



MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS
ICADE BUSINESS SCHOOL

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE OLEÍCOLA
JAÉN S.A

Autor: Manuel José Barraca Parrilla

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

Madrid
Junio 2019

Manuel José
Barraca
Parrilla

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE OLEÍCOLA JAÉN S. A



Índice

1. Resumen ejecutivo	5
2. Objetivo, metodología y estructura	8
2.1 Objetivo	8
2.2 Metodología	8
2.3 Estructura	9
3. Contexto y análisis del sector	10
3.1 Introducción y preámbulo	10
3.2 El aceite de oliva	10
3.2.1 Categorías de aceite de oliva	10
3.2.2 Tipologías de explotaciones del olivar	12
3.3. Mercado del aceite de oliva	12
3.3.1 Volumen de negocio mundial	12
3.3.2 Producción y consumo mundial	13
3.3.3 Mercado del aceite de oliva en España	15
3.3.4 Producción en España y Andalucía	16
3.3.5 Consumo en España	18
3.3.6 Exportaciones e importaciones	19
3.3.7 Precio	20
3.4. Perspectiva estratégica del sector	23
4. Análisis financiero de la empresa	25
4.1 Introducción	25
4.2 Estados financieros	27
4.3 <i>Profit fórmula</i> y líneas de negocio	30
4.4 Cuenta de resultados	30
4.5 Balance y estructura de capital	36
4.6 Flujos de caja	41
4.7 Ratios de rentabilidad y análisis de competidores	42
4.8 Valoración personal de la situación competitiva de la empresa	46
5. Valoración de la empresa	48
5.1 Marco teórico	48
5.2 Hipótesis	48
5.3 Tasa de descuento	50
5.4 Valoración	52
5.5 Análisis de sensibilidad	54

5.6 Opinión personal de la valoración de la empresa en el contexto actual	55
6. Conclusión.....	56
7. Índice de Tablas	58
8. Índice de gráficos.....	58
9. Índice de figuras.....	59
10. Bibliografía.....	60
Anexos.....	62
Anexo 1: Hipótesis de la valoración.....	62
Anexo 2: Proyección financiera. Escenario neutral.....	63
Anexo 3: Proyección financiera. Escenario optimista	64
Anexo 4: Proyección financiera. Escenario pesimista	65
Anexo 5: Cuadro de amortización de las proyecciones financieras.....	66

1. Resumen ejecutivo

En este Trabajo Fin de Máster del Máster en Finanzas de ICADE Business School se realiza una valoración de la empresa Oleícola Jaén S.A.

Como introducción y estudios preliminares se realiza un análisis del sector oleícola en el contexto actual y un análisis económico y financiero de la compañía a valorar. El sector oleícola representa una actividad importante en España y principalmente en Andalucía oriental (Jaén, Córdoba y Granada). El mercado del aceite de oliva ha ido evolucionando y desarrollándose a nivel mundial en los últimos 20 años, implementado un proceso de internacionalización y exportación de los productos de las empresas españolas, acompañado por una mejora de la productividad del sector gracias a la implantación de nuevas técnicas y cultivos intensivos. A nivel mundial, España es el primer productor con el 50% de la producción, teniendo los países mediterráneos (Italia, Grecia, Túnez, Marruecos...) la mayor parte de la producción restante. El aceite de oliva se comporta como una *commodity* a la hora de fijar los precios de compra y venta. Esta situación incita a la búsqueda de valor añadido por parte de los principales actores del mercado, persiguiendo evitar las caídas y las fluctuaciones en el precio de esta grasa vegetal.

La empresa Oleícola Jaén forma parte del Grupo Oleícola Jaén, localizado en la ciudad jiennense de Baeza. Se trata de una empresa familiar con una gran almazara como principal activo. Su negocio se centraliza en la producción de aceite de oliva a partir de la aceituna de los cosecheros, para la posterior venta al por mayor. Por los servicios de molturación de la aceituna, la empresa cobra una comisión, siendo esta la principal fuente de ingresos de la compañía. A parte de esta actividad principal, la empresa obtiene ingresos derivados de servicios financieros, servicios de transporte, servicios de gasolinera y comercialización de aceites y productos de alta gama. La empresa se caracteriza financieramente por un alto nivel de ventas (21 M € en 2018) y un margen EBITDA/Ventas bajo, siendo la media de los últimos cinco años el 1,6%. Este margen y, por tanto, los resultados de la empresa están altamente influenciados por el precio del aceite. En los últimos periodos el precio del aceite ha descendido situándose en mínimos de cinco años, lo que supuesto un empeoramiento de los resultados y la rentabilidad de la empresa. No obstante, el beneficio neto de la empresa sigue siendo positivo (26.240 €), las ventas de la compañía han aumentado en torno a un 300% en cinco años y la deuda con entidades de crédito es inexistente, por lo que la compañía goza de cierta fortaleza. En contraposición, la caída del precio del aceite ha llevado a la compañía a reducir su beneficio neto en 150.00 € (aprox.) respecto al año 2014, lo que ha provocado la caída de todas las ratios de rentabilidad de Oleícola Jaén. Con la comprensión de la situación del sector y de la compañía se procede a la realización de la valoración de la empresa.

La valoración de la compañía se ha realizado mediante un descuento de flujos de caja futuros. Para la estimación y proyección de los estados financieros se ha escogido un horizonte temporal de diez años, calculando en el décimo periodo un valor terminal de la empresa con un crecimiento a perpetuidad del 1,5%. La proyección de los estados financieros se ha basado en la información económica de la empresa de los últimos cinco periodos, realizando los ajustes necesarios y pertinentes. Para el cálculo de la tasa de descuento se ha utilizado el modelo CAPM, posteriormente ajustado, lo que ha supuesto fijar la tasa de descuento de la valoración en 5,45%. Con el modelo financiero realizado se obtiene una valoración de la compañía de **11.662.696 €**, siendo esta de 9 veces el EBITA ajustado de la compañía. Esta cifra es el principal *output* del trabajo. Se han realizado dos escenarios adicionales de la valoración; optimista y pesimista, siendo el output de cada uno de ellos de 26.373.330 € (18x EBITDA) y 2.629.904 € (3x

EBITDA) respectivamente. Finalmente se ha llevado a cabo un análisis de sensibilidad para la variación de la tasa de descuento y de la tasa de crecimiento a perpetuidad de la empresa. A lo largo del trabajo se aportan determinadas opiniones y valoraciones personales sobre los principales temas del trabajo, que ayudan a la comprensión y reflexionan sobre la situación del sector y de Oleícola Jaén.

Executive Summary

This Final Master Project of the Master in Finance of ICADE Business School, entail a valuation of the company Oleícola Jaén S.A.

As a preliminary introduction, an analysis of the olive sector is carried out within the financial and economic situation. In this regard, the olive sector represents an important activity in Spain and mainly in eastern Andalusia (Jaén, Córdoba and Granada). The olive oil market has been developing worldwide in the last 20 years, implementing a process of internationalization and export of the products of Spanish companies, accompanied by an improvement in the productivity, thanks to the new techniques implementation and intensive crops. In terms of amount, Spain is the leading manufacturer of the world with 50% of the production followed by the Mediterranean countries such as Italy, Greece, Tunisia, Morocco who agglomerates a vast range of the remaining production. Olive oil behaves like a commodity when it comes to setting purchase and sale prices. This situation encourages a special search for added value by the main market players, seeking to avoid olive prices fluctuations.

Oleícola Jaén is part of the Oleícola Jaén Group, located in Baeza, a town belong to Jaén. It is considered a family business with a large oil mill as the main asset. Its business activity is focused on the production of olive oil for the subsequent wholesale. For olive milling services, the company charges a commission, which is the company's main income source. Apart from this main activity, the company also obtains income derived from financial, transport and gas station services and the commercialization of premium oils. The company is financially characterized by a high level of sales (€ 21 million in 2018 financial year) and a low EBITDA / Sales margin, with a 1.6% average for the last five years. This margin and, therefore, the results of the company are highly influenced by the oil price. In recent periods the oil price has fallen to a minimum of five years, which means a falling of the results and profitability of the company. However, the company's net profit is still positive (€ 26,240), the company's sales have increased by around 300% in five years and the debt with credit institutions does not exist. In contrast, the fall in the price of oil has led the company to reduce its net profit by € 150.000 (approx.) compared to 2014, which has led to the fall of all the profitability ratios of Oleícola Jaén. With the knowledge of the company situation, the valuation of the company is carried out.

The valuation of the company has been made through a discount of future cash flows (DCF). For the estimation and projection of the financial statements, a ten-year time horizon has been chosen, calculating in the tenth period a terminal value of the company with a perpetuity growth of 1.5%. The projection of the financial statements has been based on the economic information of the company of the last five periods (making the necessary adjustments). In order to calculate the discount rate, the CAPM model has been used and adjusted, which meant fixing the valuation discount rate at 5.45%. With the financial model performed, the company's valuation of € 11,662,696 is obtained, this is 9 times the adjusted EBITA of the company. This figure is the main output of the work. Two additional scenarios have been calculated; optimistic and pessimistic, being the output of each of them € 26,373,330 (18x EBITDA) and € 2,629,904 (3x EBITDA) respectively. Finally, a sensitivity analysis has been carried out for the variation of the

discount rate and the perpetuity growth rate of the company. Throughout the work, certain opinions and personal evaluations are provided.

2. Objetivo, metodología y estructura

2.1 Objetivo

El fin último de este trabajo es aportar valor a la empresa Oleícola Jaén, con la valoración de su negocio actual y aportando un estudio, que incorpora información inexistente previamente a la realización de este trabajo y que, por lo tanto, añade valor a la empresa. Como objetivo principal de este Trabajo de Fin de Máster se encuentra establecer un rango de valores reales entre los que se pueda establecer el precio que se debería pagar por una hipotética adquisición de la compañía Oleícola Jaén. Junto a este objetivo principal, se pueden identificar varios objetivos secundarios que engloban el estudio y que complementan la valoración de la empresa. Entre estos objetivos secundarios se encuentra la elaboración de un breve análisis del sector del olivar y de la producción de aceite de oliva a nivel internacional, nacional y regional, el análisis actual económico-financiero de la empresa Oleícola Jaén, su evolución a lo largo de los últimos cinco años y las proyecciones futuras de los estados financieros de la compañía. Por último, se realizará un análisis de sensibilidad para determinar distintos escenarios posibles y su impacto en la valoración de la compañía.

2.2 Metodología

En referencia a la metodología a seguir en la realización del trabajo, las pautas que sirven de referencia son aquellas derivadas de un correcto y normal procedimiento de análisis e investigación. En primer lugar, se procedió a la recogida de la información necesaria para la elaboración del trabajo, datos sobre la empresa a valorar, información del sector, de la industria a la que pertenece y datos necesarios para la realización de la valoración de la compañía. Seguidamente, se procede a la realización de un análisis de Oleícola Jaén, haciendo uso para tal fin de determinadas herramientas como Microsoft Excel. Para este apartado se pondrán en práctica los conocimientos adquiridos durante el máster en referencia al análisis financiero y económico, como el estudio del balance contable, la cuenta de resultados y las distintas medidas y ratios de rentabilidad de la compañía. En tercer lugar, se realizan las estimaciones necesarias para la valoración de la empresa en forma de proyecciones futuras de sus estados financieros. Para ello se tienen en cuenta determinados factores relevantes como el potencial de crecimiento de la compañía, la evolución de sector o el panorama macroeconómico. Esta valoración está fundamentada en unas hipótesis de crecimiento que se explican detalladamente y que sirve como premisa para la valoración de la compañía. Para esta valoración de la empresa se utiliza una valoración por descuentos de flujos de caja y se contemplan tres posibles escenarios de crecimiento, neutral, optimista y pesimista. El objetivo de este apartado es poner en práctica los conocimientos adquiridos de valoración de empresas, más concretamente en las asignaturas de *finanzas corporativas* y *finanzas corporativas avanzadas*. Finalmente se realiza un análisis de sensibilidad al modelo de valoración, en el que se muestra el impacto de diferentes escenarios posibles y variables introducidas o modificadas. Durante todo el proceso metodológico, se ha mantenido un contacto fluido con los gerentes de la compañía, especialmente con Dña. Carmen Morillo Ruiz, directora económica-financiera del Grupo Oleícola Jaén, que ha sido la principal fuente de información necesaria para la consecución del trabajo.

2.3 Estructura

El trabajo se divide en tres apartados principales y un último apartado de conclusiones. Los apartados en los que se divide el documento son los siguientes:

- **Análisis del sector:** en este apartado se realiza un análisis del sector del aceite de oliva y su producción a nivel internacional, nacional y regional, haciendo énfasis en la descripción de las distintas categorías de aceite de oliva, explotaciones agrarias, producción y consumo, exportaciones e importaciones, análisis de costes y perspectiva estratégica.
- **Análisis de Oleícola Jaén.** Este análisis se realiza desde un punto de vista económico y financiero. Se realiza un estudio de los estados financieros de la compañía y su estructura de capital, así como los ratios e indicadores de rentabilidad en los últimos años. Con este análisis se pretende dar una visión general de la situación de la empresa.
- **Valoración de la compañía.** Para este objetivo se ha escogido el método de valoración adecuado teniendo en cuenta las características de la empresa. El objetivo último es obtener un valor real de la empresa, teniendo en cuenta los activos, la generación de caja y el potencial de crecimiento. Adicionalmente, la elaboración de una estimación de las **predicciones de los resultados** de la compañía para los próximos años, teniendo en consideración el plan estratégico de la empresa, las inversiones planificadas, el contexto económico y los posibles escenarios.

Conclusiones. Dentro de este apartado se valoran los resultados obtenidos durante el trabajo, y se procede a una breve reflexión sobre el mismo.

3. Contexto y análisis del sector

3.1 Introducción y preámbulo

El aceite de oliva es considerado la grasa vegetal más saludable del mundo desde la perspectiva nutricional, siendo unos de los mejores acetites en el ámbito culinario alrededor del globo. Sin embargo, actualmente existe un modelo de negocio en torno al aceite de oliva basado en un bajo precio y un gran volumen, generando, por tanto, bajos márgenes en su comercialización y dañando la cadena de valor. Como consecuencia de esto, el aceite de oliva se ha posicionado como una *commodity* en el mercado. En el mundo, el 95% de las grasas vegetales consumidas son más baratas que el aceite de oliva, por lo que resulta inútil competir contra estos productos desde una perspectiva de precio. Además, en los últimos años el mercado ha ido evolucionando en general hacia el oligopolio de marcas blancas, acaparando en España en el 65% de cuota de mercado. Esta situación, puede provocar la pérdida de tratabilidad, origen y, por consiguiente, de calidad del aceite, cerniéndose como una amenaza para este sector.

El consumo del aceite de oliva mundial se ha ido incrementando desde 1990 a un ritmo medio de un 2% anual, según el Consejo Oleícola Internacional (COI). Aun así, solo representa el 4,8% de las grasas alimenticias consumidas. Por esta razón, existe un gran potencial de crecimiento en países con poca penetración de este producto, pero en los que su población aspira al desarrollo de una dieta más saludable. En este entorno es donde el aceite de oliva puede obtener una posición de valor en el mercado, caracterizándose como un producto diferente y de calidad, aprovechando las oportunidades aparecidas en los mercados internacionales. A esta oportunidad, se le añade la gran penetración acaecida por el aceite de oliva virgen extra (AOVE) en la alta cocina a nivel mundial y en la cocina mediterránea, más particularmente.

Como producto alimenticio, el aceite de oliva constituye la mejor grasa para nuestro organismo. Según una empresa líder en i+D+i en el sector oleícola: “Según han probado numerosos estudios científicos, en las últimas décadas el aceite de oliva es indiscutiblemente la grasa vegetal más sana, ya que aporta múltiples beneficios y es fuente de energía saludable. Como ejemplo, el aceite de oliva ayuda a prevenir enfermedades cardiovasculares, ya que su consumo contribuye a reducir los niveles de colesterol malo; así mismo, los polifenoles del aceite poseen propiedades antioxidantes que ayudan a prevenir la oxidación de las células; de hecho, el aceite de oliva aporta los nutrientes necesarios para desarrollar y conservar las estructuras celulares; también ayuda a mejorar las funciones del sistema digestivo y produce un efecto revitalizador y protector de la piel, por lo que es utilizado también con fines terapéuticos en muchas culturas.” (Deoleo, S.A, 2018).

3.2 El aceite de oliva

3.1.1 Categorías de aceite de oliva

El aceite de oliva se puede clasificar en diferentes categorías. Esta diferenciación será crucial a la hora de distinguir y estudiar la evolución de los mercados y el posicionamiento del aceite en cada una de estas categorías. Según el Convenio Internacional del Aceite de Oliva de 1986, “la denominación de Aceite de Oliva está reservada únicamente al aceite procedente del fruto del olivo, con exclusión de los obtenidos por disolventes, por procedimientos de reesterificación y de mezcla con aceites de otra naturaleza. No es aplicable tampoco a los aceites de orujo de aceituna” (Universidad de Jaén, 1996). Por tanto, se tendrá que diferenciar entre aceite de oliva

y aceite de orujo de oliva. A continuación, se realiza una clasificación de los aceites provenientes del olivo existentes actualmente en el mercado:

1. **Aceites de Oliva Vírgenes:** estos aceites solamente pueden ser producidos mediante procedimientos físicos o mecánicos, que impidan la alteración del aceite mediante disolventes, acciones químicas, bioquímicas o mezcla con otros aceites. Dentro de esta categoría se identifican tres aceites según su calidad ordenados de mayor a menor:
 - a. Aceite de Oliva Virgen Extra
 - b. Aceite de Oliva Virgen
 - c. Aceite de Oliva Lampante

2. **Aceite de Oliva Refinado:** derivado de un proceso de refinación del aceite de oliva lampante, reduciendo acidez y color respecto a este.

3. **Aceite de Oliva:** este aceite proviene de la mezcla de Aceite de Oliva Virgen Extra o Virgen con el Aceite de Oliva Refinado.

4. **Aceite de Orujo de Oliva:** este aceite proviene del orujo de oliva, un residuo sólido que se obtiene como subproducto en el proceso de elaboración del aceite de oliva, tras el centrifugado o el prensado. El Aceite de Orujo de Oliva se extrae tras el tratamiento del orujo de oliva con solventes. Este aceite no es comestible por lo que se procede a un proceso de refinado para obtener el llamado Aceite de Orujo Refinado. Como último paso, el Aceite de Orujo Refinado se enriquece con aceites de oliva vírgenes, obteniendo el Aceite de Orujo de Oliva.

En la Figura 1 se representa un diagrama explicativo de la clasificación y características de los distintos aceites presentes en los mercados. (Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Acites de Orujo, s.f.)

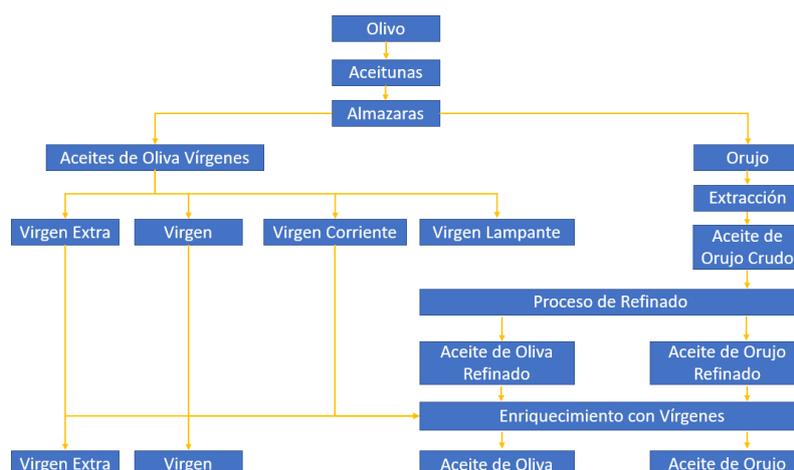


Figura 1: Clasificación de los aceites de oliva. Fuente: Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Aceites de Orujo). Fuente: Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Aceites de Orujo. Elaboración propia.

3.2.2 Tipologías de explotaciones del olivar

En la actualidad se pueden diferenciar tres diferentes tipologías de explotaciones: la tradicional, la intensiva y la superintensiva. La tradicional es la tipología dominante en el mundo, acaparando el 74% de la superficie mundial. Esta tipología utiliza el régimen hídrico de secano. Por el contrario, las plantaciones intensivas y superintensivas utilizan un sistema de regadío en su explotación (Juan Vilar Consultores Estratégicos S.L, 2018). En la Tabla 1 se muestran la distribución de cada categoría de plantación.

Categoría	Inclinación	Régimen Hídrico	Porcentaje	Superficie (ha)	Porcentaje	Superficie (ha)
Tradicional	Pendiente alta	Secano	33,60%	3.868.037,04	74,08%	8.528.100,71
		Regadío	0,45%	51.804,07		
	Pendiente moderada	Secano	30,45%	3.505.408,57		
		Regadío	9,58%	1.102.851,04		
Intensivo		Secano	3,78%	435.154,17	21,68%	2.495.804,85
		Regadío	17,90%	2.060.650,69		
Superintensivo		Regadío	4,24%	488.109,44	4,24%	488.109,44
Total			100,00%	11.512.015,00	100,00%	11.512.015,00

Tabla 1: Distribución de superficie de olivar por categorías (2018). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.

3.3. Mercado del aceite de oliva

3.3.1 Volumen de negocio mundial

Este sector oliviculturero generó una actividad a nivel mundial de 12.740 millones de € de media entre los años 2103 y 2018, creando más de 35 millones de puestos de trabajo. Europa se encuentra como principal potencia en este sector, con España, Italia y Grecia principalmente, aportando el 71% del volumen de negocio y el 41% del empleo en términos globales. En segundo lugar se encuentra el continente africano, concentrando su actividad en los países del magreb. Estos datos están reflejados en la Tabla 2.

Continente	Volumen de negocio (miles de €)	Empleo (número de personas)
África	2.147.466 €	4.526.248
Ámerica	470.239 €	7.053.588
Asia	1.049.581 €	7.926.098
Europa	9.004.411 €	14.610.552
Oceanía	68.728 €	1.030.933
Total	12.740.425 €	35.147.419

Tabla 2: Volumen de negocio y empleo por continente. Media de las campañas 2013-2018. Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.

El 87% del fruto del olivar recogido se dedica a la producción de aceite de oliva, dependiendo la producción directamente del redimiento que presente la aceituna a la hora de extraer aceite.

En las últimas campañas el rendimiento medio se situó entorno al 19,6%, siendo Europa donde se consiguió un mayor rendimiento 20,05%. Es necesario distinguir en el proceso de extracción de aceite entre aceites vírgenes y lampantes. Del total la aceituna recolectada en el mundo para aceite de oliva, alrededor de un 67% está orientada a la elaboración de aceites vírgenes, mientras que un 33% a lampantes, aunque esta distribución es cambiante dependiendo del país. (Juan Vilar Consultores Estratégicos S.L, 2018).

3.3.2 Producción y consumo mundial

El aceite de oliva es producido actualmente en 56 países alrededor del mundo, siendo Europa donde se concentra una mayor superficie cultivada de olivar (60%), seguida de África (27%), Asia (10%), América (2%) y Oceanía (menos de 1%). (Agencia Andaluza de Promoción Exterior, 2017). La superficie de plantación del olivar ha sufrido un crecimiento en los últimos 15 años cercano al 15%, alcanzando un área de cultivo a nivel mundial de 11.316.000 Has.

En la campaña de recogida 2017/2018, la producción de aceite de oliva ascendió a 3.314 millones de toneladas, siendo la Unión Europea la zona geográfica con mayor producción con 2.186 millones de toneladas. Tanto la producción como el consumo de aceite de oliva en el mundo han seguido una tendencia al alza que se puede observar en el Gráfico 1. El consumo ha experimentado un crecimiento más estable, en contraposición con el crecimiento inestable de la producción, influida en gran medida por las condiciones climatológicas de cada año, y por consecuencia del rendimiento de la cosecha. (Consejo Oleícola Internacional, 2018).

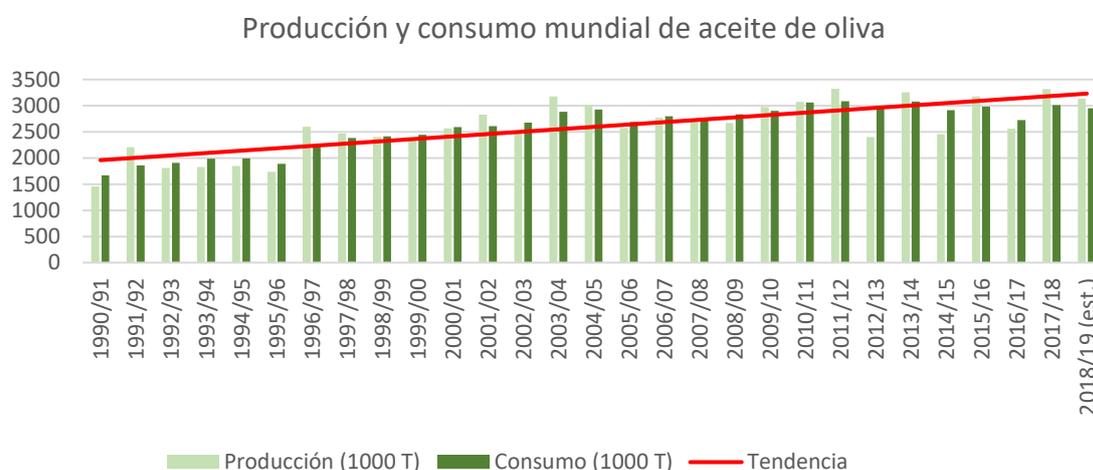


Gráfico 1: Producción y consumo mundial de aceite de oliva. Fuente: Consejo Oleícola Internacional

En la Tabla 3 se muestran los datos medios de las tres últimas campañas de los 10 países con mayor producción de aceite de oliva a nivel mundial, que acaparan el 92% de la producción mundial y el 89% del consumo. Desde el punto de vista del consumo, Italia se encuentra como mayor consumidor mundial, con una media de 603.630 toneladas anuales, seguida de España por 503.830 toneladas anuales. En la Tabla 3 se puede observar un curioso caso. Si se realizan cuentas, España produce 1.342.000 t medias anuales (49% mundial), mientras que Italia 386.770 t (14,15% mundial). Los consumos de ambos países son muy similares como se ha mencionado

anteriormente, España 503.830 t (24,2% mundial) e Italia 603.630 t (28,9% mundial). Sin embargo, la exportación de Italia representa el 28% mundial y las de España el 36%. La cuestión de que Italia produzca el 14,5% mundial del aceite y exporte el 28% del aceite mundial, solo se puede justificar con la exportación de Italia de aceite no producido en el país, y que principalmente proviene de España. Esta cuestión es de gran importancia a la hora de entender el comercio mundial del aceite de oliva y las exportaciones de los dos países con mayor producción, España e Italia.

País Productor	Producción		Consumo		Exportación		Importación	
	Miles de T	Proporción	Miles de T	Proporción	Miles de T	Proporción	Miles de T	Proporción
España	1.342	49,19%	503	24,14%	274	36,1%	55	12,91%
Italia	386	14,15%	603	28,93%	213	28,0%	54	12,68%
Grecia	250	9,16%	136	6,53%	17	2,2%	0	0,00%
Túnez	183	6,71%	34	1,63%	154	20,3%	0	0,00%
Turquia	148	5,43%	115	5,52%	26	3,4%	0	0,00%
Marruecos	126	4,62%	120	5,76%	17	2,2%	9	2,11%
Siria	131	4,80%	133	6,38%	5	0,7%	0	0,00%
Portugal	87	3,19%	71	3,41%	47	6,2%	4	0,94%
Argelia	65	2,38%	64	3,07%	0	0,0%	0	0,00%
EE.UU.	10	0,37%	305	14,64%	7	0,9%	304	71,36%
Total	2.728	100,00%	2.084	100,00%	760	100,0%	426	100,00%

Tabla 3: Producción consumo, importaciones y exportaciones medias de aceite de oliva de los 10 principales productores en las tres últimas campañas. Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.

En el consumo de aceite de oliva por persona, existe una clara diferencia entre los países productores y no productores. En los países productores, el consumo per cápita de este aceite es 4,35 veces superior al de los países no productores, con 610 gramos per cápita y 140 gramos per cápita respectivamente. Por tanto, se concluye que, aunque en los últimos años las exportaciones de los países productores a los no productores han ido en aumento, todavía existe una dependencia muy grande del consumo de los países productores en el comercio del aceite de oliva, creando una concentración entorno a estos países en el comercio del aceite. La suma de los 10 países de la Tabla 3 representa el 85% de la producción mundial y el 71% del consumo. Esta característica se puede considerar como una oportunidad para la expansión del comercio a países no productores con poca penetración en su mercado del aceite de oliva.

La producción mundial estimada para la campaña 2018/19, asciende 3.100.000 toneladas, según un estudio realizado por el Departamento de Estudios Oleícolas del Centro de Excelencia del Aceite de Oliva de GEA, esperando por tanto un decrecimiento del 6% respecto a la campaña anterior. Sin embargo, España aumentará su producción en un 26% según este mismo informe, llegando a las 1.580.000 toneladas de producción, acaparado la mitad de la producción mundial, seguida por Grecia (230.000 toneladas) y Turquía (220.000 toneladas). La menor previsión de producción para la actual campaña viene propiciada por la caída de la producción respecto a la cosecha anterior de países como Italia (-50%), Túnez (-40%) y Marruecos (21,4%). (ASAJA Jaén, 2018).

produciendo una mayor heterogeneidad de variedad de aceituna en cada zona geográfica. En la región con mayor producción de aceite (Jaén, Córdoba y Granada) la variedad predominante es la Picual. En la Figura 3 se observa la distribución de la principal variedad de aceituna por regiones geográficas.

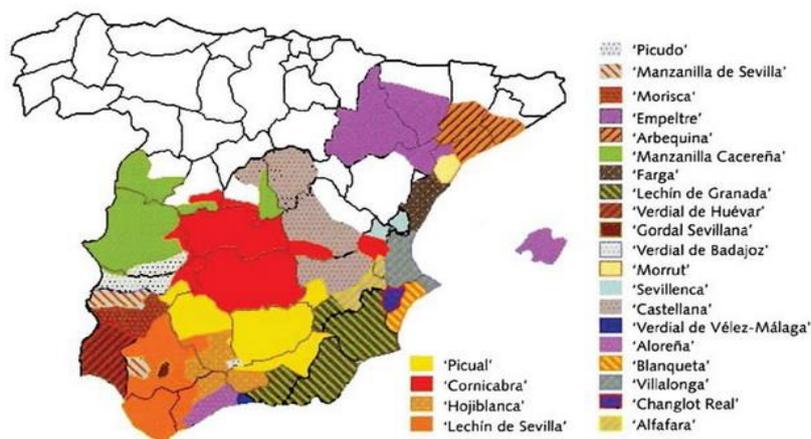


Figura 3: Variedad principal de aceituna por área geográfica. Fuente: Consejo Oleícola Internacional

3.3.4 Producción en España y Andalucía

En España existen 570.251 fincas dedicadas a la producción de aceite de oliva. El 68% de estas fincas son de cultivo de secano, mientras que el 32% de cultivo de regadío (Juan Vilar Consultores Estratégicos S.L, 2018). La producción de aceite de oliva en España se situó en 1.256.900 toneladas en la pasada campaña 2017/2018, con un rendimiento medio del 20,71%, siendo este un punto mayor que la campaña anterior. Para la actual campaña 2018/2019 se espera incrementar esta producción en un 23,3%, lo que equivale a 1.550.000 toneladas de aceite. En los últimos 10 años la producción española de esta grasa vegetal se ha situado entre 1.000.000 y 1.600.000 toneladas, estando estrechamente ligada a las condiciones meteorológicas acaecidas cada campaña.

Este aumento de producción en España contrasta con la previsión de un -7,6% en el Mundo, pasando de 3.315.000 toneladas en la campaña 2017/2018 a 3.064.000 toneladas como previsión para la actual. Esta caída mundial de la producción de aceite está causada principalmente por la previsión de una disminución del aceite producido en todos los países productores a excepción de España. Por ejemplo, se espera una caída del -37% en Italia, -30,6% en Grecia y -57,1% en Túnez (Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural , 2018). Ver Gráfico 2.

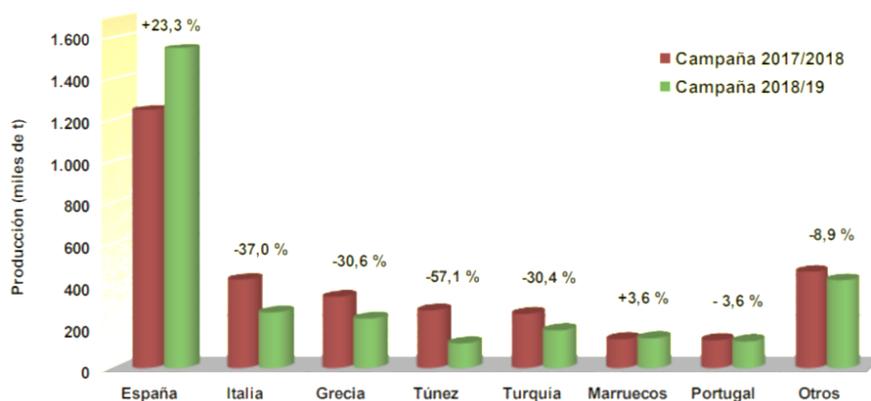


Gráfico 2: Producción por países. Campaña 2017/2018 - 2018/2019. Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural

En cuanto a la producción en Andalucía se estima un crecimiento para la campaña 2018/2019 de un 39,9%, llegando a las 1.339.712 toneladas. Con esta previsión, Andalucía estaría acaparando el 86% de la producción de aceite a nivel nacional y el 44% de la mundial. Dentro de la producción andaluza se debe destacar la provincia de Jaén, estimándose esta en 685.000 toneladas de aceite. En el Gráfico 3 se puede observar la evolución de la producción de aceite de oliva en España, Andalucía y Jaén (Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural, 2018).

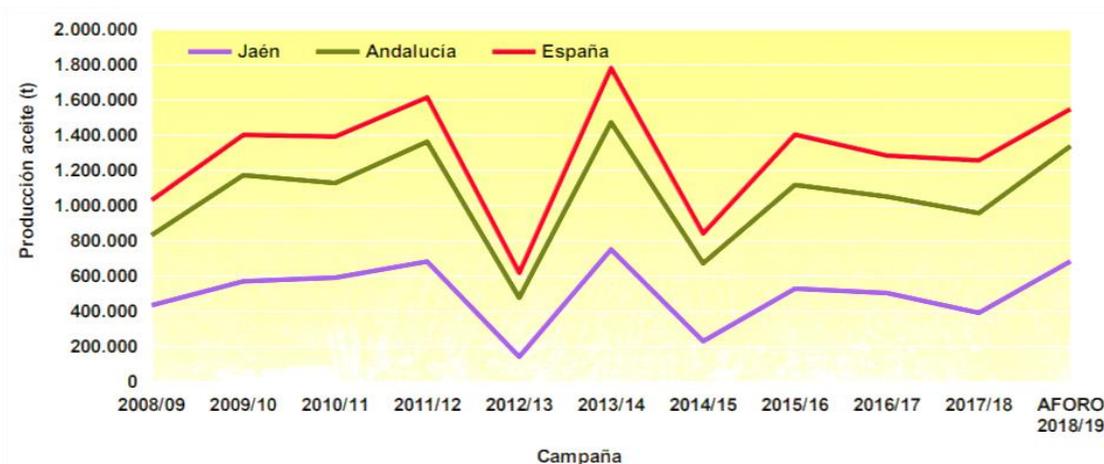


Gráfico 3: Producción de aceite de oliva en España, Andalucía y Jaén. 2008-2018. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural

La producción en España se concentra entre los meses de octubre y marzo principalmente, coincidiendo con la campaña tradicional de la aceituna. No obstante, estas producciones se suelen adelantar o atrasar en el tiempo debido a las condiciones meteorológicas. Ver Gráfico 4.

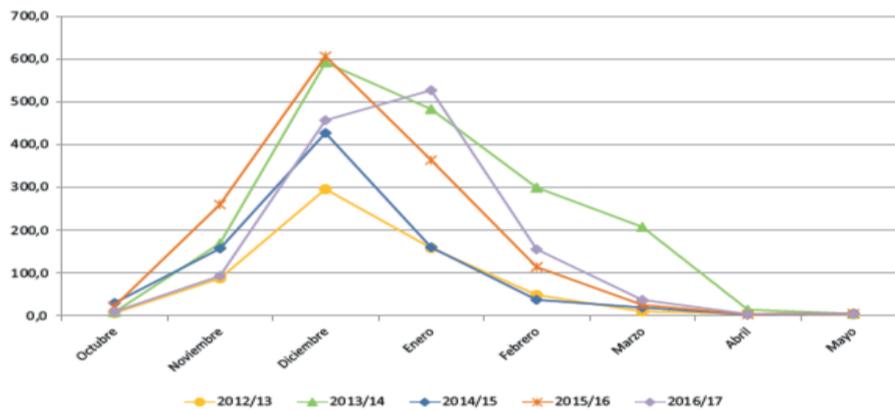


Gráfico 4: Producción en España, en M de toneladas. Fuente: AICA

Olivar en Andalucía

En Andalucía existen actualmente 1,5 millones de hectáreas de plantación olivarera, habiendo aumentado la superficie en 93.600 ha en los últimos 10 años. La provincia con mayor superficie es Jaén con 528.427 ha, seguida de Córdoba con 347.333 ha y Granada con 196.397 ha (Ver Figura 4). En cuanto a número de almazaras, se prevén un número de 840 para la campaña 2018/2019, perteneciendo 325 a Jaén. Se estima que en la actual campaña se creen 18,7 millones de jornales derivados de las labores de campo del olivar (Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural, 2018).



Figura 4: Superficie de oliva en Andalucía. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural

3.3.5 Consumo en España

En 2018 se consumieron en España 507.000 toneladas de aceite de oliva, representando el 60% del consumo de los aceites comestibles a nivel nacional (Asociación Nacional de Industriales y Refinadores de Aceites Comestibles, 2019). En la anterior campaña, el consumo se situó en 475.500 toneladas. La tendencia del consumo de aceite de oliva en España, sin embargo, ha sido decreciente en los últimos 10 años, decreciendo de media 0,7 litros por persona. Esta caída del consumo está motivada por una menor demanda del consumidor debido al encarecimiento del aceite de oliva frente a otras grasas como el aceite de girasol. En 2017 se consumieron 342 millones de litros frente a los 425 millones consumidos en 2008. Sin embargo, hablando en

términos de volumen de negocio, el comercio nacional del aceite de oliva ha pasado de 1.256 millones de € en 2008 a 1.373 millones €. Este incremento esta propiciado por un aumento de los precios a nivel mundial debido a la mayor demanda de los países no productores, como Alemania y Reino Unido donde prácticamente se ha multiplicado por cinco (EAE Business School, 2019). Ver Gráfico 5.

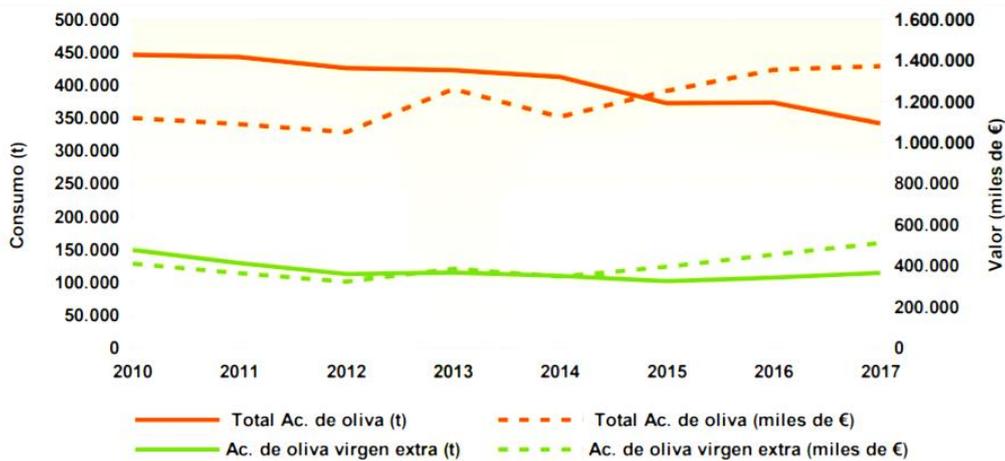


Gráfico 5: Consumo de aceite de oliva en España. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural.

3.3.6 Exportaciones e importaciones

España es el mayor exportador mundial de aceite de oliva. Según la Agencia de Información y Control Alimentarios, durante la campaña 2017/2018 se exportaron 883.900 t, los principales destinos de estas exportaciones fueron Italia, Portugal y E.E.U.U (Ver Gráfico 6). En cuanto a las importaciones, en la última campaña España importó un total de 164.000 t de aceite. En los Gráficos 7 y 8 se pueden observar las importaciones e importaciones mensuales de las últimas campañas.

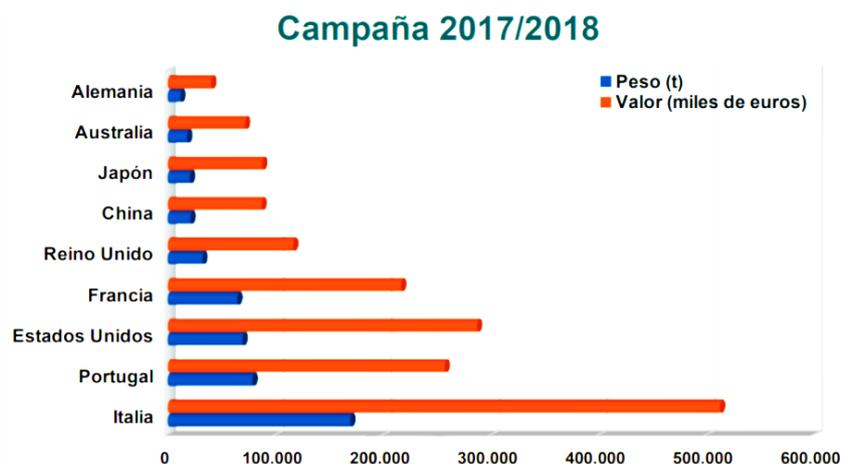


Gráfico 6: Exportaciones de España de aceite de oliva por países. Campaña 2017/2018

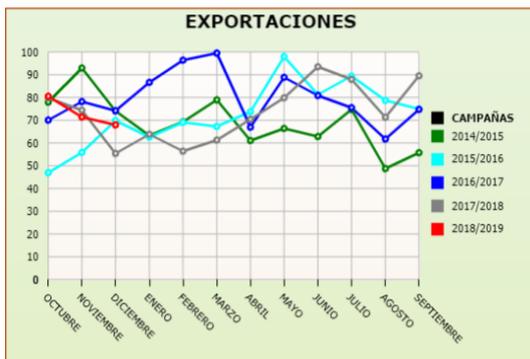


Gráfico 8: Exportaciones de aceite de oliva de España por campañas. AICA



Gráfico 7: Importaciones de aceite de oliva de España por campañas. AICA

3.3.7 Precio

El precio es un elemento clave en la comercialización del aceite de oliva. En cada mercado nacional el precio se comercializa como si tratase de una *commodity* (a excepción de los aceites premium), diferenciando entre las distintas clases de aceite existentes. El aceite de oliva virgen extra es el de mayor precio, seguido del aceite de oliva virgen y el lampante. En general, el precio se establece considerando la oferta y la demanda tanto interna como externa. El precio se fija en € por kilogramo. El *spread* entre el precio del aceite de oliva virgen extra y el aceite de oliva virgen suele situarse en torno a 0,3 €, mientras que el *spread* entre el aceite de oliva virgen y el lampante suele estar entre 0,1-0,05 €, aunque estas diferencias pueden cambiar en función de la demanda. El precio al que se sitúe el precio del aceite durante el año determina en gran medida la rentabilidad final que la explotación agraria obtendrá en ese periodo. Los precios han sufrido un crecimiento desde la campaña 2011/2012, llegando a alcanzar en el mes de agosto de 2015 los 4,2 €/kg y los 4,05 €/kg en mayo de 2017. Desde este punto alcanzado, el precio del aceite ha ido disminuyendo hasta situarse en la franja de 2,3–2,8 €/kg. Ver Gráfico 9.

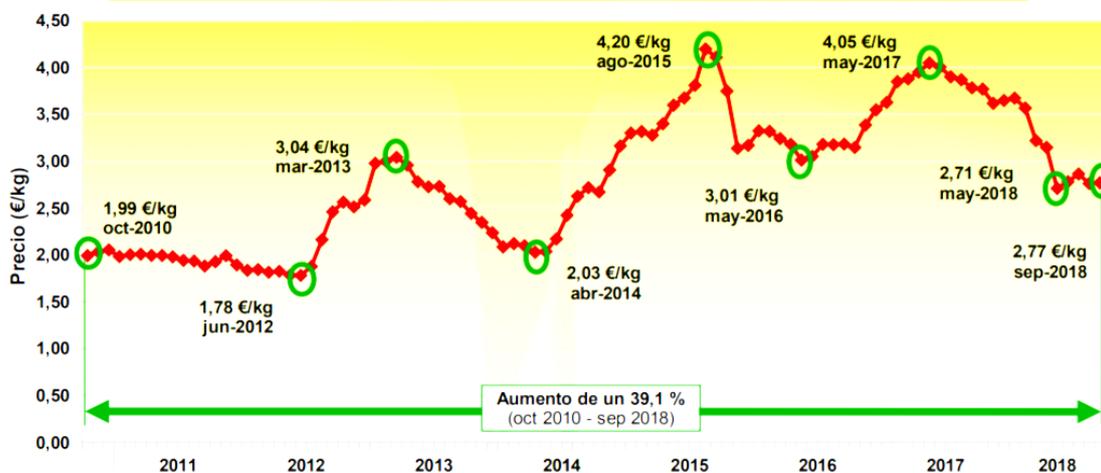


Gráfico 9: Evolución del precio del aceite de oliva (€/kg). Fuente: Observatorio de precio y mercados Junta de Andalucía

3.3.8 El sector empresarial oleícola, cadena de producción, procesado y distribución

A la hora de analizar y entender el funcionamiento del sector oleícola en España, cabe remarcar que la producción, procesado y distribución del aceite de oliva está directamente relacionado con la producción olivícola de cada campaña. Esta producción no es constante a lo largo del tiempo, debido a factores como la climatología, la orografía, la edafología, el rendimiento del fruto o las posibles enfermedades del cultivo. La directa consecuencia que se deriva de esta premisa es la variación anual de la oferta del producto. Esta variación de la oferta se contrasta con una demanda estable y sin grandes oscilaciones. Los posibles desequilibrios entre oferta y demanda que pueden producirse en este sector debido a la razón explicada con anterioridad pueden impactar negativamente y dar lugar a oscilaciones importantes de precios y cambios de tendencia en el consumo. Por tanto, se trata de un sector con una producción heterogénea a lo largo de las campañas, teniendo esta una incidencia directa sobre la diferente distribución de la rentabilidad en la cadena de valor sobre los diferentes agentes que la componen. Esta consideración es fundamental a la hora de entender la evolución de los precios.

Para tener un carácter más visual de la cadena de valor, se van a diferenciar los diferentes niveles existentes:

- **Explotaciones agrícolas y recogida de la aceituna:** El proceso de producción comienza con las explotaciones agrícolas olivareras. En esta etapa, el agricultor buscará la eficiencia en forma de cantidad de fruto obtenida por olivar y rendimiento del fruto a la hora de su transformación en aceite.
- **Almazaras:** Una vez recolectado el fruto del olivar, se destinan a las almazaras, siendo estas, complejos donde se produce y elabora el aceite de oliva. Aquí se produce la extracción y producción de las categorías de aceites virgen extra, virgen y lampante. Las almazaras presentan generalmente dos regímenes jurídicos, las cooperativas y las propiedades industriales. Las cooperativas agrarias son agrupaciones de campesinos en régimen de libre adhesión con la finalidad de producir o comercializar productos derivados del campo, poniendo en común los recursos para la actividad. En su funcionamiento tienen una estructura, funcionamientos democráticos y según sus estatutos no tiene ánimo de lucro, sino que deben de descontar los costes de molturación a cada socio. Por otra parte, las propiedades industriales son empresas privadas con fábricas productoras de aceite. Los agricultores pagan una comisión a la fábrica por la transformación de la aceituna en aceite y por su conservación hasta su venta. En España existen 1.831 almazaras, con alrededor de 50% de ellas con régimen de cooperativa agraria.
- **Envasado:** el proceso de envasado se puede realizar en la almazara, por otras almazaras de mayor tamaño o por empresas especializadas en envasado de aceite.
- **Distribución y comercialización:** compañías dedicadas a la distribución y venta de este aceite una vez envasado. Son mucho menos numerosas que las almazaras y envasadoras y suelen tener un gran volumen de negocio y relaciones comerciales.

Como se puede deducir de lo anterior, durante la cadena de valor del aceite de oliva se produce una concentración empresarial importante. Pasando de un número de explotaciones agrícolas muy numeroso a un número de comercializadoras no muy elevado.

La estructura de costes es fundamental a la hora de comprender la cadena de valor del aceite de oliva. Los costes medios atribuidos a cada etapa en la producción y distribución de aceite de oliva virgen se pueden apreciar en la Tabla 4. Esta estructura costes, con los costes totales medios y con el precio promedio del aceite de oliva en los últimos años ha producido una rentabilidad neta total del proceso de entre 2,1675 €/kg (cultivo superintensivo) y 1,0675 €/kg (cultivo tradicional). Esta rentabilidad se reparte entre todos los entes participantes en la cadena de valor. Una característica de la estructura en este sector es que, en periodos con demanda mayor que la oferta la distribución de la rentabilidad neta se inclina hacia los propietarios de explotaciones agrarias, mientras que si la oferta es mayor que la demanda la rentabilidad se inclina hacia las envasadoras y distribuidoras. (Juan Vilar Consultores Estratégicos S.L, 2018)

			Tipos de cultivo		
			Superintensivo	Intensivo	Tradicional
Costes de producción	Olivicultura	Min	0,8	1,2	1,9
		Max	1,3	1,5	2,4
		Media (1)	1,05	1,35	2,15
	Almazara	Min	0,06		
		Max	0,1		
		Media (2)	0,08		
	Envasadores	Min	0,2		
		Max	0,8		
		Media (3)	0,5		
	Distribución	Min	0,05		
		Max	0,4		
		Media (4)	0,2025		
		Total	(1+2+3+4)	1,8325	2,1325
Ingresos	Precio	Min	3,5		
		Max	4,5		
		Media (6)	4		
Renta Neta Global		(6-5)	2,1675	1,8675	1,0675

Tabla 4: Distribución de precios, costes y renta neta para el proceso de elaboración de aceites de oliva a precios de 2018 (€/kg). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.

En referencia al **aceite de oliva lampante**, en la cadena de valor entra el proceso de refinado, ya que este es necesario para que estos aceites sean aptos para consumo. La obtención de este aceite se realiza principalmente a través de cultivo de olivar tradicional. Las características del olivar tradicional, que este tenga un coste más elevado y que el precio del mercado sea menor que el de los aceites de oliva vírgenes tiene como resultado una menor rentabilidad neta de estos aceites de oliva lampantes respecto a los anteriores. Esta rentabilidad se situó en la

anterior campaña en 0,9 €/kg. En la Tabla 5 se observa la estructura media de costes y la rentabilidad neta del aceite de oliva lampante.

Coste de producción													Ingresos			Renta Neta Global
Olivicultura			Almazara			Refinado/Envasado			Distribución			Total (5) (1+2+3+4)	Precio			
Min	Max	Media (1)	Min	Max	Media (2)	Min	Max	Media (3)	Min	Max	Media (4)		Min	Max	Media (6)	
1,9	2,4	2,15	0,06	0,1	0,08	0,25	0,8	0,52	0,01	0,4	0,02	2,95	3,5	4,5	3,85	0,9

Tabla 5: Distribución de precios, costes y rentabilidad neta por etapa del proceso de elaboración de aceite refinado para el olivar tradicional (€/kg). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.

Finalmente, para el **aceite de orujo de oliva**, se siguen los mismos patrones en la estructura de costes de los demás aceites, si bien, la rentabilidad final es menor debido al menor precio de cotización de estos aceites.

3.4. Perspectiva estratégica del sector

El sector del aceite de oliva se encuentra en un proceso de transformación, centrandolo cada vez más la estrategia en promocionar un producto con mayor valor añadido, que pueda reemplazar a aceites sustitutivos en los mercados internacionales gracias a sus altas propiedades nutritivas y saludables. Por tanto, la diferenciación es un elemento clave en el nuevo posicionamiento del aceite de oliva en el comercio mundial. En este sentido se han realizado numerosos programas de promoción del producto en ferias internacionales, con las que se pretende penetrar en mercados poco consolidados y con gran potencial, como China, Oriente Medio y Rusia. En sintonía con lo anterior, se han llevado a cabo numerosas investigaciones científicas incidiendo en las cualidades beneficiosas del aceite de oliva, soportando y apoyando el proceso de comercialización exterior.

En referencia a la oferta del producto, ha ido incrementándose en los últimos años, debido principalmente a dos razones. En primer lugar, al aumento de las explotaciones olivareras y la superficie cultivada. En segundo lugar, a la mejora del rendimiento de las explotaciones y la implementación de nuevas plantaciones de cultivo superintensivo, aumentando significativamente el rendimiento de los cultivos. No obstante, esta oferta del producto sigue siendo inestable debido a la variación de las cosechas influenciadas por los factores externos citados en los anteriores puntos. Esta característica propicia que, ante una demanda estable y continua, se puedan producir fuertes caídas de los precios ante situaciones de excesos de oferta, lastrando así fuertemente la rentabilidad del sector en toda su cadena de valor. Ante estas premisas, ciertas explotaciones olivícolas podrían llegar a no ser competitivas, principalmente aquellas con menor rentabilidad, que son las explotaciones de seco.

Ante esta debilidad intrínseca del mercado del aceite de oliva, se deben tomar ciertas medidas que ayuden a aplacar sus consecuencias negativas. Es necesario profesionalizar el sector, cambiar modelos de gestión e incentivar la inversión para mejorar los rendimientos y la competitividad de las empresas productoras y comercializadoras. También se deben llevar a cabo estrategias de reducción de costes, como la intensificación, la cooperación o la integración

vertical, a la vez que incentivar una subida de precio del producto a medio-largo plazo mediante la diferenciación.

En cuanto a las almazaras deben converger hacia modelos de gestión con una mayor rentabilidad y explorar nuevas oportunidades de negocio. El perfeccionamiento del proceso técnico de extracción del aceite debe suponer un objetivo importante en la mejora de la cadena de valor. Además, se deben explorar las vías de crecimiento que permitan un abaratamiento de costes por escala, orientarse hacia la integración vertical de las distintas etapas de la cadena de valor, promover contratos y acuerdos entre almazaras y distribuidoras que permitan garantizar un buen nivel de producción e incrementar el poder de negociación, con el objetivo de establecer con clientes acuerdos de abastecimiento largo plazo.

Se debe explotar la vía de nuevas oportunidades dentro del sector, como la elaboración y comercialización de aceites tempranos o “premium”, el procesamiento de los subproductos del olivar (alperujo) y el *oleoturismo* como nuevas formas de incrementar ingresos y diversificar la actividad de la empresa.

4. Análisis financiero de la empresa

4.1 Introducción

La empresa Oleícola Jaén se constituyó en 1981, siendo su forma jurídica actual Sociedad Anónima. Tiene como domicilio social la Calle Camino Viejo de Jaén, Baeza (Jaén), siendo su número de identificación fiscal A23022874. La actividad principal de la empresa es la fabricación de aceite de oliva. Según su actividad en los epígrafes del I.A.E para actividades empresariales, Oleícola Jaén se dedica a la actividad 411.3 Fabricación y envasado de aceite de oliva, 412.3 Refinado y otros tratamientos de grasas y 655.3 comercio al por menor de carburantes. Esta empresa presenta actualmente una facturación de unos 21 M de € (2018) y un fuerte crecimiento en ventas en los últimos años, posicionándose en el ranking de empresas de extracción de aceite de oliva a nivel nacional en el puesto 25 por nivel de facturación (2017).

La principal actividad de Oleícola Jaén es la de almazara, dedicándose a la elaboración de aceite de oliva y presentando una capacidad de producción de 600 TM/día. La empresa recoge el fruto de la aceituna de los agricultores, transforma en aceite esta materia prima, almacena el aceite obtenido de cada cliente en sus instalaciones y finalmente vende el aceite de los clientes cuando estos les indican ejecutar la orden de venta. Por este servicio de molturación de aceituna, extracción del aceite, almacenamiento y venta, Oleícola Jaén cobra una cantidad de dinero que origina un margen entre el precio al que vende el aceite y el precio que recibe el cliente propietario de ese aceite. Este diferencial representa la principal fuente de ingresos de la compañía.

A parte del aceite de oliva, vendido por la empresa en gran volumen al por mayor, Oleícola Jaén comercializa otros productos. El principal de ellos es la gama de aceite de oliva virgen extra *premium* (AOVE), obtenidos de extracciones de aceites tempranos y comercializado embotellado, principalmente a restaurantes, tiendas, clientes minoristas y particulares. Dentro de esta gama, la empresa comercializa las variedades picual, arbequina, frantoio, royal y hojiblanca, además de *coupage* (composición de varias variedades). Como último producto comercializado y tras un proceso de i+D+i, la empresa ha comenzado la distribución de Oleocao, una crema de cacao elaborado con aceite de oliva.

En los últimos años, la compañía ha realizado una gran inversión en campañas de marketing, convenciones y feria del sector. Los aceites de Oleícola Jaén han sido galardonados con numerosos reconocimientos a nivel nacional e internacional, que ha permitido posicionar su gama de aceites premium como productos de alta calidad dentro del mercado. Entre estos premios se encuentran las medallas de oro del Olive Japan International Extra Virgin Olive Oil Competition (2017), Los Ángeles Olive Oil Competition y en el New York International Olive Oil Competition, siendo este último evento el concurso internacional más grande y publicitado del mundo.

La empresa posee una almazara central en la misma dirección de la domiciliación fiscal, donde se encuentran además las oficinas centrales. Adicionalmente, cuenta con tres centros de recogida de aceituna en las localidades de Las Escuelas, Mancha Real y Linares, siendo estas instalaciones donde se recoge, se pesa y se lava la aceituna, y posteriormente se transporta a la almazara de Baeza. Oleícola Jaén también posee un servicio de transporte de aceituna, poseyendo una flota de camiones-contenedores destinados a la recogida de aceituna en los

puntos indicados por los clientes. Los centros de recogida y la flota de camiones permiten a Oleícola Jaén tener un radio de actuación geográfico relativamente amplio.

Oleícola Jaén cuenta con una estación de servicio de combustible (gasóleo A y B) desde el año 2000 en las instalaciones de la empresa. Este servicio permite el repostaje de sus clientes y adicionalmente la posibilidad de que la empresa financie sin intereses el combustible de los clientes agricultores que así lo deseen, pagando la cuantía de combustible financiada a la hora de la liquidación de aceite.

En las instalaciones principales de Baeza, Oleícola Jaén cuenta con las oficinas centrales, el departamento de administración, el laboratorio químico y una tienda donde la empresa ofrece sus productos.

4.2 Estados financieros

El objetivo de esta sección es analizar financiera y económicamente la empresa Oleícola Jaén y su evolución en los últimos años. El estudio se centrará en los últimos 5 ejercicios.

En primer lugar, se mostrará la cuenta de resultados de la compañía de los últimos cinco años (Tabla 6), así como su balance de situación (Tabla 7) y los estados de flujo de caja (Tabla 8). Posteriormente se llevará a cabo un análisis de la evolución de los estados financieros, identificando los motivos y causas de estos resultados.

Cuenta de pérdidas y ganancias	2014	2015	2016	2017	2018
A) OPERACIONES CONTINUADAS					
1. Importe neto de la cifra de negocios.	9.299.132	15.845.183	11.118.166	18.573.311	21.148.062
a) Ventas.	9.283.206	15.836.476	11.108.426	18.561.504	21.137.311
b) Prestaciones de servicios.	15.926	8.707	9.741	11.807	10.752
2. Variación de existencias	9.866	-30.710	23.130	77.214	-100.881
3. Trabajos efectuados por la empresa para su activo.				327	
4. Aprovisionamientos.	-7.157.446	-13.939.983	-8.784.137	-16.070.820	-18.893.621
a) Consumo de mercaderías.	-7.130.400	-13.917.372	-8.764.628	-16.010.391	-18.849.435
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles.	-27.046	-22.063	-19.509	-29.866	-26.991
c) Trabajos realizados por otras empresas.		-547		-30.563	-17.195
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos.					
5. Otros ingresos de explotación.	52.335	5.425	19.078	26.954	83.861
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente.	52.335	5.425	19.078	26.954	83.861
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio.					
6. Gastos de personal.	-753.496	-560.261	-688.253	-767.020	-718.065
a) Sueldos, salarios y asimilados.	-597.533	-446.035	-551.017	-599.761	-570.275
b) Cargas sociales.	-155.962	-114.226	-137.237	-167.259	-147.790
c) Provisiones.					
7. Otros gastos de explotación.	-1.285.916	-977.745	-1.275.877	-1.547.570	-1.429.946
a) Servicios exteriores.	-1.073.767	-899.584	-1.145.184	-1.482.420	-1.483.410
b) Tributos.	-19.072	-15.893	-31.416	-35.718	-3.148
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones	-190.425	-60.000	-99.235	-29.430	59.523
d) Otros gastos de gestión corriente.	-2.652	-2.268	-41	-3	-2.911
8. Amortización del inmovilizado.	-119.121	-87.118	-91.871	-98.073	-94.149
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.				1.000	46.688
10. Excesos de provisiones.					
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.					
a) Deterioros y pérdidas.					
b) Resultados por enajenaciones y otras.					
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio.					
13. Otros resultados.	2.560	649	1.000		4.347
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	47.915	255.440	321.235	195.322	46.296
14. Ingresos financieros.	319.048	134.003	75.257	158.436	154.348
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio.					
a.1) En empresas del grupo y asociadas.					
a.2) En terceros.					
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros.	319.048	134.003	75.257	158.436	154.348
b.1) En empresas del grupo y asociadas.				8.306	9.228
b.2) En terceros.	319.048	134.003	75.257	150.131	145.120
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero					
15. Gastos financieros.	-137.383	-154.789	-107.302	-127.043	-127.804
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas.					
b) Por deudas con terceros.	-137.383	-154.789	-107.302	-127.043	-127.804
c) Por actualización de provisiones.					
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.					
a) Cartera de negociación y otros.					
17. Diferencias de cambio.		2.184			
18. Deterioro y resultado por enajenaciones y otras.					
a) Deterioros y pérdidas.					
b) Resultados por enajenaciones y otras.					
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero.					
a) Incorporación al activo de gastos financieros.					
b) Ingresos financieros derivados de convenios de acreedores.					
c) Resto de ingresos y gastos.					
A.2) RESULTADO FINANCIERO	181.665	-18.601	-32.044	31.394	26.544
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	229.579	236.839	289.191	226.716	72.840
20. Impuestos sobre beneficios.	-70.343	-72.032	-81.656	-52.270	-46.599
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO	159.237	164.807	207.535	174.446	26.240

Tabla 6: Cuenta de resultados. Fuente: Oleícola Jaén

Balance de Situación

Pasivo y Patrimonio Neto	2014	2015	2016	2017	2018
A) PATRIMONIO NETO	1.487.849	1.652.656	1.860.191	2.034.394	2.063.447
A-1) Fondos propios.	1.487.849	1.652.656	1.860.191	2.021.894	2.048.135
I. Capital suscrito	192.324	192.324	192.324	192.324	192.324
1. Capital escriturado.	192.324	192.324	192.324	192.324	192.324
2. (Capital no exigido).					
II. Prima de emisión.					
III. Reservas.	38.465	197.701	362.508	557.300	731.747
1. Legal y estatutarias.	38.465	38.465	38.465	38.465	38.465
2. Otras reservas.		159.237	324.044	518.835	673.803
3. Reserva de revalorización.					
4. Reserva de capitalización.					19.479
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio neto).					
V. Resultados de ejercicios anteriores.	1.097.824	1.097.824	1.097.824	1.097.824	1.097.824
1. Remanente.	1.097.824	1.097.824	1.097.824	1.097.824	1.097.824
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores).					
VI. Otras aportaciones de socios.					
VII. Resultado del ejercicio.	159.237	164.807	207.535	174.446	26.240
1. Resultado del ejercicio.	159.237	164.807	207.535	174.446	26.240
2. Resultados ejercicio en curso.	159.237	164.807	207.535	174.446	26.240
VIII. (Dividendo a cuenta).					
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto.					
A-2) Ajustes por cambio de valor.					
I. Activos financieros disponibles para la venta.					
II. Operaciones de cobertura.					
III. Otros.					
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos.				12.500	15.313
B) PASIVO NO CORRIENTE	1.737.241	1.377.241	1.356.241	1.306.241	1.256.241
I. Provisiones a largo plazo.					
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal.					
2. Actuaciones medioambientales.					
3. Provisiones por reestructuración.					
4. Otras provisiones.					
II. Deudas a largo plazo.	1.737.241	1.377.241	1.356.241	1.306.241	1.256.241
1. Obligaciones y otros valores negociables.					
2. Deudas con entidades de crédito	400.000				
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados.					
5. Otros pasivos financieros.	1.337.241	1.377.241	1.356.241	1.306.241	1.256.241
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo.					
IV. Pasivos por impuesto diferido.					
V. Periodificaciones a largo plazo.					
C) PASIVO CORRIENTE	9.462.478	5.975.077	8.612.855	10.776.315	11.113.413
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta.					
II. Provisiones a corto plazo.					
III. Deudas a corto plazo.	3.609.050	32.850	836.027	1.522.549	194.541
1. Obligaciones y otros valores negociables.					
2. Deudas con entidades de crédito	3.570.337	2.982	804.043	1.417.133	200.018
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados.					
5. Otros pasivos financieros.	38.714	29.868	31.984	105.415	-5.476
IV. Deudas con empresas del grupo corto plazo					
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	5.853.427	5.942.227	7.776.828	9.253.766	10.918.872
1. Proveedores.	5.668.254	5.839.987	7.668.826	8.941.012	10.741.332
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas.					
3. Acreedores varios.	94.298	9.763	7.222	107.377	73.560
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago).	-1.382			23.043	24.957
5. Pasivos por impuesto corriente.	36.046	55.356	54.198	23.501	274
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas.	56.211	30.630	31.581	69.530	31.077
7. Anticipos de clientes.		6.490	15.000	89.303	47.673
VI. Periodificaciones a corto plazo.					
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	12.687.568	9.004.974	11.829.286	14.116.950	14.433.101

Tabla 7: Balance de situación. Fuente: Oleícola Jaén

Estado de flujos de caja

	2014	2015	2016	2017	2018
A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN					
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos.	229.579	236.839	289.191	226.716	72.840
2. Ajustes del resultado.	127.881	167.903	223.151	95.109	6.396
a) Amortización del inmovilizado (+).	119.121	87.118	91.871	98.073	94.149
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-).	190.425	0	0	0	0
c) Variación de provisiones (+/-).		60.000	99.235	29.430	-59.523
d) Imputación de subvenciones (-).				-1.000	-1.688
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-).					
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-).					
g) Ingresos financieros (-).	-319.048	-134.003	-75.257	-158.436	-154.348
h) Gastos financieros (+).	137.383	154.789	107.302	127.043	127.804
i) Diferencias de cambio (+/-).					
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-).					
3. Cambios en el capital corriente.	-5.010.709	4.806.895	-1.447.144	838.761	6.717.748
a) Existencias (+/-).	-5.365.803	4.946.745	-3.482.630	85.934	4.541.577
b) Deudores y otras cuentas a cobrar (+/-).	-377.522	-228.650	200.884	-661.591	511.065
c) Otros activos corrientes (+/-).					
d) Acreedores y otras cuentas a pagar (+/-).	732.617	88.800	1.834.601	1.414.418	1.665.106
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación.	111.322	-92.817	-113.700	-20.876	-20.055
a) Pagos de intereses (-).	-137.383	-154.789	-107.302	-127.043	-127.804
b) Cobros de dividendos (+).					
c) Cobros de intereses (+).	319.048	134.003	75.257	158.436	154.348
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-).	-70.343	-72.032	-81.656	-52.270	-46.599
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación	-4.541.927	5.118.820	-1.048.503	1.139.710	6.776.928
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
6. Pagos por inversiones (-).	-51.590	-355.186	-886.666	-1.781.051	-1.069.415
a) Empresas del grupo y asociadas.					
b) Inmovilizado intangible.				-2.500	
c) Inmovilizado material.	-31.590	-355.186	-136.885	-153.389	-67.981
d) Inversiones inmobiliarias.					
e) Otros activos financieros.	-20.000		-749.781	-1.625.162	-1.001.434
f) Activos no corrientes mantenidos para la venta.					
7. Cobros por desinversiones (+).	587.507	315.765	0	0	
a) Empresas del grupo y asociadas.					
b) Inmovilizado intangible.					
c) Inmovilizado material.					
d) Inversiones inmobiliarias.					
e) Otros activos financieros.	587.507	265.765			
f) Activos no corrientes mantenidos para la venta.					
g) Otros activos.		50.000			
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión	535.917	-39.421	-886.666	-1.781.051	-1.069.415
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN					
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio.				13.500	4.500
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+).					
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-).					
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-).					
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+).					
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+).				13.500	4.500
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero.		-3.936.200	782.176	636.522	-1.378.007
a) Emisión.					
1. Obligaciones y otros valores negociables (+).					
2. Deudas con entidades de crédito (+).	3.376.133		801.061	613.090	
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+).					
4. Otras deudas (+).	400.000	40.000	2.116	73.431	
b) Devolución y amortización de					
1. Obligaciones y otros valores negociables (-).					
2. Deudas con entidades de crédito (-).					
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-).					
4. Otras deudas (-).		400.000	-21.000	-50.000	-160.891
11. Pagos por dividendos y remuneraciones				0	
a) Dividendos (-).					
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-).					
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación	3.776.133	-3.936.200	782.176	650.022	-1.373.507
E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES					
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio.	259.590	29.714	1.172.912	19.920	28.601
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio.	29.714	1.172.912	19.920	28.601	4.362.607

Tabla 8: Estados de flujo de caja. Fuente: Oleícola Jaén

4.3 Profit fórmula y líneas de negocio

El negocio principal de Oleícola Jaén se encuentra en la transformación en su almazara de la aceituna en aceite. La aceituna es llevada a la almazara por los agricultores y cosecheros. Allí, esta aceituna es transformada en aceite. Por este servicio de transformación, la empresa cobra a los agricultores lo que se conoce como “escandallo”, una comisión por tonelada de aceituna y que suele situarse entre los 54/60 € por tonelada de aceituna molturada, siendo este el principal ingreso de la compañía. El aceite es propiedad del agricultor hasta que este decide venderlo. En el momento de liquidación, la empresa procede a la venta del aceite del cosechero, pagando a este por kilogramos de aceituna depositados en función del precio del mercado del aceite, el rendimiento graso que haya obtenido (cantidad de aceite que tiene su aceituna) y se le descuenta la molturación (escandallo). La mayoría de los compradores de aceite son grandes empresas que adquieren el aceite a granel.

Este *profit fórmula* es el utilizado para la mayor división de negocio, el servicio de almazara de la molturación de aceite, que supone el 82% de la facturación total del negocio.

Oleícola Jaén obtiene sus ingresos de diferentes líneas de negocio. Dentro del apartado de ventas, se puede desglosar en servicios de transformación de aceite en Almazara, producción de hueso de aceituna, producción de orujo de aceituna, producción y venta de aceites premium (AOVE) y venta de gasóleo. En la Tabla 9 aparece la facturación de la compañía en concepto “ventas” desglosada en las distintas líneas de negocio descritas anteriormente.

Línea de negocio	% sobre ventas
Almazara	82,0%
Hueso de aceituna	3,6%
Orujo de Aceituna	8,8%
AOVE	2,0%
Gasóleo	3,6%

Tabla 9: Porcentaje sobre ventas de cada línea de negocio. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Adicionalmente, Oleícola Jaén obtiene ingresos que provienen principalmente del cobro del servicio de transporte a clientes. Estos ingresos se encuentran incluidos en el concepto contable “otros ingresos de explotación”.

4.4 Cuenta de resultados

Ventas y aprovisionamientos

Como se ha indicado anteriormente, la mayor parte de los ingresos provienen de los servicios de almazara y del escandallo. En la cuenta de resultados, por tanto, la cifra de ventas corresponde al volumen total de aceite que la empresa transforma y vende, aunque el aceite es propiedad del cosechero desde su depósito hasta el día que decide liquidarlo. El día de la liquidación, Oleícola Jaén paga al cosechero lo correspondiente al dinero de la venta del aceite

menos el escándalo. Esta cifra, es la que se muestra en la cuenta de resultados en concepto de aprovisionamientos.

El volumen de ventas depende de varios factores. En primer lugar, el número de agricultores que Oleícola Jaén tiene como clientes, en segundo lugar, la cantidad de aceituna que se recoja en cada cosecha y por último el precio al que se liquida el aceite. Estos tres factores determinan principalmente el volumen de ventas de la compañía anualmente. En el Gráfico 10 se puede observar la evolución de las ventas y los aprovisionamientos de la compañía en los últimos cinco años.

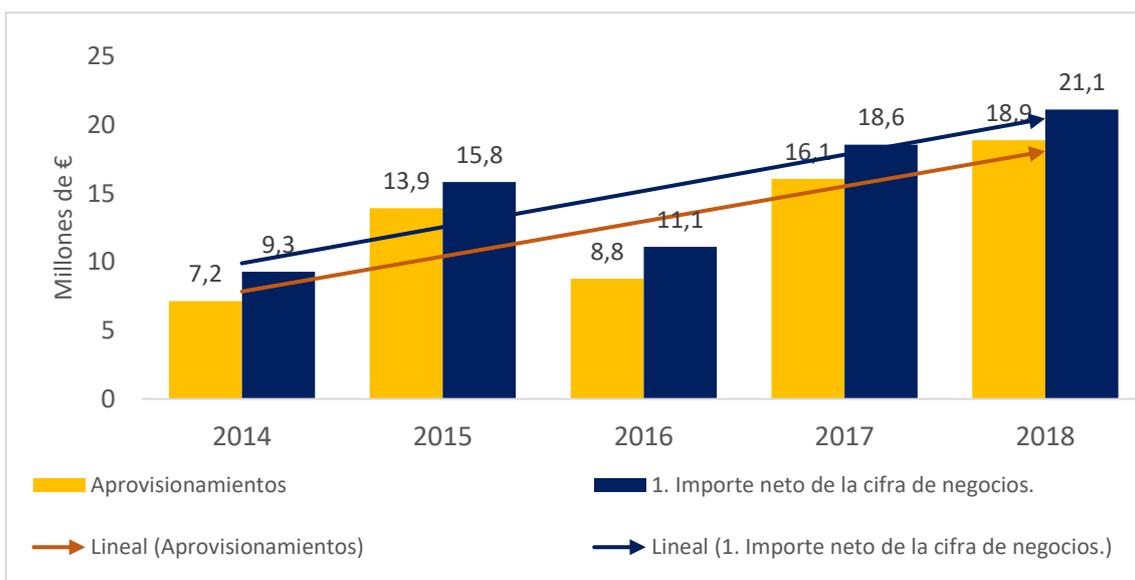


Gráfico 10: Importe de la cifra de negocios y coste de aprovisionamientos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

La tendencia del volumen de las ventas ha sido creciente en los últimos cinco años, exceptuando el año 2016 cuya cosecha correspondiente es la 2014/2015, que estuvo determinada por una producción de aceituna muy por debajo de la media y que lastró las ventas en el sector de forma generalizada (ver apartado “Producción en España y en Andalucía”). Por tanto, la compañía ha experimentado un crecimiento en ventas, principalmente sostenido por la expansión de mercado caracterizada por el aumento de clientes (agricultores) y en la buena productividad de las últimas campañas de la aceituna, llegando a facturar 21 M de € en 2018. Los aumentos en ventas de la compañía fueron del 67% en 2017 y del 13,88% en 2018. Se debe tener en cuenta que, en el balance de situación de 2018, aparece reflejado la liquidación por parte de la empresa de la mayoría de las existencias, por lo que la cifra de negocio de 2018 respecto a otros años puede verse condicionada positivamente. Con este crecimiento y la consolidación en ventas, Oleícola Jaén ha obtenido en 2017 la posición 38 en el Ranking Nacional de Empresas del Sector Fabricación de aceite de oliva según ventas, mejorando en 21 posiciones respecto al año 2016. Se ha consolidado como la octava empresa de su sector en la provincia de Jaén (El Economista, 2018).

La diferencia entre el importe de la cifra de negocio y los aprovisionamientos es el margen bruto de la compañía. Este margen es importante desde el punto de vista estratégico, ya que supone la mayor fuente de ingresos de la compañía reflejado en el cobro del escandallo por los servicios de molturación de la aceituna. Este escandallo, y, por tanto, el margen bruto de la empresa no depende tanto del volumen de aceituna, sino del precio de venta del aceite de oliva y otros factores, siendo el escandallo menor cuanto menor sea el precio del aceite y por tanto el margen bruto de la empresa será menor. A lo largo de la historia se ha demostrado que, en años de mucha producción, los precios del aceite son más bajos y el margen bruto de la empresa descende. En el Gráfico 11 se puede observar la evolución de este margen en los últimos cinco años.

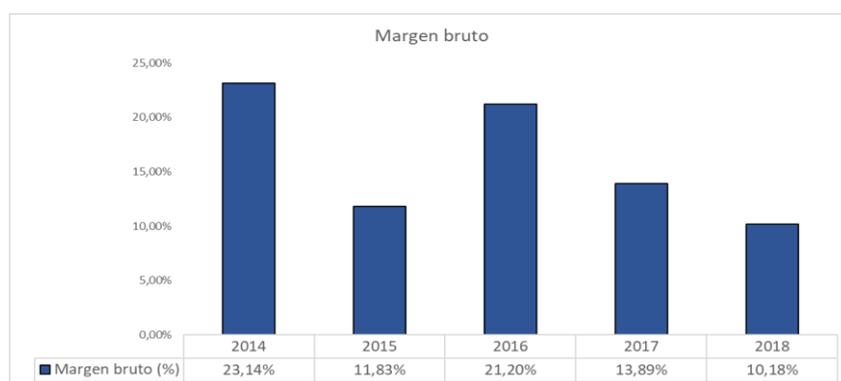


Gráfico 11: Margen bruto de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

La empresa ha reducido en 2018 su margen bruto respecto a los años anteriores. El principal motivo de esta reducción fue el impacto que produjo la caída del precio del aceite de oliva en España en este periodo. Como se ha comentado anteriormente el precio es el principal determinante del margen bruto de la empresa. En el Gráfico 12 se observa la evolución del precio del aceite de oliva en España (Comisión Europea, 2019). Se puede identificar claramente la interrelación existente entre los precios del aceite y el margen bruto de la compañía. En el año 2018 el precio del aceite ha descendió hasta mínimos de cinco años, produciendo la caída del margen bruto hasta el 10,18%.



Gráfico 12: Evolución del precio del aceite de oliva virgen extra en España. Fuente: ASAJA

Gastos de explotación y EBITDA

Oleícola Jaén tiene como principales gastos de explotación los gastos de personal y los servicios exteriores, que están englobados en “otros gastos de explotación”. En el Gráfico 13 se observan los gastos de personal y otros gastos de explotación de la compañía. La empresa empleó en el año 2018 a 38 trabajadores a cuenta en gasto de personal, lo que supone una retribución anual media por empleado de 19.000 € brutos. Se deduce que estos gastos son, en gran proporción gastos fijos, pudiéndose observar en el gráfico como al aumentar las ventas en los últimos tres periodos, el porcentaje que estos gastos representan respecto a las ventas ha decrecido sensiblemente. Por consiguiente, se puede afirmar que son gastos fijos para la empresa y que tienden a la optimización en los últimos años, representando una tendencia hacia un menor porcentaje de estos gastos sobre los ingresos de la empresa. Esta situación hará que, ante un crecimiento del resultado de bruto, el crecimiento del EBITDA sufrirá un gran crecimiento. Se podría afirmar que en estos gastos la compañía esta considerablemente apalancada operacionalmente.

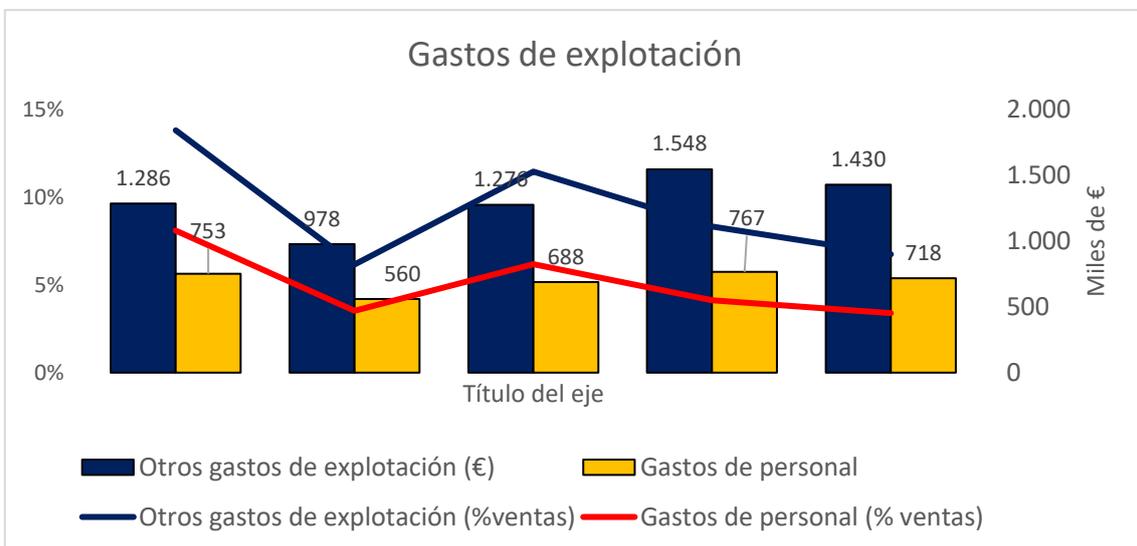


Gráfico 13: Gastos de explotación de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

El EBITDA (Beneficio Antes de Intereses Amortizaciones e Impuestos) resulta una cifra fundamental a la hora de visualizar el valor que crea el negocio, sin tener en consideración la política de amortización, fiscal y financiera de la empresa. El EBITDA de Oleícola Jaén, en general representa un porcentaje pequeño respecto a sus ingresos, debido fundamentalmente a la característica intrínseca del modelo de negocio, que obtiene su beneficio a través de una comisión. El EBITDA de la compañía se situó en 89.410 € en 2018, decreciendo considerablemente respecto a los años anteriores. Sin embargo, la media del resultado del EBITDA en los últimos cinco periodos ha sido 260.000 €, con un margen EBITDA/ventas del 2%. La principal causa de la caída del EBITDA en el año 2018 fue la caída del margen bruto de la compañía resaltada en los apartados anteriores. En el Gráfico 14 se muestra la evolución del EBITDA y el margen Ventas/EBITDA. Se podría establecer una correlación directamente proporcional entre el margen EBITDA/Ventas de la empresa y el precio del aceite de oliva.

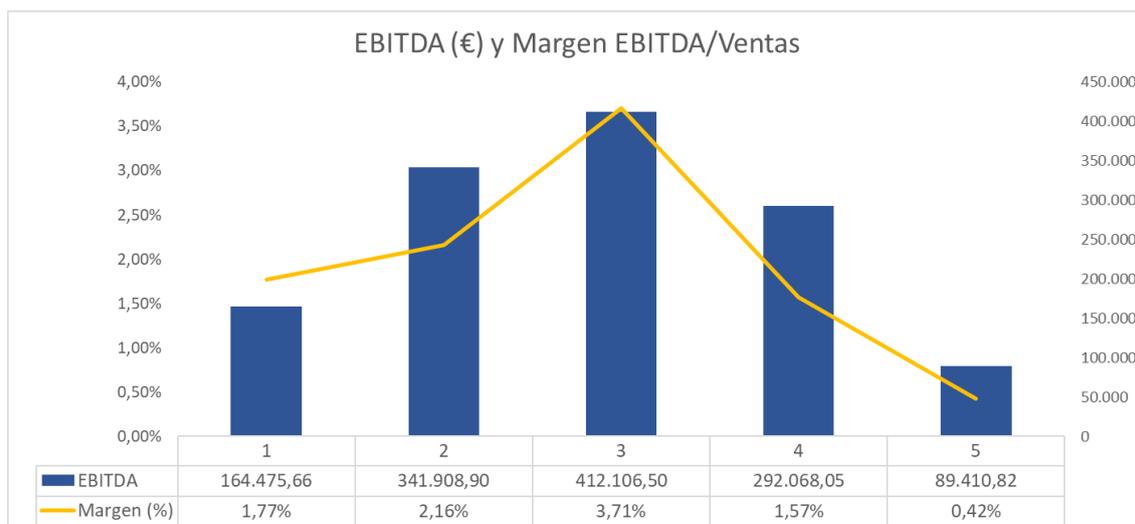


Gráfico 14: EBITDA y margen EBITDA/ventas de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Amortización

Oleícola Jaén cuenta con un inmovilizado material neto valorado en 1.529.803 €. La mayor parte de este activo son los edificios, la maquinaria y vehículos de transporte. La empresa sigue un método de amortización del activo tabulado según lo establecido en el Plan General Contable. La amortización de estos activos comienza cuando los activos están preparados para el uso para el que fueron proyectados. La amortización se calcula aplicando el método lineal sobre el coste de adquisición de los activos; entendiendo que los terrenos sobre los cuales se asientan los edificios y otras construcciones tienen una vida útil indefinida y que, por tanto, no se amortizan. Las dotaciones anuales en concepto de amortización de los activos materiales se realizan con contrapartida de la cuenta de pérdidas y ganancias y, básicamente, equivalen a los porcentajes de amortización determinados en función de los años de vida útil estimada de los diferentes elementos. En la tabla 10 se muestran los coeficientes de amortización para cada uno de los elementos del activo material de la compañía. En los últimos 4 años, la empresa ha tenido un porcentaje medio de amortización sobre los activos materiales del 6%. En cuanto a la amortización de los activos del inmovilizado intangible, no tienen una gran repercusión ya que el activo intangible de la empresa es reducido.

Elemento	Coef. de amortización
Edificios	3%
Envasadoras	8%
Limpiadoras	10%
Depósitos	4%
Secaderos	7%
Maquinaria	10%
Utillaje	10%
Equipo informático	25%
Elementos de transporte	24% o 10%

Tabla 10: coeficiente de amortización de activos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Resultado financiero y deuda

La empresa no tiene deuda a largo plazo con entidades de crédito. Toda la deuda con las entidades pertenece a pólizas de crédito con vencimiento anual para financiar el activo circulante de la compañía. El coste de esta deuda oscila en torno al 1,90 % TAE. Adicionalmente, Oleícola Jaén tiene un préstamo a largo plazo con entidades de su grupo empresarial (Grupo Oleícola Jaén), por importe de 1,2 millones de € y con un interés del 4% anual.

Los ingresos financieros de la compañía provienen del servicio de anticipo de cosecha que la compañía ofrece a los agricultores. Los agricultores, lo solicitan cuando necesitan dinero pero no quieren liquidar sus existencias en aceite debido al precio en ese momento del aceite, la necesidad de adelantar gastos u otras razones. Oleícola Jaén les anticipa el dinero y les cobra un interés por ese anticipo hasta el tiempo de la liquidación de su aceite. Estos préstamos, la compañía los financia mediante las pólizas de crédito que sustrae con entidades bancarias. Por tanto, la compañía obtiene unos ingresos financieros derivados de los servicios de adelanto de cosecha, y gastos financieros derivados de las pólizas de crédito y el préstamo a largo plazo sustraído con empresas de su mismo grupo. Debido a que la compañía presenta una deuda financiera reducida y obtiene ingresos financieros, hay periodos donde el resultado financiero de la compañía es positivo como se puede observar en el Gráfico 15. Por ello la compañía tiene un beneficio antes de impuestos (BAI) muy similar a su EBITDA, siendo la media de los últimos cinco años de la ratio BAI/EBITDA del 0,88.

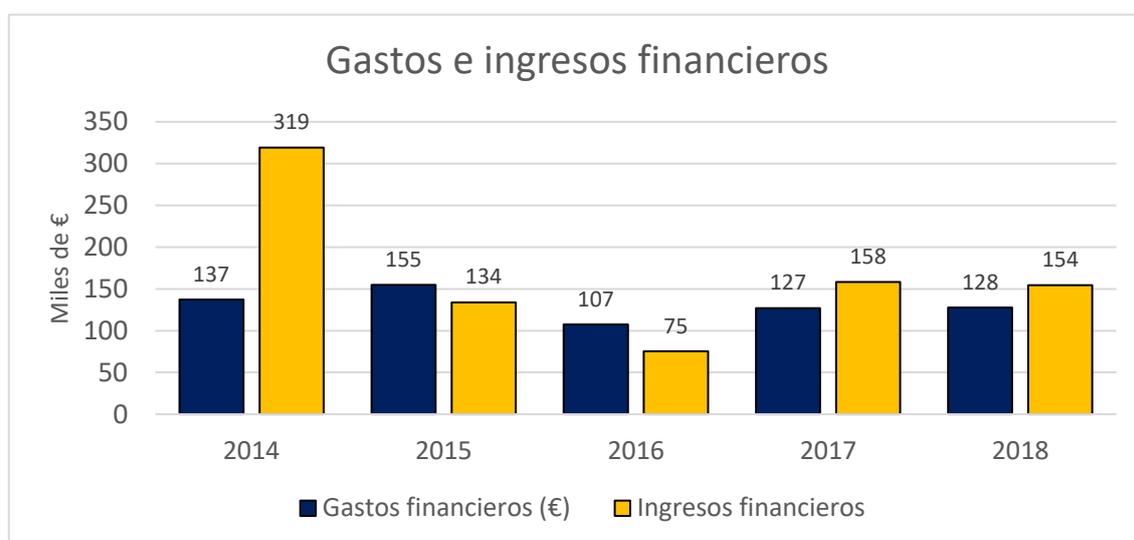


Gráfico 15: Gastos e ingresos financieros de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Impuestos y beneficio neto

La tasa efectiva del impuesto de sociedades de la empresa ha sido de un 28% en los últimos periodos. Sin embargo, en el año 2018, la compañía, debido a ajustes extracontables sobre la base imponible, presentó una tasa efectiva del impuesto del 64%.

El beneficio neto de Oleícola se ha visto lastrado en estos últimos periodos y ha pasado de 207.534 € en 2016, a 174.446 € en 2017 y 26.240 € en 2018. Este decrecimiento del resultado esta principalmente motivado por la reducción del margen bruto debido al descenso del precio del aceite, aunque en 2018 ha tenido un impacto considerable las tasas impositivas pagadas

debido a ajustes extracontables. En el Gráfico 16 se observa el beneficio neto de la empresa junto con la ratio beneficio neto / ventas.

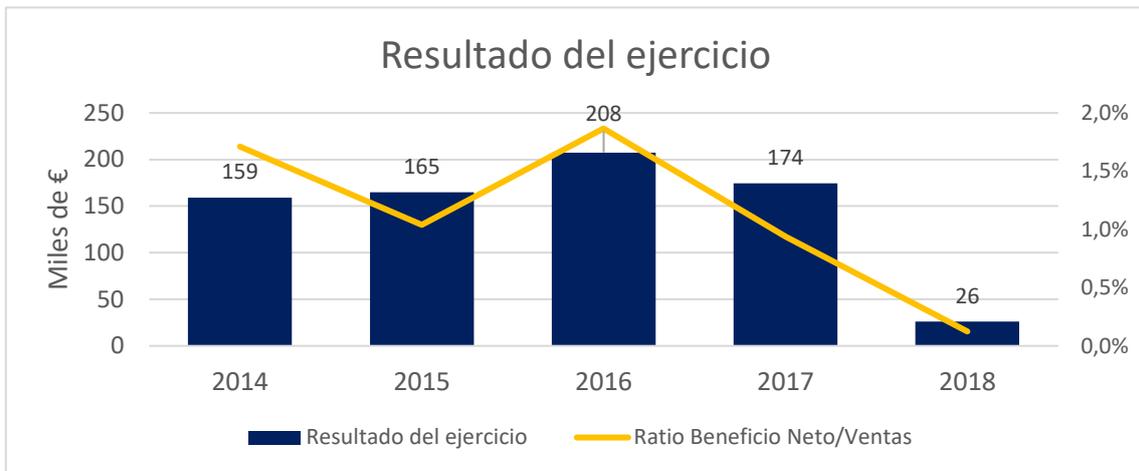


Gráfico 16: Resultado del ejercicio de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

4.5 Balance y estructura de capital

En este apartado se analiza la estructura de capital de Oleícola Jaén. En las figuras 5 y 6, se muestran los balances de los dos últimos periodos 2017 y 2018. Además de la perspectiva contable, en las Figuras 7 y 8 se muestran los balances de los mismos periodos ajustados para analizar la empresa desde un punto de vista financiero.

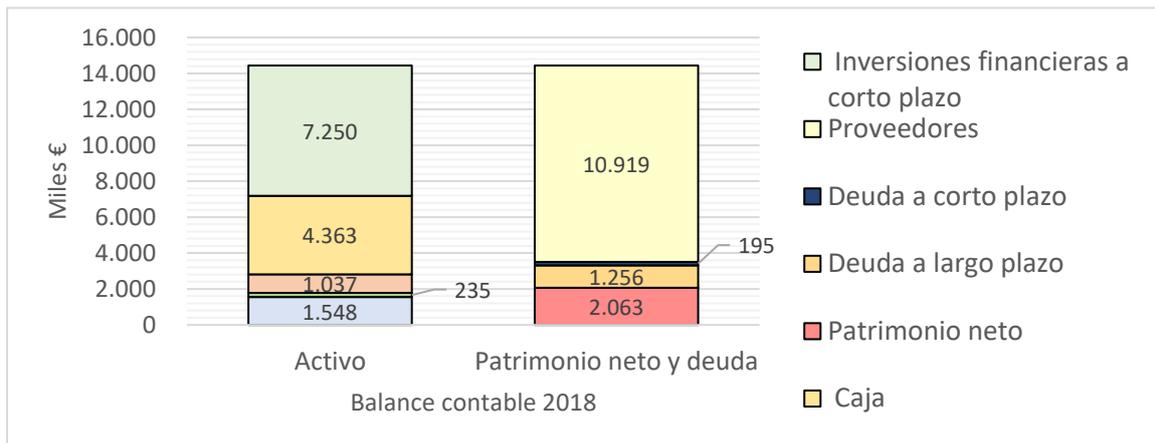


Figura 5: Balance contable de Oleícola Jaén (2018). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

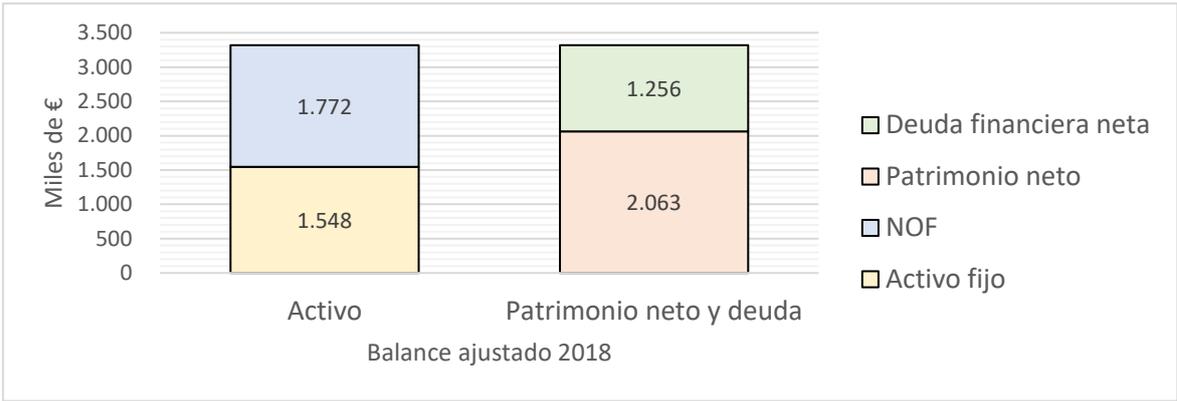


Figura 6: Balance ajustado de Oleícola Jaén (2018). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

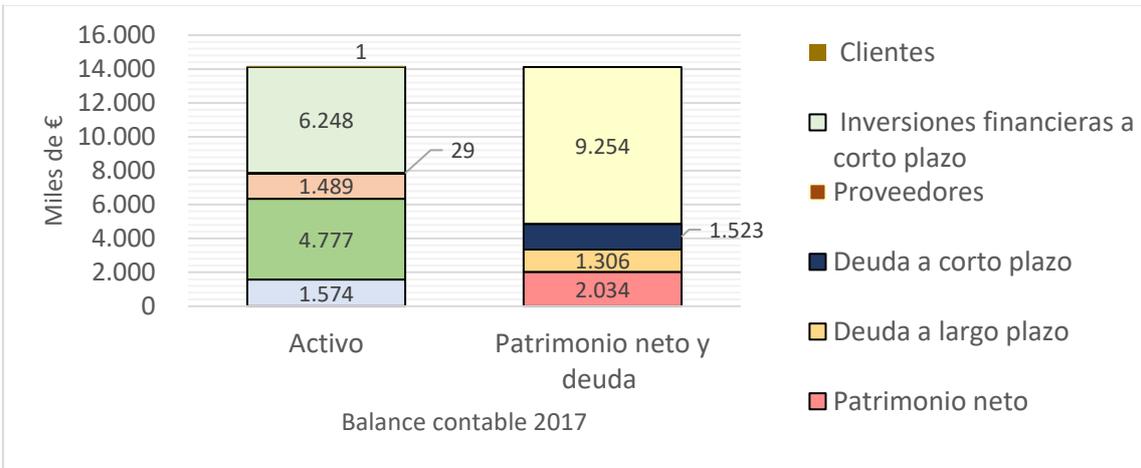


Figura 7: Balance contable de Oleícola Jaén (2017). Fuente: Oleícola Jaén.

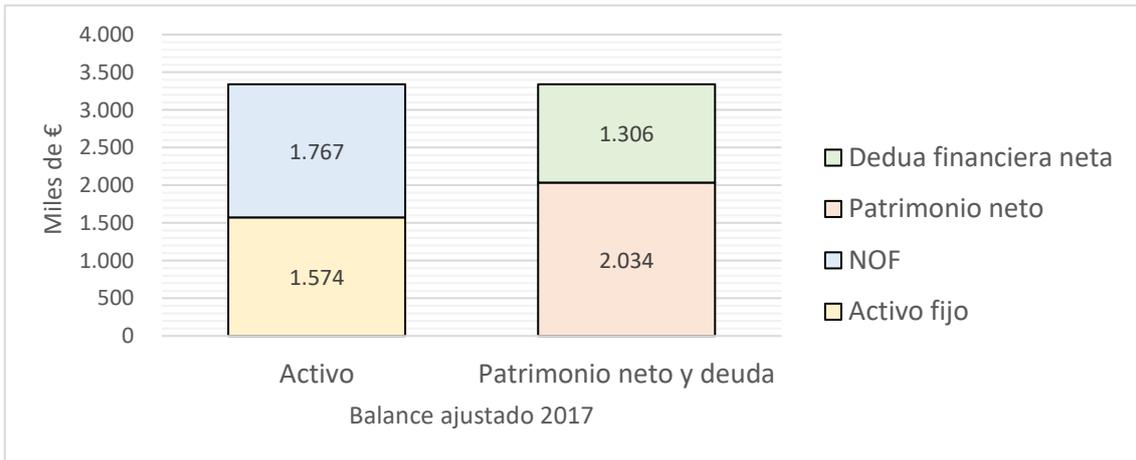


Figura 8: Balance ajustado de Oleícola Jaén (2017). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia

En primer lugar, centrándose en el análisis de los balances contables, se evidencia una similitud entre los años 2017 y 2018. La principal diferencia es el alto nivel de existencias en 2017 y el bajo nivel de existencia en 2018. Se observa claramente como las existencias a final del periodo fiscal de la empresa equivalente a 2018 han sido liquidadas, encontrándose el valor de estas en la caja de la empresa. Por tanto, el motivo por el que entre 2017 y 2018 existen diferencias es la liquidación por parte de los agricultores del aceite y su venta dependiendo del precio del aceite en ese periodo. Derivado de esta venta del aceite, la compañía hace caja, y esta caja se paga a los agricultores, anotado bajo el concepto proveedores en el balance. Las inversiones financieras a corto plazo son los servicios financieros que la compañía ofrece a los agricultores como adelanto de la cosecha; se puede observar que una parte importante del activo se encuentra bajo este concepto. A la hora de catalogar estas inversiones, se consideran activos corrientes equivalentes a caja, dado que en el momento que se liquide el aceite, estas inversiones se convertirán en caja automáticamente. Por tanto, se observa que, si en se sumasen las existencias, la caja y las inversiones financieras a corto plazo, la cifra sería similar a los proveedores más la deuda financiera a corto plazo (pólizas de crédito con entidades bancarias para financiar los adelantos de cosechas a los agricultores). Este “juego” en el balance se puede observar de forma visual en el Gráfico 17.

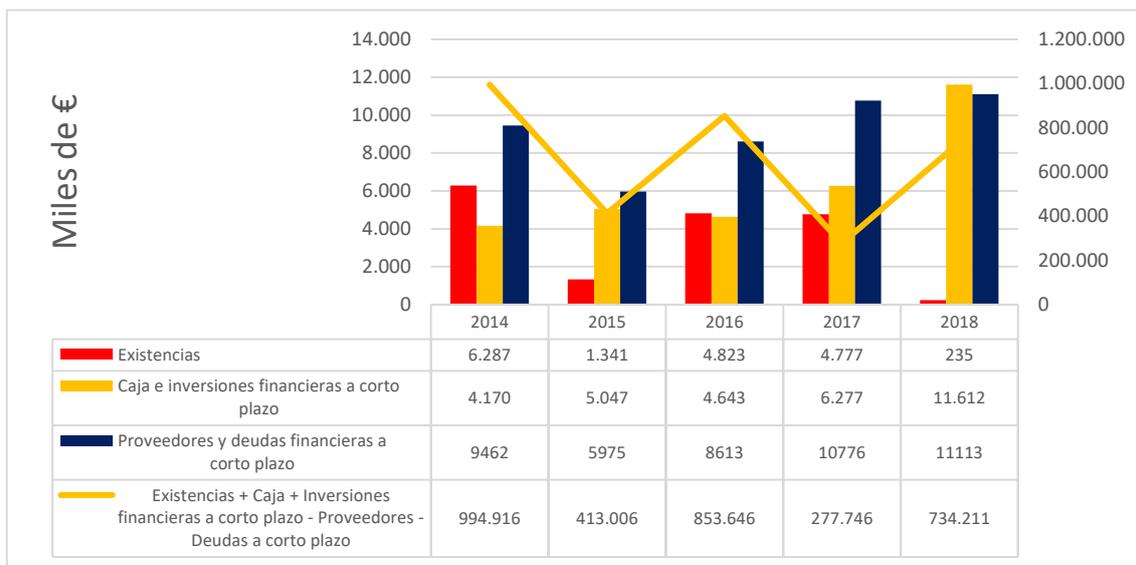


Gráfico 17: Deuda financiera neta de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

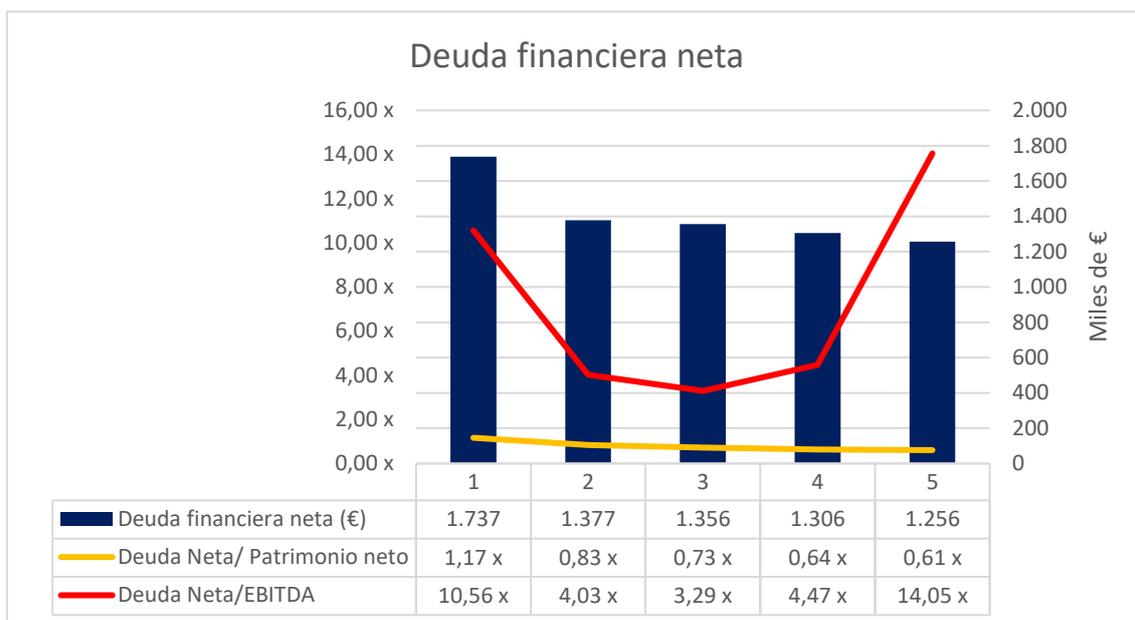


Gráfico 18: Existencias, caja, inversiones a corto plazo, proveedores y deudas a corto plazo de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

La compañía en términos financieros no se encuentra demasiado apalancada, con una ratio deuda financiera neta/patrimonio neto del 0,61, y estando esta deuda ligada en su totalidad a empresas del grupo (Ver Gráfico 18). Esta ratio ha ido descendiendo en los últimos cuatro años derivado de la devolución paulatina de la deuda a largo plazo que sostiene, y la inexistencia de nueva deuda. Sin embargo, la compañía, debido a su modelo de negocio mueve gran cantidad de activo y pasivo corriente, lo que provoca que en la foto fija del balance de situación contable aparezca poco capitalizada con un 14,3% de patrimonio neto sobre el activo total. Adicionalmente la compañía destina la totalidad del beneficio neto de cada periodo a reservas, con lo que la compañía se ha capitalizado progresivamente en los últimos años como se puede observar en el Gráfico 19.

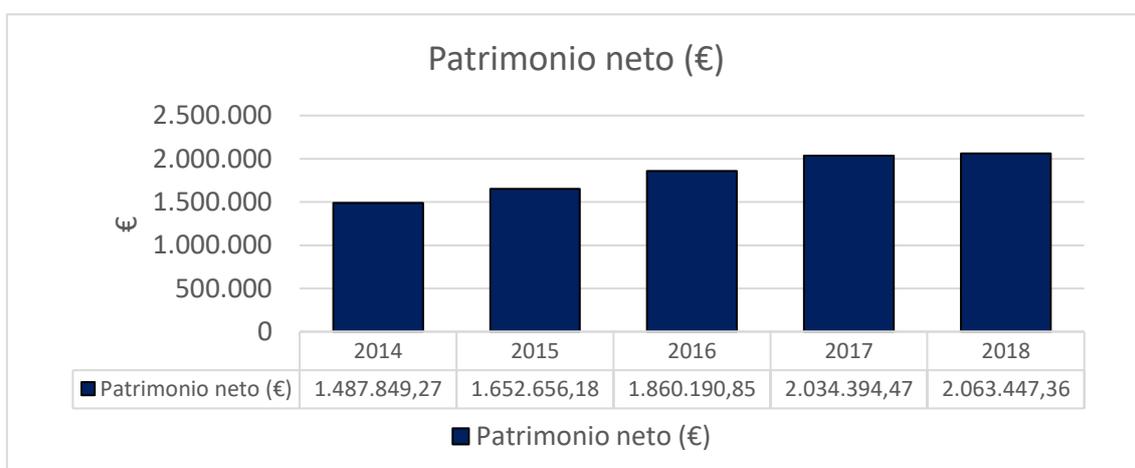


Gráfico 19: Evolución del patrimonio neto de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

En cuanto a las Necesidades Operativas de Fondos (NOFs) de la empresa, para el cálculo de estas se ha tenido en consideración la caja, las inversiones financieras corto plazo y la deuda financiera a corto plazo, dado que todos estos conceptos son operativos para la empresa. Así, el porcentaje de las NOFs sobre ventas es del 8,4% en 2018, siendo la media de los últimos cinco periodos del 12,85%. En el Gráfico 20 se muestra que las NOFs respecto a las ventas se han ido reduciendo en los últimos años, debido al incremento de las ventas mientras las NOFs se han mantenido relativamente constantes.

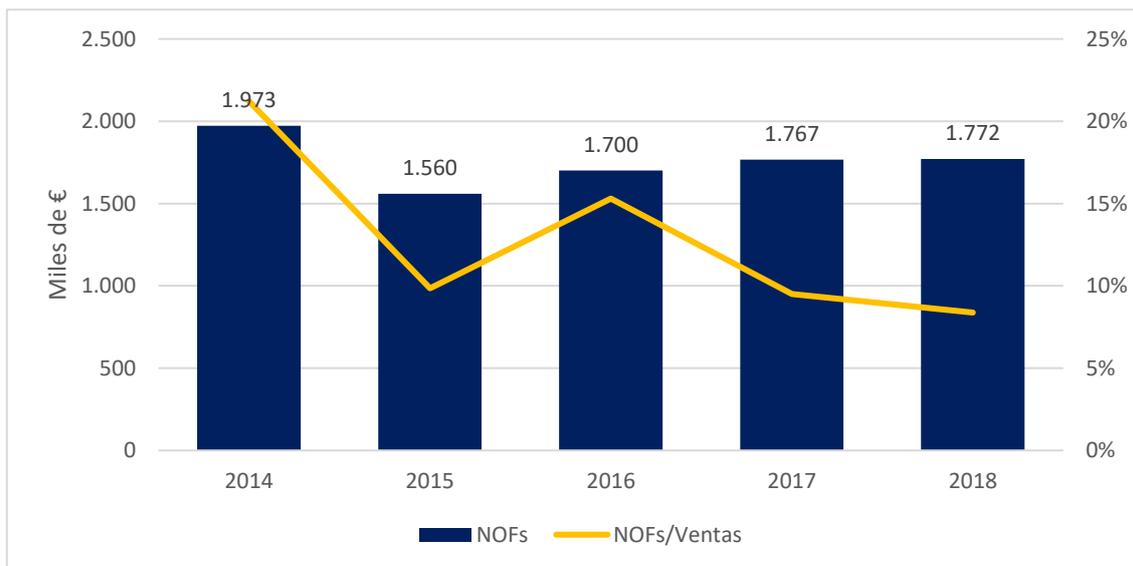


Gráfico 20: Necesidades operativas de fondos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

4.6 Flujos de caja

En el Gráfico 21 se muestran los flujos de caja que la entidad ha generado en los últimos cinco años. Los flujos se han dividido en flujo de efectivo de las actividades de explotación, flujo de efectivo de las actividades de inversión, flujo de efectivo de las actividades de financiación y el flujo de caja libre para el inversor.

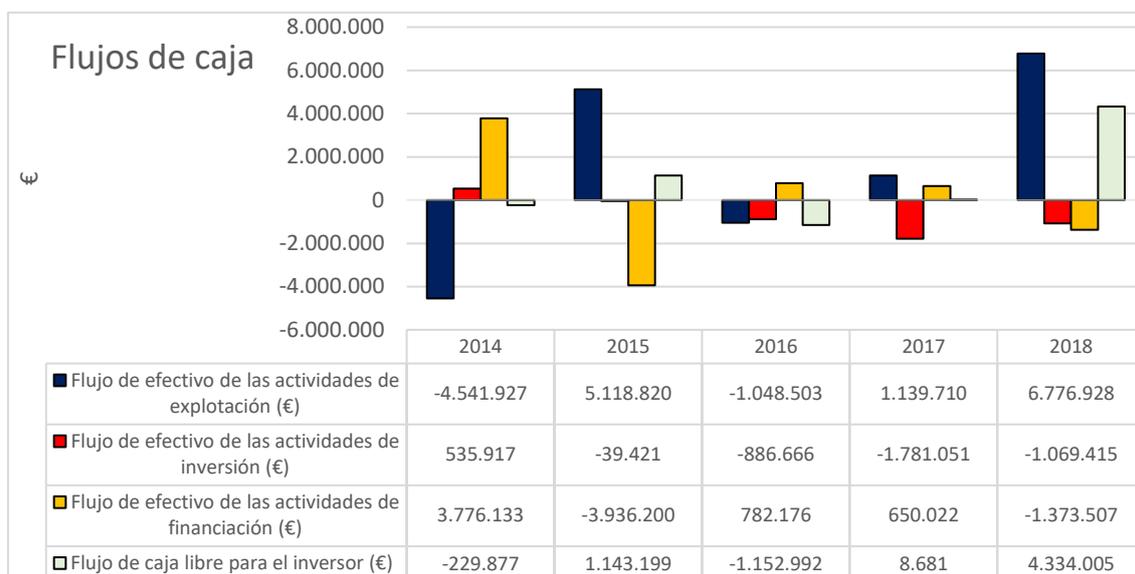


Gráfico 21: Flujos de caja de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Los flujos de caja de la entidad están determinados en gran medida por las existencias, la caja operativa, las inversiones financieras a corto plazo y las deudas financieras a corto plazo, derivadas estas cifras de la fecha de liquidación del aceite por parte de los agricultores. Así, el flujo de las actividades de explotación depende y oscila debido a la variación de existencias durante el periodo y la generación de caja operativa, debido a la liquidación de estas existencias. En referencia al flujo de las actividades de financiación, viene determinado por el volumen de servicios de adelanto de cosecha en concepto de inversiones financieras a corto plazo y las pólizas de crédito necesarias para la financiación de los servicios de adelanto de cosecha.

En cuanto al flujo de las actividades de inversión se trata principalmente de inversiones en inmovilizado material (CAPEX). En los años 2014 este flujo fue positivo debido a desinversiones por valor de 587.000 €. El CAPEX de la empresa se destina principalmente a maquinaria y vehículos de transporte.

El flujo de caja libre para el inversor está estrechamente ligado por tanto la liquidación de existencias, y por lo tanto se trata de un flujo de caja en mayor medida operativo y necesario para la actividad del negocio. Así, por ejemplo, en el año 2018 se obtuvo un flujo de caja libre para el inversor de 4.334.005 €, aunque esta cifra no es realmente el flujo de caja generado por el negocio para libre disposición, sino que se trata de un flujo de caja operativo y necesario para el pago a proveedores. De hecho, se puede observar en el balance que la cifra de proveedores en el año 2018 es 10.741.331 €, mientras que en 2017 esta cifra es de 8.941.012 €.

Para eliminar el efecto que la indeterminación de la liquidación de existencias tiene en los flujos de caja se ha calculado una nueva medida que tiene en cuenta los proveedores (agricultores a pagar con la caja después de la liquidación de existencias), además de las existencias, la caja y los activos y pasivos financieros a corto plazo. Con esta nueva cifra se obtiene una visión mucho más adecuada y estable de los posibles flujos anuales, suponiendo que todas las existencias se liquidan y se paga a todos los proveedores. Las cifras de esta medida se muestran en el Gráfico 22.

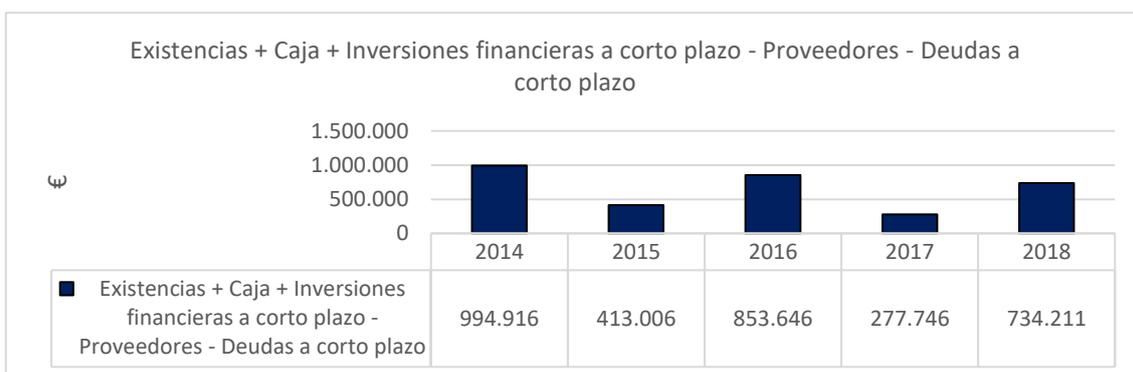


Gráfico 22: Flujo de caja ajustado. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

4.7 Ratios de rentabilidad y análisis de competidores

A la hora de analizar la rentabilidad de la empresa se van a utilizar ratios financieras. Las tres ratios elegidas para este análisis son el ROA (Return On Assets) o rentabilidad económica, ROE (Return On Equity) o rentabilidad financiera y ROCE (Return On Capital Employed) o retorno sobre el capital empleado. Como consecuencia de la reducción del margen bruto, la compañía ha bajado su rentabilidad en todas sus medidas. El principal factor de la rentabilidad de la empresa, en última instancia es el precio del aceite, es decir, la oferta y la demanda del producto. Esta oferta depende de la producción mundial anual, muy difícil de pronosticar ya que obedece a factores climatológicos principalmente. Para una medida más suavizada de los indicadores se ha calculado la media de los últimos cinco años. Las principales magnitudes de la rentabilidad y eficiencia se muestran en la Tabla 11.

	2014	2015	2016	2017	2018	Media 5 años
ROA	1,26%	1,83%	1,75%	1,24%	0,18%	1,25%
ROE	10,70%	9,97%	11,16%	8,57%	1,27%	8,34%
ROCE	1,49%	8,43%	9,99%	5,84%	1,39%	5,43%
Rotación de Activos	0,73	1,76	0,94	1,32	1,47	1,24
Margen de beneficio neto	1,71%	1,04%	1,87%	0,94%	0,12%	1,14%
Deuda financiera neta (€)	1.737.241	1.377.241	1.356.241	1.306.241	1.256.241	1.406.641
Deuda Neta/EBITDA	10,56 x	4,03 x	3,29 x	4,47 x	14,05 x	7,28 x
Deuda Neta/ Patrimonio neto	1,17 x	0,83 x	0,73 x	0,64 x	0,61 x	0,80 x

Tabla 11: Magnitudes de rentabilidad y eficiencia de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Considerando las medias de estas medidas en los últimos cinco años, la rentabilidad económica se sitúa en un 1,25%, mientras que la rentabilidad financiera en un 8,34%. El retorno sobre el capital empleado se sitúa de media en un 5,34% en los últimos cinco años, mientras que la rotación de activos en un 1,24. La deuda financiera neta se sitúa en 7,28 veces EBITDA y 0,8 veces el patrimonio neto.

Para comparar estas medidas de rentabilidad se debe tener en cuenta empresas comparables del sector, del mismo tamaño y con la misma actividad productiva. Para ello se ha seleccionado una lista de empresas comparables con Oleícola Jaén formada por cinco compañías dedicadas a la misma actividad, con un volumen de ventas similar a Oleícola y con la misma localización geográfica (provincia de Jaén). Para la obtención de los datos de las empresas se ha utilizado el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), 2019) A continuación, se realiza un breve resumen de cada una de las empresas comparables:

Aceites las Almenas S.L: empresa con sede en la localidad de jiennense de Espeluy. Esta empresa tuvo en 2017 un volumen de facturación de 14 M de €.



Cortijo La Loma S.L: se trata de una empresa familiar con sede en Baeza y puntos de recogida en el Puente del Obispo (Baeza) y Úbeda. En el año 2017 obtuvo una facturación de 17,6 M de €.



Emilio Vallejo S.A: es una empresa familiar con las instalaciones localizadas en las ciudades jiennenses de Torredonjimeno y Martos. Creada en 1967, se dedicada a la fabricación, envasado y comercialización de aceite de oliva. En 2017 facturó 26,7 M de €.



Explotaciones Jame S.L: empresa asentada en la localidad jiennense de Villagordo dedicada a la elaboración y comercialización de aceite de oliva bajo la marca Bravoleum. En el año 2017 la empresa facturó 20 M de €.



Hijos de Luis Fernández S.A: empresa familiar dedicada a la molturación y elaboración de aceite de oliva. La empresa está situada en la provincia de Jaén, en la ciudad de Ibros y en el año 2017 facturó un volumen de 18 M €.



Con la información recopilada de estas empresas comparables de Oleícola Jaén, se ha elaborado la Tabla 12 donde se muestran las principales magnitudes y ratios de estas empresas. Además, para aquellas medidas relativas se calculan las medias de todas las compañías comparables, además de aportar los datos de Oleícola Jaén del año 2017.

	Aceites las Almenas S.L	Cortijo La Loma S.L	Emilio Vallejo S.A	Explotaciones Jame S.L	Hijos de Luis Fernandez S.A	Media del sector	Oleícola Jaén S.A
Ventas (2017)	14.247.480	17.675.687	26.674.757	20.086.785	18.024.724	-	18.600.265
EBITDA (2017)	289.126	795.764	818.646	620.879	950.700	-	293.395
EBIT	43.139	480.306	443.151	419.895	711.792	-	195.322
Beneficio Neto (2017)	13.249	324.849	349.830	280.330	557.030	-	174.446
Margen EBITDA	2,0%	4,5%	3,1%	3,1%	5,3%	3,6%	1,6%
Activo	4.529.514	14.745.749	9.454.188	6.742.495	14.949.852	-	14.116.950
Patrimonio neto	148.091	3.099.126	6.253.207	1.591.915	7.673.715	-	2.034.394
Pasivo corriente	4.367.415	10.216.323	2.964.684	4.765.070	7.251.164	-	10.776.315
ROA	0,3%	2,2%	3,7%	4,2%	3,7%	2,8%	1,2%
ROE	8,9%	10,5%	5,6%	17,6%	7,3%	10,0%	8,6%
ROCE	26,6%	10,6%	6,8%	21,2%	9,2%	14,9%	5,8%
Rotación de Activos	3,1	1,2	2,8	3,0	1,2	2,3	1,3
Deuda financiera	14.008	1.312.273	236.297	562.605	24.973	-	1.306.241
Deuda Neta/EBITDA	0,05 x	1,65 x	0,29 x	0,91 x	0,03 x	0,58 x	4,45 x
Deuda Neta/ Patrimonio neto	0,09 x	0,42 x	0,04 x	0,35 x	0,003 x	0,18 x	0,64 x

Tabla 12: Magnitudes y cifras de las empresas comparables, las medias del sector y de Oleícola Jaén. Año 2017. Fuente: SABI. Elaboración propia.

Analizando las principales características del sector reflejado en las compañías comparables estudiadas, se pueden encontrar determinadas similitudes entre las empresas. El margen ventas/EBITDA de las empresas y por tanto del sector es bajo, con una media del 3,6%, y prácticamente todas las empresas por debajo del 5%. También es baja la rentabilidad económica del sector, con un 2,8% de media y muy similar entre las diferentes empresas. En cuanto al ROE y el ROCE hay más diferencia entre las empresas seleccionadas, debido principalmente a la disparidad entre patrimonio neto de cada compañía. La media del sector se encuentra en un 10% para el ROE y un 14,9% para el ROCE. En cuanto a la deuda de las empresas, se deduce que se trata de un sector muy poco endeudado en general, ostentando una media de deuda neta frente a EBITDA del 0,58 x y una deuda neta frente a patrimonio neto del 0,18 x.

Si se comparan las cifras del sector con las de Oleícola Jaén, aunque se encuentran en un rango parecido, la empresa tiene un peor *performance* que la media del sector, particularmente en los datos de la deuda, estando Oleícola Jaén más endeudada que sus comparables. No obstante, como se analizó anteriormente la deuda de Oleícola Jaén no constituye un problema en el balance.

4.8 Valoración personal de la situación competitiva de la empresa

Una vez realizado el análisis financiero de la empresa, en este apartado se pretende aportar una opinión sobre la situación actual en la que se encuentra Oleícola Jaén. En primer lugar, para comprender la empresa se debe entender el sector oleícola actual. Este sector se caracteriza por: un margen EBITDA muy bajo, una rentabilidad económica baja, dependencia y sensibilidad al precio del aceite, comercialización mayoritariamente al por mayor con sistemas y canales de venta tradicionales, baja deuda de las empresas y mayor competitividad a mayor escala, acompañado por una mejora de la rentabilidad debido a las nuevas técnicas de cultivo y las altas inversiones en nuevos productos en los últimos años.

Oleícola Jaén es una empresa de capital íntegramente familiar y con un proyecto a medio plazo ambicioso. En cuanto a ventas, ha logrado crecer fuertemente en los últimos años, consolidándose como una de las mayores almazaras de la provincia de Jaén. Este aumento de las ventas proviene de su negocio principal, que es la transformación y venta al por mayor de aceite de sus clientes cosecheros. Este crecimiento puede permitir a la empresa lograr un mayor volumen y economía de escala con la que pueda aumentar su rentabilidad a medio plazo y ganar en competitividad.

Adicionalmente la empresa está realizando un fuerte esfuerzo en el desarrollo del aceite premium, intentando añadir valor al producto y buscando nuevos canales de distribución. Sin embargo, esta línea de negocio representa el 2% de los ingresos del negocio y la rentabilidad ofrecida no es excesivamente alta por lo que parece una línea de negocio que puede tener riesgos en el futuro, muy competitiva y con numerosos *players* en el mercado en los últimos años. No obstante, este esfuerzo de la empresa en la búsqueda de valor añadido del producto es una tendencia en el sector, y que puede encontrar su sentido a medio-largo plazo, si en ciertos países y mercados internacionales se consigue penetrar e implantar una visión y cultura del aceite de oliva.

La mayor amenaza que se cierne sobre la compañía es la misma que presenta el sector. El modelo de negocio de Oleícola Jaén está caracterizado por un gran volumen de ventas, existencias, cuenta de clientes y de proveedores. Sin embargo, el beneficio no es tan voluminoso debido a que el margen lo obtiene de una comisión en la venta del aceite. En el *profit formula* de la empresa es esencial el precio del aceite. La fluctuación de este tiene un impacto muy grande en los resultados empresariales, como se ha podido ver en el año 2018, con un margen beneficio neto/ventas del 1,4% en un entorno de precios del aceite en mínimos de cuatro años. Estas bajadas del precio del aceite pueden ser muy peligrosas para la compañía, y su mantenimiento prolongado en el tiempo puede amenazar la viabilidad de la empresa. Esta situación debe ser asumida, ya que forma parte de las amenazas intrínsecas del sector. Sin embargo, se podrían realizar acciones estratégicas que prevengan y atenúen este efecto perjudicial. Bajo mi punto de vista se podrían aplicar dos posibles estrategias:

1. Reducción de estructura de costes: en un entorno de precios del aceite incierto y con un mayor número de ventas, una estrategia que podría seguir la compañía es la reducción de costes. Muchos gastos vienen del área de I+D+I de los aceites premium, con poco retorno sobre la inversión de esta línea de negocio. Se podrían valorar estos y otros gastos, así como los costes de la cadena productiva.

2. Diversificación del negocio: búsqueda de nuevas líneas de negocio que ayuden a diversificar el riesgo descrito. El Grupo Oleícola Jaén (propietario de Oleícola Jaén), está implementando a

través de nuevas empresas filiales la diversificación de su negocio. Las principales líneas de negocio en las que se está desarrollando el grupo son: los subproductos del olivar, entre ellos la elaboración de orujo y hueso de aceituna y la comercialización de este como combustible para calderas. Elaboración de aceite de orujo para freír, siendo este aceite de menor calidad que el aceite de oliva, pero con buenas propiedades para ciertos procesos culinarios. Por último, la empresa está desarrollando un proyecto en una planta para la generación de energía eléctrica a partir de biomasa derivada de los restos y subproductos del olivar. Por tanto, el grupo ha sabido anticiparse a los posibles riesgos de un negocio concentrado y está desarrollando vías alternativas que le permitan diversificarse y hacer frente a la posible pérdida de rentabilidad de su actividad principal atribuible a la fluctuación del precio del aceite.

5. Valoración de la empresa

5.1 Marco teórico

El método de valoración por descuento de flujos de caja es un método que es utilizado para hallar el valor de la empresa (EV) actual mediante la proyección de los flujos de caja futuros generados por la empresa y su descuento a valor presente, utilizando una tasa de descuento que represente la rentabilidad exigida para la empresa. Para el trabajo actual, se ha decidido realizar una valoración por descuento de flujo de caja libre y descontando con el WACC (Weight Average Cost of Capital), donde se tiene en cuenta tanto es coste de capital exigido por el accionista, como el coste de la deuda financiera.

Para el cálculo de los flujos de caja, se deben proyectar los estados financieros de la empresa (cuenta de resultados, balance y flujos de caja), bajo ciertas premisas y suposiciones del crecimiento de la compañía, en concordancia con los datos históricos recopilados y los posibles escenarios macroeconómicos. En el presente trabajo se han considerado tres escenarios posibles, neutro, pesimista y optimista.

En la valoración de Oleícola Jaén se ha decidido proyectar los estados financieros diez periodos, dado que la empresa, aunque ha obtenido cuotas de crecimiento de ventas importantes en los últimos años, se encuentra en una fase del ciclo madura y sin pronóstico de grandes crecimientos anuales, por lo que los flujos son en cierta medida conocidos y estables. Con la base del balance y la cuenta de resultados proyectados, se calculan los flujos de caja libres para cada uno de los periodos proyectados. Para ello, al resultado de explotación ajustado impositivamente (NOPAT), se le añaden las amortizaciones, las inversiones o desinversiones en CAPEX y las variaciones de las necesidades operativas de fondos. Estos serán los flujos que se descuenten a la tasa estipulada. En el último año se calcula un valor residual o valor terminal, que representa el sumatorio de los flujos de caja generados por la empresa desde el último año de la proyección hasta el infinito. El valor residual se puede calcular mediante múltiplos de valoración o mediante una perpetuidad (renta perpetua de crecimiento constante). En esta valoración se ha elegido el método de crecimiento perpetuo, expresado en la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Flujo de caja libre}_n * (1 + g)}{WACC - g}$$

Siendo g la tasa anual de crecimiento perpetuo de la empresa hasta el infinito.

5.2 Hipótesis

Para la realización de las proyecciones de la cuenta de resultados se ha modelizado una serie de premisas sobre las que apoyar el desarrollo de la empresa en los 10 años proyectados. Las hipótesis para los tres escenarios estudiados están recogidas en el Anexo 1, a continuación se describe brevemente las asunciones realizadas para cada concepto proyectado de los estados financieros.

Ventas: las ventas de la empresa están relacionadas con varios factores: la cantidad de aceituna en cada cosecha, el número de agricultores que Oleícola Jaén tiene como clientes y el precio del

aceite a la hora de la venta. La media de crecimiento anual de la compañía en los últimos cinco periodos ha sido del 10%. Estas ventas también están muy ligadas a la cantidad de existencias liquidadas a cierre de ejercicio, por lo que las ventas fluctúan considerablemente de un año para otro. Como premisa se ha estipulado un crecimiento del 5% durante los cuatro primeros años, un 4% durante los cuatro años siguientes y un 3% para los dos últimos periodos, acercándose así a la etapa madura del ciclo empresarial con ingresos estables. Para los escenarios optimista y pesimista se han establecido las mismas tasas de crecimiento +/- 2%.

Otros ingresos: la categoría de otros ingresos de la empresa hace referencia a servicios de transporte de aceituna a los agricultores, para transportar el fruto desde el campo hasta la almazara. Por tanto, se puede considerar proporcional a las ventas de la compañía y se establecen las mismas tasas de crecimiento anual que las ventas.

Aprovisionamientos: los aprovisionamientos junto con las ventas son los conceptos que determinan el margen bruto de la compañía. Como se definió en el apartado de análisis financiero de la empresa, el *profit formula* de Oleícola Jaén consiste en vender el aceite de los agricultores y cobrarles una comisión por la transformación de la aceituna en aceite. Esta comisión es llamada escandallo y depende principalmente del precio del aceite en el momento de la liquidación. El precio del aceite a su vez depende de la oferta y demanda tanto nacional como internacional, derivada de las cosechas en los distintos países y el consumo. Debido a que estas cosechas dependen principalmente de factores climatológicos, entre periodos consecutivos son totalmente impredecibles. Por tanto, se debe introducir en la modelización un factor aleatorio que describa con cierta similitud las fluctuaciones en el precio del aceite y por consiguiente en el margen bruto de la empresa. Para ello se ha calculado la media del margen bruto de los últimos cinco periodos, siendo esta el 16%. El margen en estos años varía desde 23% en 2014 al 10,7% en 2018. A esta media del margen bruto se le añade un componente aleatorio que suma un porcentaje comprendido entre (-3% y +3%), por lo que la variable de salida (margen bruto estimado) es un porcentaje aleatorio con un rango [13%-19%]. Para el escenario pesimista el rango aleatorio del margen es [11% - 17%] y para el optimista [16% - 22%].

Gastos de personal: como se ha descrito en el apartado de análisis financiero de la empresa, los gastos de personal tienen un componente importante de gastos fijos. Por esta razón se le ha asignado tasas de crecimiento menores que el crecimiento de las ventas, pero superior a la inflación debido a la posibilidad de nuevas incorporaciones por el aumento de mayores ventas y capacidad de la compañía. Así, se ha asignado un crecimiento de estos gastos del 2,5% para el escenario neutro, 1,5% para el optimista y del 3,5% para el pesimista.

Otros gastos de explotación: para modelizar este gasto se ha utilizado su porcentaje respecto a ventas. La media de este porcentaje de los últimos cinco años se sitúa en el 9%. Se ha considerado que la empresa ganará en eficiencia con el paso de los años y rebajará este porcentaje hasta un 8% en el último año. Para los escenarios optimista y pesimista se ha añadido a la estimación neutra +/- 1,5%.

Amortización: la amortización media anual de Oleícola Jaén es del 6%. Esta cifra se ha fijado como coeficiente de amortización para los años de la proyección, teniendo en consideración las nuevas inversiones en CAPEX que realiza la empresa durante los años.

NOFs: la estimación de las necesidades operativas de fondos vienen determinadas por un porcentaje sobre ventas. El porcentaje de los últimos cinco años se sitúa en un 10,7% sobre ventas. Para la modelización se ha considerado este porcentaje para todos los años, menos para el primero y el segundo. La razón ha sido hacer gradual el aumento de las NOFs en los primeros

años, ya que en el año 2018 este porcentaje fue del 8,4%. Con el cálculo de las NOFs anuales se obtiene el incremento de cada año, necesario para calcular el flujo de caja libre de la compañía.

Inflación: se ha considerado una inflación para la modelización del 1,5%.

Tasa de crecimiento perpetuo: la tasa de crecimiento perpetuo que se ha utilizado para el cálculo del valor terminal de la compañía ha sido el 1,5%. Esta tasa es igual a la inflación utilizada y representa el crecimiento de la compañía en una etapa madura del ciclo de vida.

Tasa impositiva: se ha utilizado la tasa impositiva del impuesto de sociedades del Reino de España, actualmente en el 25%.

Inversiones en CAPEX: para esta valoración se tiene la premisa de que la empresa Oleícola Jaén continua con unas inversiones en inmovilizado en la línea de los últimos años, siendo estas inversiones superiores a la amortización del inmovilizado. Por tanto, las inversiones en CAPEX se fijan en 200.00 € anuales, con un crecimiento igual a la inflación.

Tasa de descuento: para la tasa de descuento se ha calculado el WACC y se le ha sumado una prima por riesgo del negocio del 2%. Con lo que la tasa de descuento se ha fijado en 5,45%. Los cálculos se muestran en el siguiente apartado.

5.3 Tasa de descuento

Coste de capital

Para el cálculo del coste de capital se utiliza el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). El CAPM es un modelo para calcular el precio y el retorno de un activo o una cartera de activos. Por tanto, el rendimiento esperado del activo se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$Kc = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Rf: rendimiento de un activo libre de riesgo

Rm: rendimiento del mercado

β : Medida de la sensibilidad del activo respecto a su índice

En el modelo de valoración se identifica el activo libre de riesgo con el bono español a 10 años, que presenta un rendimiento del 1,285%. Como índice de referencia se usará el IBEX 35 y su rendimiento en los últimos 25 años, teniendo en cuenta dividendos. Así, el Rm es 9,4%. Por tanto, la prima de mercado (Rm – Rf) es 8,155%.

La β del modelo CAPM sólo puede calcularse para compañías cotizadas. Para calcular la β de Oleícola Jaén se procede a una aproximación por comparables. Como comparables de Oleícola Jaén se han escogido dos empresas cotizadas en España, Deoleo y Ebro Foods. Estas empresas son empresas de alimentación defensivas y similares a Oleícola Jaén. En la Tabla 13 se muestran las β de estas compañías a 1, 2 y 3 años teniendo en cuenta la deuda (leverage beta) y sin tener en cuenta la deuda (unleverage beta).

		Leverage beta	Unleverage beta
Deoleo	1 year	1,22	0,25
	2 year	0,61	0,13
	3 year	0,88	0,18
Ebro Food	1 year	0,38	0,34
	2 year	0,27	0,24
	3 year	0,26	0,23

Tabla 13: Betas de empresas cotizadas comparables. Fuente: Thomsom Reuters. Elaboración propia.

Para calcular la β de Oleícola Jaén se ha utilizado la β desapalancada a 3 años de ambas empresas ponderadas al 50% cada una. Con este supuesto se obtiene una β desapalancada de 0,205. Teniendo en cuenta la deuda financiera neta y el patrimonio neto de la empresa en el año 2018, se obtiene una β apalancada de 0,31 mediante la siguiente ecuación:

$$\beta \text{ apalancada} = \beta \text{ desapalancada} * (1 + (1 - t) * \frac{\text{Deuda financiera neta}}{\text{Patrimonio neto}})$$

Coste de la deuda

La deuda que presenta actualmente la compañía se trata de un préstamo a largo plazo contraído con empresas del mismo grupo y por el que se paga un interés anual del 4%. Por tanto, el coste de la deuda se situará en el 4%.

Cálculo del WACC

Para la valoración se usará el Weight Average Cost of Capital como tasa de descuento. La fórmula que determina este valor viene dada por la siguiente expresión:

$$WACC = Kc * \frac{E}{E + D} + Kd * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Kc: coste de capital

E: equity o Patrimonio Neto

D: deuda Neta

t: tasa impositiva

Teniendo en cuenta el coste de capital y el coste de la deuda anteriormente calculado, una tasa impositiva del 25%, un porcentaje de deuda del 37,8% y de patrimonio neto del 62,16%, se obtiene un WACC del 3,74%. Para fijar la tasa de descuento de la valoración se ha considerado añadir una prima de riesgo al WACC del 2%. Esta prima está fundamentada en dos premisas. En primer lugar, el WACC obtenido resulta relativamente bajo para tratarse de una empresa, aunque esta empresa sea de carácter defensivo. En segundo lugar, el negocio del aceite de oliva y en particular Oleícola Jaén, dependen en gran medida de la evolución que muestre el precio del aceite de oliva. La imposibilidad de pronosticar esta evolución propicia que se ajuste la tasa

de descuento con dicha prima, debido al mayor riesgo que asume el negocio. En la Tabla 14 se muestran los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento.

Coste de la deuda	4,0%
Bono a 10 años España	1,3%
Rm (Ibex 25 años)	9,4%
Prima del mercado	8,1%
Beta	0,301
Kc	3,7%
% Deuda	37,8%
% Equity	62,2%
Prima por riesgo del neocio	2%
WACC	5,45%

Tabla 14: parámetros utilizado en el cálculo de la tasa de descuento. Fuente: Oleícola Jaén e Investing. Elaboración propia.

5.4 Valoración

Modelizando y proyectando los estados financieros siguiendo las hipótesis explicadas anteriormente se obtienen los flujos de caja libre de la empresa de los diez años proyectados y el valor terminal calculado anteriormente. Estos datos, de los tres escenarios, se muestran en los Anexos 2, 3 y 4. Además, en el Anexo 5 se muestra la tabla de amortización necesaria para la proyección. Los flujos de caja obtenidos se descuentan a tiempo presente utilizando la tasa de descuento. Una vez obtenido el valor presente de los flujos futuros, para hallar el “equity value” se resta la deuda financiera neta de la entidad, obteniéndose la valoración final de la empresa.

En cuanto a la valoración, se han determinado tres escenarios diferentes, neutral, optimista y pesimista. Para cada uno de los tres escenarios se muestran en las Tablas 15, 16 y 17 las valoraciones resultantes de Oleícola Jaén. El escenario neutral se encuentra como principal referencia, ya que las variables introducidas en el modelo en este escenario son los datos más realistas del desarrollo del negocio, mientras que los escenarios optimista y pesimista muestran escenarios extremos, tanto positivos como negativos. En la valoración, se muestra un múltiplo EV/EBITDA, para el cálculo de este múltiplo se realizan ajustes que se detallan a continuación.

Múltiplo EV/EBITDA

Para el cálculo de este múltiplo no se puede utilizar el EBITDA del último año de la compañía debido a que está determinado en gran parte por el margen del último año y el precio del aceite, particularmente bajo en el último periodo. Por este motivo, para el cálculo del EBITDA ajustado se ha realizado la media del margen bruto de la compañía en los últimos cinco años (16%) y se ha extrapolado este margen a las ventas que la empresa ha realizado en el año 2018 (21,1 M €). Con estos datos se obtiene que el EBITDA que la compañía hubiera obtenido en 2018 si el margen bruto de la compañía hubiese sido la media del margen de los últimos cinco años es 1.429.946 €. Este EBITDA ajustado será el utilizado en el cálculo de los múltiplos EV/EBITDA de la empresa.

En las tres tablas se observan los principales resultados de la valoración. El valor actualizado de los flujos de caja y el valor residual de la empresa, el “Enterprise value” del negocio, la deuda financiera y el “equity value” que es la valoración final de la compañía.

Valoración	Escenario neutral
Valor actual flujos de caja positivos	4.366.887
Valor residual del último flujo de caja	14.543.306
Valor actualizado del valor residual	8.552.049
TOTAL VALORACION DEL NEGOCIO	12.918.936
DEUDA EXTERNA	1.256.241
TOTAL VALORACION	11.662.696
EV/EBITDA	9 x

Tabla 15: Valoración de la empresa. Escenario neutral. Elaboración propia.

Valoración	Escenario optimista
Valor actual flujos de caja positivos	9.704.400
Valor residual del último flujo de caja	30.482.895
Valor actualizado del valor residual	17.925.170
TOTAL VALORACION DEL NEGOCIO	27.629.570
DEUDA EXTERNA	1.256.241
TOTAL VALORACION	26.373.330
EV/EBITDA	18 x

Tabla 16: Valoración de la empresa. Escenario optimista. Elaboración propia.

Valoración	Escenario pesimista
Valor actual flujos de caja positivos	931.197
Valor residual del último flujo de caja	5.025.076
Valor actualizado del valor residual	2.954.947
TOTAL VALORACION DEL NEGOCIO	3.886.145
DEUDA EXTERNA	1.256.241
TOTAL VALORACION	2.629.904
EV/EBITDA	3 x

Tabla 17: Valoración de la empresa. Escenario pesimista

La valoración de la empresa se cifra en **11.662.696 €** en un escenario neutral, representando un múltiplo de **9 veces el EBITDA ajustado**. En el escenario optimista esta valoración asciende a 26.373.330 €, lo que equivale a 18 veces el EBITDA ajustado. Por último, en el escenario

pesimista la valoración de la compañía es de 2.629.904 €, derivándose un múltiplo de 3 veces el EBITDA ajustado. Se puede observar que entre los diferentes escenarios hay diferencias significativas que provocan que las valoraciones difieran en gran medida. Estas grandes diferencias son debidas en gran medida a la alta sensibilidad que tiene la empresa a la variación de su margen bruto derivado del precio del aceite. La valoración de referencia del escenario neutral aporta una coherencia en su múltiplo de EV/EBITDA, ya que 9 x es un múltiplo lógico para el tipo de empresa que se está valorando. Sin embargo, los otros dos escenarios difieren más de aportar unos múltiplos de valoración coherentes, siendo el múltiplo de la valoración optimista (18 x), un múltiplo EV/EBITDA característico de una empresa de fuerte crecimiento y en fase de fuerte expansión del sector, el cual no es el caso del sector de Oleícola Jaén. Por otro lado, el múltiplo de la valoración pesimista (3 x EV/EBITDA) resulta un múltiplo muy bajo y característico de empresas con problemas graves, no siendo tampoco este el caso actual de la empresa. Por tanto, se reafirma la valoración de escenario neutral como la valoración más realista y fiable, aportando unos datos coherentes y sensatos.

5.5 Análisis de sensibilidad

Este apartado comprende un análisis de sensibilidad de la valoración de la compañía. Como escenario base del análisis de sensibilidad se ha escogido el escenario neutral, por las razones anteriormente expuestas. En cuanto a las variables que se han considerado críticas a la hora de la valoración son la tasa de descuento y la tasa de crecimiento perpetuo (g). La tasa de descuento tiene un impacto considerable en la valoración de la empresa debido a que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros de la empresa. A mayor tasa de descuento, menor valor de los flujos futuros y a menor tasa de descuento mayor valor actual de los flujos de caja futuros. En el análisis de sensibilidad se han considerado unas tasas de descuento del 4%, 4,5%, 5%, 5,45% (escenario neutral), 6%, 6,5% y 7%. La tasa de crecimiento a perpetuidad también tiene un impacto considerable en la valoración de la compañía, debido a que es utilizada para calcular el valor residual, y este valor tiene un peso considerable en los flujos de caja futuros de la compañía. En el análisis de sensibilidad se ha utilizado como tasa de crecimiento a perpetuidad el 0,5%, 1%, 1,5% (escenario neutral), 2% y 2,5%. En cuanto al “output” del análisis de sensibilidad se han calculado dos variables, el valor de la compañía (“equity value” en €) y el múltiplo de valoración EV/EBITDA. En las Tablas 18 y 19 se muestran los resultados del análisis de sensibilidad.

Valoración (€)	Tasa de descuento						
	4,0%	4,5%	5,0%	5,45%	6,0%	6,5%	7,0%
Tasa de crecimiento a perpetuidad 0,5%	16.167.772	13.424.241	11.348.076	9.868.840	8.448.290	7.407.433	6.550.881
1,0%	18.344.848	14.914.833	12.406.908	10.665.059	9.027.121	7.848.536	6.892.341
1,5%	21.392.754	16.902.289	13.768.264	11.662.696	9.734.582	8.377.859	7.295.885
2,0%	25.964.614	19.684.727	15.583.405	12.949.244	10.618.908	9.024.810	7.780.137
2,5%	33.584.379	23.858.385	18.124.602	14.671.454	11.755.898	9.833.498	8.372.001

Tabla 18: Análisis de sensibilidad de la valoración de Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Multiplo	Tasa de descuento							
	4,0%	4,5%	5,0%	5,45%	6,0%	6,5%	7,0%	
Tasa de crecimiento a perpetuidad	0,5%	12 x	10 x	8 x	7 x	6 x	6 x	5 x
	1,0%	13 x	11 x	9 x	8 x	7 x	6 x	5 x
	1,5%	15 x	12 x	10 x	9 x	7 x	6 x	6 x
	2,0%	18 x	14 x	11 x	9 x	8 x	7 x	6 x
	2,5%	23 x	17 x	13 x	11 x	9 x	7 x	6 x

Tabla 19: Análisis de sensibilidad del múltiplo de valoración de Oleícola Jaén. Elaboración propia.

Dentro del análisis de sensibilidad realizado, la mayor valoración de la empresa corresponde a una tasa de descuento del 4% y una tasa de crecimiento perpetuo de, 2,5%, siendo esta de 33,58 M de € y con un múltiplo EV/EBITDA de 23 x. En contraposición, la menor valoración es de 6,55 M €, con un múltiplo de 5 x EV/EBITDA y corresponde a una tasa de descuento del 7% y un crecimiento perpetuo del 0,5%.

5.6 Opinión personal de la valoración de la empresa en el contexto actual

La valoración empresarial, como se ha explicado anteriormente, se realiza sobre la base de un escenario neutro y en el que las principales magnitudes están calculadas como una ponderación media de los últimos cinco años, como es el margen bruto derivado del precio del aceite. Desde mi punto de vista, la valoración aportada en el trabajo tiene total sentido y coherencia en un entorno incierto de evolución del precio del aceite, por esa razón se ha introducido un componente aleatorio en la proyección de los estados financieros. No obstante, hay que resaltar que, si se quisiese valorar la empresa con el precio actual del aceite de oliva y con una evolución *flat* de este, la valoración económica de la empresa sería más baja que la aportada en el trabajo y muy parecida a la del escenario pesimista. Sin embargo, parece poco probable que el precio del aceite permanezca prolongado tiempo en estos números tan bajos, por eso se hace una valoración teniendo en cuenta la media de los últimos años. A la valoración de la empresa le afectaría positivamente una evolución creciente de los precios del aceite. También le resultaría favorable un aumento de tipos de interés por dos razones principales: no posee deuda a largo plazo con entidades bancarias, sino que la deuda que tiene está vinculada a las empresas del grupo. Por otro lado, la empresa obtiene ingresos provenientes de servicios financieros ofertados a sus clientes como anticipo de cosecha, por lo que una subida de tipos de interés aumentaría el margen financiero que la compañía ingresaría por estos servicios. Adicionalmente, la compañía también saldría favorecida de un aumento del precio del petróleo y sus derivados, debido a que también ofrece en su almazara servicios de repostaje de combustible a los agricultores. Como posibles impactos negativos en la valoración de la empresa se encuentra el ya citado, la caída del precio del aceite. Además, se podría ver perjudicada por una retirada paulatina de las subvenciones europeas a la agricultura, dado que todo el sector oleícola se vería negativamente afectado.

6. Conclusión

Este trabajo fin de máster tiene como objetivo aportar una valoración de la empresa productora de aceite de oliva Oleícola Jaén. Asimismo, se ha realizado un análisis del sector y de la empresa. Después de la realización de este proyecto se pueden determinar una serie de conclusiones referidas al sector del olivar, a la empresa objetivo del estudio y a la valoración económica como fin último del trabajo.

El **sector del aceite de oliva** juega un papel fundamental en la economía española, y particularmente en las provincias andaluzas de Jaén, Córdoba y Granada. El sector oleícola español se encuentra en un proceso de transformación y búsqueda de un valor añadido que aleje al producto de las características de *commodity*, y basado en las propiedades saludables de esta grasa vegetal y su desconocimiento a nivel mundial. A nivel global, tanto el consumo como la producción de aceite de oliva esbozan una tendencia al alza en los últimos 20 años. España es el principal actor mundial del aceite de oliva con una producción cercana al 50% de la producción mundial. Esta producción española ha desarrollado en los últimos años una mejora de la eficiencia, tanto por las nuevas técnicas y conocimiento agrarios como por la introducción de nuevos sistemas de producción y plantación intensivos. En este mercado tiene especial importancia el precio del aceite, fijándose este como consecuencia de la oferta y la demanda a nivel mundial. El precio ha ostentado una tendencia negativa en los últimos tres periodos, lo que ha producido una pérdida de rentabilidad directa en el sector. Alternativamente, las empresas oleícolas están explorando nuevas oportunidades como integraciones verticales dentro del sector, nuevos subproductos derivados del olivar o la creación de una industria del *oleoturismo* en torno al producto.

La **empresa Oleícola Jaén S.A** pertenece al Grupo Oleícola Jaén S.A. Esta empresa dedica su actividad principal a la producción, molturación y venta de aceite de oliva. Como actividades secundarias ofrece comercialización de aceites de alta gama, servicios de transporte, servicios de gasolinera y servicios financieros. La compañía obtiene sus ingresos principalmente de la comisión cobrada a los cosecheros por transformar el fruto de la aceituna en aceite y realizar la labor de comercialización del producto. En los últimos cinco periodos la compañía ha sufrido un proceso de expansión, incrementado fuertemente sus ventas pasando de facturar 9,29 M de € en 2014 a 21 M de € en el año 2018, debido entre otras razones a la mejora de la eficiencia y el aumento de cuota de mercado. Sin embargo, este aumento de ventas no se ve reflejado ni en el EBITDA ni en el beneficio neto de la compañía, que desciende respecto a los años anteriores, bajando los ratios de rentabilidad de la empresa en el último año. Este empeoramiento de los resultados de la empresa es debido a la evolución negativa del precio del aceite, estableciéndose en el último periodo en mínimos de cinco años. La compañía es especialmente sensible al precio del aceite ya que tienen un impacto directo en la comisión cobrada por su actividad. Por tanto se deduce que la evolución y la volatilidad del precio del aceite de oliva es una de las principales amenazas y factores que impactarán en los resultados de la empresa futuros.

La **valoración económica de la empresa** se ha realizado mediante un descuento de flujos de caja futuros, aplicando una tasa de descuento obtenida por el modelo CAPM y ajustada posteriormente. Para la valoración se han establecido tres escenarios diferentes, neutral, optimista y pesimista. Para cada uno de estos escenarios se han determinado diferentes hipótesis basadas en los datos históricos de la compañía y con las que se han desarrollado las proyecciones financieras futuras. Para el escenario neutral, la empresa adquiere una **valoración de 11.662.969 €**, ofreciendo esta valoración un múltiplo EV/EBITDA de 9x. Este resultado valorativo es el principal *output* del trabajo realizado, y fundamenta todos los apartados previos

realizados. Adicionalmente, se ha realizado un análisis de sensibilidad teniendo en consideración diferentes valores para los *inputs* con un mayor impacto en la valoración de la empresa, la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a perpetuidad de la empresa.

En cuanto a la aportación personal que este trabajo ha supuesto para mi persona debo remarcar los siguientes puntos: la implementación de muchos de los conocimientos adquiridos en el máster, principalmente los relativos a finanzas corporativas, valoración de empresas, análisis financiero, CAPM y *project finance*. Adicionalmente me ha permitido realizar una investigación de mercado y entender el actual contexto del aceite de oliva a nivel local, nacional y mundial, consultando fuentes oficiales y diferentes organismos de regulación. El trabajo fin de máster me ha permitido aportar valor a la empresa Oleícola Jaén, realizando un análisis y una valoración de esta compañía mediana, ayudando a los directivos de esta a tener una información que puede ser valiosa para valorar la situación actual de la empresa, además de aportar una valoración económica de la compañía (estudio que nunca se había realizado con esta empresa). Por último, el trabajo me ha permitido afrontar y superar diversas dificultades a lo largo de su desarrollo, analizando y buscando alternativas para las diferentes soluciones de los problemas que se han presentado, realizando pequeñas aportaciones personales al método de valoración teórico con el fin de que la valoración reflejase más fielmente la situación de la empresa, por lo que me ha ayudado a indagar y profundizar en los aspectos más fundamentales y complicados del trabajo.

7. Índice de Tablas

Tabla 1: Distribución de superficie de olivar por categorías (2018). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.....	12
Tabla 2: Volumen de negocio y empleo por continente. Media de las campañas 2013-2018. Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.....	12
Tabla 3: Producción consumo, importaciones y exportaciones medias de aceite de oliva de los 10 principales productores en las tres últimas campañas. Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.....	14
Tabla 4: Distribución de precios, costes y renta neta para el proceso de elaboración de aceites de oliva a precios de 2018 (€/kg). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.	22
Tabla 5: Distribución de precios, costes y rentabilidad neta por etapa del proceso de elaboración de aceite refinado para el olivar tradicional (€/kg). Fuente: Juan Vilar Consultores Estratégicos. Elaboración propia.....	23
Tabla 6: Cuenta de resultados. Fuente: Oleícola Jaén	27
Tabla 7: Balance de situación. Fuente: Oleícola Jaén	28
Tabla 8: Estados de flujo de caja. Fuente: Oleícola Jaén.....	29
Tabla 9: Porcentaje sobre ventas de cada línea de negocio. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	30
Tabla 10: coeficiente de amortización de activos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	34
Tabla 11: Magnitudes de rentabilidad y eficiencia de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	42
Tabla 12: Magnitudes y cifras de las empresas comparables, las medias del sector y de Oleícola Jaén. Año 2017. Fuente: SABI. Elaboración propia.	44
Tabla 13: Betas de empresas cotizadas comparables. Fuente: Thomsom Reuters. Elaboración propia.	51
Tabla 14: parámetros utilizado en el cálculo de la tasa de descuento. Fuente: Oleícola Jaén e Investing. Elaboración propia.....	52
Tabla 15: Valoración de la empresa. Escenario neutral. Elaboración propia.....	53
Tabla 16: Valoración de la empresa. Escenario optimista. Elaboración propia.....	53
Tabla 17: Valoración de la empresa. Escenario pesimista	53
Tabla 18: Análisis de sensibilidad de la valoración de Oleícola Jaén. Elaboración propia.	54
Tabla 19: Análisis de sensibilidad del múltiplo de valoración de Oleícola Jaén. Elaboración propia.	55

8. Índice de gráficos

Gráfico 1: Producción y consumo mundial de aceite de oliva. Fuente: Consejo Oleícola Internacional	13
Gráfico 2: Producción por países. Campaña 2017/2018 - 2018/2019. Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural.....	17
Gráfico 3: Producción de aceite de oliva en España, Andalucía y Jaén. 2008-2018. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural	17
Gráfico 4: Producción en España, en M de toneladas. Fuente: AICA	18

Gráfico 5: Consumo de aceite de oliva en España. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural.....	19
Gráfico 6: Exportaciones de España de aceite de oliva por países. Campaña 2017/2018	19
Gráfico 7: Importaciones de aceite de oliva de España por campañas. AICA.....	20
Gráfico 8: Exportaciones de aceite de oliva de España por campañas. AICA	20
Gráfico 9: Evolución del precio del aceite de oliva (€/kg). Fuente: Observatorio de precio y mercados Junta de Andalucía	20
Gráfico 10: Importe de la cifra de negocios y coste de aprovisionamientos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.....	31
Gráfico 11: Margen bruto de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.....	32
Gráfico 12: Evolución del precio del aceite de oliva virgen extra en España. Fuente: ASAJA.....	32
Gráfico 13: Gastos de explotación de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	33
Gráfico 14: EBITDA y margen EBITDA/ventas de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	34
Gráfico 15: Gastos e ingresos financieros de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	35
Gráfico 16: Resultado del ejercicio de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	36
Gráfico 17: Deuda financiera neta de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	38
Gráfico 18: Existencias, caja, inversiones a corto plazo, proveedores y deudas a corto plazo de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.....	39
Gráfico 19: Evolución del patrimonio neto de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	39
Gráfico 20: Necesidades operativas de fondos de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	40
Gráfico 21: Flujos de caja de Oleícola Jaén. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	41
Gráfico 22: Flujo de caja ajustado. Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	42

9. Índice de figuras

Figura 1: Clasificación de los aceites de oliva. Fuente: Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Aceites de Orujo). Fuente: Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Aceites de Orujo. Elaboración propia.	11
Figura 2: Zonas principales de producción olivarera en España. Fuente: ASAJA.....	15
Figura 3: Variedad principal de aceituna por área geográfica. Fuente: Consejo Oleícola Internacional	16
Figura 4: Superficie de oliva en Andalucía. Fuente: Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural	18
Figura 5: Balance contable de Oleícola Jaén (2018). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	36
Figura 6: Balance ajustado de Oleícola Jaén (2018). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia.	37
Figura 7: Balance contable de Oleícola Jaén (2017). Fuente: Oleícola Jaén.	37
Figura 8: Balance ajustado de Oleícola Jaén (2017). Fuente: Oleícola Jaén. Elaboración propia	37

10. Bibliografía

Agencia Andaluza de Promoción Exterior, 2017. *Estudio del Aceite de Oliva en Andalucía*, s.l.: Junta de Andalucía.

Agencia de Información y Control Alimentarios, 2019. [En línea].

ASAJA Jaén, 2018. *La producción mundial de aceite de oliva alcanzará las 3.100.000 toneladas en la campaña 2018/2019, según el aforo de GEA*. [En línea]

Available at: <https://www.asajajaen.com/actualidad/la-produccion-mundial-de-aceite-de-oliva-alcanzara-las-3-100-000-toneladas-en-la-campana-2018-2019-segun-el-aforo-de-gea> [Último acceso: 02 2019].

Asociación Española de la Industria y Comercio Exportador de Aceites de Oliva y Acites de Orujo, s.f. *Clasificación de Aceites de Oliva*, s.l.: s.n.

Asociación Nacional de Industriales y Refinadores de Aceites Comestibles, 2019.

<http://anierac.org>. [En línea]

Available at: <http://anierac.org/consumo-en-espana/>

Comisión Europea, 2019. [En línea].

Consejería de Agricultura, Pesca y Desarrollo Rural , 2018. *AFORO DE PRODUCCIÓN DE ACEITUNA DE ALMAZARA EN ANDALUCÍA CAMPAÑA 2018-2019*, s.l.: Junta de Andalucía.

Consejo Oleícola Internacional, 2018. *Producción y consumo de aceite de oliva*, s.l.: s.n.

Deoleo, S.A, 2018. *Informa Deoleo 2017-2018*, Madrid: s.n.

EAE Business School, 2019. *El Sector oleico. Datos para la campaña 2019*, s.l.: s.n.

El Economista, 2018. [En línea]

Available at: <https://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-1043.html>

Juan Vilar Consultores Estratégicos S.L, 2018. *La Olivicultura Internacional. Difusión histórica, análisis estratégico y visión descriptiva.*, s.l.: s.n.

Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), 2019. [En línea].

Universidad de Jaén, 1996. *Clasificación de los aceites de oliva*, Jaén: s.n.

Anexos

Anexo 1: Hipótesis de la valoración

Hipótesis	2019 Año 1	2020 Año 2	2021 Año 3	2022 Año 4	2023 Año 5	2024 Año 6	2025 Año 7	2026 Año 8	2027 Año 9	2028 Año 10
Crecimiento Ventas	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
<i>Normal</i>	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
<i>Optimista</i>	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%
<i>Pesimista</i>	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Crecimiento otros ingresos	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
<i>Normal</i>	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
<i>Optimista</i>	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%
<i>Pesimista</i>	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Aprovisionamientos (%ventas)	16%	17%	17%	14%	15%	17%	17%	17%	18%	16%
<i>Normal</i>	16,0%	17,0%	17,0%	14,0%	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%	18,0%	16,4%
<i>Optimista</i>	17,0%	17,0%	18,0%	19,0%	18,0%	18,0%	17,0%	20,0%	16,0%	17,8%
<i>Pesimista</i>	17,0%	15,0%	15,0%	17,0%	14,0%	16,0%	15,0%	16,0%	17,0%	15,8%
Crecimiento anual gastos de personal	2,5%									
<i>Normal</i>	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<i>Optimista</i>	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<i>Pesimista</i>	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Otros gastos de explotacion (% ventas)	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Normal</i>	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Optimista</i>	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<i>Pesimista</i>	10,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Amortización (% sobre inmovilizado neto)	6%									
NOF/Ventas	9,0%	10,0%	10,7%							

Anexo 2: Proyección financiera. Escenario neutral

Perdidas y ganancias a 10 años (miles de euros)	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Cifra de negocios	21.148.062	22.205.466	23.315.739	24.481.526	25.705.602	26.733.826	27.803.179	28.915.306	30.071.919	30.974.076	31.903.298
Aprovisionamientos	18.994.502	18.652.591	19.352.063	20.319.666	22.106.818	22.723.752	23.076.639	23.999.704	24.959.692	25.398.742	26.656.978
TOTAL COSTES	18.994.502	18.652.591	19.352.063	20.319.666	22.106.818	22.723.752	23.076.639	23.999.704	24.959.692	25.398.742	26.656.978
Margen (%)		84,00%	83,00%	83,00%	86,00%	85,00%	83,00%	83,00%	83,00%	82,00%	83,56%
MARGEN BRUTO	2.153.560	3.552.874	3.963.676	4.161.859	3.598.784	4.010.074	4.726.540	4.915.602	5.112.226	5.575.334	5.246.320
Otros Ingresos	83.861	88.054	92.457	97.080	101.934	106.011	110.252	114.662	119.248	122.826	126.510
Gastos Personal	718.065	736.017	754.417	773.278	792.610	812.425	832.735	853.554	874.893	896.765	919.184
Otros gastos de explotación	1.429.946	1.998.492	2.098.416	2.080.930	2.184.976	2.272.375	2.224.254	2.313.225	2.405.753	2.477.926	2.552.264
TOTAL GASTOS EXPLOTACION	2.148.011	2.822.563	2.945.291	2.951.287	3.079.520	3.190.811	3.167.241	3.281.440	3.399.894	3.497.517	3.597.958
EBITDA	89.411	730.312	1.018.385	1.210.572	519.265	819.263	1.559.299	1.634.162	1.712.332	2.077.817	1.648.362
Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Subvenciones y otros resultados	51.034	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	626.523	902.417	1.082.241	378.386	665.647	1.392.756	1.454.498	1.519.350	1.871.317	1.428.141
Ingresos financieros	154.348	162.065	170.168	178.677	187.611	195.115	202.920	211.037	219.478	226.062	232.844
Gastos financieros	-127.804	-134.194	-140.904	-147.949	-155.347	-161.560	-168.023	-174.744	-181.734	-187.186	-192.801
TOTAL DIFERENCIAL FINANCIERO	26.544	27.871	29.264	30.728	32.264	33.555	34.897	36.293	37.744	38.877	40.043
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	72.840	654.394	931.681	1.112.969	410.650	699.202	1.427.653	1.490.791	1.557.094	1.910.194	1.468.184
Impuesto sobre beneficios	-46.599	-163.599	-232.920	-278.242	-102.662	-174.800	-356.913	-372.698	-389.274	-477.548	-367.046
PERDIDAS Y GANANCIAS	26.240	490.796	698.761	834.727	307.987	524.401	1.070.740	1.118.093	1.167.821	1.432.645	1.101.138
	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	626.523	902.417	1.082.241	378.386	665.647	1.392.756	1.454.498	1.519.350	1.871.317	1.428.141
Impuestos s/ Resultado de explotación	-29.618	-156.631	-225.604	-270.560	-94.596	-166.412	-348.189	-363.624	-379.837	-467.829	-357.035
RDO. EXPLOT. NETO IMPTOS. ex-deterioro inmov.	16.678	469.893	676.813	811.681	283.789	499.235	1.044.567	1.090.873	1.139.512	1.403.488	1.071.106
(+) Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Flujo de caja bruto FCB	110.827	573.681	792.781	940.012	424.668	652.851	1.211.110	1.270.538	1.332.494	1.609.988	1.291.327
Necesidades operativas de financiación (NOF)		226.811	333.082	287.949	130.976	110.020	114.421	118.998	123.758	96.531	99.427
Inversiones en CAPEX		200.000	203.000	206.045	209.136	212.273	215.457	218.689	221.969	225.299	228.678
Flujo de caja libre o descontado FCL	110.827	146.870	256.699	446.018	84.556	330.558	881.232	932.851	986.768	1.288.158	963.222
										VT	24.731.820

Anexo 3: Proyección financiera. Escenario optimista

Perdidas y ganancias a 10 años (miles de euros)	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Cifra de negocios	21.148.062	22.628.427	24.212.417	25.907.286	27.720.796	29.384.044	31.147.086	33.015.911	34.996.866	36.746.709	38.584.045
Aprovisionamientos	18.994.502	18.781.594	20.096.306	21.243.974	22.453.845	24.094.916	25.540.611	27.403.206	27.997.493	30.867.236	31.724.659
TOTAL COSTES	18.994.502	18.781.594	20.096.306	21.243.974	22.453.845	24.094.916	25.540.611	27.403.206	27.997.493	30.867.236	31.724.659
Margen (%)		83,00%	83,00%	82,00%	81,00%	82,00%	82,00%	83,00%	80,00%	84,00%	82,22%
MARGEN BRUTO	2.153.560	3.846.833	4.116.111	4.663.311	5.266.951	5.289.128	5.606.476	5.612.705	6.999.373	5.879.473	6.859.386
Otros Ingresos	83.861	89.732	96.013	102.734	109.925	116.520	123.512	130.922	138.778	145.717	153.002
Gastos Personal	718.065	743.197	769.209	796.132	823.996	852.836	882.685	913.579	945.555	978.649	1.012.902
Otros gastos de explotación	1.429.946	1.697.132	1.815.931	1.813.510	1.940.456	2.056.883	2.024.561	2.146.034	2.274.796	2.388.536	2.507.963
TOTAL GASTOS EXPLOTACION	2.148.011	2.530.061	2.681.153	2.712.375	2.874.377	3.026.240	3.030.758	3.190.536	3.359.129	3.512.902	3.673.867
EBITDA	89.411	1.316.772	1.434.958	1.950.936	2.392.574	2.262.888	2.575.718	2.422.169	3.640.245	2.366.572	3.185.519
Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Subvenciones y otros resultados	51.034	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	1.212.983	1.318.989	1.822.605	2.251.695	2.109.273	2.409.175	2.242.505	3.447.262	2.160.072	2.965.298
Ingresos financieros	154.348	165.152	176.713	189.083	202.318	214.458	227.325	240.965	255.422	268.194	281.603
Gastos financieros	-127.804	-136.750	-146.323	-156.565	-167.525	-177.576	-188.231	-199.525	-211.496	-222.071	-233.175
TOTAL DIFERENCIAL FINANCIERO	26.544	28.402	30.390	32.517	34.793	36.881	39.094	41.440	43.926	46.122	48.428
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	72.840	1.241.385	1.349.379	1.855.123	2.286.489	2.146.154	2.448.269	2.283.944	3.491.188	2.206.194	3.013.726
Impuesto sobre beneficios	-46.599	-310.346	-337.345	-463.781	-571.622	-536.538	-612.067	-570.986	-872.797	-551.548	-753.432
PERDIDAS Y GANANCIAS	26.240	931.039	1.012.034	1.391.342	1.714.867	1.609.615	1.836.202	1.712.958	2.618.391	1.654.645	2.260.295
	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	1.212.983	1.318.989	1.822.605	2.251.695	2.109.273	2.409.175	2.242.505	3.447.262	2.160.072	2.965.298
Impuestos s/ Resultado de explotación	-29.618	-303.246	-329.747	-455.651	-562.924	-527.318	-602.294	-560.626	-861.816	-540.018	-741.324
RDO. EXPLOT. NETO IMPTOS. ex-deterioro inmov.	16.678	909.738	989.242	1.366.954	1.688.771	1.581.955	1.806.881	1.681.879	2.585.447	1.620.054	2.223.973
(+) Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Flujo de caja bruto FCB	110.827	1.013.526	1.105.210	1.495.285	1.829.650	1.735.570	1.973.424	1.861.543	2.778.429	1.826.554	2.444.194
Necesidades operativas de financiación (NOF)		264.877	384.683	350.838	194.046	177.968	188.646	199.964	211.962	187.233	196.595
Inversiones en CAPEX		200.000	203.000	206.045	209.136	212.273	215.457	218.689	221.969	225.299	228.678
Flujo de caja libre o descontado FCL	110.827	548.648	517.527	938.402	1.426.469	1.345.330	1.569.322	1.442.890	2.344.498	1.414.022	2.018.921
										VT	51.838.110

Anexo 4: Proyección financiera. Escenario pesimista

Perdidas y ganancias a 10 años (miles de euros)	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Cifra de negocios	21.148.062	21.782.504	22.435.979	23.109.059	23.802.331	24.278.377	24.763.945	25.259.224	25.764.408	26.022.052	26.282.273
Aprovisionamientos	18.994.502	18.079.479	19.070.582	19.642.700	19.755.934	20.879.404	20.801.714	21.470.340	21.642.103	21.598.303	22.135.514
TOTAL COSTES	18.994.502	18.079.479	19.070.582	19.642.700	19.755.934	20.879.404	20.801.714	21.470.340	21.642.103	21.598.303	22.135.514
Margen (%)		83,00%	85,00%	85,00%	83,00%	86,00%	84,00%	85,00%	84,00%	83,00%	84,22%
MARGEN BRUTO	2.153.560	3.703.026	3.365.397	3.466.359	4.046.396	3.398.973	3.962.231	3.788.884	4.122.305	4.423.749	4.146.759
Otros Ingresos	83.861	86.377	88.968	91.637	94.387	96.274	98.200	100.164	102.167	103.189	104.221
Gastos Personal	718.065	728.836	739.769	750.865	762.128	773.560	785.163	796.941	808.895	821.028	833.344
Otros gastos de explotación	1.429.946	2.287.163	2.355.778	2.310.906	2.380.233	2.427.838	2.352.575	2.399.626	2.447.619	2.472.095	2.496.816
TOTAL GASTOS EXPLOTACION	2.148.011	3.102.376	3.184.515	3.153.408	3.236.748	3.297.672	3.235.938	3.296.731	3.358.681	3.396.312	3.434.380
EBITDA	89.411	600.650	180.882	312.950	809.648	101.301	726.293	492.153	763.624	1.027.437	712.378
Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Subvenciones y otros resultados	51.034	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	496.861	64.914	184.619	668.769	-52.315	559.750	312.488	570.642	820.937	492.157
Ingresos financieros	154.348	158.978	163.748	168.660	173.720	177.194	180.738	184.353	188.040	189.920	191.819
Gastos financieros	-127.804	-131.638	-135.587	-139.655	-143.845	-146.721	-149.656	-152.649	-155.702	-157.259	-158.832
TOTAL DIFERENCIAL FINANCIERO	26.544	27.340	28.160	29.005	29.875	30.473	31.082	31.704	32.338	32.661	32.988
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	72.840	524.201	93.074	213.625	698.645	-21.842	590.833	344.192	602.980	853.598	525.145
Impuesto sobre beneficios	-46.599	-131.050	-23.269	-53.406	-174.661	5.460	-147.708	-86.048	-150.745	-213.399	-131.286
PERDIDAS Y GANANCIAS	26.240	393.151	69.806	160.218	523.983	-16.381	443.124	258.144	452.235	640.198	393.859
	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
RESULTADO DE EXPLOTACION	46.296	496.861	64.914	184.619	668.769	-52.315	559.750	312.488	570.642	820.937	492.157
Impuestos s/ Resultado de explotación	-29.618	-124.215	-16.228	-46.155	-167.192	13.079	-139.938	-78.122	-142.661	-205.234	-123.039
RDO. EXPLOT. NETO IMPTOS. ex-deterioro inmov.	16.678	372.646	48.685	138.465	501.577	-39.236	419.813	234.366	427.982	615.702	369.118
(+) Amortizaciones	94.149	103.788	115.968	128.331	140.879	153.615	166.543	179.664	192.982	206.500	220.221
Flujo de caja bruto FCB	110.827	476.434	164.654	266.795	642.456	114.379	586.356	414.030	620.964	822.203	589.339
Necesidades operativas de financiación (NOF)		188.744	283.173	229.071	74.180	50.937	51.956	52.995	54.055	27.568	27.844
Inversiones en CAPEX		200.000	203.000	206.045	209.136	212.273	215.457	218.689	221.969	225.299	228.678
Flujo de caja libre o descontado FCL	110.827	87.690	-321.519	-168.321	359.140	-148.830	318.943	142.347	344.940	569.336	332.817
										VT	8.545.463

Anexo 5: Cuadro de amortización de las proyecciones financieras

Cuadro de amortización	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Inmovilizado material bruto	1.529.803	1.729.803	1.932.803	2.138.848	2.347.984	2.560.257	2.775.714	2.994.402	3.216.371	3.441.670	3.670.348
Amortización	-94.149	-103.788	-115.968	-128.331	-140.879	-153.615	-166.543	-179.664	-192.982	-206.500	-220.221
Amortización acumulada	-94.149	-197.938	-313.906	-442.237	-583.116	-736.731	-903.274	-1.082.938	-1.275.920	-1.482.420	-1.702.641
Inmovilizado material neto		1.531.866	1.618.898	1.696.612	1.764.868	1.823.526	1.872.440	1.911.464	1.940.451	1.959.249	1.967.706