



Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

Creación de valor en el capital riesgo: Ebro Foods

Autor: Bosco Rodríguez-Arias Aranguren

Tutor: Jesús Reglero

MADRID | Mayo 2024

Índice

1. Introducción:	3
1.1. Resumen.....	3
1.2. Descripción del trabajo.....	3
1.3. Motivación.....	4
2. Visión general de la compañía.....	5
2.1. Descripción de la actividad.....	5
2.2. Análisis de las divisiones.....	8
2.3. Historia de Ebro Foods.....	12
2.4. Accionariado.....	13
2.5. Análisis de la cotización.....	16
2.6. Análisis financiero.....	18
3. Creación de valor en el capital riesgo.....	29
3.1. Valoración de la compañía.....	30
3.2. Análisis LBO.....	37
3.3. Creación de valor	46
4. Conclusiones.....	49
5. Declaración del uso de herramientas de inteligencia artificial.....	51
6. Bibliografía.....	52

1. Introducción

1.1 Resumen

Ebro Foods es una compañía cotizada española, líder en la industria alimentaria, con una fuerte presencia en la producción y comercialización de arroz y pasta. Actualmente, Ebro Foods tiene una valoración de mercado de €16 por acción, con una capitalización bursátil de 2,450 millones de euros. Aplicando los métodos tradicionales de valoración, llegamos a la conclusión de que, dado el presente plan de negocio de la compañía, Ebro Foods se encuentra infravalorada con respecto a su valor de mercado. Por ello, debido a la naturaleza de la compañía, su generación estable de caja, su resiliencia y posicionamiento, la mejor manera de capturar este potencial crecimiento es mediante una compra apalancada, propia de los Private Equity.

1.2 Descripción del trabajo

Este análisis se divide en 4 partes:

- **Análisis operacional de la compañía:** en este se analizarán las operaciones de la empresa, su presencia geográfica, su expansión internacional, accionariado y cotización histórica para obtener una visión general de la compañía en lo que respecta a las operaciones
- **Análisis financiero:** en este se analizará la evolución de los estados financieros de la empresa, priorizando la cuenta de resultados y la generación de caja. Se analizarán métricas ajustadas para eliminar el efecto de eventos extraordinarios y garantizar la precisión del análisis de las finanzas recurrentes
- **Valoración de la compañía:** en esta sección se aplicarán los métodos tradicionales de valoración, tales como el análisis DCF, múltiplos y transacciones precedentes. Mediante estos, se obtendrá un valor aproximado de la empresa, concluyendo si se encuentra actualmente sobrevalorada o infravalorada
- **Análisis LBO:** en el caso de que la empresa se encuentre infravalorada, se procederá a comprobar si es posible capturar más valor mediante una compra apalancada que mediante una inversión convencional. El análisis se llevará a cabo desde el punto de vista de un Private Equity

1.3 Motivación

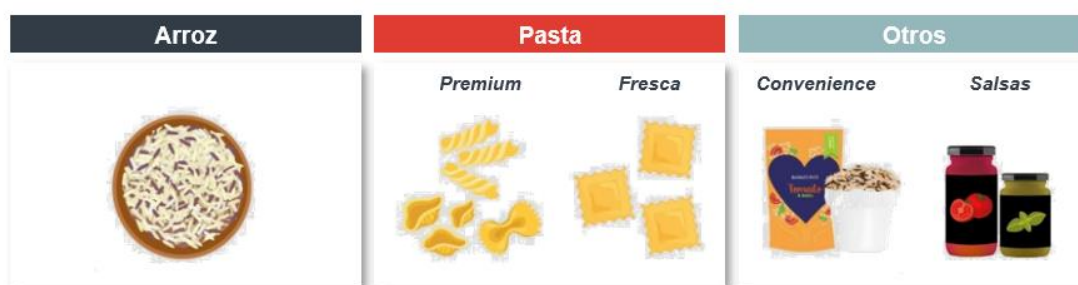
La motivación detrás de este trabajo viene de mi actual interés en el mundo financiero. Después de haber estudiado durante 5 años las bases del mundo corporativo y haber realizado diversas prácticas en el sector, mi interés me ha impulsado a emprender este análisis con el objetivo de consolidar lo aprendido. Paralelamente, llevo varios años monitorizando la actividad de Ebro Foods, debido a mi interés y fascinación por la actividad de la empresa, la cual he considerado la mejor candidata para mi análisis.

2. Visión general de la compañía

2.1 Descripción de la actividad

Ebro Foods es una compañía internacional española líder en la industria alimentaria, y ampliamente especializada en la producción y comercialización de productos como arroz, pasta, y en menor medida salsas y alimentos preparados. Desde su fundación se en el año 2001, tras la fusión por absorción de Azucarera Ebro Agrícolas y Puleva SA, Ebro Foods ha llevado a cabo una expansión internacional por los 5 continentes, y políticas de desinversión en negocios donde no podían ser los líderes de mercado. Hechos que han llevado a Ebro Foods a ser una de las empresas líderes en la producción y comercialización de arroz en el mundo y con una presencia importante en el mundo de la pasta seca y fresca.

Ilustración 1 – Porfolio de productos

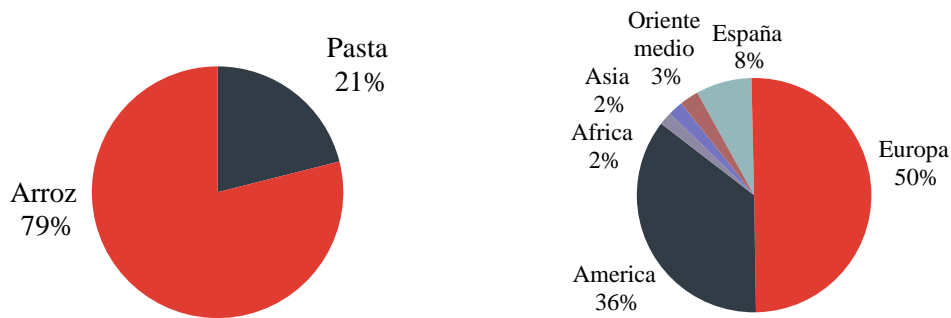


Source: Pagina web Ebro Foods – elaboracion propia

En la actualidad Ebro Foods produce y vende sus arroces y pasta en 72 países distribuidos por los 5 continentes a través de su conglomerado de casi 34 subsidiarias y 81 marcas. Para su fabricación, la empresa cuenta con 58 fábricas y 11 almacenes repartidos por todo el mundo (principalmente en Europa y Estados Unidos). Ebro Foods, durante el curso de 2022, contó con una plantilla media de 6.414 trabajadores y unas cifras de venta de casi 3.000 millones de euros, siendo el 78% procedente de la venta de arroz y el 22% de la venta de pasta.

Respecto a sus cifras de negocio, la mayor parte de este se concentra en dos regiones geográficas: en Europa donde se producen el 50% de sus ventas, y en América, donde se localizan el 37,5% de las mismas. España es tercer país por volumen de negocio de Ebro Foods, donde realiza el 7,7% de su negocio. El 6,5% restante se distribuye equitativamente entre África, Asia, y Oriente medio.

Ilustración 2 – Desglose de ventas



Fuente: Annual report 2023 – elaboración propia

La actividad de Ebro Foods se centra en la producción y comercialización de arroz, pasta, salsas y productos derivados, a través de diferentes empresas y marcas, que adaptan su propuesta comercial (marca, sabor, forma, marketing...) a cada una de las regiones geográficas en las que se encuentra internacionalizada. En total, Ebro Foods cuenta con un conglomerado de 81 marcas, propias y por colaboración, a través de las cuales vende sus productos.

Ilustración 3 – Marcas clave



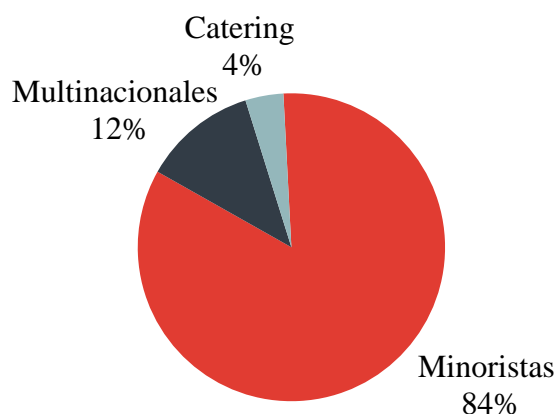
Fuente: página web Ebro Foods

En cuanto a su modelo de negocio, Ebro Foods se encuentra situada en el medio de la cadena de valor de pasta y arroz. Desde la obtención de las materias primas hasta la venta del producto final en los puntos de distribución, la empresa se desempeña como un

eslabón esencial. Su enfoque radica en la producción y transformación de materias primas, como el arroz y el trigo duro, para convertirlas en productos finales con valor añadido. Para ello, Ebro Foods adquiere arroz y trigo duro de diversos proveedores, que luego son procesados en sus instalaciones de producción. Allí, se llevan a cabo una serie de procedimientos, que van desde los más básicos, como limpieza y molienda, hasta los más complejos, como precocido y congelación, con el fin de generar los productos finales listos para el consumo.

Una vez transformados, la empresa vende sus productos a través de diferentes marcas, propias o en colaboración, a minoristas alimentarios, grandes multinacionales y negocios de catering. Acorde con la información disponible de 2023, las ventas se desglosan de la siguiente manera:

Ilustración 4 – Desglose de ventas por tipo de cliente



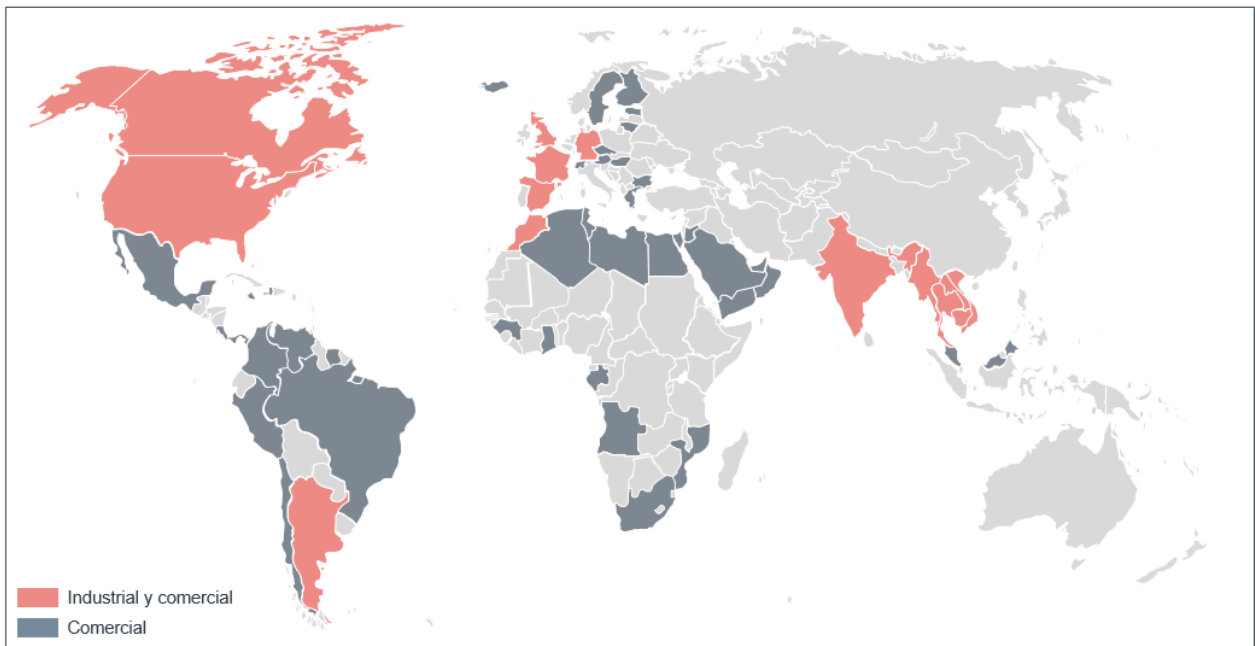
Source: Cuentas anuales consolidadas 2023 – elaboración propia

Como se puede ver en la ilustración 4, la mayoría de los clientes de Ebro Foods corresponden a grandes minoristas alimentarios como podrían ser Carrefour, Walmart, Lidl o cualquier otra cadena de supermercados. Este tipo de venta se suele respaldar mediante contratos complejos en los que se negocia la duración (normalmente a largo plazo) y las cláusulas de exclusividad. Esto permite a Ebro Foods contar con una base sólida de clientes recurrentes que le proporciona visibilidad de ingresos.

En cuanto a su alcance geográfico, desde su inicio, Ebro Foods ha llevado a cabo un proceso de internacionalización tanto de forma orgánica como inorgánica a nivel global.

La empresa comercializa sus productos en 81 países, de los cuales 16 cuentan con instalaciones propias, como fábricas, almacenes y oficinas. Esta expansión internacional no solo ha sido el resultado de adquisiciones de empresas y marcas extranjeras, sino también de un crecimiento gradual y establecido en nuevos mercados. El siguiente mapa ilustra la presencia geográfica actual de Ebro Foods, diferenciando entre países con presencia únicamente comercial y aquellos donde también cuenta con operaciones industriales.

Ilustración 5 – presencia geográfica



Fuente: página web – elaboración propia

2.2 Análisis de las divisiones

Según la información reportada en sus cuentas anuales, la empresa cuenta con dos divisiones principales en las que se basa su negocio: la división de arroz y la de pasta.

División de arroz

El sector del arroz de Ebro Foods está encabezado por el Grupo Herba, la cual destaca por su especialización en arroz, legumbres y otros granos. Reconocido como el principal grupo arrocero de Europa y uno de los más destacados en los 70 países donde opera, emplea una exitosa estrategia multimarca. Entre sus marcas más reconocidas se encuentran “SOS, Brillante, La Fallera, La Cigala, Saludades, Lassie, Reis fit, Rix fis, Oryza, Bosto, Riceland, Risella, Peacock y Phoenix”. Esta estrategia le ha permitido obtener una importante participación en los principales mercados minoristas europeos,

así como suministrar arroz a empresas destacadas en sectores alimentarios como bebidas, alimentación infantil, platos precocinados y alimentación animal. La contribución del Grupo Herba al contexto europeo se refleja en la tabla 1, donde se muestra su peso e impacto en la región.

Tabla 1 – Participación, valor y ranking del grupo Herba en Europa

Pais	Volumen	Valor	Posicion
España	25.7%	32.5%	Lider
Portugal	16.4%	18.0%	Lider
Belgica	22.6%	31.5%	2º
Alemania	13.8%	19.6%	2º
Paises Bajos	21.6%	31.6%	Lider

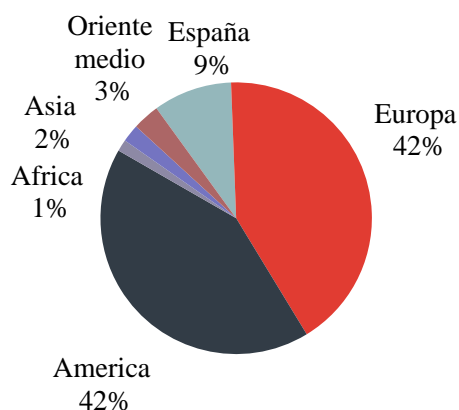
Fuente: Estados financieros consolidados 2022 – elaboración propia

Junto al grupo Herba, otras 3 compañías de Ebro Foods dominan el mercado del arroz. Estas empresas son:

- **Riviana Arroz:** unidad de Ebro Foods especializada en la división del arroz en Estados Unidos (con el 23.6% de la cuota de mercado) y la primera compañía arrocera en este país.
- **Grupo Tilda:** poseen prestigio en el Reino Unido mediante su comercialización de arroz basmati, donde venden el 60% de su producción
- **Ebro Premium Food Francia:** empresa enfocada en arroces convencionales y de cocción rápida. Es la empresa de arroz líder en el mercado francés, con un 20.4% del volumen total comercializado

En cuanto al desglose de la cifra de negocio de la división de arroz, esta se distribuye de una manera similar a la del grupo, pero con una mayor presencia en América frente al resto de países del reparto.

Ilustración 6 – Desglose de las ventas procedentes de la división de arroz



Fuente: Informe de actividad de negocio de Ebro Foods 2023 – Elaboración propia

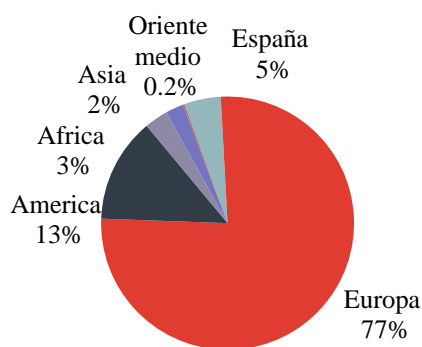
División de pasta

La división de pastas frescas y pastas premium de Ebro Foods, la conforman 4 compañías:

- **Ebro Premium Foods Pasta Fresca Francia:** empresa especializada en pasta fresca de diferentes formatos (gnocchi, snacks y platos preparados) bajo la marca comercial Lustucru
- **Grupo Bertagni:** Se centra en la producción y comercialización de pasta fresca premium, principalmente en formato de pasta rellena. Es una de las marcas más antiguas de pasta rellena de Italia
- **Grupo Garofalo:** Es la división de Ebro Foods especialista en pasta seca de alta calidad con sello IGP italiano (Indicación Geográfica Protegida), ocupando el 6,6% del mercado de pasta seca premium y comercializándose en la mayoría de los países de Europa y en Estados Unidos.
- **Grupo Riviana Pasta Fresca:** División de pasta fresca simple o rellena especializada en la región de Estados Unidos, donde la marca Olivieri destaca y es líder debido a su cuota del 65% en volumen de pasta fresca canadiense

El negocio de pasta dura y fresca no está tan diversificado geográficamente como el del arroz. La empresa se centra primordialmente en el suministro de pasta en países europeos, fundamentalmente debido a la cultura gastronómica. La pasta es un alimento muy arraigado en la cultura culinaria europea, especialmente en países como Italia, España y Francia y, por ello, la empresa ve más rentabilidad concentrando sus operaciones en dichos países ya que generan ingresos más recurrentes.

Ilustración 7 – Desglose de las ventas procedentes de la división de pasta



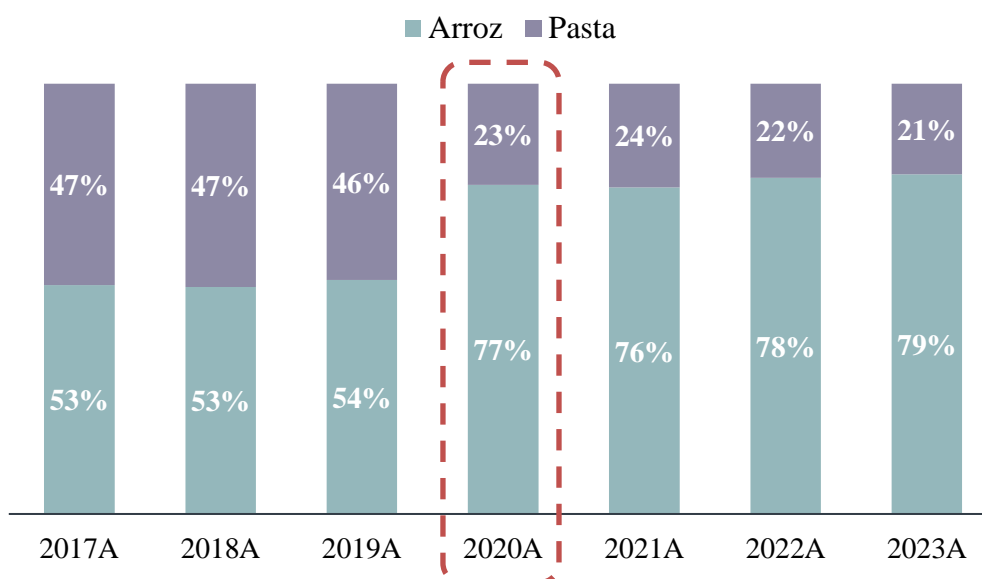
Fuente: cuentas anuales consolidadas 2023 – elaboración propia

Evolución de la distribución de las ventas

La distribución de ventas de Ebro Foods no se ha distribuido de igual manera a lo largo de su historia. Inicialmente, los ingresos de Ebro Foods estaban equitativamente distribuidos entre el negocio de pasta y arroz. Sin embargo, en 2020 la empresa decidió desprenderse de dos de sus filiales de pasta Americanas, Riviana Foods y Catelli Foods Corporation para centrarse en otros más rentables. Estos dos negocios generaban unos ingresos de \$350m aproximadamente. Por ello, el reparto de la cifra de negocio cambio drásticamente, creciendo su peso y dependencia en la división de arroz (Ebro Foods, 2020).

Dichas desinversiones se valoraron en \$407m (Catelli: \$165m; Riviana \$242.5m).

Ilustración 8 – Evolución del reparto de ventas entre divisiones



Fuente: cuentas anuales consolidadas 2017-2023 – elaboración propia

Como se puede apreciar en la ilustración 8, el % de ventas procedente de la venta de arroz se incrementó significativamente debido a la venta de dos de sus principales negocios de pasta en Estados Unidos. Además de sus desinversiones en el negocio de pasta, el negocio de arroz se vio reforzado mediante la compra de Tilda, una marca premium internacional de arroz (Ebro Foods, 2019). Por ello, el volumen consolidado de la cifra de ventas paso a estar compuesto principalmente por el negocio de arroz, pasando de un 54% a un 77% en 2020.

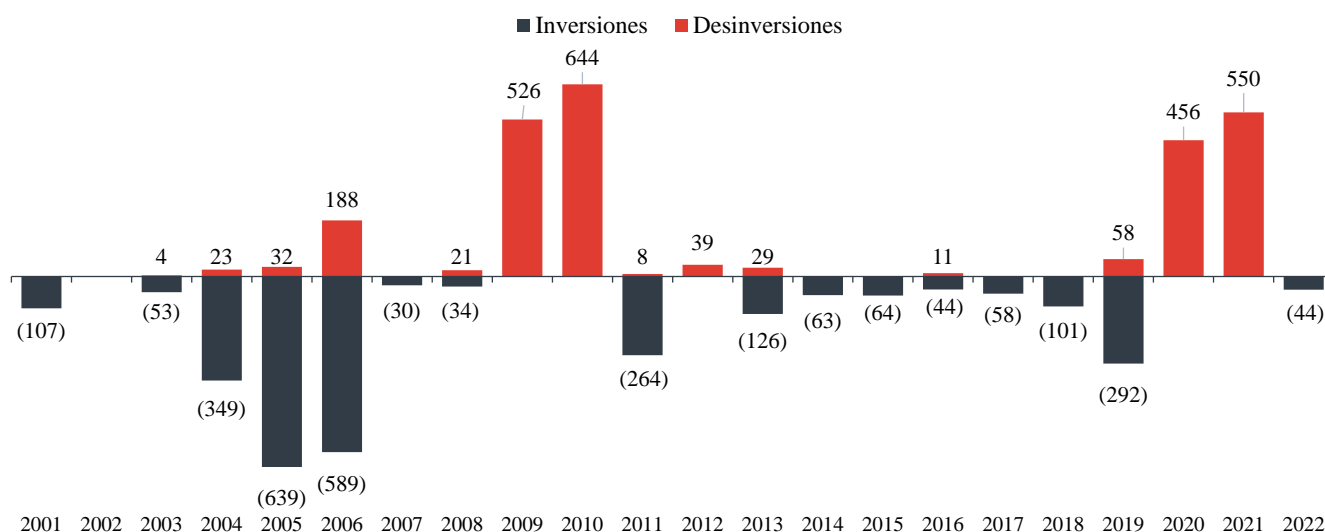
2.2 Historia de Ebro Foods

Ebro fue establecida en el año 1903 como una empresa dedicada exclusivamente al negocio del azúcar. En 1989, adquirió una participación del 60% en los molinos de arroz Herba, destacado fabricante de arroz en España.

En el año 2001, la fusión de Azucarera Ebro Agrícolas y Puleva SA dio lugar a la actualmente conocida Ebro Foods y, ese mismo año, salió a bolsa. Posteriormente, un nuevo equipo directivo inició una etapa de crecimiento e internacionalización. Durante ese mismo año, la empresa adquirió el 40% restante de Herba, estableciéndola como la base de su división de arroz. Sin embargo, unos años más adelante la compañía inició un proceso de reordenación y desinversión de aquellas marcas que no les permitían alcanzar una posición de liderazgo internacional, refiriéndose a esos negocios al sector lácteo y azucarero, representado a través de marcas como Puleva o Azucarera, y centrarse en sus dos principales áreas de negocio: arroz y pasta.

La siguiente década se caracterizó por la adquisición de otras marcas de arroz, así como de pasta y derivados a nivel mundial, lo que llevó a Ebro Foods a generar un crecimiento sostenido que la consolidó como el líder mundial en el sector del arroz y una de las principales compañías de pasta del mundo.

Ilustración 9 – Principales adquisiciones y desinversiones del grupo 2001-2022 (€m)



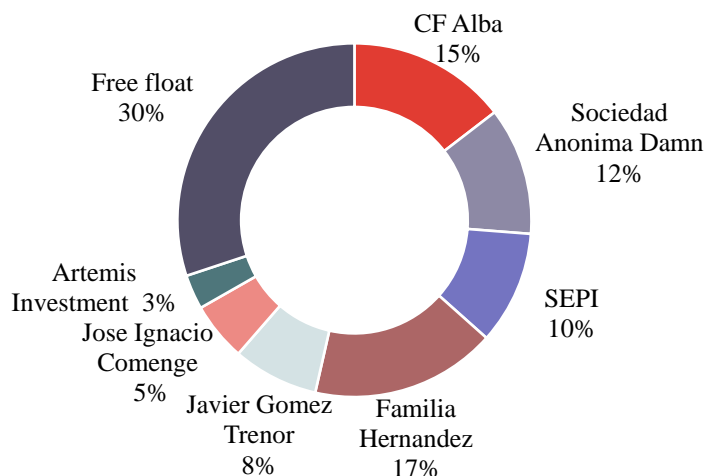
Fuente: Pagina web Ebro Foods, Notas de prensa – elaboración propia

Como se puede observar en la ilustración 9, Ebro Foods durante los últimos años ha llevado a cabo una política de inversiones y desinversiones muy intensa, habiendo invertido 2,800 millones de euros en los últimos 20 años. A su vez la empresa se ha desprendido una gran cantidad de negocios, bien por su falta de rentabilidad o simplemente por la falta de encaje y sinergias dentro del grupo. El valor de las desinversiones es de 2,600 millones de euros en los últimos 20 años.

2.3 Accionariado

El accionariado de Ebro Foods se distribuye de la siguiente manera:

Ilustración 10 – Accionariado



Fuente: cuentas anuales consolidadas 2023 – elaboración propia

Este gráfico muestra la distribución del accionariado de Ebro Foods, el cual está compuesto por:

- Inversores institucionales (30%):
 - CF Alba (15%): vehículo de inversión controlado por la familia March (Banca March y Fundación Juan March). Éste cotiza en el mercado continuo desde 1986 y entró en el accionariado de Ebro Foods en 2010, tras adquirir una participación del 5% (El Mundo, 2010)
 - Sociedad Anónima Damn (12%): empresa cervecera tradicional española, fundada en 1876.
 - Artemis Investment (3%): fondo de inversión anglosajón especializada en el sector retail. El fondo entró en el capital de Ebro Foods en 2019 tras comprar un 3%, el cual ha mantenido hasta hoy (Expansion, 2019)
- Gobierno (10%)
 - SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales): es una empresa pública española que opera como un holding de participaciones estatales en diversas empresas. Su función principal es gestionar y administrar las participaciones del estado español en compañías estratégicas de sectores clave para la economía española (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, 2024)
- Inversores individuales (30%):
 - Familia Hernández (17%): a través de los vehículos de inversión Grupo Tradifin y Herculanz Investing, la familia Hernández posee un 17% del capital de Ebro Foods. Entre ellos, se encuentran Antonio Hernández Callejas, presidente de Ebro Foods, junto con su prima Blanca Hernández Rodríguez, quien es socia mayoritaria (51%) de la firma financiera Magallanes, además de ser miembro del consejo de Pharma Mar y presidenta de la Fundación Ebro Foods
 - Jose Ignacio Comenge (5%) es un inversor individual que acumula una de las mayores fortunas de España, tras heredar de su padre varias embotelladoras de Coca-Cola
 - Javier Gomez Tenor (8%): es uno de los grandes accionistas de Coca-Cola Europacific Partners

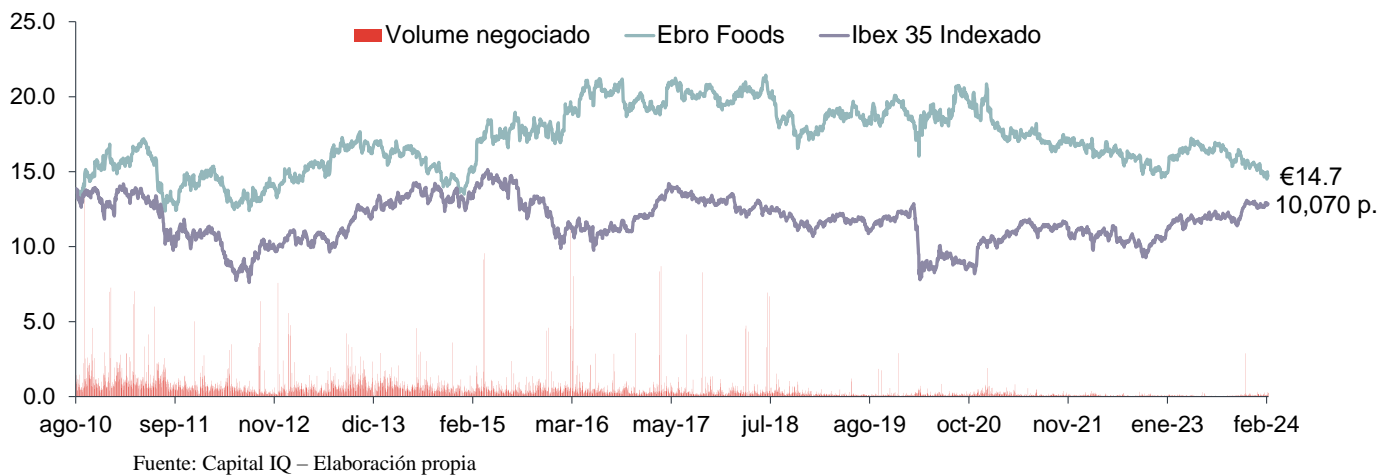
- **Free float (30%):** el “free float” es la parte del capital disponible para ser comprada y vendida en el mercado recurrentemente. En otras palabras, es la parte del capital que no se encuentra bloqueada por un inversor a largo plazo y, por tanto, es negociado libremente en pequeñas cantidades (Corporate Finance Institute, 2024).

Esta estructura de capital presenta una serie de ventajas y desventajas con lo que respecta al gobierno corporativo y al precio de la acción.

- **Precio de la acción:** El “free float” es la proporción de acciones de una compañía que se negocian públicamente y, por tanto, las que determinan el precio de la acción. Por tanto, el hecho de que solamente el 30% de las acciones se negocien públicamente es un indicio de volatilidad. Por una simple razón de oferta y demanda, si la oferta de acciones es baja en comparación con la demanda, el precio de dicha acción se verá altamente influenciado por un cambio en la demanda. Según el Economic Times, “Los valores con poca flotación tienden a ser volátiles. Cuanto más rápido suben, mayor es la probabilidad de que caigan, y cuanto menor es la flotación, mayor es el riesgo de volatilidad”.
- **Gobierno corporativo:** la representación en el consejo está distribuida entre los accionistas que se muestran en la ilustración 10, excluyendo a Artemis Investment, el cual no tiene representación. El gobierno corporativo de Ebro Foods se encuentra repartido en 6 representantes de los cuales ninguno supera el 17% de la participación de la empresa. De esta manera, las decisiones del consejo deben ser consensuadas entre los integrantes y alejadas del interés individual de cada accionista, ya que ninguno posee suficiente control sobre la empresa. Eso indica eficiencia en la toma de decisiones.

2.4 Análisis de la cotización de Ebro Foods

Ilustración 11 – Evolución del precio de la acción



La ilustración muestra la evolución del precio de la acción de Ebro Foods desde 2010. En el gráfico se puede observar la fluctuación de la acción en comparación con las fluctuaciones del Ibex 35 indexado.

Desde 2010, la cotización de Ebro Foods ha fluctuado entre los 13 y los 21 euros y actualmente se encuentra rondando los 15 euros por acción. En esta evolución, cabe destacar la reacción de la empresa frente a los recientes acontecimientos macroeconómicos:

- COVID 19: El precio de la acción, al igual que el resto del mercado, cayó un 30% en marzo de 2020 a causa del anuncio del confinamiento y la incertidumbre macroeconómica. Sin embargo, en menos de 5 meses, la cotización de Ebro Foods se recuperó e incluso sobrepasó los niveles prepandemia en menos de 5 meses. Esto se debe al sobreaprovisionamiento por parte de los clientes (grandes cadenas de supermercados) como reacción a la incertidumbre del mercado. Esa reacción supuso unos ingresos extraordinarios para Ebro lo cual se vio reflejado en el precio de la acción. A finales de 2020, la empresa cotizaba en máximos históricos.
- Inflación y guerra de Ucrania: Una vez se clarearon las perspectivas macroeconómicas y la economía se empezó a recuperar, empezamos a adentrarnos en un entorno inflacionista el cual fue muy perjudicial para Ebro Foods. Ebro, al igual que muchos intermediarios de la cadena de valor alimenticia, está muy expuesta a los precios de las materias primas, en

concreto del arroz y del trigo. La rápida subida de precios de estas dos “commodities”, causo una compresión en los márgenes. A su vez, en marzo de 2021 comenzó la guerra de Ucrania, la cual provocó un encarecimiento de los precios de la energía (luz, gas y electricidad) que provocó una mayor presión sobre los márgenes. Todo ello se vio reflejado en una bajada prologada del precio de la acción durante curso de 2021 y 2022 al no ser capaz de trasladar el 100% de la subida de costes a los clientes finales.

Adicionalmente, se puede observar tal y como había comentado antes, la gradual bajada en el volumen negociado de las acciones a causa de la entrada de inversores institucionales que bloquean parte de las acciones negociadas. Se ve como el volumen negociado, representado por las barras verticales, va gradualmente decreciendo a medida que los inversores listados anteriormente van adquiriendo participaciones y limitando el capital flotante de la empresa.

Tabla 2 – análisis de la liquidez de la acción de Ebro Foods

Liquidez	
# Acciones totales	153,865,392
# Acciones negociables	46,298,096
# acciones negociadas LTM	213,614,540
% acc. Totales	139%
% sobre acc. negociables	461%
Turnaround sobre total de acc.	263 días
Turnaround sobre acc. negociables	79 días

Fuente: Capital IQ – Elaboración propia

La tabla 2 muestra un resumen de la liquidez de las acciones de Ebro Foods. La empresa cuenta con 153,856,392 acciones en circulación, de las cuales sólo 46,298,096 conforman el capital flotante. En los últimos 12 meses, desde marzo de 2023, se han intercambiado 213 millones de acciones lo cual conforma un 139% de las acciones totales de Ebro y un 416% de las acciones del capital flotante. Eso significa que tiene un “turnaround” sobre el total de acciones de 263 días. Esta métrica mide el tiempo que tarda el mercado en intercambiar un número de acciones equivalente al número de acciones totales de la compañía.

La misma métrica de liquidez se aplica a las acciones negociables. El mercado tarda 79 días en intercambiar 46.3 millones de acciones de Ebro Foods, lo cual indica que es una acción bastante líquida en comparación con el número de acciones que conforman el capital flotante.

2.6. Análisis financiero

Cuenta de resultados

Tabla 3 – Resumen de los resultados y apalancamiento (2017-2023)

(€m, a Dic)	dic-2017A	dic-2018A	dic-2019A	dic-2020A	dic-2021A	dic-2022A	dic-2023A
Ventas	2,507	2,647	2,510	2,898	2,427	2,968	3,084
% crecimiento	1.9%	5.6%	(5.1%)	15.4%	(16.2%)	22.3%	3.9%
COGS	(1,331)	(1,462)	(1,370)	(1,626)	(1,357)	(1,728)	(1,734)
% ventas	(53.1%)	(55.3%)	(54.6%)	(56.1%)	(55.9%)	(58.2%)	(56.2%)
Gross Profit	1,176	1,184	1,140	1,271	1,070	1,240	1,351
% margen	46.9%	44.7%	45.4%	43.9%	44.1%	41.8%	43.8%
Gastos de personal	(339)	(360)	(347)	(387)	(333)	(358)	(370)
% ventas	(13.5%)	(13.6%)	(13.8%)	(13.4%)	(13.7%)	(12.1%)	(12.0%)
Gastos Operativos	(512)	(543)	(489)	(548)	(471)	(604)	(585)
% ventas	(20.4%)	(20.5%)	(19.5%)	(18.9%)	(19.4%)	(20.4%)	(19.0%)
EBITDA Ajustado	325	280	303	336	266	278	395
% margen	13.0%	10.6%	12.1%	11.6%	11.0%	9.4%	12.8%
Deuda neta	517.2	704.6	999.8	950.9	504.7	762.6	570.4
Apalancamiento (x)	1.6x	2.5x	3.3x	2.8x	1.9x	2.7x	1.4x

Fuente: Cuentas anuales consolidadas, Presentaciones de resultados – Elaboración propia

La tabla 3 muestra un resumen del resultado operativo de la empresa desde 2017, junto con su apalancamiento. El EBITDA está ajustado, lo cual significa que solo tiene en cuenta gastos e ingresos recurrentes, evitando resultados puntuales que puedan desviar nuestro análisis:

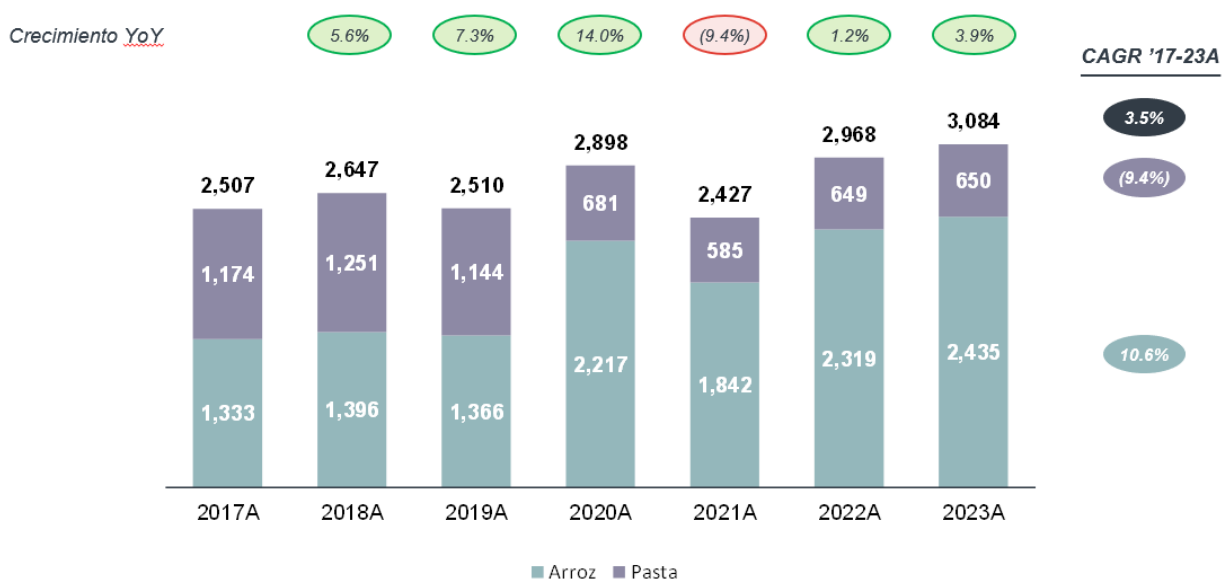
- Ventas: las ventas de Ebro Foods han crecido a un ritmo del +3.5% anual desde 2017. Se puede ver como 2020 fue un año récord para empresa, debido al generalizado sobreaprovisionamiento que se llevó a cabo por los grandes “retailers”. Éstos, como reacción a la incertidumbre macroeconómica y movidos por el miedo a quedarse sin inventario, empezaron a demandar cantidades extraordinarias a sus proveedores, es decir, a Ebro Foods. Posteriormente, la empresa ha continuado creciendo, pero a un ritmo más moderado.
- Márgenes: Ebro Foods cuenta con un margen de EBITDA que ronda los 12.5%. Como comentamos anteriormente, durante 2021 y 2022, debido a la subida de

precios de las materias primas y de la energía, los márgenes se comprimieron cerca de un 6%. Esto se debe fundamentalmente a que esa subida de costes no se vio acompañada de una subida paralela de los ingresos, provocando una contracción en los márgenes. En 2023, los costes parecen estar más controlados y la traslación de esa subida a los precios de venta se está empezando a materializar. Por tanto, el margen EBITDA de 2023 se ha incrementado un 3.4%.

- Apalancamiento: Ebro Foods reportó una deuda neta a final del ejercicio de €570.4m lo que supone un apalancamiento frente al EBITDA Ajustado de 1.5x. La empresa ha conseguido reducir su apalancamiento frente a 2019. En este año, la deuda neta se situaba cerca de los 1,000 millones, tras haber incrementado la deuda neta en casi 300 millones. Esto se debe a “importantes inversiones en Capex de expansión, pero, sobre todo, a la compra apalancada de Tilda (que asciende a 342 MUSD)” (Ebro Foods, 2019).

Ebro Foods lleva cotizando en bolsa más de 20 años y se ha consolidado mundialmente. Al ser una compañía tan consolidada en el mercado, su crecimiento se espera ser estable y moderado en cuanto a ingresos. Desde la pandemia, el crecimiento de los ingresos de los intermediarios se ha guiado fundamentalmente por la capacidad de trasladar la inflación a los precios finales.

Ilustración 12 – Evolución de los ingresos



Fuente: cuentas anuales consolidadas – elaboración propia

La lustración 12 muestra el crecimiento de los ingresos de Ebro Foods, tanto consolidado como por división. Se puede observar como el volumen de ingresos consolidado ha seguido una tendencia moderada, con un crecimiento anualizado del 3.5%. Sin embargo, el crecimiento por división no ha crecido de la misma manera. Se pueden observar varias tendencias en el crecimiento de las divisiones:

- 2017-2019: Hasta 2019, Ebro Foods mantuvo una estructura de negocio semejante. Durante esos años, la empresa llevo a cabo varias compras de marcas. La más significativa fue la compra de Tilda, una marca premium de arroz anglosajona, la cual aportó unos ingresos de €55.6m en 2019 (Ebro Foods, 2019). Se podría decir que el crecimiento de 2017 y 2018 fue puramente orgánico, frente al crecimiento de 2019 el cual estuvo altamente influenciado por la consolidación de Tilda.
- 2020: En este año, la empresa cambia por completo su estructura operativa mediante la venta de sus negocios de pasta norteamericanos (Riviana y Catelli). Adicionalmente, debido al sobreaprovisionamiento impulsado por el confinamiento sumado a la entera consolidación de Tilda, el negocio de arroz creció un 20.1% en comparación con 2019. Según su presentación de resultados de 2020, “el temor al desabastecimiento produjo, en semanas puntuales, incrementos de demanda superiores al 100%, tanto en arroz como en pasta, 1) por ser productos fáciles de almacenar y muy apropiados para tiempos de pandemia; y 2) porque el confinamiento propició un aumento del consumo en el hogar en detrimento del canal Horeca”. La empresa revela que en algunos momentos durante esos meses llegaron al máximo de capacidad en sus plantas, por lo que los incrementos de ventas podrían haber sido incluso mayores.
- 2023: en 2023, la empresa registra los segundos mayores ingresos de su historia, superando los obtenidos cuando tenían la división de pasta seca estadounidense. Esto se asocia, según su presentación de resultados, a una serie de medidas llevadas a cabo durante este año:
 - Incremento de tarifas ad-hoc: se lleva a cabo una estrategia para aumentar selectivamente los precios de sus productos, en lugar de aplicar un aumento generalizado en toda su gama de productos. Estos incrementos se aplican de manera específica y ajustada a cada producto o categoría de productos según sea necesario. Esto muestra una reacción contra la

inflación en la que la empresa traslada exitosamente la subida de precios a los clientes finales.

- Simplificación y reordenación de los negocios: la empresa actualmente está tratando de estructurar sus negocios en aquellos países en los que poseen varias plataformas: Reino Unido, Benelux y Canadá.
- Nuevos lanzamientos y mejoras operativas: la empresa ha llevado a cabo una serie de inversiones las cuales se están empezando a materializar en 2023, tales como el incremento de capacidad en la fabricación de microondas (una clase de arroz) y el lanzamiento de nuevos productos premium como el “gnocchi roll”.

Para asegurar la precisión del análisis la estructura de costes, me centraré exclusivamente en los costes recurrentes de la empresa, evitando así la distorsión de los datos debido a eventos puntuales o extraordinarios. Al centrarme en los costes que se repiten de manera regular en las operaciones de la empresa, podré obtener una visión más clara y precisa de su situación financiera y operativa a largo plazo. Esto nos permitirá identificar tendencias significativas y tomar decisiones informadas para mejorar la eficiencia y la rentabilidad de la empresa.

Para el análisis he estructurado los costes en fijos y variables:

- Los costes variables son aquellos que varían directamente en relación con la producción; es decir, a medida que la producción aumenta, también lo hacen estos costes. En el caso específico de Ebro Foods, el único gasto variable identificado es el costo de aprovisionamiento, conocido como "COGS" (Cost of goods sold, por sus siglas en inglés). Este costo se registra según el precio de adquisición y se basa únicamente en el número de unidades vendidas, sin considerar las unidades que la empresa haya adquirido durante el año. Por ejemplo, si la empresa compra 100 kilogramos de arroz y pasta a 100 euros, pero solo vende 75 kilos en ese año, el costo de aprovisionamiento será de 75 euros.
- Los costes fijos son aquellos que son independientes de la producción. En el caso de Ebro Foods, los costes fijos recurrentes son:
 - Gastos de personal: son las nóminas correspondientes a todos los empleados, tanto para contratos fijos como parciales.

- Tributos: en esta partida se incorporan todos los impuestos y tasas pagadas al gobierno distintas del impuesto de sociedades.
- Gastos industriales y servicios exteriores: estos gastos incluyen todo tipo de gastos industriales y pagos por servicios contratados a terceros. Entre ellos se encuentran los gastos de mantenimiento, electricidad, auditoría y administración, entre otros.
- Gastos de publicidad: son aquellos destinados a promocionar sus productos y marcas en diversos canales de comunicación. Esto incluye anuncios en medios impresos, digitales, televisión, radio, así como campañas en redes sociales y eventos promocionales. Dichos gastos abarcan desde la creación y producción de material publicitario hasta su difusión y seguimiento de la efectividad de las campañas.
- Gastos de investigación y desarrollo (I+D): estos gastos están destinados a la innovación y mejora continua de los productos, procesos y tecnologías de la empresa. Este tipo de gastos cubren actividades como la investigación de nuevas recetas, la mejora de la calidad y sabor de los alimentos, la optimización de los procesos de producción, así como el desarrollo de tecnologías y métodos de conservación más eficientes y sostenibles.

Tabla 4 – Desglose de costes variables y costes fijos (€m, 2017-2022)

(€m, a Dic)	dic-2017A	dic-2018A	dic-2019A	dic-2020A	dic-2021A	dic-2022A	dic-2023A
COGS	(1,331)	(1,462)	(1,370)	(1,626)	(1,357)	(1,728)	(1,734)
Total Gastos Variables	(1,331)	(1,462)	(1,370)	(1,626)	(1,357)	(1,728)	(1,734)
% ventas	(53.1%)	(55.3%)	(48.3%)	(50.2%)	(46.3%)	(58.2%)	(56.2%)
Gastos de personal	(339)	(360)	(347)	(387)	(333)	(358)	(370)
% ventas	(13.5%)	(13.6%)	(12.2%)	(12.0%)	(11.4%)	(12.1%)	(12.0%)
Gastos industriales y servicios exteriores	(403)	(437)	(396)	(443)	(385)	(516)	(488)
% ventas	(16.1%)	(16.5%)	(14.0%)	(13.7%)	(13.1%)	(17.4%)	(15.8%)
Gastos de publicidad	(93)	(90)	(78)	(89)	(75)	(77)	(86)
% ventas	(3.7%)	(3.4%)	(2.7%)	(2.7%)	(2.6%)	(2.6%)	(2.8%)
Gastos de I+D	(1)	(2)	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)
% ventas	(0.0%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.0%)	(0.1%)	(0.1%)
Tributos	(14)	(15)	(13)	(14)	(9)	(10)	(9)
% ventas	(0.6%)	(0.6%)	(0.5%)	(0.4%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.3%)
Total Gastos Operacionales recurrentes	(851)	(904)	(837)	(935)	(804)	(962)	(956)
% ventas	(33.9%)	(34.2%)	(29.5%)	(28.9%)	(27.4%)	(32.4%)	(31.0%)

Fuente: cuentas anuales consolidadas – elaboración propia

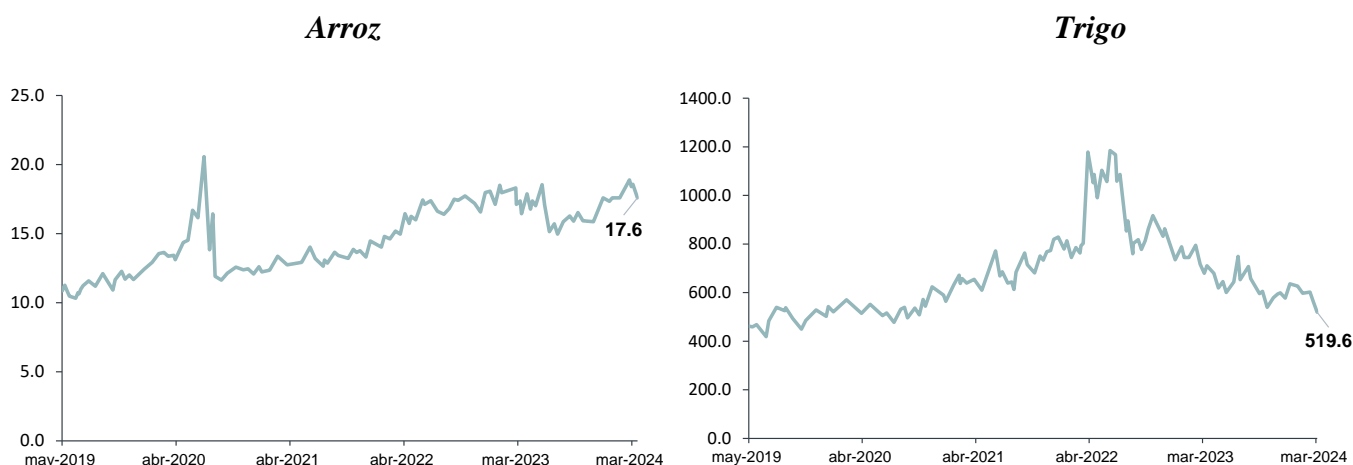
La tabla 4 muestra el desglose de costes variables y costes fijos desde 2017 hasta 2022 (últimas cuentas disponibles). Cada partida esta expresada en términos absolutos y

relativos, como % de ventas para facilitar la comparación de año en año. Se puede observar como las partidas más volátiles, es decir, que varían más como % de ventas, se atribuyen a aquellas que están expuestas a precios exteriores que sufren fluctuaciones.

Estas partidas son:

- El coste de aprovisionamiento: este coste está expuesto a los precios del trigo y el arroz. Ya que solo se contabiliza el coste de las unidades vendidas, cualquier variación del coste como % de ventas se debe a una variación del precio de venta o del precio de compra. Desde mediados de 2020, los precios del arroz y del trigo han subido sustancialmente, siendo 2022 el año de precios más elevados para Ebro Foods. Esto se puede ver claramente reflejado en los costes de aprovisionamiento de 2021 y 2022, los cuales pasaron de representar el 46.3% de las ventas en 2021 al 58.2% en 2022.

Ilustración 13 – evolución de los precios del arroz y trigo en los últimos 5 años



Fuente: Trading Economics

- Gastos industriales y servicios exteriores: parte de estos gastos también están expuestos a fluctuaciones exógenas. Los gastos industriales tales como la energía y la electricidad, varían en función del precio de mercado. A raíz de la guerra de Ucrania, la cual causó un shock de oferta de energía en Europa, los precios de la energía se dispararon en 2022 lo cual se ha visto reflejado en los gastos de Ebro Foods. Aunque el coste de la energía no sea la única variable que afecta a esta partida, esta fluctuación ha causado un incremento significativo de los costes

industriales pasando de suponer un 13.1% de las ventas en 2021 a un 17.4% en 2022.

El apalancamiento operativo se refiere a la proporción de costes fijos y variables. Una empresa con un apalancamiento operativo alto tendrá una proporción de costes fijos elevada, permitiéndole obtener grandes beneficios si suben las ventas. De la misma manera, si las ventas bajan, los costes fijos se comerán los márgenes por completo, haciendo que el beneficio sea menor que con una estructura de costes menos apalancada (Investopedia, 2024).

En cuanto a el apalancamiento operativo, Ebro Foods mantiene una estructura de costes conservadora en la cual el 74% de los costes aproximadamente lo conforman costes variables. De esta manera, la empresa consigue estabilizar los márgenes, haciendo que estos no dependan prácticamente del volumen de negocio.

Flujo de caja

En cuanto al análisis de generación de caja, me voy a centrar en analizar el flujo de caja libre, FCF por sus siglas en inglés. Según Investopedia, “El flujo de caja libre (FCF) representa el efectivo que genera una empresa después de contabilizar las salidas de efectivo para apoyar las operaciones y mantener sus activos de capital. A diferencia de los beneficios o los ingresos netos, el flujo de caja libre es una medida de la rentabilidad que excluye los gastos no monetarios de la cuenta de resultados e incluye el gasto en equipos y activos, así como los cambios en el capital circulante del balance” (Investopedia, 2024). Esta medida nos permite ver en qué medida la empresa es capaz de convertir su EBITDA en efectivo real y como de sostenible es la empresa a largo plazo.

El objetivo del análisis del flujo de caja es analizar cuanta caja genera el negocio recurrentemente, partiendo de sus operaciones ordinarias. Además, mediante su desglose, podremos ver cuánto tiene que invertir la empresa en sus operaciones diarias, a través de working capital, y en su capital (CapEx) para mantener su actividad y su ritmo de negocio.

Para calcular el FCF, partimos del EBITDA y le restamos o sumamos diversas partidas:

- **CapEx:** el gasto en capital o CapEx, se refiere a las inversiones que realiza la empresa a largo plazo para sus operaciones. Normalmente se suele materializar en nuevos activos o proyectos que lleva a cabo la empresa y requieren una inversión a largo plazo. Estos gastos, una vez devengados se registran en el balance como nuevos activos (si es una compra) o un incremento del valor de un activo existente. La inversión en CapEx refleja que la empresa se está capitalizando y apuesta por la mejora y crecimiento de sus operaciones a largo plazo (Corporate Finance Institute, 2024).
- **Cambio en el capital corriente:** esta partida representa el efecto neto de los cambios en la gestión del capital de trabajo de una empresa. Si el capital corriente neto aumenta durante un período, significa que la empresa ha invertido más en activos corrientes (inventario y cuentas a cobrar) o ha reducido sus pasivos corrientes (proveedores o cuentas a pagar), lo que puede requerir efectivo adicional. Por otro lado, si el capital corriente neto disminuye, la empresa puede haber liberado efectivo al reducir sus activos corrientes (mediante la venta de inventario o cobro de clientes) o aumentar sus pasivos circulantes (mediante deudas con proveedores). Esta partida se calcula como la diferencia en el capital corriente de un año a otro, siendo el capital corriente: $\text{Inventario} + \text{Deudas comerciales a cobrar (clientes)} - \text{Deudas comerciales a pagar}$. De manera que si se incrementa el capital corriente, esto significa que la empresa ha invertido en sus activos o ha pagado a sus proveedores lo cual supone una salida de caja para la compañía.
- **Impuestos efectivos:** son los impuestos que paga la empresa con efectivo. Estos impuestos no siempre coinciden con los impuestos contabilizados en la cuenta de resultados ya que, por motivos fiscales, si la empresa tiene pérdidas acumuladas o, en años anteriores ha pagado más de lo que le correspondía en impuestos, la empresa puede pagar menos de lo que le correspondería. Por ello, en el cálculo del flujo de caja libre, es preciso contabilizar únicamente los impuestos que paga la empresa en efectivo, y no los que contabiliza en su cuenta de resultados.

Tabla 5 – Evolución del flujo de caja libre

(€m, a Dic)	dic-2017A	dic-2018A	dic-2019A	dic-2020A	dic-2021A	dic-2022A	dic-2023A
EBITDA	325	280	303	336	266	278	387
(-) CapEx	(121)	(139)	(149)	(118)	(120)	(119)	(142)
% ventas	(4.8%)	(5.2%)	(5.9%)	(4.1%)	(4.9%)	(4.0%)	(4.6%)
(+/-) Cambios en el capital corriente	(42)	(60)	(46)	82	(168)	(244)	(93)
% ventas	(1.7%)	(2.3%)	(1.8%)	2.8%	(6.9%)	(8.2%)	(3.0%)
(-) Impuestos efectivos	(84)	(31)	(54)	(71)	(137)	(91)	(92)
% ventas	(3.3%)	(1.2%)	(2.1%)	(2.5%)	(5.6%)	(3.1%)	(3.0%)
Free Cash Flow	80	50	56	230	(158)	(176)	61
% conversion	24.5%	17.7%	18.3%	68.2%	(59.4%)	(63.6%)	15.8%

Fuente: Cuentas anuales consolidadas – elaboración propia

La tabla 5 muestra la evolución del flujo de caja libre desde 2017 hasta 2023. Se puede observar cómo la empresa tiene un ratio de conversión de caja frente al EBITDA recurrente del 20% aproximadamente, excluyendo en esta media 2020-2022 ya que no representan un año corriente. En cuanto a cada partida, podemos observar cómo:

- **CapEx:** en este caso solo estoy incorporando el CapEx de mantenimiento, es decir, la inversión recurrente de la compañía en sus propias operaciones y en la compra de nuevos activos. En esta partida no están incluidas las compras de nuevas marcas, ya que no suponen una inversión recurrente necesaria para la empresa. Se puede observar cómo la empresa necesita invertir un 5% de sus ventas en capital. Esto le permite a la empresa seguir con sus operaciones, mejorar las fábricas, comprar nuevos equipos, digitalizarse, etc.
- **Cambios en el capital corriente:** en esta partida se puede apreciar una ligera variación de la tendencia habitual de la compañía durante 2020-2022. En años regulares, la empresa solía destinar aproximadamente un 2% de sus ventas a inversiones en el capital corriente. Sin embargo, durante 2020-2022 encontramos una ligera variación. En 2020, debido al extraordinario año en términos de demanda, la empresa pudo vaciar su inventario (y convertirlo en ventas) rápidamente lo cual supuso cambio en capital corriente positivo y, por tanto, más flujo de caja. Sin embargo, en 2021 y 2022, la empresa no ha llevado a cabo una buena gestión del inventario. Independientemente del nivel de ventas, el nivel de inventario ha permanecido muy alto en comparación con otros años y con su nivel de deudas a cobrar y a pagar. Por ello, el flujo de caja de la empresa se ha visto altamente afectado debido a su inversión en el capital corriente. En 2023, se ha normalizado. La tabla 6, muestra la evolución del capital circulante de Ebro Foods.

Tabla 6 – Evolución del capital circulante

(€m, a Dic)	dic-2015	dic-2016A	dic-2017A	dic-2018A	dic-2019A	dic-2020A	dic-2021A	dic-2022A	dic-2023A
Inventario	439	489	559	595	621	578	703	911	775
Deudores y cuentas comerciales a cobrar	374	375	378	402	444	443	416	475	439
Acreedores comerciales	398	394	425	424	447	486	416	438	431
Capital corriente	414	470	512	572	618	536	703	947	783
(+/-) Cambio en el capital corriente		(56)	(42)	(60)	(46)	82	(168)	(244)	164
% ventas		(2.3%)	(1.7%)	(2.3%)	(1.8%)	2.8%	(6.9%)	(8.2%)	5.3%

Fuente: cuentas anuales consolidadas – elaboración propia

Ebro Foods vs competidores

Para nuestro análisis operacional, es preciso realizar una comparación para contrastar los resultados operativos de Ebro Foods con los de la competencia. Para ello, me he centrado en analizar las expectativas de crecimiento por parte del consenso “sell-side”, es decir, analistas especializados que publican informes y estimaciones sobre las compañías. He decidido orientar mi análisis a las estimaciones ya que, al fin y al cabo, el propósito de este proyecto es analizar la compañía y su entorno, de manera que seamos capaces de estimar su desempeño a futuro y por tanto decidir si es rentable comprar la empresa o no. Por ello, he realizado un “benchmark” de Ebro Foods contra sus competidores más relevantes, agrupados por geografías. Para la selección de empresas comparables, he elegido empresas cotizadas con un modelo de negocio similar al de Ebro Foods, aunque no se dediquen exclusivamente al negocio de pasta y arroz. Todas estas empresas operan de la misma forma que Ebro, es decir, fabrican y distribuyen sus productos bajo diferentes marcas a grandes retailers y cadenas de supermercados. De esta manera, tienen la misma exposición que Ebro a las disrupciones que pueda sufrir la cadena de valor alimenticia. Ninguna de estas empresas es 100% comparable a Ebro Foods ya que no todas tienen la misma exposición geográfica, ni comercializan exactamente los mismos productos pero es una buena referencia para contrastar la eficiencia operativa. He incorporado en el análisis la mediana de cada uno de los ratios para evitar así cualquier “outlier” que puede distorsionar la media.

Tabla 7 – Ebro foods vs competidores

	Sales CAGR 2024-26A	EBITDA CAGR 2024-26A	EBITDA margin 2024E	EBIT margin 2024E	Cash conv 2024E	ND/ LTM EBITDA
Western Europe						
Danone	3.68%	5.47%	16.92%	12.93%	74.16%	0.0x
Associated British Foods	4.29%	7.24%	13.29%	9.12%	58.01%	1.0x
Nestle	4.09%	5.25%	21.32%	17.60%	73.52%	2.5x
Aryza AG	n.a.	n.a.	13.37%	7.47%	74.43%	1.3x
Tate & Lyle	4.37%	6.99%	20.55%	16.50%	67.90%	0.6x
Average	4.11%	6.24%	17.09%	12.73%	69.60%	1.1x
Median	4.19%	6.23%	16.92%	12.93%	73.52%	1.0x
North & Central America						
McCormick	3.29%	5.61%	19.11%	16.06%	79.91%	3.4x
General Mills	1.86%	3.43%	20.96%	18.08%	81.78%	3.0x
Flowers Foods	1.81%	4.87%	9.96%	6.96%	73.10%	2.0x
Tyson Foods	0.80%	20.06%	4.44%	1.93%	19.28%	2.0x
Maple Leaf Foods	2.80%	24.40%	8.88%	3.99%	52.34%	5.3x
Grupo Bimbo	n.a.	n.a.	14.23%	9.39%	53.93%	2.4x
Hormel Foods	2.53%	n.a.	11.70%	9.50%	80.16%	1.8x
Average	2.18%	11.67%	12.75%	9.42%	62.93%	2.8x
Median	2.20%	5.61%	11.70%	9.39%	73.10%	2.4x
Ebro Foods	1.51%	3.45%	12.23%	8.95%	67.97%	1.5x

Fuente – capital IQ, cuentas anuales consolidadas – elaboración propia

La tabla 7 muestra una comparación de diferentes métricas operacionales de Ebro Foods, comparado con grandes empresas de sector alimenticio agrupados por geografía. De esta tabla, se pueden sacar varias conclusiones:

- El crecimiento de ventas es moderado, guiado por el crecimiento intrínseco del sector y la habilidad de traspasar la inflación a los precios finales. Al tratarse de empresas altamente consolidadas, su crecimiento de ventas es bajo y reside en el crecimiento intrínseco del sector y como las empresas son capaces de mantener su cuota de mercado y su cartera de clientes.
- La rentabilidad está determinada por los márgenes y la eficiencia operativa. En este sector, según la tabla de comparables, los márgenes EBITDA de suelen situar entre 10-20%. Al ser empresas consolidadas con un crecimiento bajo, el principal motor de crecimiento del EBITDA reside en su eficiencia operativa y en la exposición a precios de mercado volátiles. Por ejemplo, General Mills y Nestlé son dos empresas conocidas por su integración vertical en la cadena de valor. Mediante una buena gestión de esta, estas empresas son capaces de obtener

márgenes EBITDA por encima del 20% debido a la poca exposición que tienen a los precios de mercado frente a otras empresas que no están verticalmente integradas como puede ser Ebro Foods. Por ello, en este contexto de la cadena de valor, los márgenes EBITDA dependen altamente de la integración vertical de cada empresa y de su eficiencia operativa.

- En cuanto al ratio de conversión de caja, este suele ser más homogéneo entre la distribución de empresas comparables. Este ratio está calculado como $(EBITDA - CapEx)/EBITDA$. La proporción del EBITDA que no se reinvierte y se queda en la empresa. En empresas de estas características, el ratio suele situarse entre el 65% y el 75% del EBITDA. Esto depende enteramente de las inversiones que estime hacer la empresa en el futuro. Estas inversiones de CapEx no parecen muy expansivas ya que se limitan enteramente a pequeñas eficiencias operativas y mantenimiento de los activos. En este sentido, Ebro Foods se sitúa por debajo de la media ya que tiene previsto destinar más CapEx en proporción a su EBITDA que el resto de empresas comparables.

4. Creación de valor en el capital riesgo

Una vez presentada la compañía y analizados los estados financieros, para seguir el curso de nuestro análisis, es preciso llevar a cabo una serie de métodos de valoración para aproximar el valor de la compañía:

- **DCF** (“Discounted Cash Flow”, por sus siglas en inglés): este método de valoración define el valor de la compañía como la suma de los flujos de caja esperados a futuro, descontados al precio del capital (“WACC”). Para ello, es preciso proyectar los estados financieros de la empresa 5-10 utilizando una serie de hipótesis de crecimiento de ingresos, márgenes, inversiones en CapEx, requerimientos de capital circulante, etc. Una vez proyectados, se calcularán los flujos de caja libre resultantes de cada año, lo cuales serán posteriormente descontados al precio del capital. Adicionalmente, habrá que calcular el “Terminal Value” el cual corresponde al valor presente de los flujos de caja esperados a futuro, asumiendo que la empresa perdura indefinidamente. Por lo tanto, el valor presente del “Terminal Value” junto con los flujos de caja descontados de nuestro periodo proyectado conformarán el “Enterprise Value” de la empresa. Este valor representa el valor total de las operaciones, incluyendo

en ellas las deudas e inversiones asociadas. Por ello, habrá que hacer debidos ajustes para calcular el “Equity”, el cual representa el valor de las acciones de la empresa. Estos ajustes incluyen la deuda neta, los minoritarios, inversiones asociadas y acciones preferentes, entre otros. Una vez completado el proceso, si nuestras hipótesis son realistas, nuestro “Equity Value” resultante debe acercarse mucho a la cotización actual de la compañía. Si está por encima, podremos considerar que la compañía se encuentra actualmente infravalorada y si se encuentra por debajo, consideraremos que se encuentra sobrevalorada.

- **Comparables públicas:** este método de valoración sirve como complementario al DCF. Para éste, llevaremos a cabo un análisis detallado de empresas similares comparables aplicando una serie de ratios de valoración. Esto nos dará una idea de en cuanto se sitúan las valoraciones relativas en ese sector y por tanto, podremos aplicarle a nuestra empresa el ratio correspondiente. La dinámica sería parecida al DCF. Una vez el apliquemos un ratio de valoración a nuestra empresa, (por ejemplo, el EV/EBITDA), llegaremos al “Enterprise Value” de la empresa el cual deberá ser ajustado correspondientemente para poder llegar al “Equity Value”.
- **Transacciones precedentes:** este método de valoración, también complementario al DCF, funciona de manera similar al método de comparables. Este método se basa en analizar cuanto se ha pagado en el mercado en términos relativos (múltiplos de valoración) por empresas similares a la nuestra. De esta manera, si la muestra es lo suficientemente grande y relevante, tendremos una idea aproximada de a cuanto cotiza nuestra empresa en términos relativos. De la misma manera que en el caso anterior, podremos aplicarle el múltiplo correspondiente a nuestra empresa, calculando el “Enterprise Value” y, posteriormente, el “Equity Value”. Este método de valoración normalmente suele dar una valoración superior a los demás métodos, ya que el múltiplo resultante de las transacciones en el mercado incluye la prima adicional pagada por obtener el control de la empresa, lo cual resulta en un múltiplo y, por tanto, una valoración mayor.

4.1 Valoración de la compañía

Tabla 8 – Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias

	Historico				Plan de negocio						
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
Revenues	2897.6	2427.1	2967.7	3084.5	3207.8	3320.1	3436.3	3539.4	3645.6	3736.7	3811.5
Growth	15.4%	(16.2%)	22.3%	3.9%	4.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%
COGS	(1626.3)	(1357.0)	(1727.7)	(1733.6)	(1828.5)	(1875.9)	(1924.3)	(1964.4)	(2005.1)	(2055.2)	(2096.3)
% sales	(56.1%)	(55.9%)	(58.2%)	(56.2%)	(57.0%)	(56.5%)	(56.0%)	(55.5%)	(55.0%)	(55.0%)	(55.0%)
Gross Profit	1271.3	1070.1	1240.0	1350.8	1379.4	1444.2	1512.0	1575.0	1640.5	1681.5	1715.2
% margin	43.9%	44.1%	41.8%	43.8%	43.0%	43.5%	44.0%	44.5%	45.0%	45.0%	45.0%
Operating expense	(935.0)	(804.1)	(962.4)	(967.7)	(975.2)	(1022.6)	(1068.7)	(1114.9)	(1159.3)	(1188.3)	(1212.0)
EBITDA	336.3	266.0	277.5	383.1	404.2	421.7	443.3	460.1	481.2	493.2	503.1
% margin	11.6%	11.0%	9.4%	12.4%	12.6%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	13.2%	13.2%
D&A	(93.4)	(94.6)	(101.0)	(102.9)	(114.7)	(118.7)	(122.8)	(126.5)	(130.3)	(133.6)	(136.3)
EBIT	242.9	171.4	176.5	280.2	289.5	303.0	320.4	333.6	350.9	359.7	366.9
% margin	8.4%	7.1%	5.9%	9.1%	9.0%	9.1%	9.3%	9.4%	9.6%	9.6%	9.6%

Fuente: elaboración propia

El primer paso de nuestro DCF ha sido proyectar la cuenta de pérdidas y ganancias hasta el EBIT, realizando ciertas hipótesis de crecimiento de ingresos, coste de ventas y márgenes:

- **Crecimiento de ingresos:** el crecimiento asumido de los ingresos es del 4% anual, progresivamente decayendo hasta el 2% anual, en línea con el objetivo de crecimiento del PIB. He asumido un mayor crecimiento de los ingresos hasta 2026 fruto de las inversiones de CapEx y nuevas líneas de arroz y pasta esperadas durante los próximos años. De ahí en adelante, debido a que Ebro Foods es una empresa consolidada en el mercado y opera en un sector de consumo muy ligado al crecimiento del país, he asumido un crecimiento paralelo al objetivo del PIB.
- **Coste de ventas:** históricamente, la empresa ha tenido un coste de ventas en torno al 55% de los ingresos. Estos últimos años, los costes se situaban cerca del 58% debido al incremento de los precios de la energía, la cual es muy determinante en su proceso de fabricación. Por ello, dado que los precios de la energía siguen bastante altos y se espera que bajen en el corto-medio plazo, he asumido que los costes pasan progresivamente de un 57% en 2024 a un 55% en 2028, manteniéndose de ahí en adelante.
- **Margen EBITDA:** históricamente, los márgenes de Ebro Foods se situaban entre el 11-13%, dependiendo del año. Por ello, he asumido para 2024, unos márgenes similares a los de 2023 (12,6%). Debido a que la empresa planea invertir en la digitalización de plantas y otras medidas para reforzar su eficiencia operacional, he asumido un crecimiento moderado de los márgenes hasta el 13,2%.

Tabla 9 – Proyección del flujo de caja libre

	Historico				Plan de negocio						
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
EBIT	242.9	171.4	176.5	280.2	289.5	303.0	320.4	333.6	350.9	359.7	366.9
(-) Taxes	(53.9)	(53.5)	(50.2)	(68.8)	(78.4)	(82.0)	(86.7)	(90.3)	(95.0)	(97.4)	(99.3)
% Implied tax rate	23.7%	32.6%	31.8%	25.3%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
NOPAT	189.0	117.9	126.3	211.4	211.1	220.9	233.7	243.3	255.9	262.3	267.5
(+) D&A	93.4	94.6	101.0	102.9	114.7	118.7	122.8	126.5	130.3	133.6	136.3
(-) Capex	(117.6)	(120.0)	(118.8)	(141.7)	(155.0)	(160.4)	(166.1)	(171.0)	(176.2)	(180.6)	(184.2)
% sales	(4.1%)	(4.9%)	(4.0%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)	(4.8%)
(+/-) Change in Operating WC	82.3	(167.5)	(244.3)	196.7	(30.0)	(27.3)	(28.3)	(25.1)	(25.8)	(22.2)	(18.2)
% sales	2.8%	(6.9%)	(8.2%)	6.4%	(0.9%)	(0.8%)	(0.8%)	(0.7%)	(0.7%)	(0.6%)	(0.5%)
Unlevered Free Cash Flow	247.1	(75.1)	(135.8)	369.2	140.8	151.9	162.2	173.7	184.2	193.1	201.4
% cash conversion	73.5%	(28.2%)	(48.9%)	96.4%	34.8%	36.0%	36.6%	37.7%	38.3%	39.2%	40.0%

Fuente: elaboración propia

Una vez calculado y proyectado el EBIT, este será nuestro punto de partida para calcular el flujo de caja libre. A este le restaremos los impuestos, sumaremos la depreciación y amortización (ya que no supone un flujo de caja), restaremos el CapEx y el cambio en el capital circulante, positivo o negativo según el cambio:

- **Impuestos:** he asumido una tasa impositiva del 27.1%, en línea con lo pagado por la empresa históricamente. Esta tasa se aplicará al EBIT para calcular el NOPAT (“Net Operating Profit After Tax”, por sus siglas en inglés)
- **CapEx:** he asumido un porcentaje constante del 4,8% de ventas a lo largo del periodo. Este es igual a la media de los últimos 5 años y se asume constante hasta 2030
- **Cambio en el capital circulante:** igual que para el CapEx, he simplificado esta hipótesis asumiendo un porcentaje constante sobre las ventas. He cogido una media de los años normalizados, asumiendo un cambio en el capital circulante del -0,9%. El porcentaje negativo indica que el cambio en el capital circulante supone una salida de caja para la empresa, teniendo que invertir en su inventario y en pagar las deudas con proveedores
- **Depreciación y amortización:** he asumido que se mantiene constante como porcentaje de ventas a lo largo del periodo. Desde 2017, la depreciación y amortización ha constituido entre el 3.2% y el 4.4% de las ventas. Por tanto, he tomado una media, asumiendo 3.6% constante hasta 2030.

Este flujo de caja libre es lo que después descontaremos para hallar nuestro Enterprise Value.

Para calcular el coste del capital (“WACC”, en inglés) habrá que hacer una media ponderada entre el coste de los fondos propios y el coste de la deuda.

Tabla 10 – Coste del capital

Cost of equity	
Risk Free	3.16%
Leverage beta	0.71
Equity Risk Premium	4.57%
Size premium	1.50%
Total	7.90%
Cost of debt	
Risk Free	3.16%
Spread	1.50%
Total	4.66%
Debt / Debt + Equity	27.0%
WACC	7.03%

Source: Alpha Spread estimates – elaboracion propia

La tabla 10 muestra el desglose del coste del capital de Ebro Foods. Por una parte, para el calculo del coste de los fondos propios hay que tener en cuenta el tipo de interés libre de riesgo (bono a 10 años EEUU), la beta apalancada (lo que fluctúa Ebro Foods en comparación con el índice), el “Equity Risk Premium” (el retorno esperado de Ebro Foods por encima del tipo libre de riesgo) y la prima de tamaño. Facturando todas estas en una ecuación, el coste del capital será de 7.03%.

Por otro lado, el coste de la deuda esta calculado como un spread sobre el tipo libre de riesgo. Ebro Foods es una multinacional con ingresos y flujos de caja recurrentes por lo que la prima asumida es del 1.5%. Estos dos factores conforman un coste de deuda del 4.66%.

Tabla 11 – Descuento de flujos de caja

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Unlevered Free cash flow	173.5	151.9	162.2	173.7	184.2	193.1	201.4
Terminal Value	-	-	-	-	-	-	4,085.8
Total Cash Flows	173.5	151.9	162.2	173.7	184.2	193.1	4287.3
<i>Discount Factor</i>	7.03%						
<i>Years discounted</i>	0.6	1.6	2.6	3.6	4.6	5.6	6.6
Discounted Free Cash Flow	166.7	136.4	136.1	136.2	134.9	132.2	2741.4
Enterprise Value	3,584						

Fuente: elaboración propia

Una vez calculados los flujos de caja libres y el coste del capital, habrá que descontar todos ellos a valor presente. La tabla 11 muestra un resumen del descuento de flujos. La

suma total del descuento se compone de los flujos de caja de los próximos 7 años, más el llamado valor terminal (“Terminal Value”, en inglés). Éste captura todos los flujos de caja generados por la empresa en el futuro, asumiendo que perdura eternamente. Para ello se aplica una fórmula la cual tiene en cuenta el crecimiento de la caja a perpetuidad y el coste del capital. El crecimiento asumido en este caso es un 2%, en línea con el crecimiento esperado del PIB. El valor terminal de la caja conforma un 76% del total de los flujos descontados, lo cual lo hace muy sensible a pequeños cambios en el crecimiento esperado o en el coste del capital.

En cuanto al “bridge” de Enterprise Value a Equity Value, habrá que factorizar todos los valores contabilizados en el balance los cuales no pertenecen directamente a los accionistas, o pertenecen y no están capturados.

Tabla 12 – Bridge de Enterprise Value a Equity Value

Enterprise Value	3,583.9	
(-) Net debt	(570.4)	
(-) Minorities	(33.8)	
(+) Associates	43.2	
Equity Value	3,022.9	
Total shares (million)	169.7	
Treasury stock	0	
Equity Value per share	169.67	17.82 €
<i>Current share price</i>	<i>16.00</i>	
<i>% Upside</i>	<i>11.4%</i>	
Implied EV/EBITDA	8.9x	

Fuente: elaboración propia

La tabla 12 muestra la conversión de Enterprise Value (valor total de las operaciones de la empresa) a Equity Value (valor de las acciones de la empresa). En esta conversión, se contabilizan todas las partidas que no pertenecen a los accionistas, como por ejemplo la deuda y las participaciones minoritarias, y las que si pertenecen y no están capturadas en la cuenta de resultados, como por ejemplo participaciones minoritarias de Ebro Foods en otras compañías (“Associates”).

Una vez restadas las partidas, se dividirá el Equity Value resultante para obtener el valor por acción. En este caso, Ebro Foods cuenta con 169.67 millones de acciones, lo cual resultan en un precio por acción de €17.82. Por tanto, según nuestro análisis DCF, el

precio de la acción esta un 11.4% infravalorado, asumiendo que el plan de negocio y el resto de hipótesis a futuro se cumplen.

Múltiplos

Otro de los métodos de valoración aplicados, consiste en el analizar los múltiplos de valoración de empresas comparables similares a la nuestra, con el objetivo de aplicar una media de los ratios a nuestra empresa. Para ello, he elegido una serie de empresas comparables teniendo en cuenta determinados criterios:

- Operaciones: he elegido empresas con un modelo operacional similar a Ebro Foods. Todas ellas tienen exposición a la cadena de valor alimenticia y, mas en concreto a productos agroalimentarios
- Geografía: Todas ellas son empresas multinacionales con una cobertura local y global muy fuerte, igual que Ebro Foods. He escogido un grupo de comparables diversificado en cuanto a geografía debido a la gran presencia internacional de Ebro Foods
- Tamaño: todas ellas son públicas, cotizadas en diferentes índices internacionales con una capitalización bursátil por encima de 1,500 millones de euros.

Tabla 13 – Comparables publicas

	Capitalizacion	EV	EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/(EBITDA-Capex)	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Ebro Foods	2,250	3,243	8.4x	8.1x	11.5x	11.1x	12.4x	10.9x
Europa Central	€m	€m	x	x	x	x	x	x
Danone	38,865	38,865	8.3x	7.9x	10.9x	10.2x	11.2x	10.6x
Associated British Foods	20,035	22,624	7.0x	6.5x	10.1x	9.5x	12.0x	10.8x
Nestle	255,767	290,558	13.9x	13.1x	16.8x	15.8x	18.9x	17.4x
Aryzta AG	1,636	2,033	6.2x	6.4x	11.0x	10.8x	8.3x	8.9x
Tate & Lyle	2,856	2,914	7.3x	6.8x	9.1x	8.5x	10.7x	10.1x
Media			8.5x	8.1x	11.6x	10.9x	12.2x	11.5x
Mediana			7.3x	6.8x	10.9x	10.2x	11.2x	10.6x
Norte & Centro America	€m	€m	x	x	x	x	x	x
McCormick	15,697	19,410	16.6x	15.6x	19.7x	18.5x	20.8x	19.2x
General Mills	33,627	44,529	11.4x	11.1x	13.3x	12.9x	14.0x	13.6x
Flowers Foods	4,377	5,334	11.4x	10.8x	16.4x	15.5x	15.6x	14.1x
Tyson Foods	14,580	22,148	10.2x	8.4x	23.4x	15.0x	52.9x	15.8x
Maple Leaf Foods	1,935	3,141	10.6x	8.1x	23.7x	14.8x	20.3x	12.3x
Grupo Bimbo	17,554	24,829	7.7x	7.1x	11.6x	10.6x	14.2x	10.8x
Hormel Foods	15,549	17,295	13.1x	12.4x	16.2x	15.1x	16.4x	15.5x
Media			11.6x	10.5x	17.7x	14.6x	22.0x	14.5x
Mediana			11.4x	10.8x	16.4x	15.0x	16.4x	14.1x

Fuente: Capital IQ – elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 10, las empresas públicas comparables están divididas en dos grupos: Europa central y América. Para cada una de ellas, los múltiplos utilizados son el EV/EBITDA, EV/EBIT y el EV/(EBITDA – CapEx). Con un análisis de éstos, tendremos una buena idea general de a cuánto cotiza Ebro Foods en términos relativos. Se puede observar como los competidores norteamericanos cotizan a múltiplos más altos de media que los centroeuropeos. Esto se debe a que la expectativa de crecimiento de por parte del mercado de estas empresas es mayor que las empresas centroeuropeas. Adicionalmente, las empresas norteamericanas están mejor localizadas en lo que se refiere a la cadena de valor productiva. Norte y Centro América es una de las regiones más fértiles en cuanto a producción agrícola y por tanto, debido a la gran oferta del mercado, es más fácil proveerse y optimizar la estructura de costes.

Aplicando la misma metodología, Ebro Foods se encuentra en por debajo de la media de el set de comparables. Normalmente, ya que se asume que ninguna empresa es puramente comparable a otra, la medida que se suele tomar como referencia es la mediana, ya que excluye los llamados “outliers”. Por tanto, en lo que se refiere a EV/EBITDA y EV/EBIT, Ebro Foods se encuentra ligeramente por debajo de la mediana del grupo. Sin embargo, cuando tenemos en cuenta el CapEx, Ebro Foods se encuentra por debajo. Eso significa que Ebro tiene unas necesidades de CapEx menores que las demás empresas (teniendo en cuenta inversiones de mantenimiento y expansión), por tanto el múltiplo se aproximara mucho al EV/EBITDA.

La mediana general de las públicas comparables para el EV/EBITDA 2024E es 10.4x, siendo el mínimo 6.2x y el máximo 13.9x. Estos números son los que nos servirán de referencia para hallar una valoración pertinente de la empresa, junto con el múltiplo correspondiente del DCF y las transacciones precedentes.

Transacciones precedentes

Tabla 14 – Transacciones precedentes

Fecha	Target	Descripcion	Comprador	EV	Multiplo (x)
dic-2023	La Colombe	Productora y distribuidora de café listo para consumir	Chobani	900	7.5x
dic-2023	Shearer Foods	Proveedor de marcas blancas para el sector de los aperitivos en EEUU	Clayton Dublier & Rice	2,776	9.7x
sep-2023	Tipiak	Proveedor de productos congelados, platos preparados, salsas y cereales	Terrena	144	8.3x
ago-2023	Sovos Brands	Proveedor de salsas para pasta y snacks	Cambell Soup	2,623	18.1x
jun-2023	Euricom	Fabricante de productos de arroz y pasta	Mitsui	500	7.4x
jul-2021	Panzani	Fabricante de productos de arroz y pasta	CVC	550	9.2x
oct-2020	Catelli	Fabricante de pasta seca	Barilla	136	9.4x
oct-2020	Barilla Rus	Fabricante de pasta y salsas	Russia Investment Func	130	10.3x
jul-2019	Pioneer Food Group	Productor y distribuidor de pasta, cereales y frutos secos	PepsiCo	1,656	14.0x
jul-2019	Comercial Gallo	Fabricante y distribuidor de productos de pasta seca	ProA	200	9.1x
Average				962	10.3x
Median				525	9.3x

Source: mergermarket, notas de prensa – elaboracion propia

La tabla 11 muestra 10 transacciones presentes comparables a Ebro Foods sucedidas en los últimos 5 años. Como se puede observar, todas estas compañías tienen exposición a la cadena de valor agroalimentaria, muchas de ellas dedicadas a la venta de pasta, salsas y arroz. Para cada una de ellas, es preciso mostrar la valoración en el momento de la venta, “Enterprise Value”, y el múltiplo EV/EBITDA correspondiente. Para este último, ya que las transacciones muchas veces suceden entre dos años fiscales, es preciso calcular el múltiplo utilizando el EBITDA LTM (“last twelve months”, por sus siglas en inglés).

La valoración por transacciones precedentes normalmente resulta en un múltiplo ligeramente superior al resto de métodos relativos debido a la prima adicional pagada por obtener el control de la compañía. En este caso, la media de las transacciones precedentes resulta en un múltiplo de 10.3x EBITDA y en una mediana de 9.3x EBITDA, ligeramente por encima de la valoración de mercado de Ebro Foods a día de hoy (8.4x).

Tomando esta medida como referencia, podemos decir que actualmente Ebro Foods se encuentra infravalorada con respecto a lo que se ha pagado en el mercado en el pasado por empresas similares.

3.2. Análisis LBO

El análisis LBO (“Leveraged Buyout”, por sus siglas en inglés) es muy frecuentado en la industria del Private Equity. Éstos buscan obtener retornos por encima de lo que se ofrece

en el mercado mediante la compra apalancada de empresas, las cuales serán vendidas en un futuro a un mayor precio. Las dinámicas de un “Leveraged Buyout” serian así:

- **Levantamiento del fondo:** la firma de private equity, levantará a través de un fondo capital privado con el cual invertir en la compra de empresas. Este proceso incluye definir una estrategia de inversión, formar un equipo de gestión experimentado, desarrollar un plan de negocio y presentarlo a inversores potenciales. Una vez que se obtienen compromisos de inversión por parte de los inversores individuales (“Limited Partners”), se redactan los documentos legales del fondo y se cierra la ronda de financiación. Los términos de inversión dependen de cada fondo pero, aproximadamente, el periodo de inversión suele ser de unos 5-10 años
- **Inversión:** una vez analizado el mercado e identificado posibles inversiones, el fondo invertirá el capital en la compra de empresas, normalmente participaciones mayoritarias en empresas privadas. Para la compra, el fondo pondrá de su propio capital (el levantado previamente de los “Limited Partners”) menos del 50% del valor total, apalancando el resto con deuda. Esto permite a los fondos multiplicar el retorno de la inversión mediante el repago del montante con los flujos de caja generados por la empresa durante ese periodo.
- **Venta:** los fondos de private equity suelen ser inversores activos. Suelen llevar a cabo procesos de reestructuración, adquisiciones de M&A, planes de expansión geográfica, desarrollo de nuevos productos, etc. con el objetivo de aumentar el valor de la empresa. Paralelamente, se centran en repagar la deuda incurrida en la entrada, con de objetivo de maximizar los retornos en la venta
- **Ejemplo:** Imaginemos que una empresa vale €100 y se compra con €30 de capital y €70 de deuda. Durante el periodo de inversión, 5 años, la empresa consigue reducir la deuda a €20 repagando el montante con la caja generada por la empresa. Al cabo de 5 años, proceden a vender la empresa y, después de un proceso de reestructuración e integración de empresas estratégicas, se obtiene un valoración de €150. Una vez vendida, el capital que le corresponde al fondo es €130 (€150 de EV – €20 de deuda). Por tanto, han multiplicado su capital 4.3x, un retorno muy superior a si lo hubiesen adquirido todo con fondos propios (1.5x)

La industria de private equity esta presente a nivel mundial y existen firmas internacionales con fondos levantados de hasta €26,000 millones (CVC, 2023). El

verdadero valor añadido de esta industria consiste en la precisión del análisis previo y en la ejecución de los planes estratégicos de las participadas. No todas las empresas cumplen las condiciones necesarias para ser buenas candidatas a una compra apalancada. Normalmente, suelen ser empresas que cumplen las siguientes características:

- 1. Flujos de caja estables y recurrentes:** una empresa con una estructura de costes eficiente y optimizada permitirá al fondo repagar gran parte de la deuda incurrida durante el periodo de inversión, maximizando retornos. Paralelamente, estas empresas suelen ser menos cíclicas, reforzando la transparencia de la generación de caja
- 2. Bajas necesidades de CapEx y capital circulante:** el fondo buscará empresas con bajas necesidades de inversión para mantener sus operaciones lo cual permitirá optimizar los retornos
- 3. Crecimiento del mercado:** el potencial de mercado es uno de los factores principales a tener en cuenta. Idealmente, los fondos tratan de invertir en mercados con potencial de desarrollo que ofrezca oportunidades de expansión (M&A, expansión geográfica, nuevos productos, “cross-selling”, etc.)
- 4. Buen equipo directivo:** otro factor a tener en cuenta es la dirección de la compañía. El fondo necesitará un buen equipo directivo con el cual analizar y tomar las decisiones durante el periodo de inversión. Por tanto, se analizará el “track-record” y experiencia de los directivos, llevando a cabo nuevos fichajes si es preciso

De esta manera, los private equity son capaces de generar mas valor que un inversor convencional debido a su apalancamiento y estrategia.

En el caso de Ebro Foods, el caso a analizar es la potencial creación de valor desde el punto de vista de un Private Equity. Para ello, habrá que hacer una simulación de una compra apalancada aplicando un modelo LBO el cual simulará la compra y venta de la empresa, calculando los retornos correspondientes. Para asegurar la fiabilidad y precisión del análisis, vamos a utilizar el mismo plan de negocio que para el DCF.

El primer paso de un modelo LBO es clarificar lo que se llaman “Sources & Uses”. Esta pequeña sección muestra en términos monetarios lo que vas a comprar, y como lo vas a financiar. Funciona de la misma manera que el balance de una compañía, el la parte del

activo (“Uses”), se muestra el valor aproximado de la compañía que vas a comprar, junto a otros gastos derivados de la transacción (comisiones de venta, asesores, etc.). Por el lado del pasivo (“Sources”), se muestra la financiación de la compra. Esto, como se ha mencionado anteriormente, suele ser fundamentalmente deuda (en torno al 60% del valor de la compañía).

Tabla 15 – Sources & Uses

Sources	€m	%
Term Loan	1,191	34.4%
Revolver Credit Facility	-	0.0%
Sponsor Equity	2,275	65.6%
Total Sources	3,466	100.0%

Uses	€m	%
Purchase Equity	3,451	99.6%
Transaction Expenses	15	0.4%
Total Uses	3,466	100.0%

Fuente: elaboración propia

La tabla 12 muestra la estructura de la transacción desglosada en Sources (pasivo) y Uses (activo). Este pequeño desglose es fruto de una serie de hipótesis asumidas:

- **Uses:** esta formado por el valor de la compañía (“Purchase Equity”) mas los gastos relativos a la transacción. Para calcular el valor de la compañía, asumiendo que la compra se realiza a principios de junio, el múltiplo EV/EBITDA aplicado es el actual del mercado, es decir, 8.4x. Este múltiplo, multiplicado por el EBITDA LTM de la compañía, nos dará el valor total aproximado de Ebro Foods. Adicionalmente, he asumido €15m de gastos extraordinarios bajo la hipótesis de que el proceso de venta conllevará asesores y demás gastos varios. Todo ello suma 3,466 millones de euros.
- **Sources:** la hipótesis de la financiación está calculada aplicando, más que un porcentaje sobre el total de los Uses, un múltiplo sobre el EBITDA LTM. Tradicionalmente, estas compras apalancadas en épocas de tipos de interés bajos solían rondar las 4-5 veces EBITDA. Ahora, dado el entorno actual de tipos de interés altos, los fondos suelen ser conservadores a la hora de apalancarse ya que los altos tipos de interés reducen los retornos si el montante es muy elevado. En este caso, he asumido que se financia la compra con deuda senior aplicando un apalancamiento de 4.5x EBITDA. Adicionalmente, asumo que se pagan unos tipos de interés del 4.75% y una amortización anual obligatoria del 1% del capital.

Esto resulta en un total de 1,589 millones de deuda lo cual representan el 47% de los Usos. El resto del capital se asumo que es equity del fondo, el dinero levantado de los inversores anteriormente.

Una vez calculados los términos de la transacción, se procede a realizar el plan de negocio. En este caso, he utilizado las mismas asunciones que para el DCF, por lo que simplemente he vinculado las celdas en Excel.

Tabla 16 – proyección de cuenta de resultados

	Plan de negocio						
	58%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
EBITDA	235.8	421.7	443.3	460.1	481.2	493.2	503.1
<i>% margin</i>	7.4%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	13.2%	13.2%
D&A	(66.9)	(118.7)	(122.8)	(126.5)	(130.3)	(133.6)	(136.3)
EBIT	168.9	303.0	320.4	333.6	350.9	359.7	366.9
<i>% margin</i>	5.3%	9.1%	9.3%	9.4%	9.6%	9.6%	9.6%
(-) Interest Expense	(84.9)	(84.9)	(81.8)	(78.0)	(73.5)	(68.2)	(62.3)
EBT	84.0	218.0	238.6	255.6	277.4	291.4	304.6
(-) Taxes	(45.7)	(82.0)	(86.7)	(90.3)	(95.0)	(97.4)	(99.3)
Net Income	38.3	136.0	151.8	165.3	182.4	194.1	205.3

Fuente: elaboración propia

La tabla 13 muestra la proyección de la cuenta de resultados del cual fluye nuestro modelo LBO. Para poder crear modelos comparables, he utilizado el mismo plan de negocio que en el DCF, factorizando las mismas hipótesis de crecimiento de ingresos, márgenes, CapEx, etc. En este caso, la cuenta de resultados será similar hasta el EBIT. Debido a que en el LBO factorizamos el apalancamiento a la entrada (€1.790m / 4.5x EBITDA LTM) tendremos que pagar intereses a lo largo del periodo, por ello, se puede observar como los intereses pagados conforman gran parte de los gastos de la cuenta. Un beneficio que tiene el pago de intereses, es la reducción de la base imponible. El coste de la deuda se reduce debido a que los intereses pagados sobre la deuda son deducibles de impuestos, lo que significa que la empresa puede restar estos pagos de los ingresos brutos, reduciendo así su base imponible y disminuyendo la cantidad de impuestos que debe pagar. Esto hace que el coste real de la deuda para la empresa sea menor en comparación con otras fuentes de financiación no deducibles de impuestos, como por ejemplo los fondos propios.

Otro factor a tener en cuenta en el LBO es el ajuste de los años fiscales. Debido a que asumimos la entrada en la compañía a mediados de 2024, habrá que hacer un ajuste por esa primera mitad que no hemos capturado. Esto, se incluye en la primera línea de la tabla

13 e indica el porcentaje del año que nos corresponde desde que entramos en el accionariado de la compañía. Este porcentaje multiplica a cada una de las líneas de la cuenta de resultados, reduciendo así el flujo de 2024.

Tabla 17 – Evolución de los flujos de caja

	Plan de negocio						
	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
Net Income	38.3	136.0	151.8	165.3	182.4	194.1	205.3
(+) D&A	66.9	118.7	122.8	126.5	130.3	133.6	136.3
(-) Increase in NWC	(17.5)	(27.3)	(28.3)	(25.1)	(25.8)	(22.2)	(18.2)
(-) CapEx	(90.4)	(160.4)	(166.1)	(171.0)	(176.2)	(180.6)	(184.2)
Levered FCF Pre-debt repayment	(2.8)	66.9	80.4	95.7	110.7	124.9	139.1
(-) Revolver issuance	20.6	-	-	-	-	-	-
(-) Debt repayment	(17.9)	(66.9)	(80.4)	(95.7)	(110.7)	(124.9)	(139.1)
Change in Cash pre-dividend	-	-	-	-	-	-	-
(-) Dividends	-	-	-	-	-	-	-
Change in Cash for the period	-	-	-	-	-	-	-
Min. Cash	5.0						
Cash BoP	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
(+/-) Change in Cash	-	-	-	-	-	-	-
Cash EoP	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0

Fuente: elaboración propia

Igual que en el caso de la cuenta de resultados, a pesar de que las hipótesis sean las mismas que en el plan de negocio del DCF, los flujos de caja serán muy diferentes debido al apalancamiento. Las empresas normalmente suelen establecer requisitos mínimos de efectivo para garantizar liquidez suficiente para cubrir gastos operativos, emergencias o inversiones futuras sin depender únicamente de financiación externa. Por ello, he incluido este requisito en el cash Flow, para que, mediante fórmulas, se mantenga el requisito mínimo de efectivo destinándose el resto de la caja generada al repago de la deuda. Adicionalmente, he asumido que no se pagan dividendos durante el periodo de inversión. Toda la caja será destinada al repago de la deuda.

Tabla 18 – Proyección de la deuda

	Plan de negocio						
	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
Term Loan							
Beginning Balance	1,787	1,769	1,723	1,643	1,547	1,436	1,311
(-) Amortization	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
(-) Prepayment	-	(28)	(62)	(78)	(93)	(107)	(121)
Ending Balance	1,769	1,723	1,643	1,547	1,436	1,311	1,172
Interest Expense	(85)	(84)	(82)	(78)	(73)	(68)	(62)
Revolver							
Undrawn revolver comitment	100						
Revolver BoP	-	21	-	-	-	-	-
(+) Issuance	21	-	-	-	-	-	-
(-) Repayment	-	(21)	-	-	-	-	-
Revolver EoP	21	-	-	-	-	-	-
Interest expense	-	(1)	-	-	-	-	-
Total Debt	1,790	1,723	1,643	1,547	1,436	1,311	1,172
Leverage (x)	4.5x	4.1x	3.7x	3.4x	3.0x	2.7x	2.3x

Fuente: elaboración propia

La tabla 15 muestra la evolución de la deuda a lo largo del periodo de inversión. Para obtener estas proyecciones he incluido ciertas hipótesis:

- **Amortización anual deuda senior:** normalmente, la deuda senior cuenta con una amortización anual fija que se ha de pagar todos los años sobre el total de ese año. En este caso, he asumido un 1% de amortización.
- **Línea de crédito RCF:** una línea de crédito RCF es una forma de financiación que permite a una empresa acceder a fondos hasta un límite preestablecido, retirar y devolver fondos según sea necesario y pagar intereses únicamente sobre el saldo utilizado. Ofrece liquidez inmediata para necesidades operativas o de capital de trabajo. En este caso, es necesario su inclusión debido a que los primeros años se genera una caja negativa ya que la amortización anual obligatoria es mayor a la caja generada por las operaciones. De esta manera, para cumplir requerimiento mínimo de caja, habrá que incluir esta línea de crédito. He supuesto una emisión de €100m de línea de crédito, la cual puede ser utilizada en cualquier momento para incrementar la caja y cumplir con la caja mínima
- **Repago de deuda:** he asumido que toda la caja generada de las operaciones se destina al repago de la deuda, con distintas prioridades. La primera prioridad será el repago obligatorio de la amortización anual de la deuda senior. Esto es una obligación contractual y será por tanto la primera prioridad. Después ira el repago del RCF ya que es deuda a muy corto plazo y se debe repagar con urgencia.

Finalmente, el resto de los fondos se destinarán al repago opcional de la deuda senior

Como se puede observar en la tabla 15, se consigue repagar gran parte de la deuda manteniendo el requisito mínimo de caja. Se pasa de €1,790m (4.5x EBITDA) a €1,172m (2.3x EBITDA).

Una vez hechas las proyecciones, se podrán calcular los retornos esperados del Private Equity. Esto, dependerán en gran parte del apalancamiento asumido a la entrada, los múltiplos asumidos de entrada y salida, la duración de la inversión y el plan de negocio esperado. La siguiente tabla muestra un resumen de las entradas y salidas de caja durante el periodo de inversión, con su correspondiente retorno.

Tabla 19 – resumen de las entradas y salidas de caja

	Plan de negocio						
	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A	2030A
EBITDA	-	-	-	-	-	493	-
Exit Multiple	-	-	-	-	-	8.8x	-
Enterprise Value	-	-	-	-	-	4,335	-
Cash	-	-	-	-	-	5.0	-
Total Proceeds	-	-	-	-	-	4,340	-
Debt EoP	-	-	-	-	-	(1,311)	-
Equity Proceeds	-	-	-	-	-	3,029	-
Equity							
Investment	(1,574)	-	-	-	-	-	-
Dividends	-	-	-	-	-	-	-
Principal	-	-	-	-	-	3,029	-
Total Cash Flow	(1,574)	-	-	-	-	3,029	-
IRR	14.0%						
MoM	1.9x						

Fuente: elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 16, el periodo estimado de inversión es de unos 5 años. Si el private equity vende la empresa a los 5 años, los retornos esperados serán del 14.0% dado el plan de negocio actual.

Suponiendo que la empresa se vende en 2029 a un múltiplo de 8.8x EBITDA, el valor de la compañía será de €4,335m. Si a esto le restamos la deuda neta, el equity que le corresponde al Private Equity será de €3,029m. Aquí se puede observar claramente el beneficio de repagar la deuda durante el periodo de inversión. La empresa ha conseguido repagar €618m durante el periodo de inversión lo cual, en la venta, se convierte en equity

para el fondo. Por ello, dadas las suposiciones actuales, la empresa invertirá hoy 1,574 (salida de caja) para obtener €3,029m en 5 años, lo cual supone un retorno anualizado del 14.0%, muy superior a lo que ganaría un inversor convencional invirtiendo en esta empresa.

Tabla 20 – Sensibilidad múltiplo de entrada / múltiplo de salida

	EBITDA x		Exit Multiple (x)					
	€m	2023A	8.7x	9.0x	9.3x	9.5x	9.8x	10.1x
	Entry Valuation (x)	3,213	8.1x	15.7% / 2.1x	16.8% / 2.2x	17.9% / 2.3x	18.6% / 2.3x	19.6% / 2.4x
	3,332	8.4x	13.8% / 1.9x	15.0% / 2.0x	16.0% / 2.1x	16.7% / 2.2x	17.7% / 2.3x	18.7% / 2.4x
	3,451	8.7x	12.2% / 1.8x	13.3% / 1.9x	14.3% / 2.0x	15.0% / 2.0x	16.0% / 2.1x	17.0% / 2.2x
	3,571	9.0x	10.7% / 1.7x	11.7% / 1.7x	12.8% / 1.8x	13.4% / 1.9x	14.4% / 2.0x	15.4% / 2.0x
	3,690	9.3x	9.2% / 1.6x	10.3% / 1.6x	11.3% / 1.7x	12.0% / 1.8x	13.0% / 1.8x	13.9% / 1.9x

Fuente: elaboración propia

La tabla 17 muestra un análisis de los retornos bajo diferentes supuestos. Las variables principales a analizar en este caso son el múltiplo de entrada y salida de la empresa, es decir, su valoración. Como se puede observar, los mayores retornos están en supuestos de entrada a múltiplo bajo salida a múltiplo alto. Eso quiere decir que durante el periodo de inversión, la empresa no solo ha conseguido generar caja y repagar deuda, sino que ha reestructurado la empresa de manera que sea más valiosa. Por ello, se puede ver que los retornos varían entre el 9.2% (entrada a múltiplo alto y salida a múltiplo bajo) y el 20.6% (entrada a múltiplo bajo y salida a múltiplo alto).

Tabla 21 – Sensibilidad múltiplo de salida / apalancamiento

	EBITDA x		Leverage (x)					
	€m	2023A	3.0x	3.5x	4.0x	4.5x	5.0x	5.5x
	Exit Valuation (x)	3,376	8.5x	11.1% / 1.7x	11.6% / 1.7x	12.2% / 1.8x	12.9% / 1.8x	13.8% / 1.9x
	3,574	9.0x	12.6% / 1.8x	13.2% / 1.9x	13.9% / 1.9x	14.8% / 2.0x	15.9% / 2.1x	17.3% / 2.2x
	3,773	9.5x	13.9% / 1.9x	14.6% / 2.0x	15.5% / 2.1x	16.5% / 2.1x	17.8% / 2.3x	19.4% / 2.4x
	3,972	10.0x	15.3% / 2.0x	16.1% / 2.1x	17.0% / 2.2x	18.2% / 2.3x	19.6% / 2.4x	21.4% / 2.6x
	4,170	10.5x	16.5% / 2.1x	17.4% / 2.2x	18.5% / 2.3x	19.7% / 2.5x	21.3% / 2.6x	23.3% / 2.8x

Fuente: elaboración propia

Otra de las variables influyentes es el apalancamiento. La tabla 18 muestra un análisis de los retornos esperados en función del múltiplo de salida y el apalancamiento a la entrada (medido en veces EBITDA). Leyendo la tabla de izquierda a derecha, se puede observar

como, a mayor apalancamiento, mayor retorno a la salida. Eso es debido al efecto multiplicador de las compras apalancadas que hace que el retorno sea mayor que comprando con equity. En este caso, bajo un mismo supuesto múltiplo de entrada y salida, los retornos varían considerablemente con un apalancamiento de 3.0x a 5.5x.

3.3 Plan de Creación de valor

El plan de negocio actual proyectado, fundamentalmente conservador, resulta en una TIR del 14% para el fondo. Sin embargo, como hemos explicado anteriormente, los Private Equity tienen un retorno objetivo mínimo de un 20-25%. Por ello, deberán llevar a cabo un plan de negocio más agresivo para poder cumplir con su retorno objetivo. Los Private Equity son capaces de crear valor adicional mediante tres palancas fundamentales:

- **Apalancamiento:** mediante las compras apalancadas, los fondos son capaces de generar retornos superiores a las compras con Equity debido al efecto multiplicador de la deuda. Como hemos visto en el Analisis LBO, el fondo asume un apalancamiento de 4.5x EBITDA mediante el cual consigue un retorno del 14% en 5 años. Sin embargo, si la empresa no hubiera asumido nada de deuda y hubiese comprado la empresa solamente con Equity, bajo el mismo supuesto el retorno del fondo seria 9.5% (5 puntos menor)
- **Mejora en el modelo de negocio:** como hemos discutido anteriormente, los Private Equity son inversores activos, lo cuales intentan reestructurar la empresa operacionalmente para hacerla más rentable. Este es uno de los principales objetivos del fondo cuando compra una empresa, mejorar el modelo de negocio conforme a lo asumido por el mercado. En lo que respecta al modelo, esta mejora en el plan de negocio será, una celda en porcentaje la cual multiplica al EBITDA
- **Múltiplo de salida:** como consecuencia directa de la mejora en el plan de negocio, al cabo de 5-10 años (dependiendo de cuando se efectúe la salida) la empresa podrá llegar a valer mas de lo que valía cuando se compró. En lo que respecta al modelo, este múltiplo de entrada es una celda bajo el apartado de “Assumptions” que finalmente se aplica, al calcular los retornos, al EBITDA del ultimo año

Por ello, la misión ahora es modelar un plan de negocio un poco mas agresivo que el anterior, incorporando niveles de apalancamiento superiores, mejoras en el modelo de negocio y incremento del múltiplo de salida. De esta manera, si conseguimos llegar a un

retorno del 20-25% bajo el supuesto de unas hipótesis creíbles, podremos considerar a Ebro Foods como un “target” razonable a ser adquirido por un fondo de Private Equity.

La primera hipótesis para incorporar es un apalancamiento más agresivo. En nuestro primer escenario factorizamos un apalancamiento de 4.5x EBITDA, lo cual es relativamente conservador para un Private Equity. Un fondo grande con reputación internacional no tendrá problemas en asumir un apalancamiento de 5-6x EBITDA dadas las características de Ebro Foods. Por ello, si factorizamos un apalancamiento de 6.0x EBITDA, con un interés del 5.5%, el retorno subirá hasta el 17%.

En lo que respecta al plan de negocio, he añadido un nuevo input que se refiere al porcentaje de mejora del plan de negocio actual. Por ello, simplemente cambiando la celda por otro porcentaje, el EBITDA incrementará proporcionalmente todos los años. El plan de negocio asumido en el DCF es puramente conservador. Se asume que la empresa en los próximos años casi no crecerá, simplemente optimizará su estructura de costes incrementando ligeramente los márgenes. Por tanto, se puede incorporar la hipótesis de un crecimiento más agresivo, fundamentado por expansiones internacionales, desinversión total del negocio de pasta, compra de marcas, mejoras operativas, etc. Bajo este supuesto, más agresivo, podemos asumir una mejora del plan de negocio del 10%. Incorporando esta hipótesis, nuestro retorno pasará del 17% al 23.8% anual.

Con este retorno obtenido, fruto de la factorización de hipótesis más agresivas, podríamos decir que la empresa ya cumple las características para ser adquirida por un fondo de Private Equity. Sin embargo, todavía queda factorizar hipótesis pertinentes para el múltiplo de entrada y salida de la empresa. La empresa actualmente cotiza a un múltiplo de 8.4x. Si asumimos una prima del 15% sobre la cotización actual, entraremos a un múltiplo de 9.7x EBITDA. En la salida, podemos asumir una expansión del múltiplo de 0.8x y una prima de control pagada por el comprador del 15%. Esto resultaría en un múltiplo de salida de 10.7x, una vuelta superior a lo pagado en la entrada.

Estas tres hipótesis resultan en un retorno del 21.0%, más cerca del retorno objetivo de los fondos de capital riesgo. Por ello, mediante un apalancamiento más agresivo, una mejora del plan de negocio, y su expansión del múltiplo correspondiente, se puede ver

como los fondos con capaces de crear valor adicional, partiendo de unas asunciones conservadoras.

Tabla 22 – Sensibilidad apalancamiento vs múltiplo de salida

	EBITDA x		Leverage (x)					
	€m	2029E	4.5x	5.0x	5.5x	6.0x	6.5x	7.0x
	Exit Valuation (x)	5,601	10.3x	16.5% / 2.1x	17.3% / 2.2x	18.4% / 2.3x	19.6% / 2.5x	21.2% / 2.6x
	5,710	10.5x	17.0% / 2.2x	17.9% / 2.3x	19.0% / 2.4x	20.3% / 2.5x	22.0% / 2.7x	24.1% / 2.9x
	5,818	10.7x	17.6% / 2.2x	18.5% / 2.3x	19.7% / 2.5x	21.0% / 2.6x	22.7% / 2.8x	24.9% / 3.0x
	5,927	10.9x	18.1% / 2.3x	19.1% / 2.4x	20.3% / 2.5x	21.7% / 2.7x	23.5% / 2.9x	25.8% / 3.1x
	6,035	11.1x	18.6% / 2.4x	19.7% / 2.5x	20.9% / 2.6x	22.4% / 2.7x	24.2% / 3.0x	26.5% / 3.2x

Fuente: elaboración propia

La tabla 22 muestra un análisis de sensibilidad de los retornos con las nuevas hipótesis asumidas. En este caso, las asunciones facturadas son el incremento del múltiplo de salida de la mano de un mayor apalancamiento en la entrada. Se puede ver como el retorno resultante es significativamente mayor que en el primer supuesto.

Tabla 23 – sensibilidad múltiplo de salida & incremento del plan de negocio

	EBITDA x		Business plan improvement (%)					
	€m	2029E	0%	5%	10%	15%	20%	25%
	Exit Valuation (x)	5,426	10.0x	12.7% / 1.8x	9.3% / 1.6x	9.3% / 1.6x	12.7% / 1.8x	18.5% / 2.3x
	5,588	10.3x	22.1% / 2.7x	19.6% / 2.4x	19.6% / 2.4x	22.1% / 2.7x	26.5% / 3.2x	32.2% / 4.0x
	5,751	10.6x	29.4% / 3.6x	27.5% / 3.4x	27.5% / 3.4x	29.4% / 3.6x	33.1% / 4.2x	37.9% / 5.0x
	5,914	10.9x	35.6% / 4.6x	34.0% / 4.3x	34.0% / 4.3x	35.6% / 4.6x	38.7% / 5.1x	42.9% / 6.0x
	6,077	11.2x	41.0% / 5.6x	39.6% / 5.3x	39.6% / 5.3x	41.0% / 5.6x	43.7% / 6.1x	47.5% / 7.0x

Fuente: elaboración propia

La tabla 23 muestra en análisis de sensibilidad factorizando la variación del múltiplo de salida con la mejora en el plan de negocio correspondiente. En este caso se puede observar la gran variación del retorno desde el peor escenario (10.0x múltiplo de salida y 0% de mejora en el plan de negocio) vs el mejor escenario (11.2x múltiplo de salida y 25% de mejora en el plan de negocio). Estas dos suposiciones son las que más sensibilizan el retorno ya que las dos aplican directamente al EBITDA.

4. Conclusiones

Una vez llevado a cabo una valoración de la compañía y un posterior análisis LBO, se pueden sacar las siguientes conclusiones del trabajo:

- Ebro Foods es una compañía líder en el sector agroalimentario la cual cuenta con un EBITDA recurrente de c.350-400m y esta actualmente sobrellevando un proceso de transformación operacional acretivo hacia la producción y comercialización de arroz
- Cuenta con una fuerte trayectoria de adquisiciones y desinversiones, lo cual prueba la capacidad de capturar sinergias e integrar compañías a la empresa. Esto supone una gran ventaja competitiva a la hora de expandir el portafolio de la compañía a nuevas geografías y mercados
- La rentabilidad de las empresas del mercado está fuertemente impactada por la integración vertical de cada empresa, mitigando así la exposición a la fluctuación de los precios de las materias primas
- La compañía ocupa la primera fase de la cadena de valor alimenticia, actuando como proveedor de grandes cadenas alimenticias, lo cual hace que su variación de ingresos dependa en gran parte de las estrategias de inventario de sus clientes. La empresa se ve beneficiada en épocas de incertidumbre donde prima el sobreaprovisionamiento y perjudicada en épocas de altos costes donde priman los recortes de gastos y la gestión de inventario
- La empresa cotiza actualmente a 8.4x EBITDA, ligeramente por debajo de sus competidores mas directos, con potencial para subir hasta un 11.4% según los métodos aplicados de valoración
- Bajo unas hipótesis conservadoras, el inversor es capaz de capturar mas valor mediante una compra apalancada, propia de los Private Equity, con un retorno esperado anualizado del 14% en 5 años
- Adicionalmente, el fondo posee varias palancas de creación de valor a través de las cuales puede capturar mas valor que bajo el actual plan de negocio. Estas palancas son el apalancamiento, la mejora del plan de negocio y la expansión del múltiplo de salida
- Bajo un escenario realista, para que un fondo de Private Equity cumpla con sus retornos objetivo del 20-25% en 5 años, el fondo tendría que:

- Utilizar un niveles de apalancamiento más agresivos (6.0x EBITDA)
- Llevar a cabo un proceso de reestructuración y optimización de costes para mejorar el plan de negocio actual (10% mas de EBITDA)
- Expandir el múltiplo de salida 1 vuelta más de 9.7x a 10.7x en línea con lo pagado anteriormente por el mercado

5. Declaración del uso de herramientas de inteligencia artificial

Por la presente, yo, Bosco Rodriguez-Arias, estudiante de E-2 Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " Ebro Foods – Creación de valor en el capital riesgo", 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 [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir “no he usado ninguna”]:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación
2. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto
4. **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: 20/05/2024

Firma: BR-A

6. Bibliografía

Acceso al modelo: https://1drv.ms/x/s!AiItGZ-CUp98kDFMRZ9qNGy_K6Pb?e=KWuBOg

Ebro Foods. (2022). Informe anual 2022. Recuperado de https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2022/index.htm

Ebro Foods. (2020, 28 de Octubre). Acuerdo con Barilla para la venta de su negocio de pasta seca en Canadá. Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/noticias/acuerdo-con-barilla-venta-negocio-pasta-seca-canada/>

Ebro Foods. (2020, 11 de mayo). Ebro Foods alcanza un acuerdo con TreeHouse Foods para la venta de parte de su negocio de pasta seca y noodles en USA. Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/noticias/ebro-foods-alcanza-un-acuerdo-con-treehouse-foods-para-la-venta-de-parte-de-su-negocio-de-pasta-seca-y-noodles-en-usa/>

Ebro Foods (2019, 28 de agosto). Ebro Foods compra la marca 'premium' de arroz Tilda. Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/noticias/ebro-foods-compra-la-marca-premium-de-arroz-tilda/>

El Mundo. (2010, septiembre 9). España lidera el consumo de cemento en Europa en el primer semestre. Recuperado de <https://www.elmundo.es/mundodinero/2010/09/09/economia/1284052534.html>

The Economic Times. (2014, diciembre 6). Should you invest in low free-float stocks? Recuperado de <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/should-you-invest-in-low-free-float-stocks/articleshow/45393465.cms>

Corporate Finance Institute. (2024). Capital Expenditure (CapEx). Recuperado de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/capital-expenditure-capex/>

Investopedia (2024, 12 de enero). Free Cash Flow (FCF): Formula to Calculate and Interpret It. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>

Trading Economics. (2024). Rice prices. Recuperado de

<https://tradingeconomics.com/commodity/rice>

Trading Economics (2024). Wheat prices. Recuperado de

<https://tradingeconomics.com/commodity/wheat>

Ebro Foods (2023). Informe financiero anual consolidado 2023 remitido a la CNMV en formato electrónico único europeo

Ebro Foods (2022). Informe financiero 2022. Recuperado de

https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2022/INFORME-FINANCIERO-2022.pdf

Ebro Foods (2021). Informe financiero 2021. Recuperado de

https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/2022/09/ebro_2021_informe_financiero_completo.pdf

Ebro Foods (2020). Informe financiero 2020. Recuperado de

https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2020/pdf/3-0-informe-financiero.pdf

Ebro Foods (2019). Informe financiero 2019. Recuperado de

https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2019/pdf/3-0-informe-financiero.pdf

Ebro Foods (2018). Informe financiero 2018. Recuperado de

https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2018/pdf/3-0-informe-financiero.pdf

Ebro Foods (2017). Informe anual 2017. Recuperado de https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/informe_anual/informeanual2017/pdf/3-0-informacion-financiera.pdf

Ebro Foods (2024, 29 de febrero). Presentaciones a analistas, cierre de 2023.

Recuperado de <https://www.ebrofoods.es/wp-content/uploads/2024/02/Cierre-2023.pdf>

Investopedia (2024). How Operating Leverage Can Impact a Business. Recuperado de

<https://www.investopedia.com/articles/stocks/06/opleverage.asp>

Alpha Spread (2024). Discount rate. Recuperado de

<https://www.alphaspread.com/security/lse/0nyh/discount-rate>

CVC (2023, 20 de Julio). CVC raises €26bn for its ninth Europe/Americas Private

Equity Fund. Recuperado de [https://www.cvc.com/media/news/2023/2023-07-20-cvc-](https://www.cvc.com/media/news/2023/2023-07-20-cvc-raises-26bn-for-its-ninth-europe-america-private-equity-fund/)

[raises-26bn-for-its-ninth-europe-america-private-equity-fund/](https://www.cvc.com/media/news/2023/2023-07-20-cvc-raises-26bn-for-its-ninth-europe-america-private-equity-fund/)

Corporate Finance Institute (2024). Free Float. Recuperado de

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital->

[markets/free-](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/free-)

[float/#:~:text=The%20free%20float%20of%20a,stock%20with%20a%20large%20float](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/free-float/#:~:text=The%20free%20float%20of%20a,stock%20with%20a%20large%20float)

Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (2024). Quienes somos. Recuperado de

<https://www.sepi.es/es/conozca-sepi/quienes-somos>