



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
EMPRESARIALES**

**ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA DE
FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS
VITIVINÍCOLAS ESPAÑOLAS, CON
ESPECIAL REFERENCIA Y PROPUESTA
PARA GONZÁLEZ BYASS**

TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Pablo Domecq Vergara

Tutor: Cecilio Moral Bello

Madrid

Abril 2018



Pablo
Domecq
Vergara

**ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA DE
FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS
VITIVÍNICOLAS ESPAÑOLAS, CON ESPECIAL
REFERENCIA Y PROPUESTA PARA
GONZÁLEZ BYASS**

Índice General:

Página:

1. Resumen	1
<i>1.1 Resumen en castellano</i>	1
<i>1.2 Abstract</i>	2
2. Objetivo del trabajo	3
3. Metodología	3
4. Acercamiento al sector vinícola en España	4
<i>4.1 Las empresas vitivinícolas: concepto de industria</i>	4
<i>4.2 Evolución histórica del vino y distribución geográfica</i>	5
<i>4.3 Importancia de la industria en la economía española</i>	8
5. Análisis del sistema de financiación utilizado por las empresas vitivinícolas españolas	10
<i>5.1 Análisis de la situación financiera del sector</i>	11
5.1.1 Análisis individualizado de la financiación de la muestra	12
5.1.2 Rentabilidad de la Financiación utilizada.....	15
5.1.3 Conclusiones	23
6. Análisis específico del modelo de financiación de GB.	25
<i>6.1 Estructura de capital y ratio de endeudamiento</i>	25
<i>6.2 Coste de la deuda, grado de apalancamiento y rentabilidad</i>	26
<i>6.3 Composición y financiación de los activos</i>	30

Índice General:

Página:

6.3.1 Fondo de Maniobra	30
7. Propuesta de un modelo alternativo de financiación	33
7.1 Crecimiento de González Byass.....	34
7.2 Posibles Alternativas de financiación.....	37
7.2.1 Mercado de capitales.....	38
7.2.2 Ampliación de capital.....	39
7.2.3 Flexibilización de la deuda a largo plazo	40
7.3 Elección de la alternativa.....	43
8. Conclusión	44
9. Bibliografía	46

Índice de Gráficos:

Página:

• Gráfico 4.2.1: Hectáreas cultivadas por continentes	6
• Gráfico 4.2.2: Evolución Hectáreas cultivadas en los continentes/mundial (1997-2014)	7
• Gráfico 4.2.3: Evolución Hectáreas cultivadas en Francia, Italia y España (1997-2014)	8
• Gráfico 4.3.1: PIB en España (2013-2019)	9
• Gráfico 4.3.2: Contribución del Vino al PIB	10
• Gráfico 5.1.1: Ratio de Endeudamiento con entidades de crédito	12
• Gráfico 5.1.1.1: ROCE VS Kd (Codorniu)	18
• Gráfico 5.1.1.2: ROE (Codorniu)	18
• Gráfico 5.1.1.3: ROCE VS Kd (Osborne)	19
• Gráfico 5.1.1.4: ROE (Osborne)	19
• Gráfico 5.1.1.5: ROCE VS Kd (M.Torres)	21
• Gráfico 5.1.1.6: ROE (M.Torres)	21
• Gráfico 5.1.1.7: ROCE VS Kd (R. Bilbao)	22
• Gráfico 5.1.1.8: ROE (R. Bilbao)	22

Índice de Gráficos:

Página:

- **Gráfico 5.1.1.9: ROCE VS Kd (Freixenet)** 23
- **Gráfico 5.1.1.10: ROE (Freixenet)** 23
- **Gráfico 6.1.1: Estructura de Capital GB**..... 25
- **Gráfico 6.3.1.1: Ratio de liquidez general GB
y media de la muestra** 30
- **Gráfico 6.3.1.2: Ratio de liquidez general de GB
y media de la muestra excluyendo las existencias**..... 32
- **Gráfico 7.2.3.1: DFN/EBITDA y Liquidez general GB**..... 41

Índice de Tablas:

Página:

• Tabla 5.1.1.1: ROE	17
• Tabla 5.1.1.2: ROCE	17
• Tabla 5.1.1.3: Coste de la deuda después de impuestos	17
• Tabla 5.1.2.1: GAF	20
• Tabla 6.2.1: Coste de la deuda de GB	26
• Tabla 6.2.2: Grado de apalancamiento financiero de GB	27
• Tabla 6.2.3: Análisis de rentabilidades de GB	28
• Tabla 6.2.4: Comparación de la eficiencia de la deuda	29
• Tabla 6.3.1: Fondo de Maniobra GB	31
• Tabla 7.1.1: Suposiciones de proyección	35
• Tabla 7.1.2: Proyección PyG	36
• Tabla 7.2.3.1: DFN/EBITDA y Liquidez general GB	40
• Tabla 7.2.3.2: Proyecciones del nuevo modelo	42

1. Resumen

1.1 Resumen en castellano:

Este trabajo estudia la posibilidad de la adopción de una metodología alternativa de financiación para las empresas vitivinícolas españolas.

En primer lugar, se hace referencia a la historia y a la relevancia del sector en España. Posteriormente, un estudio del sector ayuda a extraer diferentes conclusiones gracias a una muestra seleccionada, tomando como referencia diferentes ratios y variables: endeudamiento, apalancamiento, coste de la deuda y rentabilidades.

Tras el estudio se aprecia la heterogeneidad existente en la estructura de financiación de las empresas partícipes en la muestra. Por ello, se selecciona una compañía en concreto con la que se realiza un análisis en profundidad, con el fin de definir la alternativa más adecuada según sus características y con ello poder aplicarla a otras de naturaleza y comportamiento similar.

Por último, una vez conocidos los objetivos y características que necesariamente debe contener el nuevo modelo de financiación, se exponen tres alternativas entre las que se elige la más adecuada para la compañía en cuestión.

Palabras clave: **Financiación, coste de la deuda, rentabilidad, grado de endeudamiento, grado de apalancamiento, créditos, crecimiento orgánico, crecimiento inorgánico, EBITDA, beneficio.**

1.2 Abstract

This paper studies the possibility of adopting alternative financing methods for Spanish wine companies.

Firstly, it refers to the history and relevance of the sector in Spain. Subsequently, a study of the sector and selected samples will help us to draw into different conclusions, taking as reference different ratios and variables: structure of debt, leverage, cost of debt and profitability.

After the study, we can appreciate heterogeneity in the sampled companies' financing structure. For this reason, we will conduct an in-depth analysis on a specific company, in order to define the most suitable alternative according to its characteristics. This will then be applicable to others with a similar nature and behavior.

Finally, once known the objectives and characteristics needed for the new financing model, we will propose three alternatives, among which the most appropriate is chosen for the company.

Key words: Financing, cost of debt, profitability, indebtedness degree, leverage degree, credits, organic growth, inorganic growth, EBITDA, profit.

2. Objetivo del trabajo:

El propósito fundamental del trabajo consiste en proponer una alternativa de financiación al modelo que hemos podido detectar y que sigue en la actualidad la mayoría del sector, aplicándolo a una compañía concreta. Ello puede permitir a las empresas del sector vitivinícola español poder financiarse con una estructura financiera más adecuada. Por consiguiente, y gracias a una serie de medidas financieras que se puedan adoptar dentro de este sector, las empresas podrían conseguir una mayor rentabilidad de su negocio, gracias a una política financiera más eficiente y en consecuencia alcanzar un crecimiento mayor.

Para conseguir la meta propuesta, se plantea el estudio de la situación financiera del sector a través de una muestra y realizar una comparación a nivel general y particular de algunas de las compañías de la industria vitivinícola española con la empresa González Byass (en adelante: GB), que servirá de modelo de referencia para estudiar la posibilidad de la nueva alternativa de financiación.

3. Metodología:

Para el desarrollo de ésta propuesta paralela a la crediticia concedida por entidades financieras, se revisa la literatura financiera existente para construir la estructura consistente e innovadora objeto de este trabajo, que sea capaz de incrementar la eficiencia en operaciones financieras en comparación con las utilizadas actualmente. Asimismo, el uso de entrevistas con directores financieros de diferentes empresas tanto vitivinícolas como financieras ayudará tener una visión presente y futura de las técnicas utilizadas y de las posibles alternativas a utilizar en el estudio, además de la facilitación de información de ambos sectores, útil para el desarrollo del mismo.

El modelo financiación alternativo propuesto, será de elaboración propia enteramente, aplicando los conocimientos propios, así como herramientas extraídas de fuentes bibliográficas de contenido financiero. Asimismo, se utilizarán datos e información financiera específica y no expuesta públicamente por las compañías en cuestión.

El estudio se apoya en el uso de diferentes documentos en soporte Excel con los que se

fundamenta la consistencia de los datos utilizados y los cálculos elaborados para el desarrollo de éste. Adicionalmente, el estudio se sirve de numerosos gráficos y tablas para ilustrar de una forma más interactiva la información y de esta forma facilitar la explicación de los conceptos determinantes en el estudio.

4. Acercamiento al sector vitivinícola en España

4.1 Las empresas vitivinícolas: Concepto de la industria.

Originalmente, las empresas vitivinícolas pertenecen al sector agroalimentario, y por el contrario a lo que se puede llegar a pensar, éstas no ejercen únicamente actividades pertenecientes al sector primario, sino que lo combinan con una transformación compleja de las materias primas aportando valor a éste y comercializándolo posteriormente. Aparte de éstas actividades de transformación, en la empresa vitivinícola actual se ponen en práctica actuaciones por las que se añade valor añadido, no solo al producto, sino también a la compañía que lo engloba. (Sánchez-Moreno, 2008)

Actualmente, debido a la adquisición de nuevas tecnologías capaces de una eficiencia de la producción, prácticamente homogénea para todas las empresas participantes de la industria, se ha hecho indispensable el uso de nuevas políticas como la de comunicación y marketing, para poder de esta forma, mantener una posición competitiva en el mercado. (Sánchez-Moreno, 2008).

Con el paso del tiempo, los clientes han ido modificando su percepción respecto al sector, catalogado hoy en día como un producto que incorpora un alto nivel de valor añadido y que, al igual que ocurre con el sector de la hostelería, se encuentra en un momento de revalorización y auge en la sociedad actual. Las bodegas han aprovechado dicha situación, con herramientas comerciales y esfuerzo para mejorar la imagen de sus productos. (OEMV, 2018)

La tendencia actual del mercado ha llevado a los consumidores a comprar menos volumen de vino que unos años atrás (en 2016 se consumió un 5,81% menos en volumen que en 2010), aunque el nivel medio de calidad de los vinos que se consumen es bastante mejor

que en años anteriores, ahora se tiende a consumir vinos Premium y ultra-Premium. En octubre de 2017, según el informe del Ministerio responsable, el 57,1% de los hogares españoles que compran vino es de denominación de origen de calidad (DOP). (OEMV, 2018) (Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente, 2016)

Gracias a esta nueva percepción y aprovechando ese valor extra deseado por sus consumidores, el vino se posiciona dentro de un nicho de mercado cada vez más separado de los posibles sustitutos (como refrescos, cervezas, etc.). Por lo tanto, se presenta una nueva oportunidad, con la presencia de una mayor libertad en un mercado futuro, menos saturado y en el que solo unos pocos tendrán los recursos y capacidades necesarios para adaptarse de una forma exitosa.

4.2 Evolución histórica del vino y distribución geográfica.

El vino ha estado presente en numerosas culturas a lo largo de la historia. Desde el año 3000 a.C. se conservan pruebas de la existencia de ésta bebida en Oriente medio y en el mediterráneo occidental, siendo determinante el factor del clima para la ubicación de estos cultivos. Ya en la cultura mesopotámica aparecen pruebas de la producción de vino, que han llegado hasta nuestros días gracias a la conservación de pinturas en las que se recogen representaciones de recipientes conteniendo líquidos procedentes de las uvas allí cultivadas y muy semejante al vino actual. (Portela, 2013).

Posteriormente, los egipcios también mostraron interés por el cultivo de este fruto y de su posterior transformación en vino. Siendo la cultura predominante y más potente del momento, y gracias a su situación geográfica, los egipcios consiguieron posicionar el vino como un símbolo de poderío e importancia social. El vino lo consumían aquellos que gozaban de un poder adquisitivo elevado y con una posición social reconocida. Ello nos lleva a reflexionar sobre si esta tendencia continúa en la actualidad y si es ese el factor por el que este producto ha perdurado en el tiempo sin perder su atractivo y menos su existencia. (Portela, 2013).

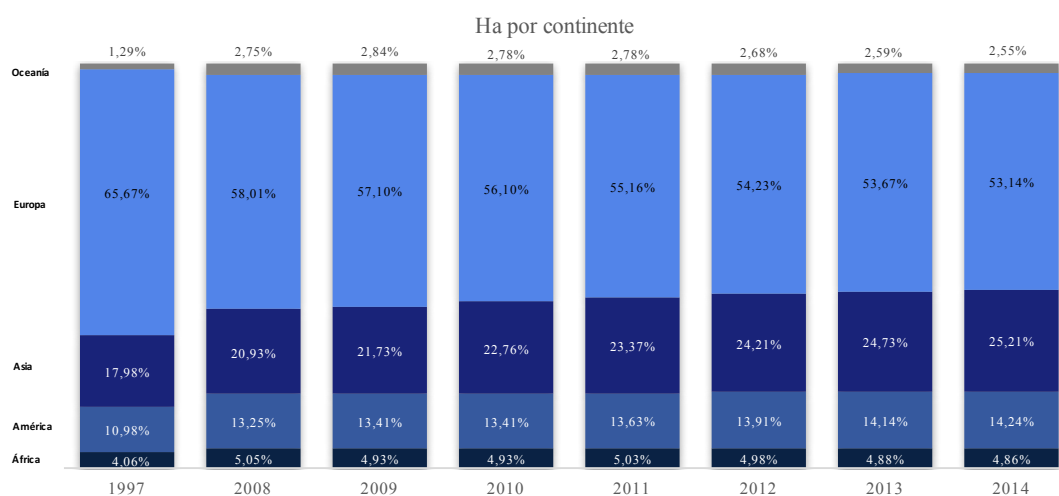
En los siglos 200 y 300 a.C., griegos y romanos producían el vino y lo consumían mezclado con mayor o menor cantidad de agua según la ocasión y la celebración. Los griegos dieron una enorme importancia a este producto, llegando a estar representado por

un dios perteneciente a su religión (Dyonisos). Por su parte, los romanos cada año celebraban la fiesta de la vendimia como algo excepcional y de gran relevancia para el pueblo romano. (Portela, 2013).

Con el paso del tiempo, siempre a partir del factor determinante señalado anteriormente del clima, se fue desarrollando la cultura del cultivo de la vid destinada a la elaboración del vino. Desde un inicio, la zona claramente idónea y que por tanto se explotó de manera más específica fue el mediterráneo occidental, donde España, Francia e Italia se han ido consolidando como los estados con mayor proporción mundial de cultivo destinado a la elaboración del vino.

Actualmente, la superficie mundial total cultivada destinada a la el a la producción del vino se encuentra en torno a las 7.534 mil hectáreas. (OIV, 2016)

Grafico 4.2.1
Hectáreas cultivadas por continentes.



Fuente: Datos Zona - Total Uvas/Superficie del viñedo © OIV

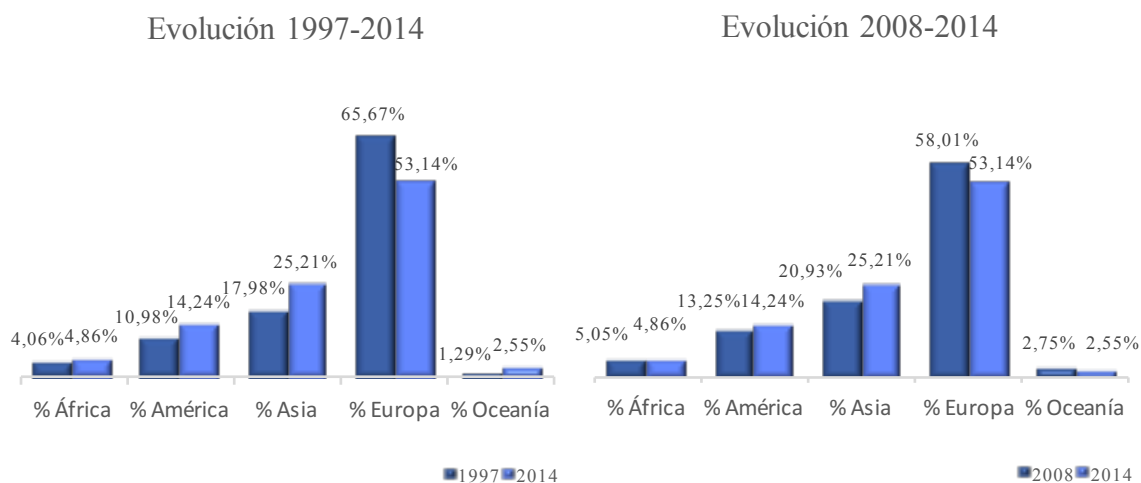
Gráfico elaboración propia

Tal y como se puede apreciar en el gráfico 4.2.1, con el paso del tiempo el continente europeo sigue registrando el mayor porcentaje de hectáreas cultivadas, concretamente en 2014 se situó en el 53,14% de la superficie mundial destinada a este cultivo, lo que suponen 4.005 miles de hectáreas. Sin embargo, Asia y América han experimentado un crecimiento continuado en la cantidad de hectáreas cultivadas.

En el caso de Asia, este incremento se debe principalmente al éxito de la producción de China que es ya el doble de la de Turquía, proporcionando un incentivo de producción de todos los países miembros. (OIV, 2016)

Grafico 4.2.2

Evolución Hectáreas cultivadas en los continentes/mundial (1997-2014)

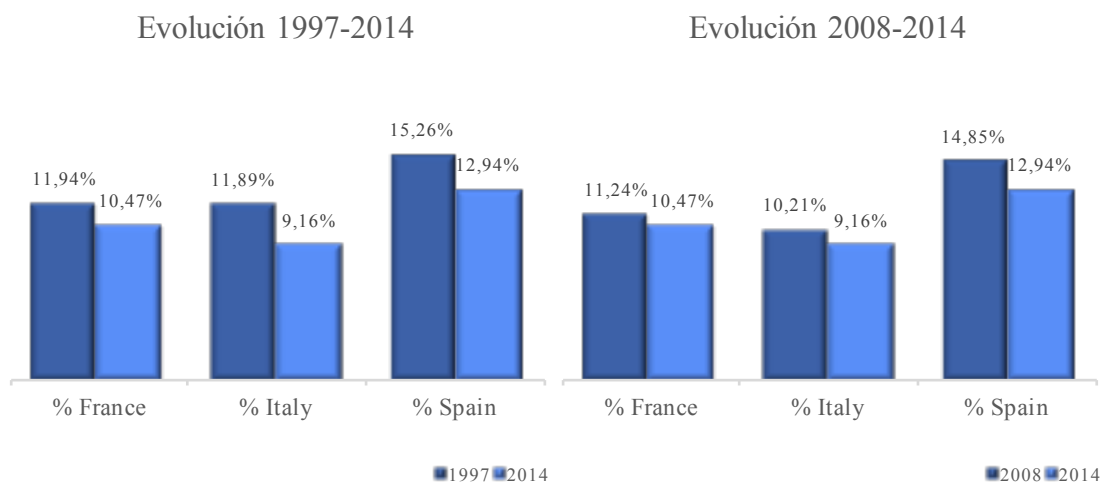


Fuente: Datos Zona - Total Uvas/Superficie del viñedo © OIV.
Gráfico elaboración propia

Desde 1997 y hasta el último dato registrado en 2014, todos los continentes, a excepción de Europa, han incrementado su superficie cultivada. Destaca la evolución de Asia, registrando un incremento de 4,28 puntos porcentuales (en adelante los puntos porcentuales se denominarán: p.p.) respecto a 1997 y situándose en el 25,21% de la superficie total cultivada. (OIV, 2016)

Grafico 4.2.3

Evolución Hectáreas cultivadas en Francia, Italia y España (1997-2014)



Fuente: Datos Zona - Total Uvas/Superficie del viñedo © OIV
Gráfico elaboración propia

Por su parte, Europa ha desarrollado un notable descenso tanto desde 1997 como desde 2008, situándose en el 53,14% del total mundial. Este comportamiento se explica principalmente por las reducciones experimentadas por parte de los tres mayores productores de vino a nivel mundial: Italia, Francia y España del 2,73 p.p., 1,47 p.p. y 2,32 p.p. en 2014, respectivamente.

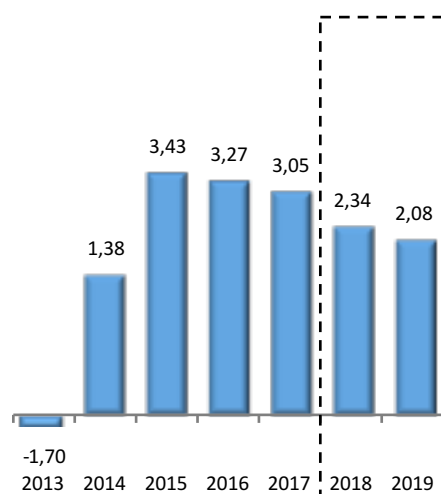
A pesar del descenso señalado, en España se cultiva el 12,94% mundial de las vides destinadas a éste negocio, equivalente a 975.000 hectáreas.

4.3 Importancia de la industria en la economía española.

La economía española, según el Instituto Nacional de Estadística crece a un 3,5% en 2017, y aunque esta tasa de crecimiento interanual sea 0,27 p.p. menor de la registrada en el año anterior, sigue siendo la economía europea que crece a mayor ritmo.

Gráfico 4.3.1

PIB en España (2013-2019)



*Fuente: Datos registrados por el INE y previsiones de OECD.
Gráfico elaboración propia*

En 2017, el PIB español ha registrado una caída de su tasa de crecimiento por segundo año consecutivo y situándose en el 3,05%. Además, según las previsiones de la OECD, este decrecimiento va a continuar para los dos años próximos, alcanzando tasas en 2018 y 2019 del 2,34% y 2,08%, respectivamente.

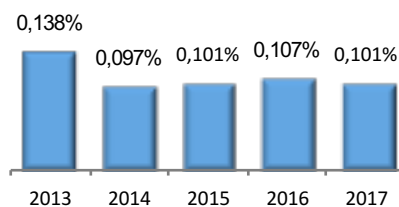
Extrapolando estos resultados al mundo del vino, es interesante conocer la influencia que tiene una industria en la que España es el tercer productor mundial (EAE, 2016) y la evolución de ésta en relación al ciclo económico de los últimos años.

Se puede observar en el Gráfico 4.3.2. que en comparación con los datos del gráfico 4.3.1 existe una relación inversa en la evolución del PIB y del porcentaje que aportó el sector vitivinícola en los años de recesión económica. Este comportamiento se explica porque que las compañías del sector durante estos años, aunque redujeron su volumen de ventas, comenzaron a vender a un mayor precio aprovechando el cambio de percepción del cliente anteriormente comentado.

Adicionalmente, una mentalidad conservadora y de carácter tradicional en la gestión, manteniendo la capitalización intacta, ha hecho posible que éste sector no sufriera las tendencias negativas de crecimiento de la economía española.

Gráfico 4.3.2

Contribución del Vino al PIB



*Fuente: Datos registrados por el INE.
Gráfico elaboración propia*

En 2017, el negocio del sector vitivinícola español en el que se incluyen vinos y mostos (vino de mesa, mosto y vinos de calidad) ha supuesto el 0,101% del PIB, lo que equivale a 1.171 millones de euros. Sin embargo, 2017 ha sido el año en el que el sector vitivinícola español ha alcanzado su record respecto a exportaciones en valor a terceros países, concretamente ha registrado un incremento del 8,9% respecto a 2016 situándose en 3.186 millones de euros, cifra que, según los datos reportados por el Instituto Nacional de Estadística, representa el 1,16% de las exportaciones totales de bienes en la economía española.

En definitiva, podemos afirmar que el sector vitivinícola español tiene, cada vez más, una relevancia de peso tanto en la economía como en la sociedad de nuestro país.

5. Análisis del sistema de financiación utilizado por las empresas vitivinícolas españolas.

En este epígrafe expone el mecanismo actual de financiación, así como la situación financiera actual de las compañías pertenecientes al sector vitivinícola español. Se pretende obtener un análisis práctico y se hace uso de diferentes ratios financieros de una muestra de empresas del sector.

En el proceso de interpretación de las ratios, se utilizará tanto la media del sector como la media de la muestra elegida en este caso para de esta forma obtener una referencia objetiva de comparación. Dicha muestra estará compuesta de siete empresas con diferente naturaleza financiera y con las que será útil apreciar las deficiencias y posibles mejoras

en el método de financiación. Además, en esta muestra se incluirá GB, aunque será en el punto siguiente donde ésta tendrá mayor protagonismo de análisis.

La muestra ha sido seleccionada en relación al nivel de los ingresos de ventas y nivel de EBITDA, definidos como las que se consideran como competencia de la compañía objeto de estudio en este proyecto (GB). Por lo tanto, la muestra está establecida por: GB, Codorniu, Osborne, Miguel Torres, Ramón Bilbao y Freixenet.

5.1 Análisis de la situación financiera del sector

Procedemos a analizar la estructura financiera, es decir, la composición de los activos y pasivos del conjunto de la industria vitivinícola española, mediante la utilización de diferentes ratios.

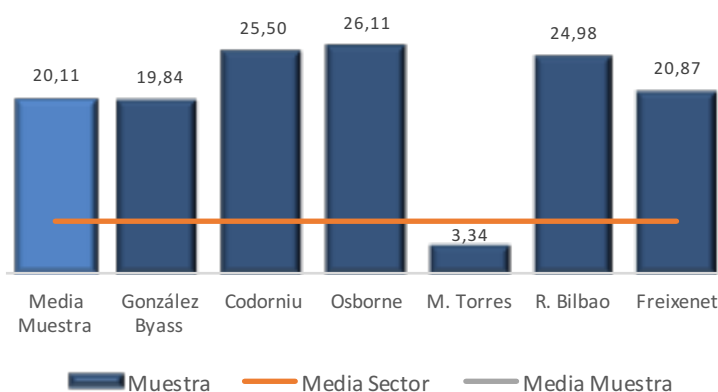
La primera de ellas es la ratio de endeudamiento con entidades de crédito. Este coeficiente indica la cantidad de recursos ajenos derivado de entidades de crédito que una compañía utiliza para respaldar sus activos e inversiones. En este caso, será provechoso analizarlo y calcularlo partiendo como base del pasivo total, es decir, el pasivo más el patrimonio neto de la empresa, ya que merced a esto podremos deducir qué parte del total de los recursos de las empresas utilizan financiación proveniente de entidades financieras y cómo de eficiente es ésta. (De los Ríos Sastre, 2014)

Es importante resaltar que esta ratio deriva de la ratio de endeudamiento total o grado de dependencia ($\text{Recursos ajenos} / \text{Total Pasivo}$), que indica la parte de activos totales que la empresa financia con recursos ajenos. En el presente estudio se modifica la ratio con el objeto de adquirir de forma más precisa una interpretación de la eficiencia de la financiación con entidades de crédito, ya que el objetivo final del trabajo pretende justificar un posible cambio en los instrumentos financieros provenientes de entidades de crédito.

A continuación, se presenta en el gráfico 5.1.1 el porcentaje resultante de la ratio para las compañías de la muestra, el dato promedio de ésta y la ratio media del sector en el ejercicio 2016.

Gráfico 5.1.1

Ratio de endeudamiento con entidades de crédito



*Fuente: Registradores de España, BDE
Gráfico elaboración propia
Valores en %*

Se puede apreciar que, de las compañías seleccionadas, todas a excepción de Miguel Torres, poseen una ratio de endeudamiento con entidades de crédito en el ejercicio 2016 a corto y a largo plazo superior a la media del sector registrada en 2015 que fue del 5,96%. Este comportamiento se explica a partir de la composición del sector, siendo en gran parte empresas pequeñas que emplean recursos propios principalmente como fuente de financiación a largo plazo, evitando los costes explícitos de la financiación externa (Iborra, Dasi, Dolz, & Ferrer, 2014). Por lo tanto, la media de la muestra seleccionada (20,11%) es 14,18 p.p. superior a la registrada para el total del sector en 2015.

5.1.1 Análisis individualizado de la muestra:

A continuación, se analiza tanto la estructura de capital como los métodos de financiación ajena de cada uno de los componentes de la muestra. De esta forma, se presenta una comparación individualizada de éstas herramientas utilizadas por cada una de las empresas y con el total del sector vitivinícola. Posteriormente, con el objetivo de obtener conclusiones sobre el sector, se analiza la rentabilidad y eficiencia de esa financiación

para cada una de las empresas. Con este tratamiento, se podrán considerar los puntos positivos y negativos de cada una de las estrategias de financiación.

1. **Codorniu:** Con los saldos registrados a 31 de diciembre de 2016, su estructura financiera está compuesta por el 44,88% de recursos propios y por el 55,12% restante corresponde a recursos ajenos.

El 25,5% de su financiación proviene de entidades de crédito, o lo que es lo mismo, ese porcentaje de sus activos está financiado por entidades financieras. Las herramientas financieras con entidades de crédito son las siguientes:

- *Préstamos* tanto a corto como a largo plazo, que representan el 73,77% de la financiación ajena. Los préstamos largo plazo siguen un tipo de interés variable referenciado al Euribor.
- *Líneas de crédito y de descuento* a corto plazo, pagando únicamente intereses de la cantidad dispuesta. Este instrumento tiene una mayor flexibilidad a la hora de financiar determinados activos en un corto plazo.

Además, utiliza otras herramientas de financiación ajena:

- *Otros pasivos financieros:* En esta cuenta de pasivo, la empresa hace referencia a la fuente de financiación proveniente de personas vinculadas a la sociedad. Esta financiación se realiza a un tipo de interés a corto plazo.
- *Préstamos recibidos del Ministerio de Ciencia y Tecnología,* para el desarrollo de diversas inversiones de carácter innovador, tecnológico e industrial. Éstos préstamos se conceden a un tipo de interés del 0% y contienen varios vencimientos.
- *Acreedores por arrendamiento financiero o leasing,* es decir, un método de financiación externa a largo plazo por la que la entidad financiera adquiere un bien determinado y lo pone a disposición de Codorniu, mientras que ésta abona una cuota periódica, pudiendo ejercer una opción de compra al final del periodo. (Codorniu, 2016)

- 2. Osborne:** Su estructura de capital está compuesta por un 38,97% de fondos propios y un 61,03% de recursos ajenos.

El 26,11% de los recursos ajenos proviene de entidades de crédito. Dicha deuda se compone de:

- A parte de los préstamos y líneas de crédito (que representan el 34,45% de la financiación total), incorpora nuevas técnicas como los pasivos mantenidos para negociar y los derivados de cobertura de intereses. Aunque es cierto que apuestan por un modelo innovador dentro del sector, los pasivos mantenidos para negociar no dejan de ser una cantidad poco representativa del pasivo, concretamente al cierre del ejercicio de 2016, se situaron en el 0,24% de la financiación total de la compañía. (Osborne SA, 2017) (Iborra, Dasi, Dolz, & Ferrer, 2014)

- 3. Ramón Bilbao:** Los recursos ajenos en su estructura financiera representan el 50,31%, mientras que los recursos propios representan el 49,69% del activo total de la compañía a 31 de diciembre de 2016.

En lo referente a la financiación recibida de entidades financieras, en 2016 la compañía registró un porcentaje del 24,98% del total del pasivo más patrimonio neto. La sociedad utiliza mecanismos de financiación con entidades de crédito, tales como pólizas de crédito, líneas de descuento nacional.

Por otra parte, completa su financiación con acreedores de servicios y proveedores, así como préstamos entre las entidades del grupo. (Ramón Bilbao, 2016).

- 4. Freixenet:** La estructura financiera de la entidad se compone por un 32,06% de patrimonio neto y el 67,94% restante corresponde a financiación externa ajena.

Como se puede apreciar en el gráfico 5.1.1, en esta entidad el 20,87 de los activos están financiados por entidades de crédito. Además de préstamos y créditos tradicionales, la entidad considera necesario la utilización de un instrumento

financiero de cobertura del riesgo de intereses (permuta financiera de intereses). Por lo tanto, en su pasivo corriente contiene una cuenta de derivados por los que controla la variación de los tipos de interés de referencia en los préstamos recibidos. (Freixenet, 2016) (Iborra, Dasi, Dolz, & Ferrer, 2014).

Este es el único caso en el que la ratio de deudas con entidades financieras es menor que el registrado por el conjunto de la industria.

- 5. Miguel Torres:** Este es el único caso en el que la ratio de deudas con entidades financieras es menor que el registrado por el conjunto de la industria. Es diferente a los demás debido principalmente a la composición de su estructura de capital. El patrimonio neto de Miguel Torres comprende el 69,98% de la financiación total del grupo, mientras que la financiación ajena financia únicamente el 30,02% de los activos de la compañía. Este es el motivo por el que la compañía registra una ratio del 3,34%, situándose por debajo de la media del sector en 2016. (Miguel Torres SA, 2016).

Con el fin de paliar el riesgo de tipo de cambio, la compañía contrata un instrumento de derivados con el que cubrir posibles fluctuaciones del valor de las divisas con las que operan internacionalmente.

Por su parte, el riesgo de tipos de interés también trata de ser mitigado con derivados, con los que se busca la cobertura de los flujos de efectivo. Aunque no contenga activos remunerados, estos derivados se adquieren con el objeto de paliar el efecto del riesgo de tipo de interés en los préstamos a largo plazo, ya que dependen del tipo de interés variable de referencia. (Miguel Torres SA, 2016).

5.1.2 Rentabilidad de la financiación utilizada

Para valorar la estructura de capital y las fuentes de financiación utilizadas por cada una de las compañías de la muestra, es conveniente calcular la rentabilidad que obtienen de respecto a esa deuda. Para ello, es necesario el cálculo de la rentabilidad de los fondos propios (ROE) y la rentabilidad del capital empleado (ROCE).

Siendo:

$$\text{Figura 1: } ROE = \frac{B^{\circ} \text{ atribuible}}{RRPP \text{ contables}}$$

$$\text{Figura 2: } ROCE = [ROE \times \left(\frac{RR.PP}{\text{Capital empleado}}\right)] + [K_D \times (1 - \text{tasa impositiva}) \times \left(\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Capital empleado}}\right)]$$

En la figura 1, está representada la rentabilidad financiera como la relación existente entre los capitales propios y el beneficio atribuible. En este caso, se ha hecho uso del beneficio antes de impuestos (BAT) con el objeto de aislar el efecto de los intereses ya que será muy útil para su posterior comparación con el coste de la deuda. Por su parte, los capitales propios están formados por los fondos propios de las entidades, es decir, se tienen en cuenta el capital aportado inicialmente por el que se constituyó la sociedad, las posibles ampliaciones o reducciones que se hayan podido producir y los beneficios que se hayan reinvertido en la compañía en forma de reservas. (Fernández Eléjaga & Navarro Viota, 2000)

Por otro lado, en la figura número 2 se recoge la ecuación empleada para describir el rendimiento en los beneficios obtenido por las compañías según el capital empleado para ello. El capital empleado está compuesto tanto por la deuda ajena como por los fondos propios. En el desarrollo de éste estudio, se ha simplificado la formula, estableciendo el ROCE como: BAIT(1-t)/Capital empleado, donde, al igual que en el ROE, se anula la variable de los intereses.

En las tablas 5.1.2.1 y 5.1.2.2 se presenta por un lado la información de la rentabilidad de los recursos propios (ROE) de las entidades de los últimos cinco años y por otro la relativa a la rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE), que junto con el coste de la deuda después de impuestos [$K_d \cdot (1-t)$], ofrecen la posibilidad de realizar una comparación útil con la que establecer una interpretación de la eficiencia y rentabilidad de cada una de las empresas de la muestra según el capital empleado y los beneficios obtenidos.

Tabla 5.1.2.1**ROE**

	2016	2015	2014	2013	2012
González Byass	4,98%	5,92%	11,32%	8,45%	6,44%
Codorniu	0,48%	(1,66%)	5,63%	5,80%	2,26%
Osborne	10,22%	12,53%	n.d.	n.d.	n.d.
M. Torres	4,24%	3,36%	2,76%	3,91%	6,06%
R. Bilbao	23,08%	9,45%	4,75%	11,27%	10,84%
Freixenet	1,31%	1,26%	3,82%	4,06%	3,49%

Tabla 5.1.2.2**ROCE**

	2016	2015	2014	2013	2012
González Byass	4,12%	5,93%	10,65%	7,72%	6,02%
Codorniu	1,72%	0,66%	2,25%	2,29%	3,53%
Osborne	9,56%	8,53%	n.d.	n.d.	n.d.
M. Torres	4,35%	3,62%	3,04%	4,10%	4,10%
R. Bilbao	22,11%	9,11%	5,10%	10,93%	10,47%
Freixenet	2,56%	3,70%	5,65%	5,73%	5,93%

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

Aunque es cierto que con los datos disponibles en el intervalo de los últimos cinco años podríamos hacer un breve análisis de la rentabilidad de la financiación empleada para ello, ésta sería incompleta, y por tanto es preciso contrastar dicha relación con el coste de la deuda. Con la ayuda de éste planteamiento, tendremos una visión de la deuda no solo bajo la perspectiva de la rentabilidad que se obtiene con ella, sino también el coste que se deriva de ésta misma, que servirá para justificar la posición de cada entidad

Tabla 5.1.2.3**Coste de la deuda después de impuestos¹**

	2016	2015	2014	2013	2012
González Byass	0,64%	2,67%	2,73%	2,64%	2,52%
Codorniu	2,52%	3,70%	3,66%	3,77%	4,12%
Osborne	6,56%	3,90%	n.d.	n.d.	n.d.
M. Torres	2,68%	2,47%	2,50%	2,41%	1,92%
R. Bilbao	1,47%	2,40%	4,23%	3,57%	4,16%
Freixenet	1,74%	2,62%	3,25%	3,06%	3,25%

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

En primer lugar, se analizan cada una de las compañías por separado, ya que no sería significativo considerar una media, teniendo en cuenta que cada una posee una estructura de capital y unas necesidades de financiación diferentes. Adicionalmente, se examina la

¹ $Kd = \text{gastos financieros} / \text{Deuda financiera Cp} + \text{Deuda Lp con coste} \gg$ entendiendo que es la deuda con coste, la tasa impositiva utilizada es: $IS = 25\%$.

evolución de ambas rentabilidades durante un intervalo de cinco años con el fin de conseguir mayor consistencia en los cálculos. GB se analizará en el punto siguiente, con el objetivo de tener una visión más profunda.

1) Codorniu:

Como se puede apreciar, el ROE obtenido en los últimos cinco años se ha situado a un nivel inferior que el resto de compañías de la muestra, incluso presentando resultados negativos en 2015. Pese a ser una compañía que no presenta una ratio de endeudamiento demasiado alto (55,12%), el coste de la deuda después de impuestos, que ha registrado durante dicho intervalo de tiempo, es el gran causante de esa baja rentabilidad.

El primer motivo es que afecta directamente al ROE, o mejor dicho al BAT, ya que éste último en su composición tiene en cuenta los gastos financieros, es decir, el coste de la deuda y, por tanto, a mayor nivel del coste de deuda (K_d), menor sería la rentabilidad sobre los recursos propios. (Giner, 1991)

El segundo motivo y el más importante tiene que ver con el primero, se expresa mediante la diferencia entre el ROCE y el coste de la deuda después de impuestos [$K_d*(1-t)$].

Gráfico 5.1.2.1
ROCE VS K_d (Codorniu)

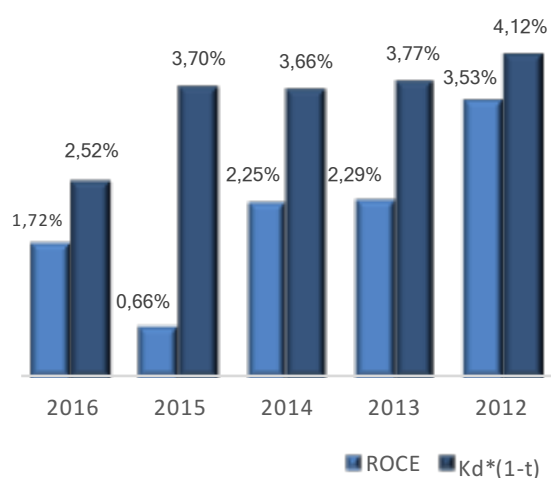
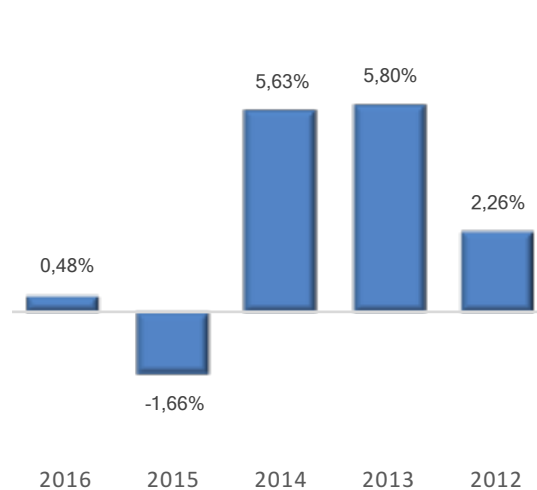


Gráfico 5.1.2.2
ROE (Codorniu)



Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia

Como se puede apreciar en el gráfico 5.1.2.1, $[Kd*(1-t)]$ es mayor que el ROCE para todos los años de la muestra, esto indica que la rentabilidad del capital empleado es menor que el coste de la deuda, y que, por tanto, a mayor nivel de ROCE que obtengan, registrarán un menor ROE. (Amat Salas, 2000) (Giner, 1991) (Rivero, 1990)

2) Osborne:

Esta entidad a diferencia de la estudiada previamente, posee una ratio de endeudamiento bastante elevada (61,03%). Asimismo, en concordancia con su estructura de capital, el coste de la deuda también es muy elevado, siendo mayor que la rentabilidad obtenida por el total de capital empleado (ROCE).

Sin embargo, al contrario de lo que pasaba en el caso de Codorniu, siendo el ROCE menor que el coste de la deuda después de impuestos, la rentabilidad financiera de Osborne aumenta conforme aumenta el ROCE.

Gráfico 5.1.2.3
ROCE VS Kd (Osborne)

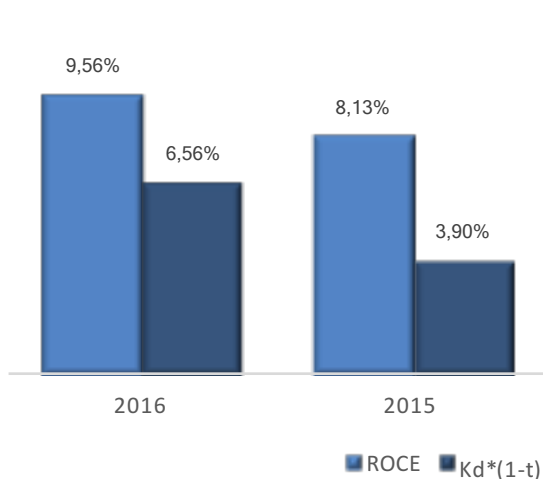
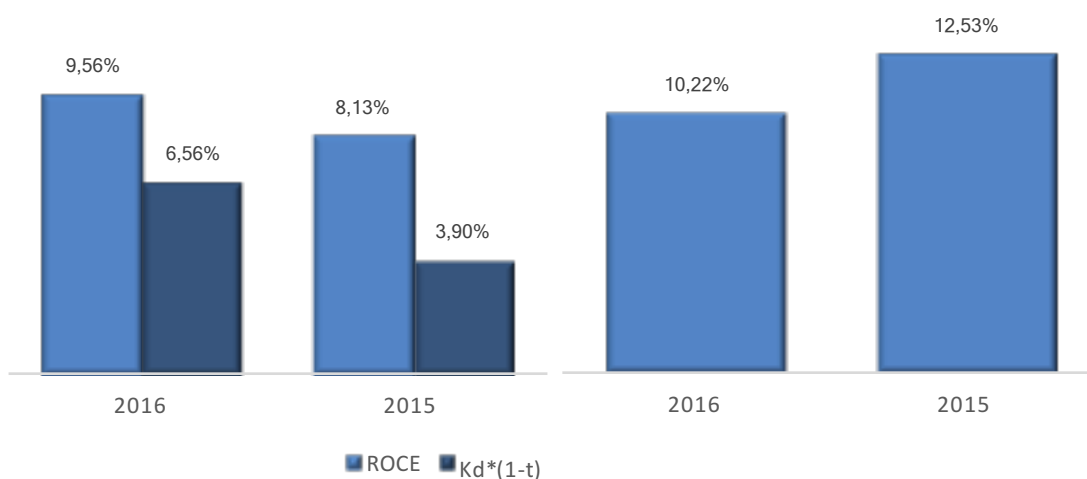


Gráfico 5.1.2.4
ROE (Osborne)



*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

Este comportamiento es debido a la eficiencia de la deuda, es decir, la capacidad de producir beneficios con la deuda financiera, y de esta forma aumentar el ROE. Este concepto no es otro que el apalancamiento financiero.

Tabla 5.1.2.1
GAF

	2016	2015
González Byass	1,41	1,31
Codorniu	0,43	-47,35
Osborne	2,03	2,30
Miguel Torres	0,90	0,76
R. Bilbao	1,65	1,55
Freixenet	0,92	1,97

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

En la tabla 5.1.2.1 se representa el grado de apalancamiento financiero (GAF) de todas las entidades de la muestra. El grado de apalancamiento se calcula a partir de la relación entre el beneficio antes de impuestos y el beneficio antes de intereses e impuestos en proporción a los activos financiados con recursos propios. Dicho de otra manera, es lo que aporta la deuda al ROE de forma más que proporcional. (Amat Salas, 2000) (Serrahima Formosa, 2016). (Giner, 1991) (Rivero, 1990).

Osborne presenta el mayor grado de apalancamiento financiero de la muestra en 2015 y 2016, concretamente 2,03 y 2,30, respectivamente. Por lo tanto, por cada euro que Osborne gaste en deuda financiera, obtendría 2,03 de beneficio en 2016, motivo por el que a la compañía en cuestión le compensa mantener una estructura de capital endeudada.

3) Miguel Torres:

Esta compañía, como se ha descrito con anterioridad, contiene una estructura financiera en la que predominan los recursos propios. No por ello el coste de la deuda va a dejar de

ser una amenaza para la rentabilidad de los recursos propios, ya que en el hipotético caso que ésta dependiera únicamente del rendimiento de los activos y no se tuviera en cuenta la deuda (estructura de capital compuesta únicamente por recursos propios), no obtendría el factor multiplicador de la deuda. (Amat Salas, 2000) (Serrahima Formosa, 2016).

No obstante, Miguel torres ha registrado un grado de apalancamiento financiero menor que la unidad en los dos últimos años (0,76 y 0,90 en 2015 y 2016, respectivamente), de modo que un aumento en la deuda financiera, provocaría una disminución de su ROE.

Gráfico 5.1.2.5
ROCE VS Kd (M.Torres)

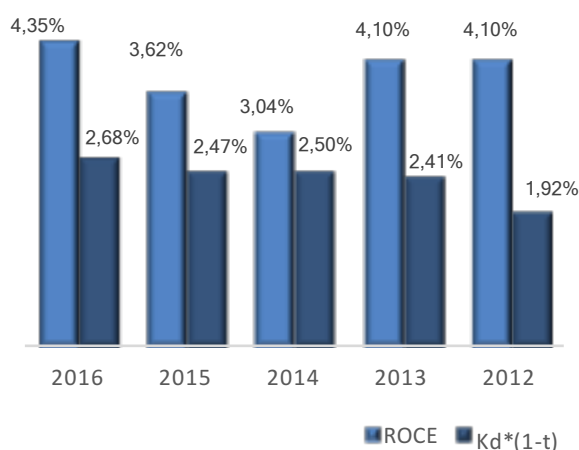
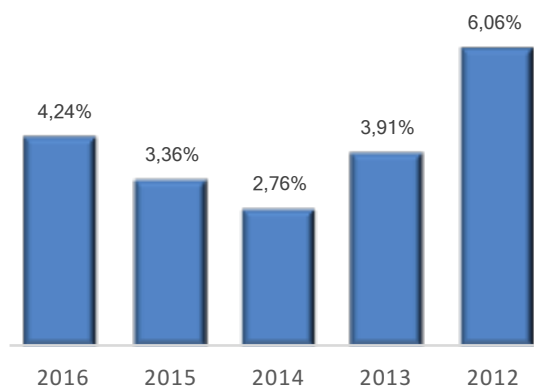


Gráfico 5.1.2.6
ROE (M.Torres)



Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia

En el gráfico 5.1.2.5 se puede apreciar como el ROCE es mayor que el porcentaje del coste de la deuda en todos los años de la muestra. Ha registrado un ROCE del 4,35% en 2016, el mayor de todos los años de la muestra y el coste de la deuda se ha incrementado en 0,21 p.p. respecto al año anterior.

Ello es debido a la disminución de la deuda financiera con entidades de crédito en este periodo. Tal y como se indica en el gráfico 5.1.1, la deuda con entidades de crédito que financian el activo total asciende al 3,34% en 2016, mientras que en 2015 esta ratio registró un porcentaje del 5,58%. Esta alteración de 2,24 p.p. en dicha ratio ha provocado

un aumento en la rentabilidad del capital empleado y a su vez, al haber disminuido la deuda financiera y teniendo un grado de apalancamiento que no favorece la deuda externa, ha conseguido aumentar su rentabilidad de los recursos propios.

4) Ramón Bilbao:

En el ejercicio de 2016, Ramón Bilbao ha obtenido el mayor ROE de la muestra, situándose en el 20,08%, registrando un incremento de 13,63 p.p. respecto el año anterior. Como consecuencia de un aumento de la rentabilidad del capital empleado y a un grado de apalancamiento financiero de 1,65, la compañía ha logrado aumentar la rentabilidad financiera considerablemente.

Adicionalmente, del exceso de los ingresos financieros procedentes de inversiones financieras de participaciones en otras compañías, superior que los gastos financieros, deriva un resultado financiero positivo. Luego en este caso el coste de la deuda tiene un efecto positivo en el ROCE y por consiguiente en el ROE. (Rivero, 1990) (Giner, 1991)

Gráfico 5.1.2.7
ROCE VS Kd (R. Bilbao)

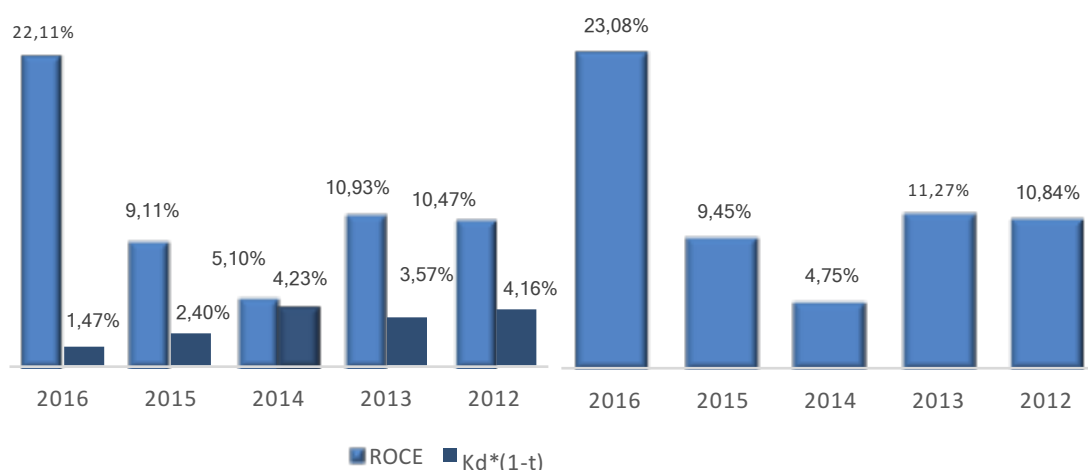


Gráfico 5.1.2.8
ROE (R. Bilbao)

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

5) Freixenet:

Esta entidad destaca por haber registrado un mayor ROE en 2016 respecto al año anterior, situándose en el 1,31%. A pesar de haber registrado una reducción de 1,14 p.p. en su ROCE respecto al año anterior, la rentabilidad sobre los fondos propios se ha incrementado. Esto se debe a que el coste de la deuda es superior al ROCE.

El segundo motivo por el que la rentabilidad financiera es mayor en este periodo proviene del grado de apalancamiento financiero, siendo de 0,90 hace, como se ha explicado anteriormente, que el efecto de la deuda sea inverso en la rentabilidad de los recursos propios. Por lo tanto, una disminución de 3,79 p.p. en su ratio de entidades de créditos sobre el total del pasivo (gráfico 5.1.1) respecto a 2015 ha provocado un incremento de su ROE.

Gráfico 5.1.2.9
ROCE VS Kd (Freixenet)

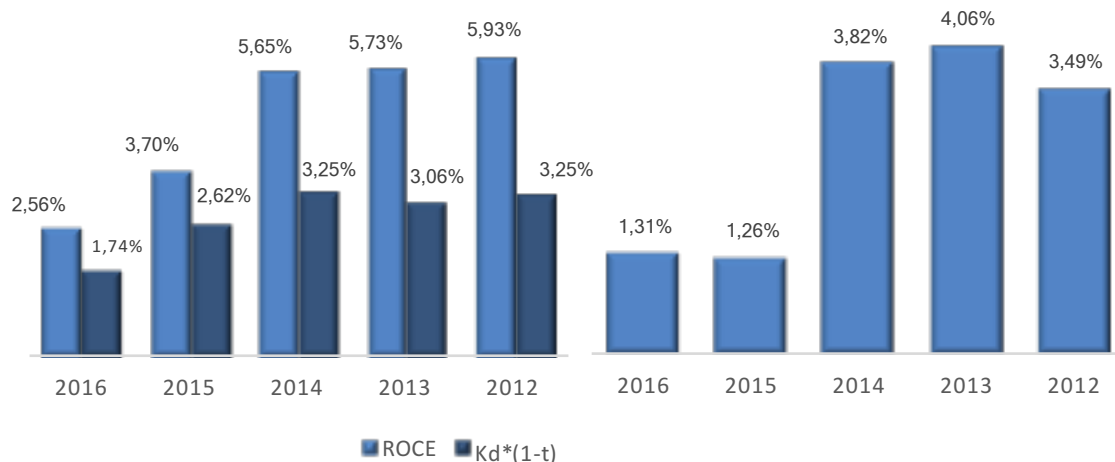
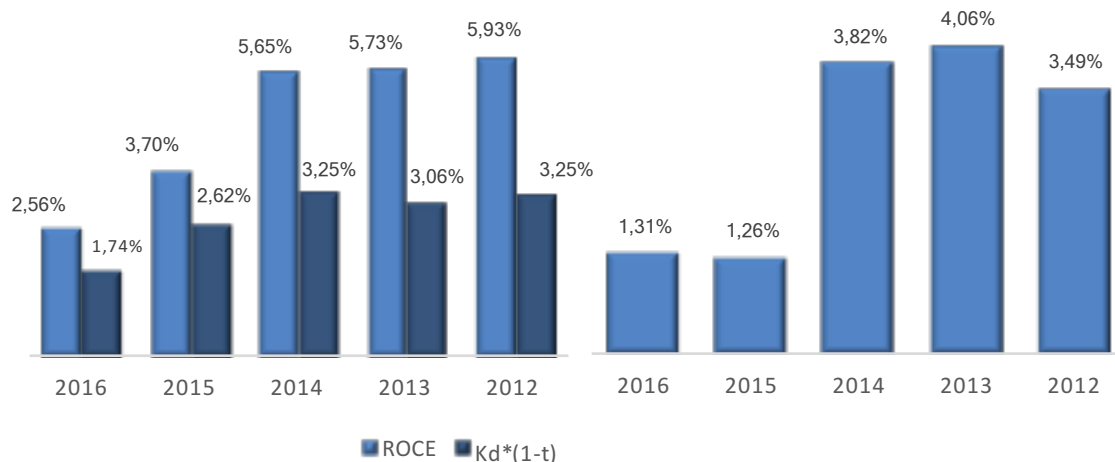


Gráfico 5.1.2.10
ROE (Freixenet)



Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia

5.1.3 Conclusiones

Tras el análisis realizado para la muestra escogida de empresas del sector, se obtienen, a continuación, algunas conclusiones que serán útiles para encaminar el estudio hacia la construcción de un modelo de financiación para GB tomando en consideración las ventajas y desventajas extraídas del análisis previo.

- Se puede decir que la muestra empleada para analizar el sector posee una estructura de capital variada y no resulta significativa unificarla para calcular la estructura ideal, sino que simplemente cada una con sus respectivas características se amolda a cada situación. Por lo tanto, GB deberá de buscar la estructura de capital que mejor se adapte a sus necesidades.
- La ratio de deudas con entidades de créditos sobre el pasivo total en esta muestra tiende a ser bastante más alta que la media del sector, aunque no por ello la deuda va a ser igual de rentable, dependerá de su coste y del grado de apalancamiento financiero que posea.
- GB deberá de buscar una estructura financiera endeudada, siempre y cuando el coste de la deuda sea menor a la rentabilidad de los capitales empleados y tenga un grado de apalancamiento financiero mayor a la unidad. Solo entonces podrá obtener un ROE mayor, merced a un efecto más que proporcional de la deuda financiera.
- Por consiguiente, el nuevo método de financiación deberá aumentar la ratio de endeudamiento de GB, pero sin aumentar excesivamente el coste de esa deuda. Se planteará un modelo por el que sustituir y aumentar la liquidez de la compañía y sin aumentar excesivamente su coste, incrementado de esta forma la rentabilidad sobre los recursos propios.

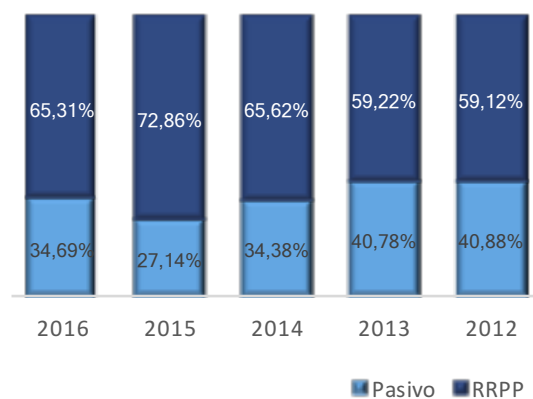
6. Análisis específico del modelo de financiación de GB.

Se ha podido comprobar que, en esta industria, la rentabilidad de la financiación empleada depende a de diversos factores según del caso del que se trate. Este epígrafe tratará de explicar y definir el método de financiación que utiliza actualmente GB, analizando su rentabilidad y desagregándolo con el fin de detectar posibles necesidades de mejora.

6.1 Estructura de capital y ratio de endeudamiento

GB financió en 2016 el 65,31% de su activo mediante recursos propios y el 34,69% restante con deuda ajena.

Gráfico 6.1.1
Estructura de Capital GB



*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

Se puede observar que en la estructura financiera de GB actualmente predomina el uso de recursos propios como fuente de financiación. Tal y como se explicó anteriormente, no existe una estructura mejor que otra, la estructura óptima dependerá de las circunstancias y características de cada compañía.

Como se exponía en el gráfico 5.1.1, el porcentaje con el que GB financia sus activos con endeudamiento en entidades de crédito asciende al 19,84%, es decir, el 57,19% de sus

recursos ajenos. A parte de la deuda comercial con proveedores y acreedores, GB posee una deuda con entidades de crédito que se compone en su totalidad por préstamos, pólizas de crédito, y deudas por efectos descontados (factoring). Además, en 2014 se obtuvo un préstamo a largo plazo procedente del CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial) a un tipo de interés del 0% y a devolver en 8 años. (González Byass, 2016)

Para poder obtener conclusiones sobre la eficacia de la estructura de capital que ha mantenido la compañía durante el periodo en cuestión, al igual que en el estudio del sector, se ha de supervisar el rendimiento de ciertos conceptos que se pondrán de manifiesto en los siguientes epígrafes.

6.2 Coste de la deuda, grado de apalancamiento y rentabilidad

El primero de los conceptos a analizar es el coste de la deuda. Este va a depender de tres factores fundamentales:

- 1) La rentabilidad sin riesgo, la TIR (Tasa interna de rentabilidad) de las obligaciones estatales.
- 2) El plazo de las deudas.
- 3) El riesgo de crédito incurrido en dichas deudas.

Puesto que las rentabilidades sin riesgo no pueden controlarse en el tiempo y puede producirse el caso de que éstas cambien respecto al momento en el que se adquirió la obligación, es fundamental que GB se financie con la deuda más eficiente posible, es decir, con el menor plazo y menor riesgo de crédito posible. (Mirete & Marín-Lozano, 2015)

Tabla 6.2.1
Coste de la deuda de GB

Año	2016	2015	2014	2013	2012
$K_d^*(1-t)$	0,64%	2,67%	2,73%	2,64%	2,52%

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

Actualmente, el coste de la deuda, es menor que en los años anteriores. Esto se debe a que los tipos de interés de los préstamos concedidos por las entidades bancarias son menores, oscilando en términos medios entre el 0,70% y 1,30% para GB en 2016.

Con la propuesta de la nueva estructura de deuda financiera, objeto de este trabajo, se tratará de paliar la dependencia del mercado de renta fija, alcanzando un nivel de flexibilidad que le permita a la compañía financiar los proyectos de cada momento con mayor eficiencia y menor riesgo.

El segundo concepto relevante es el grado de apalancamiento financiero (GAF). Como se definió en el análisis del sector, el GAF consiste en la relación existente entre el beneficio antes de impuestos con el beneficio antes de intereses e impuestos. Indica cual es la capacidad que tiene la compañía para aumentar su rentabilidad financiera

Tabla 6.2.2
Grado de apalancamiento financiero de GB

Año	2016	2015	2014	2013	2012
GAF	1,41	1,31	2,07	1,49	1,35

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

La evolución del GAF para GB ha sido positiva en el periodo analizado, durante los cinco años ha experimentado un coeficiente superior a la unidad que le garantiza un ROE más elevado que el que se hubiera obtenido únicamente por el rendimiento de los activos. (Amat Salas, 2000). La clave de la cuestión está en si realmente se está aprovechando ese GAF con la estructura de capital empleada, y si ésta se modificara cómo afectaría al GAF y por ende a la rentabilidad de los recursos propios. Por lo tanto, a la hora de realizar la propuesta, habrá que tener precaución con que los gastos financieros no sean excesivos, ya que un incremento de éstos provocaría un menor GAF y se perdería la oportunidad de incrementar el rendimiento de los capitales propios a partir de la deuda. (Giner, 1991).

Como fin último, cualquier modelo de financiación deberá velar por la rentabilidad para los propietarios de la compañía. La deuda y los recursos propios tienen como objetivo maximizar los beneficios de la compañía, con el menor coste posible y con ello obtener la máxima rentabilidad. Para medir la rentabilidad que se obtiene gracias a las fuentes de financiación utilizadas en GB, es necesario calcular el ROCE, ROE y ROA.

Tabla 6.2.3
Análisis de rentabilidades de GB.

Año	2016	2015	2014	2013	2012
ROCE	4,12%	5,93%	10,65%	7,72%	6,02%
ROE	4,98%	5,92%	11,32%	8,45%	6,44%
ROA	3,25%	4,32%	7,43%	5,00%	3,81%

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

En la tabla 6.2.3 se indican las rentabilidades obtenidas por GB en los últimos años. Es conveniente comenzar a analizar la rentabilidad de los capitales empleados (ROCE) e ir relacionándolo con el resto de ratios.

La evolución experimentada por la rentabilidad de los capitales empleados en los últimos años ha seguido una tendencia descendente en concordancia con los beneficios obtenidos por la compañía. Con los últimos datos disponibles, GB obtuvo una rentabilidad del 4,12% en 2016, lo que supone una reducción de 1,81 p.p. respecto al año anterior. Esto es debido tanto por la disminución del 7,3% del beneficio antes de intereses e impuestos (reduciendo el ROE), como por el decremento del coste de la deuda. (González Byass, 2016)

Se ha señalado anteriormente que el ROCE depende directamente de la rentabilidad financiera. Por ello, al haber registrado un menor rendimiento sobre los activos (ROA) y habiéndose producido una transformación en la estructura de capital (menor porcentaje de deuda) aun con un GAF mayor que la unidad, el ROE ha disminuido en este periodo.

A modo de conclusión, se puede señalar que GB a pesar de tener un GAF elevado y posibilidades de aumentar más que proporcionalmente su ROE, (por el efecto apalancamiento) ha disminuido. Con un coste de la deuda ínfimo y un GAF superior a la unidad, cualquier compañía debería de endeudarse lo máximo posible. Es cierto que ha surgido una transformación en la estructura financiera de GB, aumentando la ratio de endeudamiento hasta el 34,69% en 2016. Sin embargo, independientemente de la caída en su nivel de EBITDA (3,13% respecto a 2015), no se ha producido en el ROE el efecto esperado. Luego cabe preguntarse si la deuda utilizada no alcanza los niveles óptimos de eficiencia, y si a pesar de ser menos costosa, es menos rentable.

Tabla 6.2.4
Comparación de la eficiencia de la deuda.

Año	2016	2012
ROE	4,98%	6,44%
Kd*(1-t)	0,64%	2,52%
EBITDA (M€)	18,7	20,4
GAF	1,41	1,49
GE*	34,69%	40,88%

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia
Grado de endeudamiento

Al hacer una comparación con los resultados obtenidos en 2012, se puede observar que siendo el coste de la deuda 1,88 p.p. inferior al registrado en este periodo, su ROE fue superior. Es preciso señalar que el beneficio de 2012 fue superior al registrado en 2016. No obstante, teniendo un GAF similar, en 2012 se adoptó una posición más endeudada, que junto un mayor EBITDA, favoreció la obtención de una mayor ROE.

Visto el ejemplo, se puede afirmar que, a la hora de seleccionar un tipo de financiación, no solo habrá que tener en cuenta el coste que suponga, sino también la rentabilidad a los accionistas y por tanto la eficiencia con la que financiar los activos de la compañía.

6.3 Composición y financiación de los activos

La detección de dicha deficiencia en la financiación es posible mediante el conocimiento de la naturaleza de los activos de la compañía y cómo estos son financiados. Analizar qué parte de los activos es financiado con deuda financiera y cuál no.

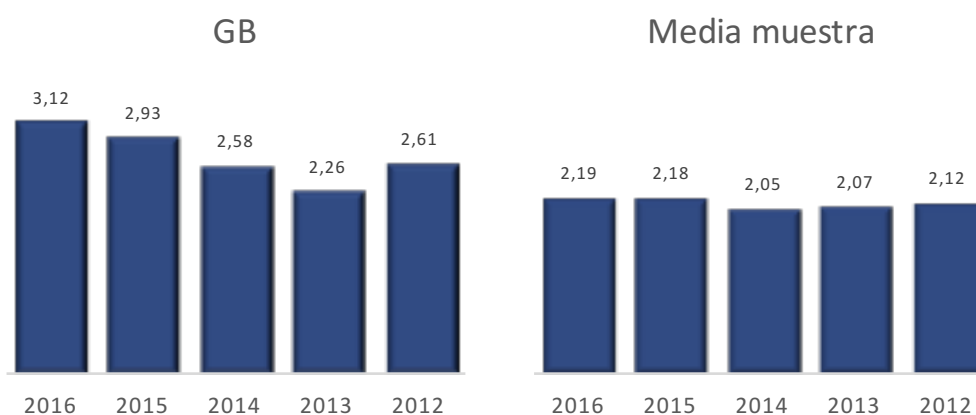
Por otro lado, para entender las necesidades de financiación que tiene GB y qué modelo sería el que mejor se ajustaría a su modelo de negocio, es necesario conocer y analizar la situación de crecimiento de la compañía, así como las técnicas llevadas a cabo para alcanzar ese crecimiento.

6.3.1 Fondo de Maniobra

En primer lugar, se comenzará analizando el fondo de maniobra, que reflejará aquella parte de los activos corrientes de GB que son financiados con pasivo a largo plazo (Sáenz-Díez Rojas, 2006) (Iborra, Dasi, Dolz, & Ferrer, 2014) (Bealey, Myers, & Marcus, 2004).

Gráfico 6.3.1.1

Ratio de liquidez general de GB y media de la muestra



*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

Tabla 6.3.1.1
Fondo de Maniobra GB

Año	2016	2015	2014	2013	2012
FM	118.594	106.972	115.836	92.610	93.281

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia
Valores en miles de €*

La ratio de liquidez general contiene la misma información que el fondo de maniobra. La diferencia se encuentra en que ésta se recoge en forma de cociente, luego es más sencillo de comparar con la media de la muestra puesto que representa el número de veces que el activo corriente contiene al pasivo corriente. (Sáenz-Díez Rojas, 2006).

Es cierto que la inversión en activos a corto plazo no es demasiado rentable, pues conlleva una serie de desventajas como pueden ser los costes de mantenimiento. Por el contrario, la inversión en este tipo de activos es necesaria para mantener un nivel de liquidez idóneo con el que hacer frente a las exigencias operativas sin llegar a tener costes de ruptura², más cuando hablamos de este tipo de industria en la que el nivel de existencias es elevado en el que las existencias de la media de la muestra representan el 33,12% de la media de los activos totales. (Bealey, Myers, & Marcus, 2004). Consecuentemente, es importante determinar cuánto ha de invertirse en este tipo de activos.

Como se puede apreciar en el gráfico 6.3.1.1, GB ha registrado una ratio de liquidez mayor que la media de la muestra para todos los años del intervalo dado. En otras palabras, proporcionalmente, los activos corrientes de GB son mayores que sus deudas a corto plazo en comparación con la muestra en términos medios. Por esta razón, reducir el fondo de maniobra, o, dicho de otra manera, redirigir la financiación de los activos corrientes con pasivos fijos hacia activos no corrientes, lograría alcanzar una rentabilidad mayor sin incurrir en un riesgo excesivo. (BBVA Empresas, 2015).

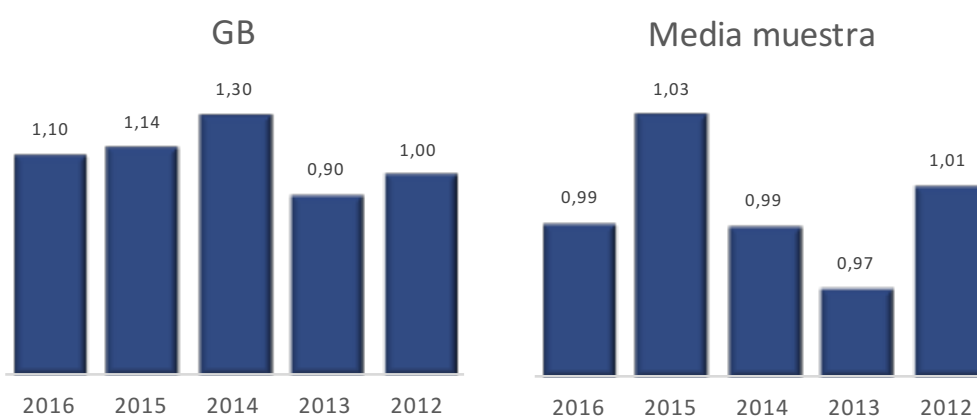
² *Los costes de ruptura* son alteraciones en el proceso de producción y se producen como consecuencia de un nivel insuficiente de tesorería.

A pesar de que aparentemente GB haya registrado unos resultados de fondo de maniobra mejores que la media de la muestra seleccionada, habría que tener en consideración que, para el tipo de industria, es preciso analizar el fondo de maniobra descontando el valor de las existencias del circulante. Los almacenes para cualquier compañía de este sector, son activos muy poco líquidos ya que desde que la uva es cosechada hasta que es transformada en vino concurre un largo periodo de tiempo. Por lo tanto, podrían definirse en algunos casos como activos no corrientes y, por consiguiente, no es conveniente incluirlos en el cálculo del fondo de maniobra. En GB las existencias suponen el 34,24% de los activos totales que son 1,11 p.p. superior a la proporción de la media de la muestra.

En el siguiente gráfico se representa la ratio de liquidez general de GB y de la muestra (con el fin de obtener resultados en tantos por uno y no en cantidades absolutas con las que sería más complicado compararlos). En esta ratio se ha descontado el valor de los almacenes a cierre del ejercicio correspondiente al activo circulante de cada compañía. Esto se realiza con el objeto de ofrecer un análisis en el que se excluiría el carácter menos líquido de los activos de estas empresas y con ello abstraer una idea más clarificada de la liquidez actual de GB.

Gráfico 6.3.1.2

Ratio de liquidez general de GB y media de la muestra excluyendo las existencias



*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

En el gráfico 6.3.1.2 se puede apreciar que GB, aun siendo esta ratio de liquidez bastante inferior al expuesto en el gráfico 6.3.1.1, sigue situándose por encima de la media de la muestra. Excluyendo el valor de los almacenes a los activos corrientes de las compañías

participadas en la muestra, su fondo de maniobra es negativo, es decir, en términos medios, los pasivos corrientes de la muestra son superiores a sus circulantes sin incluir las existencias. De ahí que la ratio de liquidez general de la muestra sea inferior a la unidad en 2016.

GB en cambio, si presenta una ratio de liquidez general superior a la unidad, concretamente del 1,10 en 2016, siendo su fondo de maniobra, excluyendo las existencias a cierre del ejercicio, de 5,63 millones de euros. Luego se puede afirmar que GB contiene un fondo de maniobra (excluyendo las existencias) favorable, superior al registrado por la muestra en términos medios y con el que puede hacer frente a las necesidades de liquidez y sin ser extremadamente elevado, evitando de esta manera un coste de oportunidad (destinando demasiado pasivo fijo para financiar activo corriente).

Extrapolando este concepto a la propuesta alternativa, se deberá contratar una deuda a largo plazo que permita financiar parte del activo corriente, por consiguiente, ésta deberá ser lo menos costosa ya que como se ha señalado anteriormente, existe un coste de oportunidad a la hora de invertir en este tipo de activos, aunque sea necesario. Además de hacer el fondo de maniobra menos costoso, dicha deuda deberá ser redirigida a financiar activos fijos obtendrá mayor rentabilidad.

7. Propuesta de un modelo alternativo de financiación

En el desarrollo de éste epígrafe se tratará de definir un tipo de deuda diferente al utilizado por GB y por todo el sector vitivinícola español. Para el desarrollo de dicho método se partirá de las deficiencias detectadas en el análisis elaborado hasta ahora. Además, se expondrán las diferentes alternativas de financiación de las que dispone actualmente GB para financiarse, siempre teniendo presente tanto su situación financiera actual como los posibles beneficios que obtendrá en un futuro.

7.1 Crecimiento de González Byass

Para la correcta elección de la financiación, cualquier empresa tendrá que tener en consideración el crecimiento que está desarrollando y aquel que se va a afrontar en un futuro próximo, ya que en ocasiones (como la que se presentará en este caso) tiene un mayor peso una financiación en la que permita experimentar un crecimiento mayor que aquella que aparentemente es mejor por tener un menor coste.

Mediante la proyección de la cuenta de resultados de la compañía, es posible adquirir una visión suficientemente objetiva del crecimiento de GB en el presente y en los próximos años. Sin embargo, antes de comenzar a analizar la cuenta de pérdidas y ganancias (PyG) proyectada para GB, habría que poner de manifiesto y diferenciar los dos tipos de crecimientos que se dan en esta y todas las compañías, que por el conocimiento de los cuales se adquirirán las bases para proyectar la PyG y consecuentemente permitirá comprender las necesidades de deuda.

En primer lugar, se encuentra el crecimiento orgánico u operativo. Consiste en aquel que realiza la compañía gracias al desempeño y optimización de sus recursos, alcanzando de esta forma un mayor nivel de producción y volumen de ventas. En este caso, GB ha ido incrementando el crecimiento orgánico durante los últimos años.

No obstante, este tipo de crecimiento es menos contundente que el que puede experimentar GB a través de la adquisición de otras compañías, es decir, mediante crecimiento inorgánico o corporativo, pues adquiriendo una nueva empresa GB multiplicaría su nivel operativo en un menor tiempo que si lo hiciera por medio de su propia actuación. En los años 2016 y 2017 GB ha apostado por un crecimiento a través de la compra de dos compañías del sector. La primera de ellas fue la compra de la bodega chilena Veramonte por valor de 30 millones de euros aproximadamente. Por otro lado, en 2017 ha adquirido de forma conjunta con un socio capitalista el negocio nacional e internacional Pedro Domecq por un valor de 80 millones de euros aproximadamente, en la cual GB participó en un 50%.

Aunque es cierto que en este tipo de crecimiento es más rápido, a su vez conlleva asumir una serie de riesgos por parte de la compañía adquiriente. Estos son principalmente

riesgos financieros puesto que la compra de una compañía implica un coste elevado que debe ser financiado.

A continuación, se presentan las suposiciones elaboradas para proyectar la cuenta de pérdidas y ganancias para los próximos tres años basadas en el ya comentado crecimiento inorgánico experimentado por GB en estos dos últimos años.

Tabla 7.1.1
Suposiciones de proyección

	2018	2019	2020
VENTAS	20%	5%	5%
COSTE DE VENTAS	20%	10%	10%
PUBLICIDAD	30%	10%	10%
TOTAL GASTOS	10%	10%	10%
FINANCIEROS	-5%	-5%	-5%
IMPUESTOS	10%	=	=

Fuente: Elaboración propia

Se ha hecho una suposición de las diferentes variables que afectan al resultado futuro de GB teniendo presente las recientes transacciones. En las ventas se ha considerado que en 2018, como consecuencia de las dos grandes inversiones, éstas aumentarían en un 20% respecto al año anterior y que en los dos años siguientes seguirán aumentando pero a un menor ritmo (5%). De igual forma, el coste de estas ventas aumentaría proporcionalmente a las mismas. Por su parte, los costes derivados de la publicidad también incrementarán más en el primer año con el objeto de promocionar las nuevas compañías y seguirán aumentando, pero de forma más gradual en los años siguientes. Por último, los gastos financieros tenderán a reducirse (con el modelo de financiación actual), dado que la deuda se irá repagando con el paso del tiempo y la entidad poseerá mayor capacidad de solvencia para hacer frente a la misma. Este punto se señalará con mayor profundidad cuando se exponga la tercera alternativa de financiación.

Tabla 7.1.2
Proyección PyG

	2016	2017	2018	2019	2020
INGRESOS NETOS	157.988.102	190.414.884	228.497.861	239.922.754	251.918.892
COSTE DE VENTAS	-103.678.330	-132.675.599	-159.210.719	-160.802.826	-162.410.855
MARGEN BRUTO	54.309.772	57.739.285	69.287.142	79.119.928	89.508.037
PUBLICIDAD	-15.813.286	-17.801.458	-23.141.896	-25.456.086	-28.001.694
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	38.496.486	39.937.826	46.145.246	53.663.842	61.506.343
TOTAL GASTOS	-20.506.275	-23.876.589	-26.264.248	-28.890.673	-31.779.740
RESULTADO OPERATIVO	17.990.212	16.061.237	19.880.998	24.773.169	29.726.603
GASTOS GENERALES	-6.536.570	-7.545.510	-7.545.510	-7.545.510	7.545.510
RESULTADO EXPLOTACIÓN³	11.453.642	8.515.727	12.335.488	17.227.659	22.181.093
FINANCIEROS	-890.752	-1.629.682	-1.548.198	-1.470.788	-1.397.249
IMPUESTOS	-2.336.142	-2.741.460	-3.015.606	-3.015.606	-3.015.606
RESULTADO DEL EJERCICIO	8.226.748	4.144.585	7.771.684	12.741.265	17.768.238
AMORTIZACIONES	6.911.045	9.371.971	10.309.168	10.309.168	10.309.168
EBITDA	18.364.687	17.887.698	22.644.656	27.536.827	32.490.261

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

En la tabla 7.1.2 se presenta la cuenta de pérdidas y ganancias resumida de los dos últimos años, así como la proyección de ésta para los tres próximos. Es interesante observar que el nivel de EBITDA para los próximos años va a ir en aumento. Esta suposición proviene de las inversiones en la compra de las compañías anteriormente citadas. Sin embargo, es posible que de dichas inversiones y del crecimiento orgánico no se obtengan los niveles

³ El EBITDA está formado por la suma entre Resultado de explotación (EBIT) y las amortizaciones. Ya que dentro del resultado de explotación las amortizaciones se incluyen en el coste de ventas.

de beneficio esperado y consecuentemente la liquidez necesaria para paliar la deuda de las inversiones se sitúe en unos rangos preocupantes.

Por todo ello, es necesario la adopción de un tipo de financiación alternativo que mitigue el riesgo ocasionado por esa falta de liquidez en aquellos momentos en los que se lleve una inversión de este tipo.

Luego a modo de resumen de lo expuesto hasta ahora, se podría afirmar que con la nueva financiación se perseguiría los siguientes objetivos:

- 1- Aprovechar el grado de apalancamiento financiero actual de la compañía con el objetivo obtener así la máxima rentabilidad de los fondos propios (ROE).
- 2- Proporcionar un estado de tranquilidad a la hora de llevar a cabo el planteamiento agresivo del crecimiento de GB.
- 3- Adquirir un coste de deuda con los tipos óptimos actuales para aprovechar la excelente situación del mercado financiero en cuanto a coste de financiación y condiciones de deuda.

En el punto siguiente, se expondrán tres alternativas posibles con las que adoptar un modelo de financiación diferente al actual y por el que alcanzar los objetivos fijados.

7.2 Posibles alternativas de Financiación

La elección de la alternativa de financiación más conveniente para GB se tomará sobre una de las tres alternativas que a continuación se presentan:

- A. Entrar en el mercado de capitales
- B. Ampliación de capital
- C. Flexibilización de la deuda financiera

7.2.1 Mercado de capitales:

Dentro de las diferentes posibilidades disponibles de financiación para solucionar los problemas y alcanzar los objetivos ya citados, se encuentra la financiación a través del mercado de capitales.

En los mercados de capitales son aquellos donde se negocian títulos de deuda a largo plazo, tales como bonos, obligaciones o pagarés a largo plazo con los que financiar las diferentes inversiones realizadas por la compañía. Los bonos y las obligaciones son títulos de renta fija emitidos por la empresa siendo parte de un préstamo y participados por inversores que reciben un interés o rentabilidad independientemente del éxito de la actividad de la empresa. (Iborra, Dasi, Dolz, & Ferrer, 2014).

La emisión de deuda a largo plazo podría solucionar el problema de liquidez de GB a la hora de afrontar la financiación del crecimiento inorgánico que está llevando a cabo en los últimos años. El aumento de la deuda a largo plazo con los tipos de interés actuales del bono estatal a diez años (1,5% aproximadamente), proporcionaría una financiación no excesivamente costosa y que le permitiría financiar tanto los activos a largo plazo como aquella parte del circulante que necesariamente debe de ser financiada con deuda a largo plazo (Fondo de maniobra).

Por contraposición, existen algunos inconvenientes en la adopción de esta clase de financiación. La introducción de una compañía en busca de financiación en el mercado de capitales acarrea una serie de requisitos para la misma:

- La calificación crediticia es una condición que deben cumplir aquellas compañías que quieran incorporarse a negociar en este tipo de mercado. Para ello, es necesario la acreditación de un rating mínimo con el que asegurar a los posibles inversores la solvencia de la compañía. Alcanzar dicho reconocimiento no es sencillo, pues será esencial la autenticación por una agencia de calificación de riesgo, preferentemente por más de una de las consideradas “grandes” (Moody’s, S&P y Fitch) y, por consiguiente, conlleva un trámite con elevados costes, además de correr el riesgo de obtener una calificación desfavorable perjudicando la decisión de los potenciales inversores.

- GB, siendo actualmente una compañía no cotizada, entrar en el mercado de capitales supondría para ésta un cambio en su concepción como compañía.

7.2.2 Ampliación de capital:

La segunda alternativa que puede adoptar GB como modelo de financiación es el método tradicional de ampliación de capital. Ésta operación se puede llevar a cabo a través de la entrada de nuevos accionistas o bien aumentando el valor nominal de las acciones ya existentes. La entrada de nuevos accionistas facilitaría a GB adquirir un nivel de solvencia mayor y le proporcionaría recursos para financiar nuevas inversiones y dotar a la compañía de una cobertura de los posibles riesgos de liquidez incurridos en el crecimiento vigente. (Lorenzana, 2017).

Sin embargo, al igual que ocurre en la emisión de bonos y obligaciones, este tipo de financiación conlleva a una serie de desventajas en las que incurriría GB si decidiera adoptarla como nueva medida de financiación.

- Durante el análisis de la financiación actual de GB se señaló que actualmente la compañía contiene un grado de apalancamiento financiero (GAF) elevado, con el que un aumento de la deuda contribuiría más que proporcionalmente para la obtención de un nivel mayor de rentabilidad de los fondos propios. Por todo ello, el hecho de la introducción de nuevos inversores a la compañía, que no es otra cosa que incrementar el capital social de la compañía (fondos propios) y, por lo tanto, incurriría en un coste de oportunidad.
- En segundo lugar, existen a su vez razones de naturaleza “política” que hacen menos atractiva esta alternativa en este tipo de compañías. Ha de señalarse que GB es una compañía familiar de quinta generación, y como tal, los accionistas actuales, siendo los dueños de la compañía, adoptarían otras medidas de financiación (como las llevadas a cabo actualmente) antes que llevar a cabo un proceso de ampliación de capital, que únicamente realizarían en última estancia. (Myers, 1984).

En el hipotético caso que se llevara a cabo esta operación, entraría en escena un conflicto entre los nuevos y los antiguos accionistas. Debido a que las acciones de los accionistas de la familia pasarían a valer menos (efecto dilución). La actuación en cuestión conllevaría a un menor control por parte de los mismos. No obstante, este problema se puede solucionar mediante la emisión de derechos preferentes de suscripción para los antiguos accionistas, que disfrutarían de dicho derecho para compensar su menor control y con los que gracias a su valor económico determinable podrían operar con los mismos (Prades Cutillas, y otros, 2015).

Pese a ello, la entrada de nuevos inversores actualmente no sería una opción ya que contrastaría con la estructura familiar actual de GB.

7.2.3 Flexibilización de la deuda financiera:

Esta alternativa consiste en flexibilizar la deuda financiera de la compañía tanto a largo como a corto plazo, de modo que, dependiendo de cada caso, tenga la opción de elegir entre ambas.

Actualmente, GB tras haber realizado las dos transacciones recientes se encuentra en un estado de liquidez preocupante. A su vez, la deuda financiera ha crecido considerablemente sin haber obtenido aún resultados de ambas inversiones.

Tabla 7.2.3.1
DFN/EBITDA y Liquidez general GB

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
DFN/EBITDA⁴	7,77	2,33	0,17	0,69	2,10	2,42
LIQUIDEZ	0,78	1,10	1,14	1,30	0,89	0,94

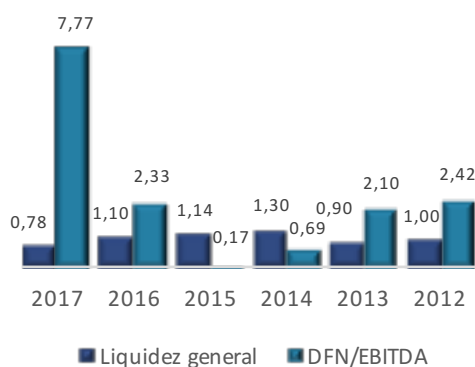
*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia*

⁴ La DFN (deuda financiera neta) está compuesta por la deuda financiera con coste al cierre del ejercicio menos la tesorería y los activos más líquidos del balance de la compañía.

En la tabla 7.2.3.1 se indica la comparación previamente señalada, donde en 2017 no se han empezado a obtener los beneficios de las inversiones realizadas.

Gráfico: 7.2.3.1

DFN/EBITDA y Liquidez general GB



*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Gráfico de elaboración propia*

El nivel de liquidez general o fondo de maniobra en tantos por uno es considerablemente inferior que el resto de periodos reflejados en la muestra que se presenta. Esto se debe principalmente al uso inadecuado de los recursos financieros según sus plazos, en otras palabras, la utilización excesiva de deuda a corto plazo para financiar tanto el crecimiento orgánico como el inorgánico en este caso, ha provocado la reducción de liquidez de la compañía.

Esta alternativa propone aprovechar los tipos de interés actuales, con el fin de flexibilizar la deuda a corto plazo con las entidades de crédito, de modo que en el periodo que comprende el comienzo del crecimiento inorgánico (adquisición de una compañía) hasta que se comienza a obtener beneficios, GB disponga de liquidez suficiente.

La mayor utilidad de este modelo subyace del hecho de tener un instrumento de cobertura de riesgo de liquidez en momentos en los que la volatilidad de los mercados financieros podría perjudicar considerablemente a la compañía, en cuyo caso no sería necesario refinanciar la deuda a los tipos de interés de ese momento. Permitiría a GB repagar la deuda a corto plazo (siendo menor) mediante el crecimiento orgánico y disponer de deuda

a largo plazo con la que financiar el crecimiento inorgánico y alcanzar un nivel de fondo de maniobra seguro e idóneo.

La desventaja principal de esta alternativa es el mayor coste de la deuda. Al refinanciar la deuda a un mayor plazo, la vida media de la deuda se incrementará y, por consiguiente, será negociada a un tipo de interés más elevado.

A día de hoy, GB presenta un coste de la deuda del 1%, derivado de los tipos de interés:

- Tipo Fijo: 1,5%
- Tipo Variable: 0,5% + Euribor (en torno al -0,1% en 2017).

Aprovechando esta situación y gracias a la nueva alternativa de financiación, GB modificaría los siguientes aspectos:

Tabla 7.2.3.2
Proyecciones del nuevo modelo

	Actualmente	Nuevo Modelo
Coste de la deuda	1%	1,6%
Vida media de la deuda	5 años	8 años

*Fuente: Base de datos de SABI y memorias reportadas por las entidades
Tablas de elaboración propia
Datos del nuevo modelo aproximadamente proyectados*

Se puede comprobar en la tabla 7.2.3.2 que este nuevo modelo, a pesar de aumentar el coste de la deuda, la vida media de la deuda también se incrementaría. Adicionalmente, se ha de tener en cuenta que dicha deuda va a ser negociada a los tipos de interés actuales, y, por lo tanto, con una hipotética subida de los tipos en el futuro no supondrían una amenaza para la compañía. Es importante señalar que el coste de la deuda en los últimos años se situaba en torno al 3%, luego, aunque el coste de la deuda aumente respecto al modelo actual, éste va a situarse por debajo del registrado en los últimos años.

Los bancos se encuentran en una situación de análisis de las necesidades reales de sus clientes y están ofreciendo alternativas de financiación flexible a un coste razonable para compañías en situaciones parecidas a la del objeto del estudio.

7.3 Elección de la alternativa

En definitiva, se ha podido comprobar que cada una de las tres alternativas propuestas poseen ventajas y desventajas a la hora de aplicarlas a la compañía en cuestión. Sin embargo, como se ha podido constatar, las dos primeras alternativas no cumplen con los requisitos necesarios para alcanzar los objetivos propuestos. La entrada en el mercado de capitales, aunque a priori solucionaría los problemas de liquidez puntuales, implica una serie de trámites costosos y distantes del concepto de compañía empleado por GB. Por su parte, la ampliación de capital tampoco se adaptaría a los intereses de la empresa, pues siendo un método capaz de financiar las inversiones del crecimiento inorgánico, conllevaría mayor riesgo y con ello mayor coste. Además, este modelo tampoco concuerda con la concepción de GB como empresa familiar de quinta generación.

A diferencia de las otras dos, la alternativa de flexibilizar la deuda renegociándola a los tipos de interés actuales, equilibraría el fondo de maniobra en aquellos momentos en los que las adquisiciones realizadas no hayan comenzado a ser productivas. Adicionalmente, a causa del grado de apalancamiento financiero actual, este método dotaría a GB con la capacidad de incrementar la rentabilidad de los fondos propios y le otorgaría la posibilidad de financiar las inversiones con deuda al mejor plazo según le convenga en cada caso. Todo ello sin preocuparse de la inestabilidad de los tipos de interés y de tener que refinanciar la deuda.

Por lo tanto, se puede afirmar que la tercera opción es la más adecuada para esta compañía y sus características de crecimiento.

8 Conclusiones

Una vez analizado el sector vitivinícola en España se puede observar que es de una gran importancia para la economía de nuestro país.

Al analizar la financiación utilizada por las compañías de la muestra seleccionada se ha detectado que la dependencia de financiación con entidades de crédito es sustancialmente más elevada que la media del resto del sector. Adicionalmente, en el análisis de la composición de dicha estructura de financiación, al tener diferentes estructuras de capital, coste de deuda y rentabilidades diferentes, cada una de las compañías de la muestra posee unas características y un comportamiento diferentes en la composición de sus sistemas de financiación.

Por lo tanto, el hecho de proponer una alternativa de financiación para todas las compañías del sector en igualdad de condiciones es prácticamente imposible. De ahí que se haya seleccionado una compañía en concreto, cuya situación de crecimiento activo haría posible aplicar la nueva alternativa a empresas del sector que siguen la misma política de crecimiento inorgánico que la usada por GB.

En el análisis de la deuda actual de GB se ha podido comprobar que a pesar de poseer un grado de apalancamiento financiero que le permitiría aumentar la rentabilidad de los recursos propios más que proporcionalmente en 2016, independiente de la caída del nivel de EBITDA en ese periodo, el ROE es menor. Este comportamiento es debido a la ineficiencia de la distribución de la deuda, en otras palabras, el exceso de uso de la deuda a corto plazo.

En la actualidad, GB se encuentra en un proceso de crecimiento inorgánico iniciado en 2016 y 2017 con la adquisición de dos empresas importantes del sector. Ello le ha llevado a una situación en la que, sin haber comenzado a obtener resultado de dichas inversiones, la deuda financiera a corto plazo ha aumentado notablemente. Consecuentemente, este proceso ha provocado un problema de liquidez, en el que el fondo de maniobra es insuficiente y por consiguiente, ante una inestabilidad de los mercados financieros podría causar problemas considerables a la compañía objeto de estudio.

Ante la situación señalada, se han analizado las posibles alternativas existentes de financiación para mejorar la situación existente y prevenir los posibles problemas citados.

Se ha verificado que la financiación a través del mercado de capitales no se adaptaría adecuadamente a GB en este caso, puesto que padecería altos costes en la obtención de un rating que soporte la solvencia de la compañía, así como el riesgo en el que concurriría la empresa obteniendo una calificación desfavorable.

Por su parte, la ampliación de capital, aunque supondría una financiación rápida e independiente de los mercados financieros, sería más costosa y no estaría en línea con la concepción de negocio familiar de GB.

Por último, a través de la alternativa de flexibilización de la deuda produciría un nivel de fondo de maniobra óptimo en aquellos momentos en los que la necesidad de liquidez a causa de inversiones en adquisiciones lo requieren. Es importante señalar que tanto la vida media de la deuda como el coste de la misma aumentarían, que aprovechando los tipos de interés actuales y fijando la deuda a largo plazo paliaría el riesgo en el que se podría incurrir por una posible inestabilidad de los mercados.

Se podría concluir afirmando que aquellas compañías del sector vitivinícola que se encuentran en una fase de crecimiento inorgánico de expansión, podrían adoptar esta alternativa para mantener un nivel de liquidez adecuado y con la que cubrir un riesgo ocasionado por la variación de los tipos de interés. Sin embargo, esta alternativa no podría aplicarse a todas las compañías del sector debido a las diversas composiciones de las deudas financieras.

9 Bibliografía

- Amat Salas, O. (2000). *Análisis de estados financieros fundamentales y aplicaciones*. Gestión 2000.
- BBVA Empresas. (05 de Octubre de 2015). *BBVA con tu empresa*. Obtenido de Por qué es conveniente que tu empresa cuente con un fondo de maniobra: <http://www.bbvacontuempresa.es/a/que-es-conveniente-que-tu-empresa-cuente-fondo-maniobra>
- Bealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2004). *Fundamentos de finanzas corporativas* (4ª edición ed.). (S. Figueras, Ed., & A. Jockl Rueda, Trad.) Madrid: McGraw-Hill.
- Codorniu. (2016). *Memoria 2016*. Barcelona: Registro Mercantil.
- De los Ríos Sastre, S. (2014). *Apuntes de introducción a las finanzas corporativas*. Madrid.
- El País. (22 de Febrero de 2013). *El País*. Obtenido de A la crisis, buen vino: https://elpais.com/economia/2013/02/22/actualidad/1361539713_837617.html
- Fernández Eléjaga, J. A., & Navarro Viota, I. (2000). *Curso de gestión empresarial, cómo interpretar un balance*. Bilbao: Deusto.
- Freixenet. (2016). *Memoria 2016*. Barcelona: Registro mercantil.
- Giner, B. (1991). *Análisis crítico del ratio contable de retorno de una inversión*. Madrid: ICAC.
- Gómez-Bezares, F; Madariaga, J.A & Santibáñez, J. (1999). *Algunas reflexiones y novedades acerca de la pirámide de ratios*. Boletín de estudios económicos.
- González Byass. (2016). *Memoria*. Cádiz: Registro Mercantil.
- Harris, C. (2005). *Working Capital Management: Difficult but rewarding*. Financial Executive.
- Iborra, M., Dasi, À., Dolz, C., & Ferrer, C. (2014). *Fundamentos de dirección de empresas*. Valencia: Paraninfo.
- Kim, C., Mauer, D. & Sherman, A. (1998). *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*. Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). *Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange*. Journal of Financial Management and Analysis

- Lorenzana, D. (27 de Julio de 2017). *Pymes y autónomos*. Obtenido de ¿Por qué una ampliación de capital podría ser perjudicial para una empresa?: <https://www.pymesyautonomos.com/administracion-finanzas/por-que-una-ampliacion-de-capital-podria-ser-perjudicial-para-una-empresa>
- Miguel Torres SA. (2016). *Memorias 2016*. Barcelona: Registro Mercantil.
- Milla, A. (2003). *Las necesidades operativas de fondos y el fondo de maniobra*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad
- Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente. (2016). *MAPAMA*. Obtenido de Balance del vino: <http://www.mapama.gob.es/es/estadistica/temas/estadisticas-agrarias/agricultura/balance-del-vino/>
- Mirete, P., & Marín-Lozano, O. (2015). TEMA 3. EL ANALISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS (PARTE I). *EL BALANCE*. Madrid: ICADE.
- Myers, S. (1984). *The capital structure puzzle*. Journal of Finance .
- OEMV. (19 de Enero de 2018). *Vinetur*. Obtenido de Los españoles beben menos vino, pero más caro: <https://www.vinetur.com/2018011945984/los-espanoles-beben-menos-vino-pero-mas-carro.html>
- OEMV. (15 de Enero de 2018). *Vinetur*. Obtenido de Nuevas oportunidades para la generación de valor en el mercado del vino: <https://www.vinetur.com/2018011545937/nuevas-oportunidades-para-la-generacion-de-valor-en-el-mercado-del-vino.html>
- OIV. (2016). *OIV*. Obtenido de Estadísticas y bases de datos: <http://www.oiv.int/es/bases-de-datos-y-estadisticas/estadisticas>
- Osborne SA. (2017). *Memoria 2017*. Cádiz: Registro Mercantil.
- Portela, J. F. (10 de Febrero de 2013). *Geographos*. Obtenido de LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR VITIVINÍCOLA INTERNACIONAL: <https://web.ua.es/es/revista-geographos-giecryal/documentos/julio-fernandez.pdf?noCache=1360792008240>
- Prades Cutillas, D., Budi Hurtado, R., Pardo Pardo, J. M., Sánchez Graells, A., Serrano Sánchez, M., Veiga Copo, A., . . . Pardo Pardo, J. M. (2015). *Derecho de sociedades y de crisis empresariales* (2ª edición ed.). Madrid: Thomson Reuters.
- Ramón Bilbao. (2016). *Memoria 2016*. La Rioja: Registro Mercantil.
- Rivero, P. (1990). *Análisis de balances y estados complementarios*. Madrid: Pirámide.

Sáenz-Díez Rojas, R. (2006). *Dirección financiera*. Madrid.

Sánchez-Moreno, J. (- de - de 2008). *biblioteca2*. Obtenido de La empresa vitivinícola: La comercialización, comunicación y maarketing:
http://biblioteca2.uclm.es/biblioteca/ceclm/ARTREVISTAS/CEM/CEM_33_sanchez_empresa.pdf

Serrahima Formosa, R. (5 de Abril de 2016). *Raimon Serrahima*. Obtenido de El apalancamiento financiero. Concepto y cálculo.:
<https://raimon.serrahima.com/el-apalancamiento-financiero-concepto-y-calculo/>

Vinoselección. (s.f.). *Vinoselección*. Obtenido de Historia del vino:
<https://www.vinoseleccion.com/saber-de-vinos/historia-del-vino>

Walsh, C. (2001). *Ratios fundamentales de gestión empresarial*. Prentice Hall.

Wineinmoderation. (s.f.). *Wineinmoderation*. Obtenido de Historia y tradición del vino:
<https://www.wineinmoderation.eu/es/content/Historia-y-Tradicin-Del-Vino.4/>

