del capítulo 6.5 con palancas sobre WACC, g y margen bruto.

**Tabla 10**

*Resultado del DCF y flujos de caja libres proyectados*

DCF								
(en miles de €, salvo indicación contraria)	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>EBIT</b>	<b>3,044€</b>	<b>2,878€</b>	<b>3,033€</b>	<b>3,150€</b>	<b>3,221€</b>	<b>3,242€</b>	<b>3,210€</b>	<b>3,125€</b>
Margen (%)	6.9%	5.9%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%	4.6%
Impuestos	(761€)	(719€)	(758€)	(787€)	(805€)	(810€)	(803€)	(781€)
<b>NOPAT</b>	<b>2,283€</b>	<b>2,158€</b>	<b>2,275€</b>	<b>2,362€</b>	<b>2,416€</b>	<b>2,431€</b>	<b>2,408€</b>	<b>2,344€</b>
Margen (%)	5.2%	4.4%	4.3%	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.5%
D&A	493€	527€	563€	603€	645€	691€	738€	788€
CAPEX	(663)	(729)	(793)	(853)	(906)	(951)	(987)	(1,012)
Fondo de Maniobra	188	(589)	(550)	(514)	(462)	(394)	(312)	(218)
<b>UFCF</b>	<b>2,301€</b>	<b>1,366€</b>	<b>1,494€</b>	<b>1,598€</b>	<b>1,693€</b>	<b>1,776€</b>	<b>1,846€</b>	<b>1,901€</b>
Periodo de Descuento		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5
Factor de Descuento		0.97	0.90	0.84	0.78	0.73	0.68	0.63
<b>VA del UFCF</b>		<b>1,319€</b>	<b>1,344€</b>	<b>1,340€</b>	<b>1,322€</b>	<b>1,293€</b>	<b>1,253€</b>	<b>1,202€</b>
<b>Suma VA (Periodo Explícito 2026-2032)</b>		<b>9,073€</b>						

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. Cifras en miles de euros, salvo indicación contraria.*

#### 6.4. Síntesis comparada y rango triangulado de valor

La triangulación cruza los tres cuantitativos del capítulo en valor de empresa. El enfoque por cotizadas comparables devuelve un rango entre 25,4 y 33,2 millones de euros, con una referencia central de 30,3 millones al aplicar la mediana del tier ibérico. El enfoque por transacciones precedentes sitúa el rango M&A entre 38,3 millones, según California Olive Ranch, y 50,4 millones, según Deoleo 2020, con una mediana de 44,4 millones. El DCF devuelve 31,1 millones. La lectura conjunta no debe hacerse como una media aritmética, sino como una separación entre valor stand-alone y valor de control.

La convergencia entre el DCF, 31,1 millones, y la referencia central de cotizadas, 30,3 millones, refuerza la zona de 30-31 millones como valor de empresa stand-alone. Los dos métodos descansan sobre lógicas distintas: el DCF descuenta la capacidad propia de generación de caja y las cotizadas reflejan la valoración de mercado de procesadores agroalimentarios comparables. Que ambos caigan en la misma zona reduce el riesgo de que el resultado dependa de una sola metodología. El múltiplo implícito de salida del DCF, 8,9x, casi idéntico a la mediana del tier ibérico, 8,58x, refuerza esa coherencia interna.

Las transacciones precedentes se sitúan por encima, entre 38,3 y 50,4 millones. Esa distancia no contradice el DCF ni las cotizadas: indica que un comprador estratégico puede pagar por control, sinergias y capacidad de decisión. California Olive Ranch añade sinergias declaradas del comprador estratégico, y Deoleo 2020 refleja una operación de toma de control sobre la única cotizada europea pura del aceite en un momento de EBITDA cíclicamente bajo y de reestructuración financiera. Por eso

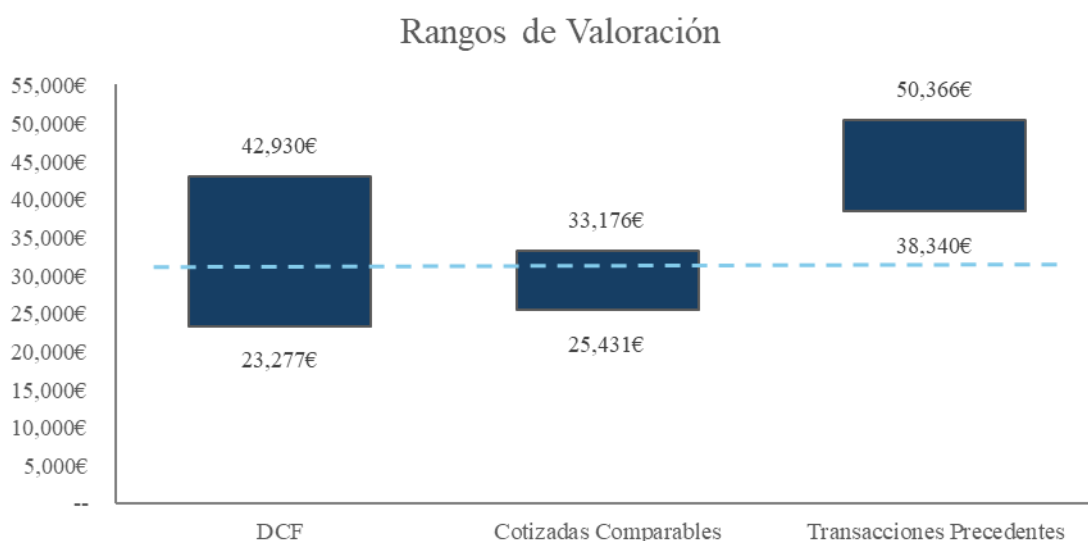
las transacciones no deben mezclarse mecánicamente con el DCF y las cotizadas, sino leerse como referencia de precio de control.

El rango cuantitativo completo va de 25,4 a 50,4 millones de euros de valor de empresa. Dentro de ese rango, la conclusión razonada distingue entre una zona stand-alone de 30-31 millones y una zona M&A/control de 38-50 millones. Cualquier valor por debajo de 25 millones obligaría a asumir hipótesis más pesimistas que las respaldadas por el DCF y los comparables actuales. Cualquier valor por encima de 50 millones exigiría una prima de control superior a la observada en la transacción sectorial alta utilizada en el cuantitativo.

La amplitud del intervalo refleja con honestidad la realidad del ejercicio: el valor de una empresa privada no es una cifra única, sino un rango que cambia según para qué se valore. Para una discusión stand-alone, la referencia central queda en 30-31 millones de valor de empresa. Para una transacción de control con comprador estratégico, la referencia se desplaza hacia 38-50 millones. La Figura 7 resume estos tres rangos por método. La discusión de coherencia interna del rango, su contraste con la literatura empírica y las limitaciones que arrastra cada método quedan para el capítulo 7.

### Figura 7

*Rangos de valoración de Aires de Jaén por método*



*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero y de los resultados de valoración por DCF, cotizadas comparables y transacciones precedentes. Cifras en miles de euros de valor de empresa.*

### 6.5. Sensibilidad de variables clave del DCF

La sensibilidad cierra el aparato cuantitativo del DCF y responde a una preocupación ya planteada en 6.3: el valor terminal concentra el 71% del valor de empresa. Probar el resultado contra movimientos en las palancas que el modelo calibra y no observa directamente es la respuesta metodológica a esa concentración. Lo que aquí se presenta es la elasticidad del valor de empresa ante variaciones en las variables que más mueven el resultado, y los resultados de tres escenarios operativos completos que combinan varias palancas a la vez en una dirección coherente.

La sensibilidad bivariada se aplica a cuatro palancas: WACC, tasa de crecimiento perpetuo (g), margen bruto 2026 y crecimiento de ingresos 2025. Las cuatro comparten dos rasgos: el modelo las calibra sobre referencias externas o sobre juicio del autor, no sobre series largas observadas en la propia

empresa, y su elasticidad sobre el valor de empresa es alta. Las palancas que sí están ancladas en histórico de la empresa y en buenas referencias externas quedan fuera de la sensibilidad bivariada: días de inventario, cobro y pago, capex sobre ventas, opex sobre ingresos en su nivel base, y tipo impositivo. La prima por tamaño se mueve dentro del WACC y por eso queda capturada en la matriz WACC × g, sin tabla aparte: como la prima entra directamente en el coste de los fondos propios, moverla en su banda de sensibilidad equivale a desplazar el WACC, y la banda de ±100 puntos básicos de WACC que recorre la Tabla 11 absorbe con holgura el efecto de mover la prima entre un escenario más benigno y otro más exigente que el caso base de 250 puntos básicos. Leída así, la matriz WACC × g es también, de forma implícita, la sensibilidad del valor de empresa a la prima por tamaño.

La primera matriz, WACC × g, recogida en la Tabla 11, mueve el WACC en una banda de ±100 puntos básicos sobre 7,31% y la g en ±100 puntos básicos sobre 1,75%. El valor de empresa resultante se sitúa entre 23,9 y 46,2 millones de euros. La elasticidad combinada es alta, pero ordenada: el resultado no se rompe salvo cuando se combinan simultáneamente WACC bajo y crecimiento perpetuo alto, o WACC alto y crecimiento perpetuo bajo.

**Tabla 11**

*Sensibilidad del valor de empresa al WACC y al crecimiento perpetuo*

		Tasa de Crecimiento Perpetuo				
		0.75%	1.25%	1.75%	2.25%	2.75%
WACC	6.3%	32,516€	34,929€	37,872€	41,540€	46,239€
	6.8%	29,817€	31,781€	34,133€	37,001€	40,575€
	7.3%	27,531€	29,153€	31,067€	33,360€	36,155€
	7.8%	25,570€	26,927€	28,508€	30,374€	32,609€
	8.3%	23,869€	25,017€	26,340€	27,882€	29,701€

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. La matriz muestra el valor de empresa bajo combinaciones alternativas de WACC y crecimiento perpetuo.*

La segunda matriz, WACC × margen bruto 2026, recogida en la Tabla 12, es la que más amplitud abre. Con WACC ±100 puntos básicos y margen bruto entre 11% y 15%, frente al 13% del caso base, la banda va de 12,2 a 58,1 millones de euros de valor de empresa. El margen bruto 2026 es la palanca más expuesta del modelo. Mover dos puntos porcentuales en una sola dirección, manteniendo el resto de hipótesis, puede duplicar o reducir de forma muy significativa el valor central.

**Tabla 12**

*Sensibilidad del valor de empresa al WACC y al margen bruto de 2026*

		Margen Bruto 2026				
		11.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%
WACC	6.3%	17,609€	27,741€	37,872€	48,004€	58,136€
	6.8%	15,864€	24,998€	34,133€	43,268€	52,402€
	7.3%	14,433€	22,750€	31,067€	39,384€	47,701€
	7.8%	13,239€	20,874€	28,508€	36,143€	43,778€
	8.3%	12,227€	19,284€	26,340€	33,397€	40,453€

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. La matriz muestra el valor de empresa bajo combinaciones alternativas de WACC y margen bruto inicial.*

La tercera matriz, crecimiento de ingresos 2025 × margen bruto 2026, con crecimiento 2025 entre -25% y -5% y margen bruto 2026 entre 11% y 15%, devuelve una banda de 13,0 a 53,1 millones de euros de

valor de empresa. Confirma que cualquier combinación que incluya el margen bruto domina la sensibilidad por encima de las matrices puramente financieras. La tercera matriz completa se presenta en el Anexo IX.

Las matrices bivariadas mueven dos palancas a la vez en sus extremos, pero en la práctica las palancas no se mueven aisladamente. Los escenarios operativos cruzan crecimiento 2025-2026, márgenes brutos 2025-2026 y opex sobre ingresos en una dirección coherente. El escenario pesimista devuelve un valor de empresa de 23,3 millones de euros. El escenario base, ya declarado en 6.3, queda en 31,1 millones. El optimista lo eleva a 42,9 millones. La banda combinada es ancha y tiene un perfil asimétrico hacia arriba, porque los márgenes operativos del escenario optimista, sostenidos en el tiempo, generan un valor terminal desproporcionadamente alto. El escenario optimista conviene leerlo con cautela: combina supuestos favorables sostenidos a perpetuidad, situación que el ciclo del sector no respalda como nuevo régimen estructural.

Las dos palancas más expuestas del modelo son el margen bruto 2026 y el WACC. El resultado del DCF como ancla central de la triangulación se sostiene en un rango razonable cuando las palancas se mueven dentro de bandas verosímiles, y solo se dispara o se hunde cuando dos palancas favorables o adversas se combinan a la vez. La amplitud del rango triangulado de 6.4, lejos de ser un defecto, absorbe precisamente esta elasticidad y la convierte en información sobre la incertidumbre real del caso (Koller, Goedhart y Wessels, 2025).

## **7. Conclusiones y líneas futuras**

### **7.1. Conclusiones sobre la pregunta de investigación**

La pregunta que abrió el trabajo pedía un rango razonable de valor para Aires de Jaén por triangulación de descuento de flujos, múltiplos de cotizadas y múltiplos de transacciones. La respuesta, expresada en valor de empresa, distingue entre una referencia stand-alone y una referencia de control. El rango cuantitativo completo va de 25,4 a 50,4 millones de euros, pero la zona central stand-alone se sitúa en 30-31 millones, donde convergen el DCF, 31,1 millones, y la referencia central de cotizadas, 30,3 millones. En un escenario de transacción de control con comprador estratégico, las transacciones precedentes desplazan la referencia hacia 38,3-50,4 millones, con una mediana de 44,4 millones.

Que el DCF y los múltiplos de cotizadas converjan en la misma zona importa, y no como coincidencia metodológica. Los dos métodos miden valor de empresa sin asumir una prima de control explícita y descansan sobre lógicas independientes: el DCF descuenta los flujos esperados al WACC con una proyección anclada en la mediana de márgenes del periodo 2017-2021, y los múltiplos de cotizadas reflejan la valoración bursátil de procesadores ibéricos comparables. Que las dos referencias caigan en la zona 30-31 millones refuerza la confianza del resultado en una medida que ninguna de las dos podría justificar por separado. El múltiplo implícito de salida del DCF, 8,9x, prácticamente coincide con la mediana del tier ibérico de cotizadas, 8,58x, lo que cierra el bucle de coherencia interna entre el valor intrínseco y la referencia de mercado bursátil.

La banda sirve además como referencia operativa para distintos usos posibles. Para una discusión interna de planificación sucesoria entre los cinco accionistas, la zona 30-31 millones de valor de empresa es la referencia natural, antes de hacer el puente a valor de participaciones concretas. Si la discusión exige pasar de valor de empresa a valor de accionistas, habría que restar deuda neta y, si se valorase una participación minoritaria concreta, analizar separadamente descuentos por falta de control o iliquidez. Para una operación de venta a un comprador industrial con sinergias declaradas, la referencia se desplaza hacia los 38-50 millones que reflejan las dos transacciones precedentes del cuantitativo, con California Olive Ranch como ancla baja por ser la operación más cercana en tamaño y perfil al objetivo. La banda no resuelve la elección de cifra para cada uso, pero acota el espacio de hipótesis verosímiles y declara qué supuestos hay detrás de cada extremo del rango. Esa es la razón de ser del trabajo: ordenar con transparencia un orden de magnitud para un activo que sin ejercicio explícito suele discutirse desde múltiplos de servilleta.

### **7.2. Conclusiones metodológicas**

La segunda mitad de la pregunta pedía los ajustes metodológicos que las características del sector y de la pyme habían exigido a los métodos estándar, y aquí es donde el ejercicio hace su aportación más transferible. La lección principal va en sentido contrario al que a veces se asume en valoración de pymes: el trabajo metodológico no consiste en acumular descuentos sobre los resultados de cada método (por tamaño, por iliquidez, por normalización del EBITDA) hasta llegar a una cifra final más baja, sino en elegir con criterio qué ajustes están conceptualmente justificados y qué ajustes introducen falsa precisión sobre métodos que ya tienen sus propios sesgos.

Dos instrumentos sí entran en el cuantitativo del trabajo. La prima por tamaño de 250 puntos básicos en el WACC se incorpora como parámetro del coste de capital, no como descuento sobre el resultado, y se sustenta en la literatura de valoración de empresas privadas que recoge la diferencia sistemática de rentabilidades exigidas entre pymes y cotizadas equivalentes (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008). La beta sintética del tier ibérico de comparables, calculada desapalancando peer por peer y reapalancando a la estructura objetivo de Aires de Jaén con la fórmula de Hamada (1972), resuelve el

problema de que una empresa privada no tiene beta cotizada propia. Los dos instrumentos comparten un rasgo que los hace defendibles: actúan sobre el coste de capital, no sobre el resultado, y por tanto no introducen una doble penalización cuando se cruzan con otros métodos.

Tres instrumentos que la literatura recoge para pymes no cotizadas se han dejado fuera del cuantitativo, y su exclusión es una de las aportaciones del trabajo. El descuento por iliquidez (DLOM) se ha descartado porque el objeto de la valoración es el 100% de Aires de Jaén como empresa en marcha, no una participación minoritaria sin mercado, y la evidencia empírica sobre DLOM se ha construido fundamentalmente sobre operaciones con acciones restringidas o participaciones minoritarias en empresas cerradas, no sobre valoraciones del 100% del capital. La normalización mecánica del EBITDA al margen mediano del periodo 2017-2021 se ha descartado por simetría cíclica: el comparable principal del tier ibérico (Deoleo) opera en el mismo ciclo extraordinario de precios que afecta al EBITDA 2024 del objetivo, y California Olive Ranch lo confirma desde el lado de las transacciones, así que normalizar solo el EBITDA del objetivo introduciría una asimetría no justificada. El descuento por tamaño sobre los múltiplos de cotizadas y sobre los múltiplos de transacciones se ha descartado por falta de base empírica sectorial específica: calibrar un porcentaje concreto de descuento para envasadoras ibéricas de aceite de oliva, en ausencia de un panel propio de transacciones del subsector, introduciría una precisión aparente que la información disponible no respalda.

La diferencia de escala, la iliquidez accionarial y la ciclicidad sectorial siguen siendo limitaciones reales del caso, y el trabajo las incorpora a la interpretación cualitativa del rango en lugar de comprimirlas en un porcentaje numérico. Esa decisión es replicable para otros casos del subsector y, en general, para valoraciones de pymes con información pública limitada donde la calibración empírica precisa de los descuentos no está disponible. El protocolo resultante es más conservador en su uso de ajustes y más exigente en la justificación de cada parámetro, y eso lo hace más defendible ante un tribunal que pueda cuestionar cualquier porcentaje específico introducido sin base empírica directa.

El protocolo no resuelve la restricción informacional, la asume. Trabajar con cuentas depositadas y sin acceso a información primaria es la situación habitual cuando se valora una pyme española desde fuera, y la disciplina de declarar cada decisión con trazabilidad es lo que separa una valoración defendible de un ejercicio mecánico que cifra la incertidumbre como si fuera precisión (Damodaran, 2012; Pratt y Niculita, 2008). Esa trazabilidad hace replicable el ejercicio para otros casos del subsector y sostiene el trabajo como ejemplo metodológico para una categoría de empresa donde los manuales escritos para cotizadas no resultan suficientes.

### **7.3. Líneas futuras de investigación**

Tres frentes quedan abiertos. El primero es la construcción de un panel sectorial de pymes envasadoras ibéricas que permitiese calibrar empíricamente la prima de control, los descuentos por tamaño y los descuentos por iliquidez para envasadoras de aceite de oliva con base sectorial propia. La metodología consistiría en explotar los depósitos del Registro Mercantil para construir múltiplos contables sobre el subsector y cruzarlos con la base de transacciones M&A ibéricas, idealmente con acceso a las dataroom de operaciones cerradas en el segmento medio. Ese panel permitiría sustituir las decisiones metodológicas cualitativas de este trabajo por calibraciones empíricas específicas y, con ello, estrechar el rango razonado que hoy separa la zona stand-alone de 30-31 millones y la referencia M&A de 38-50 millones. El segundo frente es replicar el protocolo en un momento de ciclo sectorial normalizado para aislar cuánto del rango actual depende del ciclo extraordinario de precios entre 2022 y 2024 y cuánto del propio caso. La hipótesis razonable es que en un ciclo de precios medios el EBITDA del objetivo y el de los comparables del tier ibérico estarían más alineados con sus medianas históricas, y el rango stand-alone podría estrecharse de forma significativa. El tercero es la extensión del DCF con opciones

reales sobre el activo inmobiliario de la finca de Jabalquinto y sobre la capacidad de exportación todavía no explotada, dos palancas que el modelo trata como valor cero pero que un comprador estratégico podría monetizar en función de su tesis de inversión. La incorporación de estas opciones podría contribuir a explicar parte de la prima de control implícita en las transacciones precedentes que el cuantitativo del trabajo no logra desagregar a partir de la información pública disponible.

## **Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial**

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Jaime Martins-Soares Larrínaga, estudiante de E-4 en Boston de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Valoración de Aires de Jaén, S.L. y contraste por métodos de mercado", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
2. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
4. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
6. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
7. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 13/05/2026

Firma: Jaime Martins-Soares Larrínaga

## Bibliografía

- Agencia Estatal de Administración Tributaria. (2026). *Tipo de gravamen y cuota íntegra*. [https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folleto/manuales-practicos/folleto-actividades-economicas/4-impuesto-sobre-sociedades/4\\_3-tipo-gravamen-cuota-integra.html](https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folleto/manuales-practicos/folleto-actividades-economicas/4-impuesto-sobre-sociedades/4_3-tipo-gravamen-cuota-integra.html)
- Agrodiario. (2026, 4 de mayo). *Fuerte expectación ante las oportunidades y amenazas de la entrada en vigor del acuerdo UE-Mercosur*. <https://www.agrodiario.com/articulo/comercio-exterior-interior/fuerte-expectacion-agroalimentaria-entrada-vigor-acuerdo-ue-mercosur/20260504063857070233.html>
- Agroinformación. (2023, 21 de noviembre). *El Ministerio incrementa los importes de la ayuda asociada al olivar tradicional que complementarán la ayuda básica y los eco-regímenes*. <https://agroinformacion.com/el-ministerio-incrementa-los-importes-de-la-ayuda-asociada-al-olivar-tradicional-que-complementaran-la-ayuda-basica-y-los-eco-regimenes/>
- Aires de Jaén, S.L. (s.f.). *Sobre nosotros*. Recuperado el 5 de mayo de 2026, de <https://www.airesdejaen.com/sobre-nosotros/>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Anghel, B., Jimeno, J. F., y Jovell, P. (2023). El envejecimiento de la población trabajadora: Tendencias y consecuencias. *Papeles de Economía Española*, 176, 76-92. <https://www.funcas.es/articulos/el-envejecimiento-de-la-poblacion-trabajadora-tendencias-y-consecuencias/>
- Argos Wityu y Epsilon Research. (2026). *Argos Index mid-market: 4th quarter 2025*. <https://argos.fund/argos-index-4th-quarter-2025/>
- ASAJA-Sevilla. (2022, 21 de diciembre). *Las exigencias medioambientales de la nueva PAC pueden hacer perder a los olivareros andaluces la cuarta parte de sus ayudas*. <https://www.asajasevilla.es/noticias/jornadas-noticias/item/7754-las-exigencias-medioambientales-de-la-nueva-pac-pueden-hacer-perder-a-los-olivareros-andaluces-la-cuarta-parte-de-sus-ayudas.html>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2025, 31 de marzo). *Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo* (2.ª ed.). <https://www.airef.es/es/centro-documental/opinion-sobre-la-sostenibilidad-de-las-administraciones-publicas-a-largo-plazo/>
- Banco Central Europeo. (2025, 30 de junio). *El Consejo de Gobierno del BCE actualiza su estrategia de política monetaria* [Comunicado de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250630~aabf988af8.es.html>
- Banco de España. (2026). *Síntesis de indicadores. España: indicadores financieros, series diarias* [Tabla 1.2; consultado el 8 de mayo de 2026]. [https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/datos/pdf/si\\_1\\_2.pdf](https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/datos/pdf/si_1_2.pdf)

Bolinches, C. G. (2025, 3 de enero). Despegue y desplome del aceite de oliva: el precio en origen cae un 50% en un año. *elDiario.es*. [https://www.eldiario.es/economia/despegue-desplome-aceite-oliva-precio-origen-cae-50-ano\\_1\\_11941341.html](https://www.eldiario.es/economia/despegue-desplome-aceite-oliva-precio-origen-cae-50-ano_1_11941341.html)

Bonduelle SCA. (2025). *2024-2025 annual results* [Avis Financier 26/09/2025]. Bonduelle Group. <https://www.bonduelle.com/app/uploads/2025/09/AvisFinancier250926enENG.pdf>

Bureau van Dijk. (2026). *Aires de Jaén, S.L.: Company profile and financial statements* [Base de datos SABI; consulta institucional, Universidad Pontificia Comillas, mayo de 2026].

Cibus Capital. (2023, 17 de noviembre). *Completion of sale of Innoliva by Cibus Capital to Fiera Comox* [Comunicado de prensa]. Fiera Capital. <https://www.fieracapital.com/en/press-releases/press-release-122973/>

Cobram Estate Olives. (2025, 24 de diciembre). *Cobram Estate Olives to acquire California Olive Ranch in US\$173.5m deal and updates US operations* [Comunicación a la ASX, código CBO]. <https://www.theglobeandmail.com/investing/markets/markets-news/Tipranks/36785657/cobram-estate-olives-to-acquire-california-olive-ranch-in-us173-5m-deal-and-updates-us-operations/>

Comisión Europea. (2025, 21 de agosto). *Joint statement on a United States-European Union framework on an agreement on reciprocal, fair and balanced trade*. Directorate-General for Trade and Economic Security. [https://policy.trade.ec.europa.eu/news/joint-statement-united-states-european-union-framework-agreement-reciprocal-fair-and-balanced-trade-2025-08-21\\_en](https://policy.trade.ec.europa.eu/news/joint-statement-united-states-european-union-framework-agreement-reciprocal-fair-and-balanced-trade-2025-08-21_en)

Comisión Europea. (2026, 30 de abril). *EU-Mercosur Interim Trade Agreement starts to provisionally apply*. Directorate-General for Trade and Economic Security. [https://policy.trade.ec.europa.eu/news/eu-mercosur-interim-trade-agreement-starts-provisionally-apply-2026-04-30\\_en](https://policy.trade.ec.europa.eu/news/eu-mercosur-interim-trade-agreement-starts-provisionally-apply-2026-04-30_en)

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2025, 10 de julio). *Exclusión de negociación de las acciones de Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A., con efectos del 11/07/2025* [Otra información relevante, registros 35787 y 35788]. <https://www.cnmv.es/portal/otra-informacion-relevante/resultado-oir?nif=A25008202&lang=en>

Consejo Oleícola Internacional. (2025a, enero). *Sector statistics – January 2025*. International Olive Council. <https://www.internationaloliveoil.org/sector-statistics-january-2025/>

Consejo Oleícola Internacional. (2025b). *Olive sector statistics – December 2025 and forecasts*. International Olive Council. <https://www.internationaloliveoil.org/olive-sector-statistics-december-2025-and-forecasts/>

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3.ª ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2026a). *Betas by sector (Western Europe)*. NYU Stern. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

- Damodaran, A. (2026b). *Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimates and implications — The 2026 edition* [Working paper]. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.6361419>
- Damodaran, A. (2026c). *Ratings, interest coverage ratios and default spreads*. NYU Stern. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html)
- Décaire, P. H., y Graham, J. R. (2025). *Valuation fundamentals* [Working paper]. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4951338>
- Euronext Securities Porto. (2022, 20 de abril). *Registry of PTNUVBOM0001* (Notice No. 22/0399) [Aviso de registro de bonos NUTRINVEST/2021-2026]. Euronext. <https://www.euronext.com/en/post-trade/es-porto/notices/220399>
- FactSet. (2026). *Snapshot reports: Deoleo, Ebro Foods, Viscofan, Bonduelle, NewPrinces, Kerry Group* [Consulta institucional Universidad Pontificia Comillas, 5 y 6 de mayo de 2026]. FactSet Research Systems.
- Fernández, P. (2010). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores* [IESE Business School Working Paper]. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=1633408>
- Fernández, P. (2016). *Métodos de valoración de empresas* [IESE Business School Working Paper]. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=1267987>
- Fernández, P., García de la Garza, D., y Fernández Acín, L. (2024). *Survey: Market risk premium and risk-free rate used for 96 countries in 2024* [IESE Business School Working Paper]. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4754347>
- Fondo Español de Garantía Agraria. (2022, septiembre). *Importes unitarios indicativos de los ecorregímenes de la PAC 2023-2027*. Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. <https://www.fega.gob.es/es/pepac-2023-2027/ayudas-directas/ecorregimenes>
- Gómez-Limón, J. A. (2021). Las ayudas directas de la nueva PAC 2023-2027 y su aplicación al olivar. *Olimerca*, (38), 16-22. <https://issuu.com/olimerca/docs/olimerca-n38-versionweb--/s/13385328>
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435-452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>
- Instituto de la Empresa Familiar. (2025). *Relevancia y supervivencia de la empresa familiar: La empresa familiar en España 2025*. Instituto de la Empresa Familiar. <https://www.iefamiliar.com/publicaciones/relevancia-y-supervivencia-de-la-empresa-familiar-la-empresa-familiar-en-espana-en-2025/>
- Fondo Monetario Internacional. (2026). *Primary commodity prices* [Base de datos]. Recuperado el 11 de mayo de 2026, de <https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices>

Junta de Andalucía. (2023). *Primera estrategia andaluza para el sector del olivar 2023-2027*. Consejería de Agricultura, Pesca, Agua y Desarrollo Rural.

[https://www.juntadeandalucia.es/sites/default/files/2023-11/Doc\\_resumen\\_%2016112023.pdf](https://www.juntadeandalucia.es/sites/default/files/2023-11/Doc_resumen_%2016112023.pdf)

Junta de Andalucía. (2024). *Aforo de producción de olivar en Andalucía, campaña 2024-2025*. Consejería de Agricultura, Pesca, Agua y Desarrollo Rural.

[https://www.juntadeandalucia.es/sites/default/files/inline-files/2024/10/Estimacion\\_ACEITE\\_MESA\\_2024\\_25\\_LARGA\\_0.pdf](https://www.juntadeandalucia.es/sites/default/files/inline-files/2024/10/Estimacion_ACEITE_MESA_2024_25_LARGA_0.pdf)

Junta de Andalucía. (2025). *Informe final de campaña 2023/24 del sector aceite de oliva en Andalucía*. Consejería de Agricultura, Pesca, Agua y Desarrollo Rural.

<https://ws142.juntadeandalucia.es/agriculturaypesca/observatorio/servlet/FrontController?ec=default&action=DownloadS&table=12030&element=4922955&field=DOCUMENTO>

Kerry Group. (2026). *Preliminary statement of results for the year ended 31 December 2025*.

<https://www.kerry.com/content/dam/kerry/en/pdf/investors/results-presentations/2026/kerry-preliminary-results-2025-press-release.pdf>

Koller, T., Goedhart, M., y Wessels, D. (2025). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (8.<sup>a</sup> ed.). Wiley.

Langreo Navarro, A. (2025). El sistema español de producción de aceite de oliva, líder mundial. En *Anuario 2025 de la Fundación de Estudios Rurales* (pp. 158-163). Fundación de Estudios Rurales. <https://www.upa.es/Anuario2025/118-LANGREO.pdf>

Liu, J., Nissim, D., y Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>

Mercacei. (2025, 25 de noviembre). *España reclama incluir el aceite de oliva en la lista de productos exentos de aranceles con EEUU*.

<https://www.mercacei.com/noticia/64117/actualidad/espana-reclama-incluir-el-aceite-de-oliva-en-la-lista-de-productos-exentos-de-aranceles-con-eeuu.html>

Mercasa. (2025). *Alimentación en España 2025* (28.<sup>a</sup> ed.). Mercados Centrales de Abastecimiento, S.A. <https://www.mercasa.es/publicaciones/alimentacion-en-espana/>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2020). *Boletín semanal de precios del aceite de oliva, semana 39 de 2020 (campaña 2019/20)*. Subdirección General de Cultivos Herbáceos e Industriales y Aceite de Oliva.

<https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/392020boletinsemanalpreciosaceitedeoliva2019-20.pdf>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2023a). *Plan Estratégico de la Política Agraria Común 2023-2027 de España (PEPAC)*. <https://www.mapa.gob.es/es/pac/pac-2023-2027/plan-estrategico-pac>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2023b, 9 de octubre). *Las previsiones de producción de aceite de oliva en España se sitúan en 765.300 toneladas para la campaña 2023/24, un 15 % más que la anterior y un 34 % por debajo de la media de las últimas*

cuatro [Nota de prensa]. <https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/prensa/notas-de-prensa/documentos/documentos-2023/231009aforoaceiteoliva2324.pdf>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2024a). *Boletín semanal de precios del aceite de oliva, semana 2 de 2024 (campaña 2023/24)*. Subdirección General de Cultivos Herbáceos e Industriales y Aceite de Oliva.

<https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/022024boletinsemanalpreciosaceitedeoliva2023-24.pdf>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2024b). *Boletín semanal de precios del aceite de oliva, semana 50 de 2023 (campaña 2023/24)*.

[https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/502023boletinsemanalpreciosaceitedeoliva2023-24\\_concomentarios.pdf](https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/502023boletinsemanalpreciosaceitedeoliva2023-24_concomentarios.pdf)

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2025a). *Informe de campaña de la situación de mercado del sector del aceite de oliva. Campaña 2024/25: datos a 30 de septiembre de 2025*.

[https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/avances-e-informes-de-situacion-de-mercado/INFORME-PROVISIONAL-de-la-Situacion-de-Mercado-del-Sector-de-Aceite-de-Oliva\\_Campa-a-202425.pdf](https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/avances-e-informes-de-situacion-de-mercado/INFORME-PROVISIONAL-de-la-Situacion-de-Mercado-del-Sector-de-Aceite-de-Oliva_Campa-a-202425.pdf)

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2025b). *Boletín semanal de precios del aceite de oliva, semana 4 de 2025 (campaña 2024/25)*. Subdirección General de Cultivos Herbáceos e Industriales y Aceite de Oliva.

<https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/agricultura/temas/producciones-agricolas/frutas-y-hortalizas/aceite-de-oliva-y-aceituna-de-mesa/042025boletinsemanalpreciosaceitedeoliva2023-24.pdf>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2025c). *Informe del consumo alimentario en España 2024*.

<https://www.mapa.gob.es/dam/mapa/contenido/alimentacion/temas/consumo-y-tendencias-en-alimentacion/panel-de-consumo-alimentario/ultimos-datos/consumo-2024/informe-consumo-2024-baja.pdf>

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2025d, 17 de julio). *El Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación inicia la audiencia pública del proyecto de orden por el que se establece la norma de comercialización del aceite de oliva para la campaña 2025/26* [Nota de prensa].

[https://www.mapa.gob.es/es/prensa/ultimas-noticias/detalle\\_noticias/el-ministerio-de-agricultura--pesca-y-alimentacion-inicia-la-audiencia-publica-del-proyecto-de-norma-de-comercializacion-del-aceite-de-oliva-para-la-campa-a-2025-26/495d54d7-b4bd-4ce7-b0f1-af1225d1c23b](https://www.mapa.gob.es/es/prensa/ultimas-noticias/detalle_noticias/el-ministerio-de-agricultura--pesca-y-alimentacion-inicia-la-audiencia-publica-del-proyecto-de-norma-de-comercializacion-del-aceite-de-oliva-para-la-campa-a-2025-26/495d54d7-b4bd-4ce7-b0f1-af1225d1c23b)

Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2026). *Boletines semanales de precios del aceite de oliva, campaña 2025/26* [Conjunto de boletines]. Subdirección General de Cultivos Herbáceos e Industriales y Aceite de Oliva. Recuperado el 11 de mayo de 2026, de

[https://www.mapa.gob.es/es/agricultura/temas/producciones-agricolas/aceite-oliva-y-aceituna-mesa/evolucion\\_precios\\_ao\\_vegetales](https://www.mapa.gob.es/es/agricultura/temas/producciones-agricolas/aceite-oliva-y-aceituna-mesa/evolucion_precios_ao_vegetales)

Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., y Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

NewPrinces S.p.A. (2026). *Annual report 2025*. NewPrinces.  
<https://www.newprinces.it/en/investor-center>

Parras-Rosa, M., Vega-Zamora, M., y Ruz-Carmona, A. (2024). Cadena de valor del aceite de oliva virgen extra. *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 112, 15-44. <https://doi.org/10.7203/CIRIEC-E.112.29540>

PitchBook. (2026). *M&A transactions European olive oil and Mediterranean food processing 2018-2026* [Base de datos; consulta institucional, Northeastern University, mayo de 2026].

Plataforma Tierra. (2025, 21 de octubre). *Aceite de oliva: balance de la campaña 2024/25 y perspectivas para 2025/26*. <https://www.plataformatierra.es/mercados/aceite-oliva-balance-campana-2024-25-perspectivas-2025-26>

Pratt, S. P., y Niculita, A. V. (2008). *Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies* (5.ª ed.). McGraw-Hill.

Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, de medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania y de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad. *Boletín Oficial del Estado*, 311, 28 de diciembre de 2022, 184138-184290. <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2022/12/27/20>

Real Decreto-ley 4/2024, de 26 de junio, por el que se prorrogan determinadas medidas para afrontar las consecuencias económicas y sociales derivadas de los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo y se adoptan medidas urgentes en materia fiscal, energética y social. *Boletín Oficial del Estado*, 156, 27 de junio de 2024. <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2024/06/26/4>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

## Anexos

### Anexo I. Cuenta de pérdidas y ganancias histórica y proyectada de Aires de Jaén

Cuenta de Pérdidas y Ganancias												
en miles de €, salvo indicación contraria)												
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Ventas Netas</b>												
Ingresos	22.313€	29.493€	39.708€	52.014€	44.212€	48.633€	52.888€	56.855€	60.408€	63.429€	65.807€	67.452€
Ajustes Bruto a Neto	--	20	46	40	--	--	--	--	--	--	--	--
Precios del Aceite de Oliva	3.539	4.257	7.131	8.179	4.843	5.224	--	--	--	--	--	--
<b>Total Ventas Netas</b>	<b>22.313€</b>	<b>29.513€</b>	<b>39.756€</b>	<b>52.053€</b>	<b>44.212€</b>	<b>48.633€</b>	<b>52.888€</b>	<b>56.855€</b>	<b>60.408€</b>	<b>63.429€</b>	<b>65.807€</b>	<b>67.452€</b>
<b>Crecimiento Interanual (%)</b>	6.2%	32.3%	34.7%	30.9%	-15.0%	10.0%	8.8%	7.5%	6.3%	5.0%	3.8%	2.5%
<b>Costes Directos</b>												
Coste de Ventas	(18.749€)	(25.530€)	(34.076€)	(45.249€)	(38.022€)	(42.311€)	(46.118€)	(49.691€)	(52.918€)	(55.690€)	(57.910€)	(59.493€)
<b>Margen Bruto</b>	<b>3.563€</b>	<b>3.983€</b>	<b>5.679€</b>	<b>6.804€</b>	<b>6.190€</b>	<b>6.322€</b>	<b>6.770€</b>	<b>7.164€</b>	<b>7.491€</b>	<b>7.738€</b>	<b>7.897€</b>	<b>7.959€</b>
<b>Margen (%)</b>	16.0%	13.5%	14.3%	13.1%	14.0%	13.0%	12.8%	12.6%	12.4%	12.2%	12.0%	11.8%
<b>Gastos de Explotación</b>												
Gastos de Personal	(1.205€)	(1.226€)	(1.309€)	(1.506€)	(1.326€)	(1.459€)	(1.587€)	(1.706€)	(1.812€)	(1.903€)	(1.974€)	(2.024€)
Número de Empleados	35	34	35	37								
Gastos de Personal/Ingresos	5.4%	4.2%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Otros Gastos de Explotación/Ingresos	(1.080€)	(1.326€)	(1.200€)	(1.465€)	(1.326€)	(1.459€)	(1.587€)	(1.706€)	(1.812€)	(1.903€)	(1.974€)	(2.024€)
<b>EBITDA</b>	<b>1.278€</b>	<b>1.431€</b>	<b>3.170€</b>	<b>3.833€</b>	<b>3.537€</b>	<b>3.404€</b>	<b>3.596€</b>	<b>3.752€</b>	<b>3.866€</b>	<b>3.933€</b>	<b>3.948€</b>	<b>3.912€</b>
<b>Margen (%)</b>	5.7%	4.9%	8.0%	7.4%	8.0%	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%
D&A	(341€)	(378€)	(607€)	(633€)	(493€)	(527€)	(563€)	(603€)	(645€)	(691€)	(738€)	(788€)
<b>EBIT</b>	<b>937€</b>	<b>1.053€</b>	<b>2.562€</b>	<b>3.200€</b>	<b>3.044€</b>	<b>2.878€</b>	<b>3.033€</b>	<b>3.150€</b>	<b>3.221€</b>	<b>3.242€</b>	<b>3.210€</b>	<b>3.125€</b>
<b>Margen (%)</b>	4.2%	3.6%	6.4%	6.1%	6.9%	5.9%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%	4.6%
Ingresos Financieros	3€	8€	9€	9€	9€	9€	9€	9€	9€	9€	9€	9€
Gastos Financieros	(158)	(167)	(392)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)	(413)
<b>BAI</b>	<b>783€</b>	<b>894€</b>	<b>2.179€</b>	<b>2.796€</b>	<b>2.639€</b>	<b>2.473€</b>	<b>2.629€</b>	<b>2.745€</b>	<b>2.817€</b>	<b>2.838€</b>	<b>2.806€</b>	<b>2.720€</b>
Impuestos	(244€)	(211€)	(528€)	(619€)	(600€)	(618€)	(657€)	(686€)	(704€)	(709€)	(701€)	(690€)
<b>Margen (%)</b>	31.2%	23.6%	24.2%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>Beneficio Neto</b>	<b>539€</b>	<b>683€</b>	<b>1.651€</b>	<b>2.177€</b>	<b>1.979€</b>	<b>1.855€</b>	<b>1.972€</b>	<b>2.059€</b>	<b>2.112€</b>	<b>2.128€</b>	<b>2.104€</b>	<b>2.040€</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.

## Anexo II. Estado de flujos de efectivo histórico y proyectado

Estado de Flujos de Efectivo												
<i>(en miles de €, salvo indicación contraria)</i>												
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Flujo de Caja de Operaciones</b>	539€	683€	1.651€	2.177€	1.979€	1.855€	1.972€	2.059€	2.112€	2.128€	2.104€	2.040€
Beneficio Neto	341	378	607	633	493	527	563	603	645	691	738	788
D&A	(1.173)	(1.079)	(2.504)	720	188	(589)	(550)	(514)	(462)	(394)	(312)	(218)
Variación del Fondo de Maniobra	(293€)	(17€)	(245€)	3.530€	2.661€	1.793€	1.985€	2.148€	2.296€	2.425€	2.530€	2.609€
<b>Total Flujo de Caja de Operaciones</b>	<b>(293€)</b>	<b>(17€)</b>	<b>(245€)</b>	<b>3.530€</b>	<b>2.661€</b>	<b>1.793€</b>	<b>1.985€</b>	<b>2.148€</b>	<b>2.296€</b>	<b>2.425€</b>	<b>2.530€</b>	<b>2.609€</b>
<b>Flujo de Caja de Inversión</b>	(860€)	(123€)	(249€)	(856€)	(663€)	(729€)	(793€)	(853€)	(906€)	(951€)	(987€)	(1.012€)
Capex	(860€)	(123€)	(249€)	(856€)	(663€)	(729€)	(793€)	(853€)	(906€)	(951€)	(987€)	(1.012€)
<b>Total Flujo de Caja de Inversión</b>	<b>(860€)</b>	<b>(123€)</b>	<b>(249€)</b>	<b>(856€)</b>	<b>(663€)</b>	<b>(729€)</b>	<b>(793€)</b>	<b>(853€)</b>	<b>(906€)</b>	<b>(951€)</b>	<b>(987€)</b>	<b>(1.012€)</b>
<b>Flujo de Caja de Financiación</b>	1.028€	495€	656€	(2.845€)	--	--	--	--	--	--	--	--
Emisión (Amortización) de Deuda	1.028€	495€	656€	(2.845€)	--	--	--	--	--	--	--	--
(+) Ampliación de Capital	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
(-) Distribuciones	24	18	50	70	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Total Flujo de Caja de Financiación</b>	<b>1.051€</b>	<b>513€</b>	<b>707€</b>	<b>(2.775€)</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
Saldo Inicial de Caja	199€	96€	412€	632€	525€	2.523€	2.523€	4.777€	6.072€	7.462€	8.935€	10.478€
<b>Variación Neta de Caja</b>	<b>(102)</b>	<b>374</b>	<b>212</b>	<b>(101)</b>	<b>1.998</b>	<b>1.063</b>	<b>1.191</b>	<b>1.295</b>	<b>1.390</b>	<b>1.473</b>	<b>1.543</b>	<b>1.598</b>
Saldo Final de Caja	97	469	624	531	2.523	3.586	4.777	6.072	7.462	8.935	10.478	12.076

Estado de Flujos de Efectivo												
<i>(en miles de €, salvo indicación contraria)</i>												
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Histórico	
											2021A	2022A
<b>Flujo de Caja de Operaciones</b>	313€	180€	19€	1€	24€	19€	30€	319€	644€	784€	539€	683€
Beneficio Neto	--	0	21	101	127	158	165	169	200	306	341	378
D&A	(1.145)	(256)	182	(499)	(1.002)	(300)	2	506	369	351	(1.173)	(1.078)
Variación del Fondo de Maniobra	(831€)	(76€)	222€	(396€)	(851€)	(122€)	197€	94€	1.213€	1.441€	(293€)	(17€)
<b>Total Flujo de Caja de Operaciones</b>	<b>(518€)</b>	<b>(132€)</b>	<b>241€</b>	<b>(395€)</b>	<b>(827€)</b>	<b>(203€)</b>	<b>396€</b>	<b>419€</b>	<b>2.666€</b>	<b>2.885€</b>	<b>(293€)</b>	<b>(17€)</b>
<b>Flujo de Caja de Inversión</b>	(0€)	(703€)	(3.169€)	(95€)	(95€)	(506€)	(309€)	(39€)	(1.904€)	(959€)	(860€)	(123€)
Capex	(0€)	(703€)	(3.169€)	(95€)	(95€)	(506€)	(309€)	(39€)	(1.904€)	(959€)	(860€)	(123€)
<b>Total Flujo de Caja de Inversión</b>	<b>(0€)</b>	<b>(703€)</b>	<b>(3.169€)</b>	<b>(95€)</b>	<b>(95€)</b>	<b>(506€)</b>	<b>(309€)</b>	<b>(39€)</b>	<b>(1.904€)</b>	<b>(959€)</b>	<b>(860€)</b>	<b>(123€)</b>
<b>Flujo de Caja de Financiación</b>	895€	1.655€	1.770€	359€	634€	584€	(108€)	(911€)	672€	(377€)	1.028€	495€
Emisión (Amortización) de Deuda	3	360	156	--	429	--	150	--	--	--	--	--
(+) Ampliación de Capital	--	(69)	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	0	(5)	24	18
(-) Distribuciones	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Total Flujo de Caja de Financiación</b>	<b>895€</b>	<b>1.946€</b>	<b>1.925€</b>	<b>360€</b>	<b>1.062€</b>	<b>584€</b>	<b>42€</b>	<b>(911€)</b>	<b>672€</b>	<b>(382€)</b>	<b>1.051€</b>	<b>513€</b>
Saldo Inicial de Caja	--	66€	1.233€	212€	75€	193€	146€	75€	124€	102€	199€	96€
<b>Variación Neta de Caja</b>	<b>66</b>	<b>1.167</b>	<b>(1.021)</b>	<b>(132)</b>	<b>116</b>	<b>(44)</b>	<b>(71)</b>	<b>43</b>	<b>(18)</b>	<b>100</b>	<b>(102)</b>	<b>374</b>
Saldo Final de Caja	66	1.233	212	80	191	150	75	119	106	202	97	469

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.



## Anexo IV. Balance de situación proyectado

Balance de Situación (en miles de €, salvo indicación contraria)												
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Activo No Corriente</b>												
Inmovilizado Intangible	50€	52€	64€	93€	93€	93€	93€	93€	93€	93€	93€	93€
Inmovilizado Material	6.995	6.739	6.250	6.231	6.401	6.604	6.834	7.084	7.345	7.606	7.855	8.079
Otros Activos No Corrientes	7	6	124	337	337	337	337	337	337	337	337	337
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>7.051€</b>	<b>6.796€</b>	<b>6.438€</b>	<b>6.661€</b>	<b>6.831€</b>	<b>7.034€</b>	<b>7.264€</b>	<b>7.514€</b>	<b>7.775€</b>	<b>8.036€</b>	<b>8.285€</b>	<b>8.509€</b>
<b>Activo Corriente</b>												
Existencias	2.706€	3.302€	6.079€	3.219€	4.792€	5.332€	5.812€	6.262€	6.669€	7.019€	7.298€	7.498€
Deudores	1.525	2.932	3.023	5.250	3.658	4.023	4.375	4.704	4.998	5.247	5.444	5.580
Otros Activos Corrientes	8	65	58	64	64	64	64	64	64	64	64	64
Efectivo y Equivalentes	96	412	632	525	2.523	3.586	4.777	6.072	7.462	8.935	10.478	12.076
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>4.334€</b>	<b>6.712€</b>	<b>9.791€</b>	<b>9.058€</b>	<b>11.036€</b>	<b>13.005€</b>	<b>15.028€</b>	<b>17.102€</b>	<b>19.192€</b>	<b>21.264€</b>	<b>23.284€</b>	<b>25.217€</b>
<b>Total Activo</b>	<b>11.386€</b>	<b>13.508€</b>	<b>16.229€</b>	<b>15.719€</b>	<b>17.867€</b>	<b>20.039€</b>	<b>22.293€</b>	<b>24.616€</b>	<b>26.967€</b>	<b>29.301€</b>	<b>31.569€</b>	<b>33.727€</b>
<b>Patrimonio Neto</b>												
Capital	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€	1.097€
Otras Partidas de Patrimonio Neto	2.822	3.523	5.224	7.471	9.450	11.306	13.277	15.336	17.449	19.577	21.681	23.722
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>3.919€</b>	<b>4.620€</b>	<b>6.322€</b>	<b>8.568€</b>	<b>10.548€</b>	<b>12.403€</b>	<b>14.374€</b>	<b>16.434€</b>	<b>18.546€</b>	<b>20.674€</b>	<b>22.779€</b>	<b>24.819€</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>												
Deuda a Largo Plazo	2.656€	1.843€	1.456€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€	1.037€
Otros Pasivos No Corrientes	..	7	23	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Provisiones	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>2.656€</b>	<b>1.850€</b>	<b>1.479€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>	<b>1.083€</b>
<b>Pasivo Corriente</b>												
Pasamos a Corto Plazo	3.240€	4.532€	4.387€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€	2.740€
Acreedores	1.267	2.193	2.556	2.644	2.813	3.130	3.412	3.676	3.914	4.120	4.284	4.401
Otros Pasivos Corrientes	304	314	1.485	684	684	684	684	684	684	684	684	684
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>4.811€</b>	<b>7.038€</b>	<b>8.429€</b>	<b>6.067€</b>	<b>6.236€</b>	<b>6.533€</b>	<b>6.835€</b>	<b>7.099€</b>	<b>7.338€</b>	<b>7.543€</b>	<b>7.707€</b>	<b>7.824€</b>
<b>Total Patrimonio Neto y Pasivo</b>	<b>11.386€</b>	<b>13.508€</b>	<b>16.229€</b>	<b>15.719€</b>	<b>17.867€</b>	<b>20.039€</b>	<b>22.293€</b>	<b>24.616€</b>	<b>26.967€</b>	<b>29.301€</b>	<b>31.569€</b>	<b>33.727€</b>
Cuadri/e	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.

## Anexo V. Inmovilizado material, capex y amortización 2014-2024

		Inmovilizado Material											Historico																
(en miles de €, salvo indicación contraria)		2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>Inmovilizado Material</b>		0€	5€	29€	29€	37€	47€	43€	39€	43€	51€	50€	52€	64€	93€	0€	5€	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	0
Inmovilizado Inanible		--	688	3.808	3.794	3.750	4.095	4.244	4.130	5.829	6.474	6.995	6.739	6.250	6.231	--	688	3.808	3.794	3.750	4.095	4.244	4.130	5.829	6.474	6.995	6.739	6.250	6.231
Otros Activos No Corrientes		--	11	14	22	27	19	18	7	6	7	7	6	124	337	--	11	14	22	27	19	18	7	6	7	7	6	124	337
<b>Total Activo No Corriente</b>		0€	704€	3.851€	3.85€	3.814€	4.151€	4.305€	4.176€	5.879€	6.532€	7.051€	6.796€	6.439€	6.561€	0€	704€	3.851€	3.85€	3.814€	4.151€	4.305€	4.176€	5.879€	6.532€	7.051€	6.796€	6.439€	6.561€
<b>D&amp;A</b>		--	0€	21€	101€	127€	158€	165€	169€	200€	306€	341€	378€	607€	633€	--	0€	21€	101€	127€	158€	165€	169€	200€	306€	341€	378€	607€	633€
Deuter		0%	0%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	5%	5%	6%	9%	10%	0%	0%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	5%	5%	6%	9%	10%
Ventas Netas		7.823€	10.978€	10.827€	12.061€	13.697€	14.709€	19.959€	21.776€	20.394€	21.016€	22.313€	29.489€	39.709€	52.014€	7.823€	10.978€	10.827€	12.061€	13.697€	14.709€	19.959€	21.776€	20.394€	21.016€	22.313€	29.489€	39.709€	52.014€
<b>Capex</b>		0€	703€	3.168€	95€	95€	506€	309€	39€	1.904€	95€	80€	1.23€	249€	856€	0€	703€	3.168€	95€	95€	506€	309€	39€	1.904€	95€	80€	1.23€	249€	856€
Capex/Ingresos (%)		0.0%	6.4%	29.5%	0.8%	0.7%	3.4%	1.5%	0.2%	9.3%	4.6%	3.9%	0.4%	0.6%	1.6%	0.0%	6.4%	29.5%	0.8%	0.7%	3.4%	1.5%	0.2%	9.3%	4.6%	3.9%	0.4%	0.6%	1.6%
<b>Amortización (línea recta)</b>		0€	703€	3.168€	95€	95€	506€	309€	39€	1.904€	95€	80€	1.23€	249€	856€	0€	703€	3.168€	95€	95€	506€	309€	39€	1.904€	95€	80€	1.23€	249€	856€
		20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años	20 años
2011		--	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2012		--	--	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	--	--	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
2013		--	--	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	--	--	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158
2014		--	--	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	--	--	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2015		--	--	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	--	--	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2016		--	--	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	--	--	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
2017		--	--	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	--	--	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
2018		--	--	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	--	--	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
2019		--	--	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	--	--	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
2020		--	--	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	--	--	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
2021		--	--	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	--	--	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
2022		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2023		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2024		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2025		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2026		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2027		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2028		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2029		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2030		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2031		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2032		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2033		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Amortización Total</b>		--	0€	35€	194€	198€	203€	228€	244€	246€	341€	399€	432€	438€	451€	--	0€	35€	194€	198€	203€	228€	244€	246€	341€	399€	432€	438€	451€
Amortización Histórica		0€	21€	101€	127€	158€	165€	169€	169€	200€	306€	341€	378€	607€	633€	0€	21€	101€	127€	158€	165€	169€	169€	200€	306€	341€	378€	607€	633€
Estimada/Histórica		12%	169%	192%	155%	129%	138%	144%	123%	111%	114%	114%	72%	71%	12%	169%	192%	155%	129%	138%	144%	123%	111%	114%	114%	72%	71%		

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.

## Anexo VI. Inmovilizado material, capex y amortización 2021-2032

		Inmovilizado Material											
(en miles de €, salvo indicación contraria)		2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Inmovilizado Material</b>		506	526	646	936	936	936	936	936	936	936	936	936
Inmovilizado Intangible		6.995	6.739	6.250	6.231	6.401	6.604	6.834	7.084	7.345	7.606	7.855	8.079
Otros Activos No Corrientes		7	6	124	337	337	337	337	337	337	337	337	337
<b>Total Activo No Corriente</b>		<b>7.051€</b>	<b>6.796€</b>	<b>6.438€</b>	<b>6.661€</b>	<b>6.831€</b>	<b>7.034€</b>	<b>7.264€</b>	<b>7.514€</b>	<b>7.775€</b>	<b>8.036€</b>	<b>8.285€</b>	<b>8.509€</b>
<b>D&amp;A</b>		<b>341€</b>	<b>378€</b>	<b>607€</b>	<b>633€</b>	<b>493€</b>	<b>527€</b>	<b>563€</b>	<b>603€</b>	<b>645€</b>	<b>691€</b>	<b>736€</b>	<b>786€</b>
Driver	Capex/Infr. (%)	5%	6%	9%	10%								
Ventas Netas		22.313€	29.493€	39.708€	52.014€	44.212€	48.633€	52.888€	56.955€	60.408€	63.429€	65.807€	67.452€
<b>Capex</b>	<b>123€</b>	<b>123€</b>	<b>249€</b>	<b>856€</b>	<b>663€</b>	<b>663€</b>	<b>729€</b>	<b>793€</b>	<b>853€</b>	<b>906€</b>	<b>951€</b>	<b>987€</b>	<b>1.012€</b>
Capex/Ingresos (%)		3.9%	0.4%	0.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>Amortización (línea recta)</b>	<b>Vida Útil</b>	860€	123€	249€	856€	663€	729€	793€	853€	906€	951€	987€	1.012€
2011	20 años	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--
2012	20 años	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
2013	20 años	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158
2014	20 años	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2015	20 años	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2016	20 años	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
2017	20 años	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
2018	20 años	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
2019	20 años	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
2020	20 años	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
2021	20 años	--	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
2022	20 años	--	--	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
2023	20 años	--	--	--	12	12	12	12	12	12	12	12	12
2024	20 años	--	--	--	--	43	43	43	43	43	43	43	43
2025	20 años	--	--	--	--	--	33	33	33	33	33	33	33
2026	20 años	--	--	--	--	--	--	36	36	36	36	36	36
2027	20 años	--	--	--	--	--	--	--	40	40	40	40	40
2028	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	43	43	43	43
2029	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	--	45	45	45
2030	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	48	48
2031	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	49
2032	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2033	20 años	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Amortización Total</b>		<b>399€</b>	<b>432€</b>	<b>436€</b>	<b>451€</b>	<b>493€</b>	<b>527€</b>	<b>563€</b>	<b>603€</b>	<b>645€</b>	<b>691€</b>	<b>736€</b>	<b>786€</b>
Amortización Histórica		341€	378€	607€	633€								
Estimada/Histórica		114%	114%	72%	71%								

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.



## Anexo VIII. Fondo de maniobra y drivers de capital circulante 2021-2032

Fondo de Maniobra												
(en miles de €, salvo indicación contraria)												
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Activos</b>												
Existencias	2.706€	3.302€	6.079€	3.219€	4.792€	5.332€	5.812€	6.262€	6.669€	7.019€	7.298€	7.498€
Deudores	1.525€	2.932€	3.023€	5.250€	3.658€	4.023€	4.375€	4.704€	4.998€	5.247€	5.444€	5.580€
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>4.230€</b>	<b>6.234€</b>	<b>9.102€</b>	<b>8.469€</b>	<b>8.449€</b>	<b>9.356€</b>	<b>10.188€</b>	<b>10.966€</b>	<b>11.667€</b>	<b>12.266€</b>	<b>12.742€</b>	<b>13.078€</b>
<b>Pasivos</b>												
Acreedores	1.267€	2.193€	2.556€	2.644€	2.813€	3.130€	3.412€	3.676€	3.914€	4.120€	4.284€	4.401€
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>1.267€</b>	<b>2.193€</b>	<b>2.556€</b>	<b>2.644€</b>	<b>2.813€</b>	<b>3.130€</b>	<b>3.412€</b>	<b>3.676€</b>	<b>3.914€</b>	<b>4.120€</b>	<b>4.284€</b>	<b>4.401€</b>
<b>Fondo de Maniobra</b>	<b>2.964€</b>	<b>4.042€</b>	<b>6.545€</b>	<b>5.825€</b>	<b>5.637€</b>	<b>6.226€</b>	<b>6.776€</b>	<b>7.290€</b>	<b>7.752€</b>	<b>8.146€</b>	<b>8.459€</b>	<b>8.677€</b>
Variación Activo Corriente	(925€)	(2.004€)	(2.867€)	632€	20€	(906€)	(832€)	(778€)	(701€)	(599€)	(477€)	(336€)
Variación Pasivo Corriente	(247€)	926€	364€	89€	169€	317€	282€	264€	239€	205€	164€	117€
<b>Disminución (Aumento) del Fondo de Maniobra</b>	<b>(1.173€)</b>	<b>(1.078€)</b>	<b>(2.504€)</b>	<b>720€</b>	<b>188€</b>	<b>(589€)</b>	<b>(550€)</b>	<b>(514€)</b>	<b>(462€)</b>	<b>(394€)</b>	<b>(312€)</b>	<b>(218€)</b>
<b>Drivers</b>												
Ventas Netas	22.313€	29.513€	39.755€	52.053€	44.212€	48.633€	52.888€	56.855€	60.408€	63.429€	65.807€	67.452€
Coste de Ventas	(18.749€)	(25.530€)	(34.076€)	(45.249€)	(38.022€)	(42.311€)	(46.118€)	(49.691€)	(52.918€)	(55.690€)	(57.910€)	(59.493€)
Días en el Periodo												
Días de Inventario	53	47	65	26	46	46	46	46	46	46	46	46
Días de Cobro	25	36	28	37	30	30	30	30	30	30	30	30
Días de Pago	25	31	27	21	27	27	27	27	27	27	27	27

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Aires de Jaén extraídas de Bureau van Dijk, base SABI, y del modelo financiero. Cifras en miles de euros salvo indicación contraria.

**Anexo IX. Sensibilidad del valor de empresa al crecimiento de ingresos 2025 y al margen bruto de 2026**

		Margen Bruto 2026				
		11.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%
2025 Crecimiento de Ingresos	-25.0%	12,983€	20,322€	27,660€	34,999€	42,338€
	-20.0%	13,708€	21,536€	29,364€	37,192€	45,019€
	-15.0%	14,433€	22,750€	31,067€	39,384€	47,701€
	-10.0%	15,158€	23,964€	32,771€	41,577€	50,383€
	-5.0%	15,883€	25,179€	34,474€	43,770€	53,065€

*Fuente: Elaboración propia a partir del modelo financiero. Cifras en miles de euros.*

