



Universidad Pontificia de Comillas, ICADE

Análisis y Valoración de Viscofan

Autor: José María Unzurrunzaga

Director: Álvaro Caballo

MADRID | Abril 2021

Resumen

En el presente trabajo de investigación se va a tratar de esclarecer si la compañía Viscofan, perteneciente al índice español Ibex 35, está bien valorada o por lo contrario está infra o sobrevalorada por el mercado bursátil. Para ello en primer lugar se va a hacer un análisis del estado de la compañía, de su desempeño en los últimos cinco años y del entorno que le rodea para posteriormente poder proyectar los flujos de caja libre y finalmente descontarlos para obtener una valoración. Además, previo a realizar la valoración se va a explicar de manera teórica el procedimiento para realizar un descuento de flujos de caja libre.

Palabras clave: Viscofan, Ibex 35, DFCL, WACC, múltiplos.

Abstract

In this research work we will try to clarify whether the company Viscofan, which belongs to the Spanish Ibex 35 index, is well valued or, on the contrary, is under or overvalued by the stock market. To do this, we will first analyze the state of the company, its performance over the last five years and the surrounding environment in order to subsequently project the free cash flows and finally discount them to obtain a valuation. In addition, prior to the valuation, the procedure for discounting free cash flows will be explained theoretically.

Key words: Viscofan, Ibex 35, DFCL, WACC, multiples.

Índice

1.	Introducción	5
1.1	Propósito.....	5
1.2	Estado de la Cuestión.....	6
1.3	Metodología	7
1.4	Partes Principales del TFG.....	7
2	Análisis de la compañía y su entorno	8
2.1	Gama de Productos.....	8
2.2	Proveedores.....	10
2.3	Estrategia de la Empresa.....	11
2.3.1	Plan Estratégico Be ONE (2009-2011).....	12
2.3.2	Plan Estratégico MORE TO Be (2012-2015).....	13
2.3.3	Plan estratégico MORE TO BE (2016-2020).....	15
2.4	Desempeño de la empresa.....	18
2.5	Perspectivas económicas	20
2.6	Mercado de la carne	24
3	Métodos de valoración de empresas.....	27
3.1	Tipos de flujos de caja	29
3.2	Procedimiento para el cálculo del descuento de flujos de caja libre	31
3.2.1	Flujo de caja libre	32
3.2.2	Tasa de descuento, WACC	33
3.3	Valoración de Viscofan	35
3.3.1	Generación de flujo de caja libre	35
3.3.2	Proyección del flujo de caja libre	37
3.3.3	Tasa de descuento de los flujos de caja, WACC.....	39
4	Conclusiones	44
5	Bibliografía.....	46

Indice de Tablas

Tabla 1: Tipos de flujo	30
Tabla 2: Obtención del flujo de caja libre	33
Tabla 3: Obtención NOPAT	36
Tabla 4: Obtención Capex	36
Tabla 5: NOF	37
Tabla 6: Obtención flujo de caja libre	37
Tabla 7: Proyección flujo de caja libre	39
Tabla 8: Proporción deuda/RRPP	39
Tabla 9: Coste de la deuda	40
Tabla 10: Retorno requerido por al accionista	40
Tabla 11: WACC	41
Tabla 12: Descuento de flujo de caja libre y EV	42
Tabla 13: Precio objetivo de la acción	43
Tabla 14: Análisis de sensibilidades	43

Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Márgenes de la compañía	20
Ilustración 2: Perspectivas de crecimiento del PIB	21
Ilustración 3: Variaciones del precio de la carne a nivel mundial	25

1. Introducción

1.1 Propósito

Este trabajo de fin de grado se centrará en primer lugar en analizar una compañía del Ibex 35 y posteriormente se tratará de valorar dicha compañía. Esta empresa será Viscofan.

Viscofan es una compañía española fundada en 1975 que cotiza en el índice español Ibex 35. Su actividad principal es la fabricación y posterior distribución de envolturas sintéticas de fibrosa, colágeno, celulósica y plásticos para productos cárnicos. Por otro lado, tiene un negocio de cogeneración de energía, pero es algo una facturación casi residual respecto a su negocio principal. El grupo Viscofan es líder mundial en su sector con una cuota de mercado del 34%. Además, es el único grupo que ofrece todas las tecnologías existentes para las envolturas cárnicas. El grupo cuenta con plantas de producción y comercialización en todos los continentes a excepción de África donde no tienen actividad, pero cuya cuota de mercado mundial es mínima.

Para poder analizar esta empresa, se realizará una introducción de la compañía donde se detallarán las diferentes líneas de negocio que tiene este grupo y las diferentes estrategias de transformación que ha llevado a cabo durante los últimos años. Además, se analizará el desempeño de la empresa durante los últimos años. El periodo de análisis que se hará será de los últimos cinco años, es decir, se analizará el desempeño de la compañía entre 2016 y 2020. Este análisis se hará acudiendo a los tres estados financieros de la empresa los cuales son el balance, la cuenta de resultados y, por último, la generación de flujo de caja. Pese a que el año 2020 ha resultado ser un año muy complicado para las empresas debido a la pandemia que se está viviendo a causa de la Covid-19, el grupo Viscofan ha conseguido lograr los mejores resultados de su historia. Para poder entender por dónde irá el futuro de la empresa, se analizará,

por un lado, por dónde pasa el futuro de la economía mundial, y por el otro, se verá cómo va a evolucionar el consumo de carne a nivel mundial.

Posteriormente se detallarán las diferentes maneras que existen de valorar empresas. Puesto que el método que se utilizará para valorar la compañía será el descuento de flujos de caja libre, se detallará en mayor profundidad este método.

A continuación, se procederá a valorar la compañía para obtener un precio de la acción y se verá si la compañía está sobrevalorada, infravalorada o correctamente valorada por el mercado. Junto con el valor obtenido se hará un análisis de sensibilidades para tener un rango de precios donde se podría mover el precio de la acción.

1.2 Estado de la Cuestión

En el mundo financiero, la valoración de empresas está a la orden del día y es algo que se hace de manera recurrente. Un método de valoración nos puede servir por diferentes motivos. Por un lado, para analizar si una inversión es rentable o no, y por el otro, en caso de tener diferentes alternativas para saber cuál es la que más conviene elegir. Para la valoración de empresas, existen diversos métodos de valoración que se pueden dividir en estáticos y dinámicos, aunque el más utilizado es el descuento de flujos de caja el cual, es un método dinámico.

Los métodos de valoración estáticos son esos que no tienen en cuenta cómo evolucionará el dinero en el futuro. Su principal ventaja a la hora de utilizarlos es que son métodos más simples de obtener que los dinámicos. Sin embargo, su aspecto negativo es que no tienen en cuenta que el dinero con el paso del tiempo pierde valor y, por tanto, un euro hoy en día no vale lo mismo que un euro dentro de un año. Entre estos métodos se pueden encontrar los métodos basados en múltiplos de Ebitda como es el EV/Ebitda, o múltiplos basados en el precio como el PER (Price-to-earnings) o el P/Sales (Price-to-sales).

En contraposición, están los métodos dinámicos que se basan en descontar flujos futuros. Para ello, son más complicados de hacer puesto que hay que obtener diferentes métricas como la proyección de flujos o tasas de descuento entre otras.

Como se ha dicho anteriormente, para este trabajo se va a valorar Viscofan mediante el descuento de flujos de caja libre puesto que es el método más utilizado.

1.3 Metodología

La valoración de la compañía se hará mediante el descuento de flujos de caja libre. Estos flujos se obtendrán tras realizar una serie de proyecciones a tres años sobre las variables que componen el flujo de caja libre y apoyándose en el desempeño de la compañía durante los años previos. Finalmente, mediante un análisis de sensibilidades se verá en que rangos puede que se mueva el valor obtenido.

Aunque la compañía trata con muchas divisas debido a su presencia mundial, la divisa en la que publica sus resultados y en la que se hará este trabajo será el Euro. Además, las unidades de referencia que se utilizarán serán los miles de Euros.

1.4 Partes Principales del TFG

Este trabajo tiene tres partes bien definidas. En primer lugar, se analizarán las diferentes partes del negocio y cómo lo ha hecho la empresa durante los últimos años. Además, se tratará de ver como evolucionará lo que le rodea, es decir, como evolucionará la economía mundial y el consumo de carne.

En segundo lugar, previo a proceder a la valoración de la compañía, se hará una breve explicación de los diferentes métodos de valoración que existen para posteriormente tratar de explicar con mayor detalle como se realiza un descuento de flujos de caja libre y como se obtiene el precio de una acción.

Por último, tras dicha explicación se procederá a hacerlo de manera práctica para poder obtener el valor de la compañía y el precio de la acción. Junto con la obtención del precio de la acción, se hará un análisis de sensibilidades para obtener un rango de precios de la acción.

2 Análisis de la compañía y su entorno

2.1 Gama de Productos

Como se ha comentado anteriormente, Viscofan es la única compañía mundial en ofrecer todas las tecnologías que existen como alternativa a las envolturas de tripas animales naturales, es decir, ofrece envolturas de celulósicas, envolturas de colágeno, envolturas de fibrosa, envolturas plásticas y soluciones de embalaje y por último envolturas vegetales. Esta amplia variedad de opciones se adapta perfectamente a las necesidades del cliente y tanto es así que en 2019 se vendieron 14.000 referencias. Las diferentes gamas de productos de la compañía son las siguientes:

Envolturas celulósicas

Estas envolturas se caracterizan por ser muy elásticas teniendo una constancia de calibre y homogeneidad. Además, son fáciles de pelar con lo que se facilita enormemente una alta producción. Por otro lado, este producto es perfecto para poder ser ahumado y a su vez permite darle una amplia variedad de colores y sabores. Esta envoltura se emplea principalmente para producir salchichas cocidas en grandes cantidades como serían las frankfurts, vienas y hot dogs. Como su nombre indica, la materia principal utilizada es la celulosa que

principalmente se encuentra en las paredes de las células vegetales de plantas y maderas. Para poder producir envolturas de celulosa hace falta que la materia prima que se compra sea de gran pureza y es denominada por los proveedores como “celulosa Premium”.

Envolturas de colágeno

El colágeno se posiciona como una alternativa a las tripas de origen animal. Esta envoltura le da una buena imagen al producto gracias a que puede ser ahumado y se le puede dotar de multitud de colores y sabores a gusto del cliente. Es un producto que por sus características físicas soporta muy bien embuticiones rápidas, colgados y cocción en hornos lo que le convierte en una alternativa ideal para embutidos cocidos como los crudo-curados. Entre sus propiedades también se encuentra el hecho de que el colágeno es muy uniforme lo que le convierte en un perfecto aliado para producciones rápidas. En los pequeños calibres además se caracteriza por tener buenas propiedades para ser frita y no desmenuzarse a la hora del consumo. Por último, con la Coffi y la Coffinet se ha abierto un nuevo abanico de posibilidades para la producción de jamón cocido, embutidos cilíndricos, piezas ahumadas y abodabas. En cuanto al material, el colágeno es una proteína fibrosa con muy buenas propiedades como se acaba de decir. Tiene usos en la biomedicina y en la cosmética además de en la industria alimentaria como lo hace Viscofan. El colágeno se obtiene del corion o la parte interior de la piel del ganado vacuno el cual tiene mucho colágeno.

Envolturas de Fibrosa

La fibrosa ofrece al producto una alta resistencia, pero en cambio le restan elasticidad frente a la ofrecida por la envoltura celulósica. Su utilización principal es para embutidos de gran calibre como son el salami o las mortadelas ya que estos demandan un material resistente durante el proceso de producción y luego son fáciles de pelar. Las envolturas de fibrosa están disponibles en diferentes colores y sabores lo que le aporta al producto un valor añadido dándole una apariencia muy apetitosa. La materia principal para producir envolturas de fibrosa es el papel de abacá el cual se obtiene de una planta herbácea cuyo

nombre es musa textiles. Este material posee una resistencia mecánica y a la humedad.

Envolturas plásticas y soluciones de embalaje

Viscofan posee una amplia gama de productos de este tipo que les permite ofrecer el producto más adecuado a las necesidades de cada cliente. Así pues, las envolturas plásticas son muy resistentes al proceso de embutición y permiten mantener los aromas y demás propiedades del producto favoreciendo la maximización de la vida útil del producto. Además de lo ya citado, estos productos que ofrece la empresa tienen unas características que facilitan el pelado y el loncheado manteniendo las propiedades del producto, lo que favorece su alargamiento de vida útil. Por otro lado, dentro de la división de plásticos, la compañía comercializa un producto llamado “nanopack” el cual son separadores de lonchas que facilitan al consumidor el separado de lonchas a la hora de consumición y, el “vector” que son films de envasado y bolsas retractiles. La materia prima principalmente utilizada en estos productos es el polímero plástico el cual es ampliamente utilizado en otras industrias.

Envolturas vegetales

Esta es una envoltura de reciente lanzamiento se basa en plantas (2019) y, viene a cubrir la creciente demanda de productos vegetarianos y veganos. Además de ser un producto 100% vegetal, es un producto sin gluten lo que lo convierte en apto para celíacos. Esta envoltura, se utiliza para productos frescos y cocidos y queda muy bien en frituras.

Por último, Viscofan ha desarrollado soluciones de maquinaria para todos esos clientes que no tienen la tecnología necesaria para llevar a cabo sus embuticiones con los productos que la compañía ofrece.

2.2 Proveedores

Las materias primas que la compañía principalmente consume son la celulosa, el colágeno, el abacá y diferentes polímeros los cuales representan un 37% del total de las materias primas utilizadas por el grupo. El grupo es consciente de lo

que representa mantener buenas relaciones con los proveedores y del impacto que esto tiene. Por tanto, con el paso del tiempo se han ido estableciendo unos lazos de confianza, respeto, calidad en el servicio y oportunidades recíprocas en el crecimiento y aprendizaje. La compañía tiene como objetivo crear valor hacia todos los grupos de interés en los lugares en los que opera, incluido proveedores. Y como parte de este interés, el grupo compró el 56% de sus materias primas en los lugares donde está implantado. Tal es así que el periodo medio de pago a sus proveedores durante el año 2019 fue de 23 días frente a los 28 que fueron en 2018, muy por debajo de lo que los índices de morosidad indican. Sin embargo, hay que destacar que el grupo Viscofan no renuncia a la calidad y es por eso por lo que todos sus proveedores son sometidos o bien a un cuestionario o bien a una inspección de calidad, seguridad y coste por parte de sus técnicos de compras.

2.3 Estrategia de la Empresa

Desde el año 2009 Viscofan lleva desarrollando una estrategia diferenciada en tres etapas la cual ha concluido en 2020. Estas estrategias son “Be One”, “Be More” y “More To Be” las cuales se han desarrollado entre 2009 y 2011, 2012 y 2015 y 2016 y 2020 respectivamente. La intención de la compañía es mejorar en costes, tecnología y servicio, pero de manera escalonada buscando afianzar su posición de liderazgo en el sector. Es decir, durante la primera etapa de la estrategia, la compañía se centró en los costes buscando economías de escala. En la segunda etapa, la empresa buscaba mejorar en costes y tecnología y, por último, en su estrategia que finalizaba en 2020, la compañía buscaba ser líder en costes, tecnología y servicios convirtiéndose así en lo que ellos denominan “The Casing Company”. Así pues, a continuación, se desglosa la estrategia de la empresa por etapas.

2.3.1 Plan Estratégico Be ONE (2009-2011)

Durante este periodo el grupo a través de su estrategia busca aprovechar mejor sus economías de escala y posicionarse tanto geográficamente como de manera competitiva como referente único en el mercado. Para ello han buscado apoyarse en las siguientes iniciativas:

- Alinear la organización: el fuerte crecimiento tanto orgánico como inorgánico obliga al grupo a reorganizarse para poder alcanzar economías de escala. En 2009 se realizan por primera vez las compras centralizadas de las materias primas de manera que, aunque estas alcanzaron precios muy altos, el grupo fue capaz de contrarrestar esa subida de precios y que los márgenes no se viesen muy reducidos. El grupo siguió ampliando su red de proveedores de materias primas para que estas fueran utilizadas en todas sus plantas. Por último, se implanto un nuevo sistema de logística y consolidación financiera para favorecer la agilidad de la toma de decisiones en el futuro.
- Incrementar el valor añadido: los clientes demandan una mayor propuesta de valor añadido y esa es una de las cosas en las que el grupo tiene los ojos puestos. Por tanto, el grupo ofrece una clara propuesta de valor la cual se basa en nuevas oportunidades de crecimiento con unos importantes ahorros en costes.
- Expandir el crecimiento: El grupo cuenta con una presencia global y una capacidad tecnológica que le permite seguir creciendo además de ser el líder a nivel mundial. El potencial de crecimiento es especialmente significativo en regiones menos avanzadas como Asia y Latinoamérica y es por eso por lo que la compañía realizó importantes inversiones para acelerar la producción en su planta de China (Suzhou) puesto que el mercado asiático está llamado a ser unos de los mayores mercados a nivel mundial.
- Nuevos negocios: a lo largo del ejercicio de 2009, la compañía terminó las obras de ampliación de la central de cogeneración del centro productivo de Cáseda donde se obtuvieron unos ingresos superiores a los 20 millones de Euros. Esta ampliación permitió a la empresa no sólo obtener unos ingresos

extra sino también autoabastecerse y reducir las emisiones a la atmósfera por el uso y producción de energía. Por otro lado, se inició el estudio de dos alternativas de negocio nuevas en el ámbito de la bioingeniería mediante el uso de colágeno que más adelante se detallarán.

- Centros de excelencia por familias: La compañía ha especializado las plantas de producción según los diferentes productos que comercializa para centrarse en producir de la manera más eficiente posible. Así pues, la planta de Cáteda es el centro de excelencia de la celulosa, la de Alemania del colágeno, en EE. UU. se producen las tripas de fibrosa y en República Checa y Brasil los plásticos.

2.3.2 Plan Estratégico MORE TO Be (2012-2015)

La empresa en línea con su anterior plan estratégico lanza para el periodo 2012-2015 esta estrategia cuyas siglas se refieren a “Mercado en crecimiento”, “Optimización”, “Rentabilidad” y “Excelencia” y a través los cuales la empresa no sólo busca ser rentable sino a hacerlo a través de unos principios éticos de actuación. Cabe destacar que el mercado de las envolturas el cual alcanza un volumen de negocio de 4.200 millones de euros se divide en un 50% en uso de tripas animales y el otro 50% en las demás tecnologías que comercializa Viscofan. Del total de ese 50% que no son tripas animales, el grupo posee una cuota de mercado del 27% siendo este el líder mundial en envolturas. A continuación, se detalla los pilares sobre los que se sostiene la estrategia de la empresa. Para el periodo comprendido entre 2012 y 2015.

- Mercado en crecimiento: el mercado de las tripas artificiales está en crecimiento debido a dos pilares fundamentales. Por un lado, los clientes empiezan a dar paso a las tripas artificiales frente al uso de envolturas animales tradicionales y por el otro, a medida que la población mundial crece al igual que su poder adquisitivo, crece el consumo de carne y por tanto la demanda de envolturas. Así pues, en el año 2012 la demanda de envolturas creció un 8% con aumentos en la demanda de envolturas de colágeno por

encima del 10%. Ante esta situación, Viscofan vio una excelente oportunidad para invertir en mejoras internas que repercutiesen en su productividad en todas las tecnologías que tiene disponibles, haciendo especial énfasis en su tecnología de colágeno. Así pues, en el año 2012 Viscofan crea un centro de extrusión de colágeno en China. El gigante asiático multiplicó por 8 el consumo de envolturas en 6 años lo cual hace ver las oportunidades que allí hay. En 2012 la cuota de mercado de la empresa en China era del 9% pero el objetivo a finales del ejercicio de 2015 es que esté entre el 15 y el 20%. También estaba previsto que para 2014 Viscofan se convirtiese en el primer productor de envolturas de colágeno en Latinoamérica con la creación de su planta en Uruguay, continente donde las oportunidades de crecimiento son muy altas. Aunque las mayores inversiones estén previstas para la tecnología del colágeno, el grupo no quiso dejar de lado el resto de sus tecnologías donde tienen previsto que crezcan sus ventas en las regiones asiáticas y latinoamericanas.

- Optimización: el grupo esperaba que al término de la estrategia “Be MORE” tuviera producción global en todas las familias de productos haciendo especial énfasis en la globalización del colágeno. Para ello el grupo debía alcanzar un equilibrio entre el liderazgo tecnológico, los costes, la implantación productiva y el servicio que ofrece. Para poder alcanzar ese equilibrio, Viscofan sigue con el objetivo de que sus centros de excelencia sigan al frente de las mejoras tecnológicas de los cuales salen sus productos de alto valor añadido e ir transfiriendo esas mejoras tecnológicas al resto de plantas repartidas por el mundo que no están a la cabeza de estas. Por otro lado, la globalización del grupo viene a responder a un aumento de la demanda personalizada en áreas emergentes donde hubo que optimizar la cadena de suministro para poder captar mejor las sinergias. Para ello, se reforzó el área de operaciones para poder ser más eficientes en el manejo del capital circulante.
- Retorno: La compañía se encontraba ante una muy buena oportunidad de crecimiento debido al incremento de la demanda por parte del mercado. Sin embargo, las oportunidades de crecimiento no están reñidas con las mejoras

de los márgenes y ese era uno de los objetivos del grupo. Si bien al principio de la estrategia la presión del margen bruto era alta debido a la inflación de las materias primas, el objetivo al finalizar esta era que no lo fuera. Para contrarrestar esa subida de precios en las materias primas, el grupo amplió su base de proveedores a la vez que se convirtió en energéticamente más eficiente mediante su negocio de cogeneración para que los márgenes de EBITDA no solo no se vieran reducidos, sino que aumentasen. En 2012 el grupo invirtió 29 millones de euros y para los próximos años tenía previsto invertir otros 100 millones de euros. Aun así, el grupo estimaba que su cash flow operativo (entendido como EBITDA – Capex) se mantuviera siempre cerca de los 100 millones de euros.

- Excelencia: a través de este pilar el grupo busca fortalecer su relación con todos sus grupos de interés, es decir, accionistas, proveedores, clientes, y empleados entre otros. El sector de la tripa artificial es un sector muy complejo que requiere de un “know how” muy alto y que por tanto, tiene unas barreras de acceso muy altas, pero a la vez existe mucha competitividad para los jugadores que hay en el mercado. Si bien el grupo no vende directamente al consumidor final, su producto llega al consumidor final ya sea a través de envoltura comestible o envoltura para aportar un atractivo al producto final. Por tanto, la influencia de la envoltura juega un papel crucial en el consumo por parte del cliente final. Para asegurar la máxima excelencia, el grupo tiene una intensiva actividad en el ámbito del I+D en la que se busca tener siempre una tecnología propia que sea un referente en la industria.

2.3.3 Plan estratégico MORE TO BE (2016-2020)

En esta última etapa del plan estratégico que tenía la empresa y que estaba previsto que finalizara en 2020, se ha pretendido consolidar al grupo como “THE CASING COMPANY” o lo que viene a ser un líder global. Para ello el grupo ha hecho especial hincapié en la sostenibilidad siendo la primera empresa del sector en adherirse al Pacto Mundial de las Naciones Unidas. Durante esta

etapa, además, la compañía se ha centrado en el servicio, la tecnología y el coste.

- Servicio: en este apartado la empresa ha buscado ampliar su gama de productos para poder satisfacer toda la demanda del mercado. Así pues, entre los productos nuevos lanzados se encuentra la envoltura Natur de colágeno o la envoltura Veggie la cual es una opción comestible para flexitarianos, veganos y demás colectivos que ni comen productos de origen animal. Por otro lado, en 2018 se puso en marcha la nueva planta de celulósica fibrosa en España mediante la cual se pretendía desea ampliar la cartera de productos mediante el uso de estas tecnologías y ganar proximidad con los clientes europeos. De hecho, en 2018 y 2019 se ha podido observar que el grado de satisfacción del cliente ha aumentado considerablemente. Por otro lado, la adquisición de la de la empresa de envolturas de colágeno Nitta Casings perteneciente a un grupo japonés a finales de 2019 permitió a Viscofan acercarse a sus clientes americanos mejorando así el servicio ofrecido en uno de los mayores mercados mundiales de envolturas colágeno. Con la adquisición de Globus en Australia y Nueva Zelanda en 2019, el grupo completa su presencia en esa parte del mundo y mejora el servicio que puede ofrecer.
- Tecnología: el uso de la tecnología de Viscofan requiere de un buen conocimiento de las personas. En 2018 se pone en marcha una nueva tecnología de producción en la planta de Cáseda basada en la producción de viscosas (tanto celulósica como fibrosa). Se trata de la tecnología más avanzada del mercado en términos de producción. Para el grupo esto supone un gran avance en eficiencia, tiempos de producción y costes. Por último, se han llevado a cabo proyectos de industria 4.0 tanto en España como en República Checa a la vez que se están desarrollando tecnologías de gran calibre en Serbia también.
- Coste: las mejoras que se han ido introduciendo a lo largo de los años han permitido contrarrestar las subidas de algunos costes de producción como son los materiales, la energía o la inflación salarial en determinados países.

En el 2020 la empresa ha cumplido con los objetivos previstos por el plan estratégico puesto en marcha en el año 2016. De esta forma, el grupo se ha consolidado como el líder de los principales mercados de envolturas en cuanto a servicio, coste y tecnología además de ser el que mayor cuota de mercado tiene a nivel global. Además, el grupo está convencido que esta posición de liderazgo no se puede alcanzar sin un compromiso de sostenibilidad y por eso ha sido la primera empresa del sector en adherirse al Pacto Mundial de las Naciones Unidas para la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible. Para cumplir con el compromiso de sostenibilidad, el grupo creó en enero de 2020 una comisión interna de sostenibilidad para impulsar y apoyar el plan de actuación marcado.

Desde finales del primer trimestre de 2020, el mundo se ha visto impactado por el COVID-19 ante lo cual la empresa se visto obligada a centrarse en tres áreas concretas: velar por la salud de sus trabajadores, asegurar el abastecimiento de sus productos a toda la cadena de alimentación y contribuir a prevenir y luchar con la expansión del virus y los efectos que este produce. Tras los buenos resultados obtenidos con el plan estratégico MORE TO BE y la situación de pandemia que atraviesa el mundo, el grupo Viscofan ha decidido ampliar dicha estrategia al año 2021. El grupo tiene previsto desembolsar alrededor de 70 millones de Euros en capex a lo largo del año 2021 en la ampliación de su plan estratégico entre los que figuran varios proyectos de sostenibilidad. La compañía afronta el 2021 con un claro objetivo de ofrecer una propuesta de valor aún más competitiva, única y diferenciada de sus principales competidores. Dentro de esos proyectos destaca el plan para aumentar la capacidad de producción de fibrosa en la planta de Cáseda con la nueva tecnología utilizada y la culminación en la instalación de la nueva tecnología para la producción de colágeno en las plantas de EE. UU. De los 70 millones de Euros de inversión en capex previamente citados, se estima que más o menos el 21% de la inversión va a ir destinada a proyectos de sostenibilidad entre los que figuran la instalación de una caldera de hidrogeno verde en la planta de Cáseda para la cogeneración, la implantación de nuevos sistemas de protección para los trabajadores y nuevos sistemas antiincendios.

2.4 Desempeño de la empresa

Viscofan es un grupo que previo y posterior a su entrada en el Ibex 35 ha ido creciendo de manera sólida pero siempre de manera sostenida. Es decir, sus ventas han ido creciendo de manera paulatina manteniendo un férreo control sobre los costes y teniendo una deuda neta especialmente baja para una empresa de este tamaño. Así pues, a continuación, se muestra como se ha comportado el grupo durante los últimos cinco años. En 2016, tanto los ingresos como el Ebitda se vieron mínimamente reducidos (-1,5% & -4,6%) respecto a 2015 alcanzando una cifra de 730 millones de Euros y 204,1 millones de Euros respectivamente. Por el contrario, el resultado neto incrementó en un 4,1% alcanzando los 125 millones de Euros. La deuda neta del grupo asciendo a 8,8 millones de Euros lo que acudiendo al balance de la compañía podemos sacar dos conclusiones, por un lado, la deuda bancaria es relativamente baja para un grupo de este tamaño y, por otro lado, la compañía es capaz de generar bastante caja. De esta manera el grupo demostró una solidez operativa y de balance en un contexto en el que las condiciones del mercado eran adversas. Estos resultados permitieron al grupo seguir creciendo orgánica e inorgánicamente y seguir aumentando la retribución al accionista. El ejercicio de 2017 fue un gran año para la compañía puesto que aumentó tanto su cifra de negocio como su Ebitda en un 6,5% y 3,5% respectivamente (€778,1MM & €211,2MM respectivamente). Por el contrario, el resultado neto se vio ligeramente impactado reduciéndose en un 2,4% (€122MM). La deuda neta pasó de los 8,8 millones de Euros de 2016 a los 41,1 millones de Euros debido a las fuertes inversiones (€107,2MM) para la finalización del proyecto de ampliación de la planta de Cáteda, el aumento de la capacidad de las plantas de China y Serbia, la adquisición de Supralon y al compromiso que el grupo tiene con sus accionistas de aumentarles la retribución siempre que sea viable hacerlo que en este año el aumento de la retribución fue de un 6,5%. El ejercicio de 2018 volvió a ir en línea con lo que estaban siendo los ejercicios de años anteriores ya que la empresa mantenía una tendencia de crecimiento estable. Los ingresos ascendieron a 786 millones de Euros lo que supuso un incremento del 1%

respecto al ejercicio anterior. Sin embargo, el Ebitda se vio impactado debido a, por un lado, al aumento de los costes de las materias primas y de la energía a lo largo del ejercicio y por otro, al aumento de los costes fijos derivados de la ampliación de la planta de Cáseda. Así pues, el Ebitda decreció un 1,3% situándose en 208,8 millones de Euros. El resultado neto superó ligeramente el del año pasado (+1,7%) situándose en 123,7 millones de Euros. La deuda bancaria neta volvió a aumentar en este ejercicio hasta los 79,6 millones de euros. Si bien la mayoría de los desembolsos realizados por la empresa en materia de remuneración al accionista, inversiones y adquisiciones se hicieron con caja procedente de las operaciones, parte tuvo que hacerse a través de deuda bancaria. En general el grupo superó con éxito sus iniciativas de transformación interna a la vez que tuvo que hacer frente al aumento del coste de los inputs de producción. En 2019, el grupo alcanzó un nuevo record de ingresos al aumentar esta cifra un 8,1% respecto al ejercicio de 2018 (€849,7MM). Por el contrario, el Ebitda se vio impactado por el aumento de las cargas salariales debido a la adquisición de varias empresas y por la revalorización de otras divisas frente al Euro. Así pues, el Ebitda reportado en el ejercicio de 2019 fue de 201 millones de Euros lo que supone una reducción del 3,7% respecto del ejercicio anterior. Esta vez, el resultado neto se redujo considerablemente hasta los 105,6 millones de Euros. La deuda bancaria neta se redujo en un 46,6% hasta los 42,5 millones de Euros respecto al ejercicio anterior. Esto se debe a la buena gestión del capital circulante y la disminución de la inversión respecto al periodo anterior lo que se viene a traducir en un sólido flujo generación de caja operativo. Los 42,5 millones de Euros de deuda bancaria neta suponen un 11,4% del patrimonio neto de la empresa lo que se traduce en un apalancamiento bajo que permite al grupo poder hacer frente a sus obligaciones con sus acreedores. En 2020, la demanda de envolturas ha crecido de manera considerable, aunque el grupo ha tenido que sobreponerse a las dificultades que el COVID-19 ha traído consigo. Aun con las medidas que el grupo ha tenido que adoptar para salvaguardar la seguridad de sus trabajadores, los resultados del grupo han sido los mejores de su historia. La compañía ha alcanzado la cifra de 912,2 millones de Euros (+7,4% respecto a 2019) la cual

es hasta la fecha las más alta de su historia. En línea con el aumento en la cifra de negocio, el Ebitda ha crecido un 16,7% hasta los 234,4 millones de Euros marcando un nuevo record para la empresa. El resultado neto asciende a 122,5 millones de Euros. La fortaleza de estos resultados ha permitido al grupo poder reducir su deuda bancaria neta en un 10,2% hasta los 38,3 millones de Euros. Así mismo el grupo ha podido financiar un aumento en la salida de caja para repartir dividendo frente a 2019.

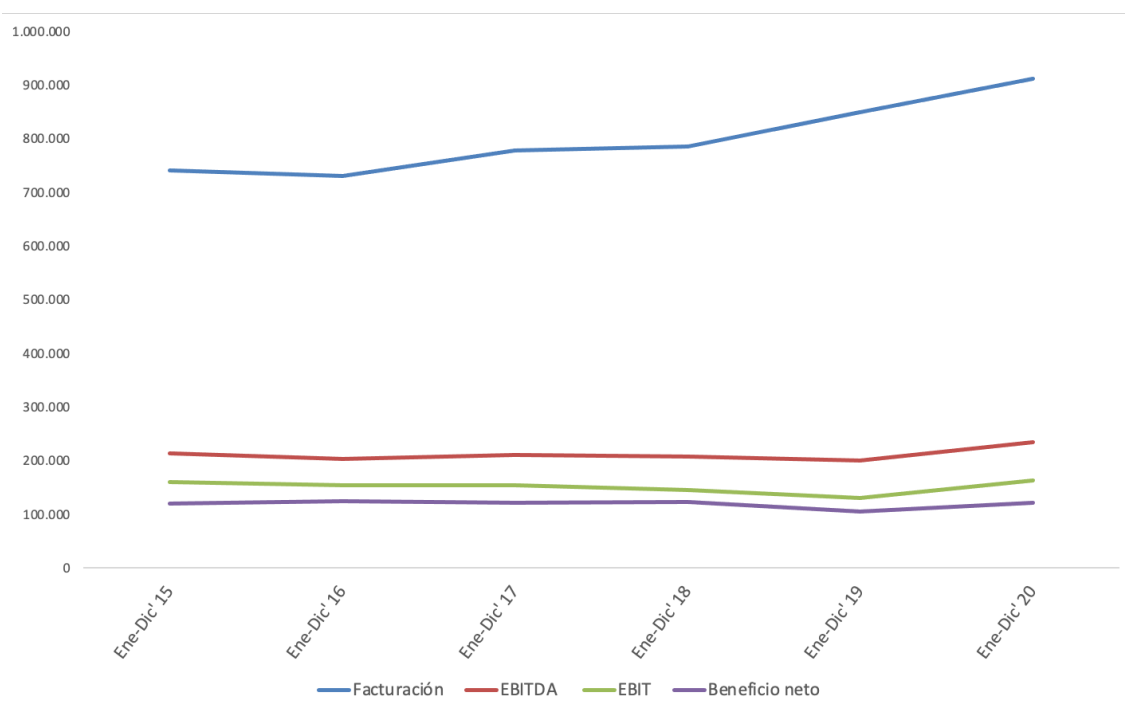


Ilustración 1: Márgenes de la compañía

Fuente: Elaboración propia

2.5 Perspectivas económicas

Las perspectivas económicas a nivel mundial en el año 2019 eran positivas. Sin embargo, tras la irrupción del COVID-19 en China y posteriormente a nivel mundial, el cierre parcial de comercios, empresas y el confinamiento de la población mundial han provocado que estas perspectivas inicialmente positivas resultasen negativas para el año 2020. Así pues, la contracción de la economía

mundial en 2020 resulto ser de un -3,5% (0,9 puntos mejor de lo inicialmente esperado tras la irrupción del COVID-19). Este severo colapso de la economía ha tenido un impacto muy negativo especialmente en las mujeres, los jóvenes, los pobres, los empleados a tiempo parcial, y los que trabajan en ambientes de alto contacto entre personas.

Aunque el reciente inicio de vacunación en la población mundial ha suscitado la esperanza de una mejoría de la pandemia para finales de este año, crece la preocupación por las actuales oleadas de contagios y las nuevas variantes del virus que están surgiendo. En medio de toda esta incertidumbre excepcional, se estima que el crecimiento de la economía mundial para 2021 sea del 5,5% y del 4,2% para 2022. Estas previsiones son 0,3 puntos superiores a la revisión anterior lo que refleja un refortalecimiento de la economía impulsado por la vacuna como se ha citado anteriormente.

Se prevé que las tasas de recuperación varíen mucho entre los diferentes países en función del acceso que estos tengan a intervenciones médicas, el apoyo político que reciban y la exposición que tengan frente a otros países en sus relaciones comerciales entre otras. Así pues, a continuación, se puede ver el pronóstico de recuperación para las diferentes economías.

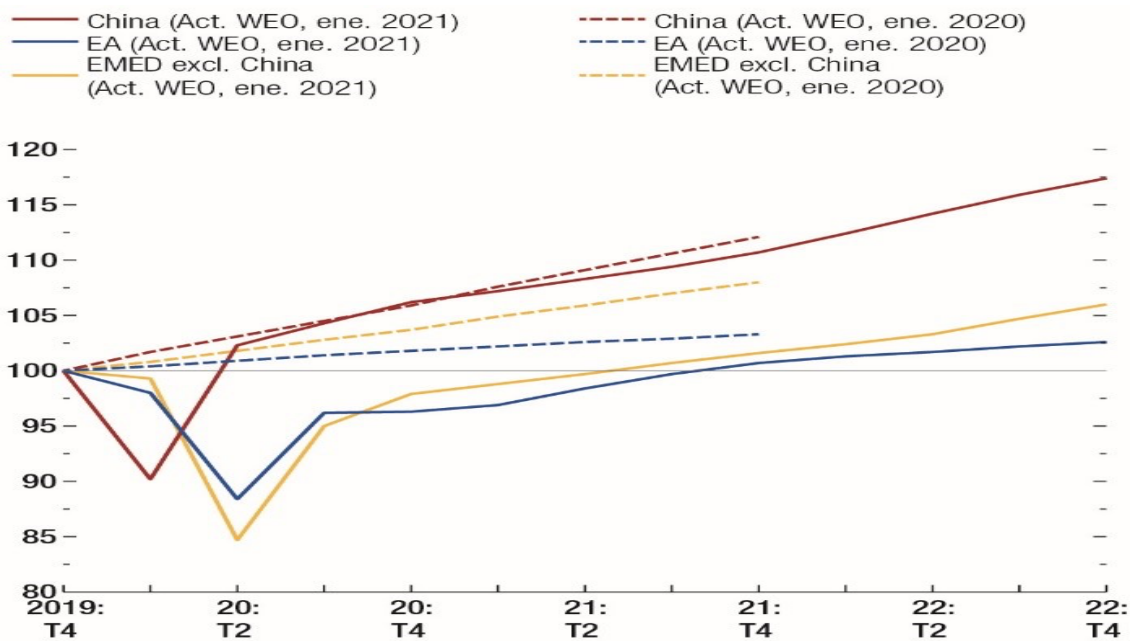


Ilustración 2: Perspectivas de crecimiento del PIB

Los resultados del PIB del tercer trimestre sorprendieron en su mayoría al alza (Australia, zona del euro, India, Japón, Corea, Nueva Zelanda, Turquía, Estados Unidos) o estuvieron en línea con las expectativas (China, México). Entre los componentes, el consumo privado fue el que más se recuperó. La inversión se recuperó relativamente lento, excepto en China. Las descomposiciones del gasto sugieren una liberación de la demanda reprimida y de los ajustes del teletrabajo. Dada la naturaleza en gran medida puntual de dicho gasto, es probable que se disipe una vez realizados los ajustes. Los datos de alta frecuencia sugieren cierta disminución en el cuarto trimestre de 2020, por ejemplo, en los nuevos pedidos, la producción industrial y el comercio mundial. El informe sobre el empleo en EE.UU. de diciembre también mostró el primer descenso neto de las nóminas no agrícolas desde abril de 2020. Además, la producción de los servicios sigue siendo escasa y es probable que se suavice aún más en los próximos meses con las nuevas restricciones para combatir el aumento de las infecciones.

Las múltiples aprobaciones de vacunas y el inicio de la vacunación en algunos países en diciembre han aumentado las esperanzas de un eventual fin de la pandemia. Además, los datos económicos publicados después de las previsiones del WEO de octubre de 2020 sugieren un impulso más fuerte de lo previsto en promedio en todas las regiones en el segundo semestre de 2020. A pesar del elevado y creciente número de víctimas de la pandemia, la actividad económica parece estar adaptándose a una actividad intensiva en contactos con el paso del tiempo. Por último, se espera que las medidas políticas adicionales anunciadas a finales de 2020, sobre todo en Estados Unidos y Japón, proporcionen más apoyo en 2021-22 a la economía mundial. Estos acontecimientos indican un punto de partida más fuerte para las perspectivas mundiales de 2021-22 que el previsto en la anterior previsión. Gracias a la creciente disponibilidad de vacunas, la mejora de las terapias, las pruebas y el rastreo, se espera que la transmisión local del virus llegue a niveles bajos en todas partes a finales de 2022. Algunas regiones y países llegarán a una

transmisión local baja antes que otros, dependiendo de las circunstancias específicas de cada país.

El considerable apoyo fiscal anunciado para 2021 en algunos países, incluidos los más recientes Estados Unidos y Japón, junto con el desbloqueo de los fondos de la UE, contribuirá a impulsar la actividad económica entre las economías avanzadas con efectos indirectos favorables para los socios comerciales. Sin embargo, se prevé que los déficits fiscales de la mayoría de los países disminuyan en 2021 a medida que los ingresos aumenten y los gastos disminuyan automáticamente con la recuperación.

Se supone que los principales bancos centrales mantendrán sus actuales ajustes de los tipos de interés oficiales a lo largo del horizonte de previsión hasta finales de 2022. Como resultado, se espera que las condiciones financieras se mantengan en general en los niveles actuales para las economías avanzadas, mientras que mejoren gradualmente para las economías de mercados emergentes. Dentro de este último grupo, se espera que la diferenciación entre los soberanos con grado de inversión (que han podido emitir deuda externa en grandes cantidades en 2020) y los prestatarios de alto rendimiento (muchos de los cuales están limitados en su capacidad de asumir deuda adicional y hasta hace poco no han accedido a los mercados internacionales durante la pandemia) disminuya a medida que la recuperación se afiance. Como se señala en la actualización del Informe sobre la estabilidad financiera mundial de enero de 2021, los mercados siguen siendo optimistas respecto a las perspectivas para 2021, confiando en la continuidad del apoyo político.

Incluso con la recuperación prevista en 2021-22, no se espera que las caídas en la producción se recuperen hasta después de 2022. En consonancia con los persistentes datos de producción negativos, se espera que la inflación siga siendo baja durante 2021-22. En las economías avanzadas se prevé que se mantenga en general por debajo de los objetivos de los bancos centrales en el 1,5%. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se prevé que la inflación algo más del 4%, lo que es inferior a la media histórica del grupo.

La actividad mundial se mantendrá muy por debajo de las proyecciones del informe WEO de enero de 2020 a lo largo del horizonte de previsión. La solidez

de la recuperación prevista variará según los países, en función de la gravedad de la crisis sanitaria, el alcance de las perturbaciones internas de la actividad (relacionadas con la estructura de la economía y su dependencia de los sectores que dependen del contacto entre personas), la exposición a los efectos indirectos transfronterizos y, sobre todo, la eficacia del apoyo político para limitar los daños persistentes.

2.6 Mercado de la carne

La producción de carne mundial en 2019 se situó en los 325 millones de toneladas debido principalmente al impacto que tuvo la peste porcina africana en China. Este brote afectó también a otros países asiáticos como Corea del Sur, Mongolia, Camboya, Indonesia, Myanmar y Vietnam entre otros además de expandirse por algunos países de Europa central y África. Las caídas en la producción de carne en China fueron del 10% en general y de hasta un 21% de caída en la producción de carne porcina concretamente. Sin embargo, el aumento de la producción de carne en países como Argentina o EE. UU. niveló la balanza dejando el crecimiento en la producción de carne mundial en un -2%. En los países don la producción de carne siguió en aumento se debió principalmente a tres factores. En EE. UU. se debió a la mejora en la productividad, en la UE se espera un aumento de la producción pese a la disminución de la carne de bovino, en España concretamente, la producción de cerdo aumentó para la exportación a China. Por último, si bien Argentina disminuyó su consumo, la producción aumentó para satisfacer la demanda exterior. En términos generales, los precios de la carne aumentaron un 5,6% en 2019 frente a 2018 donde la carne de cerdo congelada subió mucho debido al aumento de la demanda en China. Las exportaciones mundiales de carne también crecieron en 2019 siendo 4% mayores o lo que es lo mismo, alcanzando los 36 millones de toneladas. El principal importador mundial fue China con un aumento del 62% debido a la peste porcina.

Se estima que los precios de la carne para los próximos años se aumentarán estables o incluso se incrementarán ligeramente con respecto al periodo 2017-

2019. Se estima que los precios de la carne de cerdo se mantendrán altos mientras no se recupere el nivel de producción previo a la fiebre porcina en China y que posteriormente volverán a estabilizarse en los precios que estaban anteriormente. Actualmente los países en vías de desarrollo son los que impulsan el crecimiento en el consumo de carne y así seguirá siendo pese a que esta tendencia se vaya a estabilizar y pasé a un consumo de carne de mayor calidad. Pese a que los precios de la carne aumentarán en términos nominales hasta 2029, en precios reales el precio de la misma se verá disminuido. En el gráfico a continuación, se puede observar la evolución del precio de los distintos tipos de carne en términos nominales y reales a lo largo de los últimos años y lo que se espera que ocurre en los próximos.

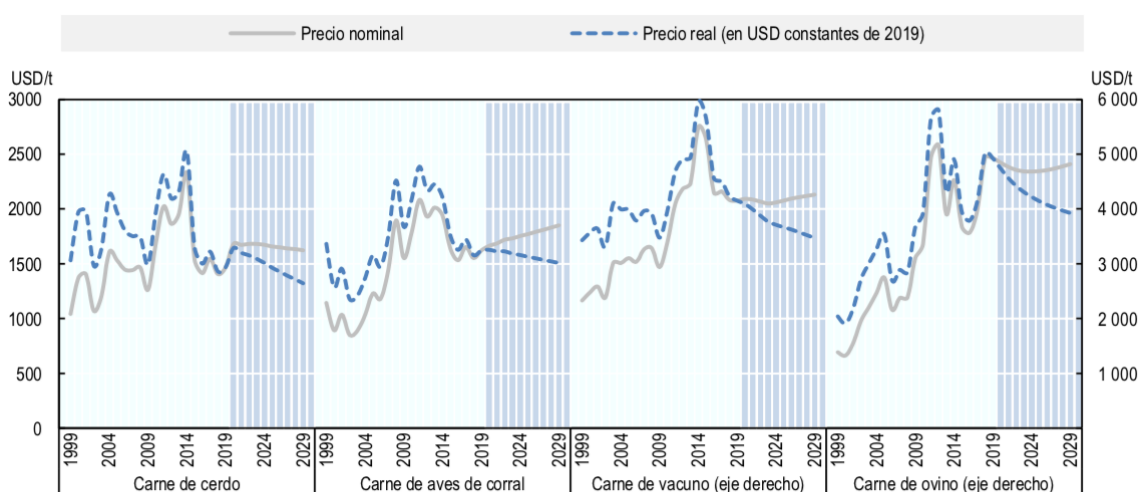


Ilustración 3: Variaciones del precio de la carne a nivel mundial

Fuente: OCDE/FAO (2020), "OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas", Estadísticas de la OCDE sobre agricultura (base de datos), <http://dx.doi.org/10.1787/agr-outl-data-en>.

Se prevé un aumento del 12% en el consumo para el 2029 frente al periodo base (2017-2019) si bien a medio plazo se estima que las tasas de crecimiento se verán afectadas como respuesta a un crecimiento de los ingresos más lento en diferentes regiones del planeta, el envejecimiento de la población y la estabilización en el consumo per cápita por parte de los países desarrollados los cuales están pasando a un consumo de más calidad por las preferencias dietéticas. Además, este aumento de consumo de carne se atribuye en su

mayoría al aumento del consumo de aves de corral como es el pollo, por ejemplo. Se espera que para 2029 la oferta de carne aumente en 40 Mt c.w.e. comparándolo con el periodo base donde durante los próximos 5 años la producción de cerdo será estable debido a la gripe porcina y donde el mayor aumento de la oferta será por parte de los países en vías de desarrollo. Las políticas comerciales, las restricciones sanitarias y los brotes de enfermedades en animales serán los principales “drivers” de la evolución de los mercados mundiales de la carne. Así mismo, las incertidumbres que ciertos acuerdos comerciales y las políticas de diferentes de diferentes países como puede ser el Brexit pueden jugar un papel trascendental en la manera de comercializar la carne. Por otro lado, los brotes del COVID-19 están trayendo consigo muchas incertidumbres sobre como se comportarán los mercados en el corto y medio plazo.

3 Métodos de valoración de empresas

La valoración de empresas sirve para otorgarle a una empresa el valor que esta se merece. Sin embargo, no se debe confundir valor con precio. Como dice el refranero español “sólo el necio confunde valor con precio”. Probablemente, los diferentes inversores que hay en el mercado otorguen a una misma empresa un valor diferente y como es lógico, el vendedor y el comprador de una empresa seguramente difieran en el valor que le otorgan a esta. El precio es únicamente la cantidad de dinero que el comprador y el vendedor acuerdan intercambiar a cambio del activo que va a cambiar de manos. Generalmente, el precio vendrá determinado por el punto de equilibrio donde confluyen el valor máximo que le otorga el comprador al activo y el valor mínimo que el vendedor le otorga a este. Así pues, para llegar a un entendimiento entre comprador y vendedor se necesita algún método para determinar el valor del activo (la empresa en este caso). Para ello requiere de una mezcla de sentido común y de conocimientos financieros para llegar a una valoración lo más acertada posible. Entre los métodos de valoración podemos encontrar métodos basados en la contabilidad (valor contable, valor liquidativo), en el descuento de flujos (descuento de dividendos, descuentos de flujos de caja) y en múltiplos (PER, múltiplo de ventas, etc..). Los métodos basados en los libros determinan el valor de la empresa mediante la estimación del valor de su patrimonio neto. Son métodos que se han utilizado tradicionalmente, pero presentan una serie de inconvenientes. Estos métodos se podrían denominar estáticos puesto que representan el valor de la empresa en un momento concreto (momento presente) y no tienen en cuenta lo bien o lo mal que la empresa lo pueda hacer en el futuro. Entre estos métodos de valoración se encuentran el valor contable y el valor de liquidación. El valor en los libros de una empresa (valor contable) son los recursos propios de la empresa que se calculan como la diferencia entre los activos que posee la empresa y la deuda (o pasivo exigible) que tiene esta. El valor de liquidación como su nombre indica es lo que les queda a los accionistas después de la liquidación de esta. Así pues, para ello se venden todos sus activos y se pagan las deudas que tiene la empresa junto con los gastos de liquidación (gastos de empleados y otros gastos

de liquidación). Hoy por hoy, dentro de los métodos de valoración contables este es el único que tiene sentido puesto que en esta situación se sabe que la empresa no tendrá actividad en el futuro.

Por otro lado, los métodos de descuento de flujos se basan en obtener el valor de una compañía mediante el descuento (utilizando una tasa de descuento apropiada) de una serie de flujos que se obtendrán en el futuro. Entre estos métodos se encuentran el descuento de dividendos y el descuento de flujos de caja futuros.

En el descuento de dividendos futuros lo que se pretende es predecir qué dividendos dará la empresa al accionista en el futuro y mediante la rentabilidad (denominada K_e) que se le exige a la acción de la compañía se descuentan estos flujos obteniendo un precio por acción. En función de cómo se estime que la empresa va a repartir sus dividendos se aplicarán diferentes formulas. El inconveniente de este método de valoración es que la empresa tiene que ser una empresa ya en su etapa de madurez y tener un histórico de ganancias estables al igual que de dividendos para poder tener una intuición de como serán los dividendos a futuro. Si bien Viscofan cumple con estos requisitos, se ha preferido valorarla mediante el descuento de flujos de caja.

El método de valoración por descuento de flujos de caja trata de determinar el valor de una empresa mediante el descuento de los flujos que generará en el futuro. Por tanto, el analista debe de hacer una serie de estimaciones basadas en hechos históricos de la empresa y predicciones futuras para así tratar de obtener unos flujos de caja los más semejantes posibles a los que serán en el futuro y posteriormente descontarlos mediante una tasa de descuento lo más adecuada posible. Como se ha citado previamente este es el método que se va a utilizar para valorar Viscofan y por tanto se tratará este método en más profundidad en el apartado siguiente.

3.1 Tipos de flujos de caja

El descuento de flujos de caja trata de valorar la capacidad que la compañía tendrá para generar dinero. Para aproximarse de la manera más acertada posible al valor real de la empresa, habrá que hacer unas estimaciones exhaustivas de lo que serán tanto los flujos de caja libre los cuales reflejan todas las salidas y entradas de efectivo de la empresa, como de la tasa a la que se van a descontar estos flujos. Generalmente, los flujos de caja libre se proyectan a 3 o 5 años y posteriormente se estima un valor residual el cual representa una duración indefinida de los flujos de caja futuros a partir del tercer o quinto año según la proyección que se haya hecho. Como se cita anteriormente, es importante utilizar una tasa de descuento lo más acertada posible puesto que si la tasa de descuento es muy baja, el valor que nos saldrá será demasiado elevado y por lo contrario si esta es muy alta, el valor de la empresa estará por debajo del valor real. Por otro lado, para el cálculo del valor residual de los flujos de caja se debe estimar un valor de crecimiento a futuro el cual también tendrá influencia en el valor de la empresa que se obtiene. Por lo general estos valores no suelen ser muy altos siendo un valor bastante aceptable entorno al 2%. Cabe destacar que esta tasa de crecimiento no puede ser superior a la tasa de descuento puesto que por la fórmula que se vera a continuación no tiene sentido que sea así ya que daría valores negativos. La fórmula para descontar flujos de caja libre es la siguiente:

Fórmula 1:

$$DFC = \sum_{n=1}^t \left(\frac{FC_n}{(1+tasa\ de\ descuento)^n} \right) + \frac{VR}{(1+tasa\ de\ descuento)^t}$$

Dónde la fórmula para obtener el valor residual resulta ser:

Fórmula 2:

$$VR = \frac{FC_t * (1 + tasa\ de\ crecimiento)}{tasa\ de\ descuento - tasa\ de\ crecimiento}$$

Un descuento de flujos de caja se puede hacer mediante diferentes flujos y cada uno de ellos dará un resultado diferente además de que habrá que utilizar diferentes tasas de descuento. A continuación, se muestra una tabla con los diferentes tipos de flujos de caja y las tasas que deben utilizarse para descontarlos:

Tabla 1: Tipos de flujo

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO A UTILIZAR	RESULTADOS
Flujo de caja libre (FCL)	WACC (Coste de los recursos)	Valor total de la empresa
Flujo de caja para accionistas (CFacc)	Tasa exigida por el accionista (K_e)	Valor de mercado de las acciones de la empresa
Flujo de caja para la deuda (CFd)	Coste de la deuda (K_d)	Valor de mercado de la deuda
Capital cash flow (CCF)	WACC antes de impuestos	Valor total de la empresa

Fuente: Elaboración propia en base a Fernández (2008)

El método que se aplicará para calcular el valor de Viscofan en este trabajo será el descuento de flujos de caja libre y por tanto va a ser el primero que se va a explicar en detalle. Este va a ser el tipo de flujo que se va a utilizar dado que es el más común utilizado entre los analistas. Los flujos de caja libre, FCL, muestran los flujos que se obtienen derivados de las operaciones de la empresa donde no se tienen en cuenta los gastos financieros de la empresa. Así pues, este flujo muestra el dinero que la empresa tiene disponible para distribuir entre sus accionistas, proveedores de fondos después de haber cubierto sus necesidades operativas y de inversión. En los siguientes apartados se explicará más en profundidad cómo se calcula este flujo y cuáles son los factores que intervienen (Fernández, 2008).

El flujo de caja para el accionista (o free cash flow to equity, FCFE en inglés) como su nombre indica, corresponde al accionista y es preciso incluir los fondos que la empresa a recibido o devuelto a lo largo del ejercicio fiscal. Este flujo muestra el dinero disponible para el accionista después de que la compañía haya cumplido con sus obligaciones financieras y de inversión. Gracias a este flujo de caja se suele remunerar al accionista mediante el pago de dividendos o

programas de recompra de acciones. La fórmula para calcular este flujo es el siguiente (Fernández, 2008):

Fórmula 3:

Flujo de caja para el accionista = Beneficio neto + Amortizaciones – Variaciones en el capital circulante – Adquisición neta de activos fijos + Cambios en la deuda neta

El flujo de caja para la deuda trata de determinar el valor de mercado de la deuda que la empresa tiene contraída. En ella intervienen tanto el pago de intereses como las devoluciones de principal por parte de la empresa. Por lo general, el valor de la deuda en los libros suele coincidir con el valor de mercado de la deuda (Fernández, 2008).

El flujo de caja de capital se define como la capacidad que tiene la empresa para generar fondos para pagar a sus acreedores y a sus accionistas tras haber cumplido con sus obligaciones y los gastos propios de su actividad. Para el cálculo de este flujo se requiere conocer previamente el flujo de caja para la deuda y el flujo de caja para el accionista puesto que resulta de la suma de ambos (Fernández, 2008).

3.2 Procedimiento para el cálculo del descuento de flujos de caja libre

Como se ha citado anteriormente, para realizar un descuento de flujo de caja libre y obtener el valor de la empresa intervienen diversas variables que se explican en las próximas líneas. En primer lugar, se debe calcular el flujo de caja libre en el cual intervienen el BAIT, el tipo impositivo, las amortizaciones, el Capex y las variaciones en las NOF. En segundo lugar, se debe tener en cuenta la tasa de crecimiento a perpetuidad denominada como “g”, que tendrá una influencia considerable a la hora de calcular el valor residual. Y por último y no menos importante el WACC (weighted average cost of capital por sus siglas en

inglés) el cual resulta ser una ponderación entre el coste de la deuda después de impuestos y la tasa de retorno requerida por el accionista (Fernández, 2008).

3.2.1 Flujo de caja libre

Como se ha visto anteriormente, para el cálculo del flujo de caja libre debemos partir del BAIT (beneficio antes de intereses impuestos) el cual se obtiene directamente de la cuenta de pérdidas y ganancias. Sin embargo, a esto debemos restarle los impuestos y por tanto habrá que multiplicarlo por (1- tasa impositiva) la cual en España por lo general se toma como que es un 25%. De esta manera llegamos al NOPAT (net operating profit after tax por sus siglas en inglés). Posteriormente se sumaran las amortizaciones que también se pueden extraer de la cuenta de resultados. Las amortizaciones se vienen a sumar puesto que en la cuenta de resultados han sido restadas, pero realmente no ha habido una salida de caja por lo tanto es una salida ficticia. A continuación, habrá que restarle los incrementos en las necesidades operativas de fondos (NOF) que se calculan como las variaciones de capital circulante sin tener en cuenta el efectivo y resultan de la siguiente fórmula:

Fórmula 4:

$$\text{NOF} = \text{Tesorería} + \text{Inventarios} + \text{Deudores} - \text{Pasivo espontáneo (o cuentas a pagar)}$$

Y, por último, habrá que restarle el Capex (capital expenditures en inglés) lo cual resulta ser la inversión en activos fijos. El capex se obtiene mediante el incremento neto en los activos fijos del balance a lo que hay que sumarle la amortización que se obtiene de la cuenta de resultados. Por tanto, la fórmula para la obtención del flujo de caja libre se muestra a continuación:

Tabla 2: Obtención del flujo de caja libre

Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
- Impuestos sobre el BAIT (30%)
Beneficio neto de la empresa sin deuda
+ Amortización
- Incremento de activos fijos
- Incremento de NOF
= Flujo de caja libre

Fuente: Elaboración propia en base a Fernández (2008)

3.2.2 Tasa de descuento, WACC

Como se ha comentado anteriormente, la tasa de descuento juega un papel fundamental en la valoración de empresas mediante el descuento de flujos de caja puesto que una tasa de descuento demasiado baja nos dará un valor de empresa superior al valor real y viceversa. Para descontar flujos de caja libre se debe de utilizar la WACC. Se trata de una ponderación entre el coste de la deuda después de impuestos y la tasa de retorno requerida por el accionista (Fernández, 2008). La WACC no solo sirve para descontar flujos de caja libre sino también como benchmark para saber si una inversión resulta rentable o no al compararlo con la TIR de la inversión. Así pues, si la TIR de una inversión fuese inferior a la WACC no sería rentable realizar esa inversión puesto que el coste de financiación sería superior al retorno de la inversión. Sin embargo, en este caso no se está tratando ese tema.

La WACC se calcula ponderando la rentabilidad exigida por el accionista (K_e) y el coste de la deuda de la empresa (K_d) en función de la estructura financiera que tiene la empresa. Así pues, la fórmula de la WACC resulta ser:

Fórmula 5:

$$WACC = K_e \times E / (E+D) + K_d \times (1-t) \times D / (D + E)$$

Dónde:

K_e : rentabilidad exigida por el accionista

Kd: coste de la deuda

(1-t): beneficio fiscal del pago de intereses

E: proporción de recursos propios

D: proporción de deuda

La obtención del coste de la deuda resulta relativamente fácil puesto que saldrá de dividir los intereses que se descuentan en la cuenta de resultados y dividirlos entre la deuda bancaria a corto y a largo plazo. Por otro lado, el retorno exigido por el accionista resulta un poco más costoso de calcular y se verá a continuación. Para obtener el retorno exigido por el accionista se utilizará el modelo CAPM el cual mide el riesgo de una inversión y es el método más utilizado. La fórmula del modelo es la siguiente:

Fórmula 6:

$$R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Dónde:

R_f: tasa libre de riesgo

Beta, β : riesgo sistemático del mercado

R_m - R_f: prima del mercado

La beta es una variable que mide el riesgo que no es diversificable y se le conoce como el riesgo sistemático. Es decir, es el riesgo que tiene una compañía al cotizar en el mercado. A diferencia, del riesgo no sistemático, este riesgo no se puede diversificar y es el riesgo que más debe tener en cuenta un inversor a la hora de invertir en una acción. Un activo con una beta superior a uno significa que el activo crece más que el mercado cuando este es alcista. Por lo contrario, si es inferior a uno quiere decir que el activo en un entorno alcista crecerá menos que la media, pero en un entorno bajista también decaerá menos que la media.

La manera de calcular la beta de un activo se ve en la fórmula que sigue, la cual es una división entre la covarianza de la rentabilidad del índice en el que cotiza

la acción y la propia acción y la varianza de la propia acción. La fórmula es la siguiente:

Fórmula 7

$$\text{Beta} = \frac{\text{COV}(R_m, R_i)}{\text{VAR}(R_i)}$$

3.3 Valoración de Viscofan

Para valorar la compañía, en primer lugar, se ha mirado cual ha sido su desempeño en durante sus último cinco años. Para ello se ha acudido tanto al balance de la compañía como a las cuentas de resultados y a sus generaciones de flujos de caja. Como se puede comprobar en sus cuentas de resultados, el grupo ha ido aumentando sus ventas de manera sostenida hasta alcanzar un nuevo record en el año 2020. Así mismo, sus márgenes de Ebitda se han mantenido entre el 24% y el 29% lo cual nos indica que su negocio ha sido bastante estable igualmente. Por último, el beneficio neto de la empresa, salvo en el año 2019, es estable entre los 120 y los 125 millones de Euros.

Por otro lado, acudiendo tanto al balance como a la generación de caja, se puede observar crecimientos, inversiones y endeudamientos muy sostenidos. La deuda bancaria neta de la compañía se mantiene siempre muy baja para el tamaño de la empresa que se está tratando. Tal es así, que en el año 2020 la deuda bancaria neta del grupo es negativa, es decir, la compañía tiene más efectivo y equivalentes que deuda bancaria. Además, acudiendo a los flujos de caja se puede observar que la generación de caja le permite al grupo poder hacer frente a sus obligaciones con sus acreedores (proveedores, bancos, etc...).

3.3.1 Generación de flujo de caja libre

Como se cita anteriormente, el flujo de caja libre se obtiene con variables como el BAIT, el tipo impositivo, las amortizaciones, las inversiones en inmovilizado y

las necesidades operativas de fondos. Por lo tanto, se va a ir uno a uno explicando de dónde provienen.

En primer lugar, el NOPAT no es más que el BAIT multiplicado por (1- tipo impositivo). El BAIT se obtiene directamente de la cuenta de resultados y el tipo impositivo general en España es del 25%. En la tabla a continuación, se muestra cómo se ha obtenido el NOPAT:

Tabla 3: Obtención NOPAT

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BAIT	160.794	154.366	154.853	146.321	130.283	162.907
1-TAX (25%)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
NOPAT	120.596	115.775	116.140	109.741	97.712	122.180

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas de Viscofan

Las amortizaciones son sencillas de sacar puesto que se obtienen directamente de la cuenta de resultados. Por otro lado, para obtener el Capex se debe acudir en primer lugar al balance. En segundo lugar, se debe sumar los inmovilizados intangibles y materiales del año base, restarle los inmovilizados intangibles y materiales del año anterior al base y finalmente acudir a la cuenta de resultados para sumarle la amortización. En la tabla siguiente se muestra como se ha hecho:

Tabla 4: Obtención Capex

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inmovilizado intangible	18.334	16.425	19.293	22.915	19.635	19.268
Inmovilizado material	382.025	431.910	469.799	479.479	514.326	475.293
Amortización	53.049	49.699	56.382	62.438	70.674	71.526
CAPEX		97.675	97.139	75.740	102.241	32.126

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas de Viscofan

Por último, continuando con estos procedimientos, para calcular las necesidades operativas de fondos, NOF, se debe acudir al balance y, por un lado, sumar las existencias, los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar y otros activos

financieros corrientes, y por el otro lado, restarle la cuenta de acreedores comerciales y otros pasivos corrientes. Para calcular la variación de las NOF simplemente se restan las NOF del año anterior al año base. A continuación, se muestra cómo quedaría este procedimiento:

Tabla 5: NOF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
+ Existencias	208.637	229.578	238.530	284.341	277.390	273.193
+ Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	159.296	174.871	172.134	178.711	184.347	183.473
+ Otros activos financieros corrientes	2.133	2.574	2.727	2.910	3.454	2.435
- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	-80.818	-81.753	-88.596	-88.187	-90.893	-96.240
- Otros pasivos corrientes	-431	-367	-575	-268	-212	-2.376
NOF	288.817	324.903	324.220	377.507	374.086	360.485
Variación NOF		36.086	-683	53.287	-3.421	-13.601

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas de Viscofan

Tras obtener todas las partes que componen el flujo de caja libre, simplemente hay que acudir a la formular y sumar o restar según corresponda para llegar al resultado final. Así pues, en la tabla de abajo se puede ver cómo se ha obtenido el flujo de caja libre entre los ejercicios de 2016 y 2020.

Tabla 6: Obtención flujo de caja libre

*En miles de €	Ene-Dic' 16	Ene-Dic' 17	Ene-Dic' 18	Ene-Dic' 19	Ene-Dic' 20
NOPAT	115.775	116.140	109.741	97.712	122.180
+ Amortizaciones	49.699	56.382	62.438	70.674	71.526
% aumento		13%	11%	13%	1%
CAPEX	(97.675)	(97.139)	(75.740)	(102.241)	(32.126)
VARIACIÓN NOF	36.086	(683)	53.287	(3.421)	(13.601)
FCL	31.713	76.066	43.152	69.566	175.181

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas de Viscofan

3.3.2 Proyección del flujo de caja libre

Como se viene comentando a lo largo de este trabajo, para poder proyectar los flujos de caja, se deben de hacer una serie de estimaciones lo más adecuadas

posible a la realidad. De esta manera, se intentará obtener un valor de empresa que se asemeje lo más posible al valor real de la compañía.

En primer lugar, la compañía estima que durante el ejercicio de 2021 su crecimiento será del 4%. Para eso hay que tener cuenta la posición de liderazgo mundial que mantiene la compañía, el crecimiento de consumo de carne mundial que se espera a medio plazo¹ y, que la compañía año tras año cumple con los objetivos de crecimiento que se marca. Por eso, se estima que un crecimiento del 4% en su BAIT es razonable. Así pues, para los próximos tres años se va a suponer que el BAIT de la compañía va a crecer al 4%. En cuanto a la tasa impositiva, se estima que no se moverá y por tanto quedará fijada en el 25%.

En segundo lugar, la compañía viene teniendo una inversión en Capex de alrededor de 80 millones de Euros. Esto se ha debido a que la compañía ha estado llevando a cabo un plan estratégico de expansión. Dado que la compañía pretende mantener su estado de liderazgo mundial tanto por ventas como por tecnología disponible, se estima que seguirá manteniendo una inversión en capex similar a la de la media de estos últimos años.

Por el lado de la amortización, se ha visto cómo ha ido creciendo a lo largo de los últimos años y se ha proyectado de manera que crezca al mismo ritmo ya que el capex se sigue manteniendo.

Finalmente, habría que estimar las variaciones de necesidades operativas de fondos, NOF. Acudiendo al histórico de las NOF, se puede ver que estas variaciones algunos años son positivas y otros negativas. Por tanto, en primer lugar, se ha obtenido la ratio de NOF/ventas y seguido se ha hecho la media para ver cuáles serán las NOF de los próximos años en función de las ventas.

Por lo tanto, las estimaciones de flujos de caja para los próximos tres años quedarían de la siguiente manera:

¹ Según OECD-FAO AGRICULTURAL OUTLOOK 2020-2029 © OECD/FAO 2020

Tabla 7: Proyección flujo de caja libre

*En miles de €	Ene-Dic' 21 E	Ene-Dic' 22 E	Ene-Dic' 23 E
NOPAT	127.067	129.608	132.200
+ Amortizaciones	78.679	86.547	95.202
% aumento	10%	10%	10%
CAPEX	(80.984)	(80.984)	(80.984)
VARIACIÓN NOF	(56.919)	(16.697)	(17.364)
FCL	67.843	151.868	163.782

Fuente: Elaboración propia

3.3.3 Tasa de descuento de los flujos de caja, WACC

Como se ha comentado anteriormente, la obtención de un WACC adecuado juega un papel fundamental en la obtención de un valor de compañía cercano a la realidad.

Anteriormente ya se ha explicado la obtención del WACC de manera teórica y a continuación se hará de manera práctica.

En primer lugar, se verá la proporción de capitalización bursátil y deuda bancaria que tiene la compañía (E & D):

Tabla 8: Proporción deuda/RRPP

Capitalización	2.230.362
Deuda	135.276
D	5,7%
E	94,3%
D+E	2.365.638

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas de Viscofan

En segundo lugar, se va a calcular el coste de la deuda (Kd). El procedimiento es muy sencillo, simplemente habrá que ver la cantidad de intereses que reporta

la empresa como gasto en su cuenta de resultados y dividirlo por la suma total de deuda financiera que tiene la empresa en balance como se ve a continuación:

Tabla 9: Coste de la deuda

Deuda	135.276
Intereses	1.475
Kd	1,09%
(1-T)	75%
Kd * (1- T)	0,818%

Fuente: Elaboración propia

Por último, hay que calcular el retorno requerido por el accionista (K_e) mediante el modelo CAPM. El riesgo sistemático, Beta, se puede encontrar en muchas páginas web especializadas en finanzas. Viscofan tiene una Beta de 0,11 (<https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/20041EE/Viscofan-S-A-/Beta>). Por otro lado, la media de la tasa libre de riesgo utilizada ha sido 1,3% mientras que la prima de mercado en 2020 fue 6,30% (Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020, Fernández 2020). Aplicando la fórmula del CAPM expuesta anteriormente, obtenemos un retorno requerido por el accionista de 1,09%. A continuación, se muestran todos los datos en una tabla:

Tabla 10: Retorno requerido por al accionista

Rf	1,30%
Rm-Rf	6,30%
Beta	0,11
K_e (CAPM)	1,99%

Fuente: Elaboración propia

Así pues, teniendo todas las variables que componen el WACC se puede proceder a obtenerlo utilizando la fórmula anteriormente vista. En la tabla a continuación se muestra el WACC obtenido:

Tabla 11: WACC

D	5,70%
E	94,30%
Kd * (1 - T)	0,82%
Ke	1,99%
WACC	1,92%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede comprobar, el WACC que se obtiene mediante este procedimiento es demasiado bajo. Aunque Viscofan es una compañía que tiene unos niveles de deuda neta excepcionalmente bajos para el tamaño de empresa que es, su coste de financiación no puede ser tan bajo teniendo en cuenta que otras compañías muy solventes como Inditex tienen un coste de capital muy superior. Esto se debe al excesivo peso que tienen los recursos propios respecto a la deuda los cuales, representan el 95% de los recursos totales de Viscofan. Al haber obtenido el retorno requerido por el accionista mediante el método del CAPM dónde entra la beta de la acción que en este caso es muy baja (cercana a 0) y que los recursos propios tienen tanto peso, el resultado sale distorsionado y no tendría sentido utilizar dicha WACC.

Por lo tanto, lo que se ha procedido a hacer es investigar qué coste de los recursos han utilizado diferentes analistas que cubren esta compañía y se va a utilizar el que se considere más apropiado. Entre los diferentes WACCs utilizados por los analistas se ha decidido utilizar el WACC que utiliza Bankinter para su valoración el cual es 5,5%. Se ha decidido utilizar este WACC ya que se considera que es un valor conservador teniendo en cuenta, como se ha dicho antes, que la compañía actualmente es una compañía con muy poco riesgo dados sus niveles de apalancamiento, capacidad de generación de caja y resultados estables.

Finalmente, para poder obtener el valor residual tras la proyección de los flujos de caja libre, se ha decidido utilizar una tasa de crecimiento “g” del 2%. Esta tasa es relativamente alta, pero se debe tener en cuenta que la compañía es líder

indiscutible en su sector, posee la mejor tecnología que hay en el mercado y además el consumo de carne mundial va en aumento con lo que, a priori, la empresa debería seguir ganando cuota de mercado en el futuro.

Tras tener todos los elementos necesarios para poder obtener un valor de la empresa mediante el descuento de flujos de caja libre, se procede a obtenerlo como se puede apreciar en la tabla que sigue:

Tabla 12: Descuento de flujo de caja libre y EV

*En miles de €	Ene-Dic' 21 E	Ene-Dic' 22 E	Ene-Dic' 23 E	VR
NOPAT	127.067	129.608	132.200	
+ Amortizaciones	78.679	86.547	95.202	
% aumento	10%	10%	10%	
CAPEX	(80.984)	(80.984)	(80.984)	
VARIACIÓN NOF	(56.919)	(16.697)	(17.364)	
FCL	67.843	151.868	163.782	4.773.075
DFCL	64.306	136.446	139.479	4.064.816
EV 20'	4.405.047			

Fuente: Elaboración propia

Tras esta valoración se obtiene un EV de 3.526 millones de Euros. Sin embargo, para poder obtener el valor de cada acción en primer lugar, habría que restarle la deuda neta al valor obtenido y posteriormente dividirlo entre el número total de acciones que tiene la empresa. En este caso, la compañía tiene una deuda neta negativa lo que significa que tiene más caja disponible que deuda. Por lo tanto, ese valor no se restará, sino que se sumará al valor de la empresa. Tras dividir el valor total de las acciones se ha obtenido un precio objetivo de 95,1€. A continuación, se muestran los datos en forma de tabla:

Tabla 13: Precio objetivo de la acción

EV 20'	4.405.047
Deuda Neta	-1.106
Valor Patrimonial	4.403.941
Número Acciones	2.230.362
Precio Objetivo	95,10 €

Fuente: Elaboración propia

Dado que los valores utilizados tanto para el WACC como para la tasa de crecimiento “g” pueden variar, se ha procedido a hacer una tabla de sensibilidades para obtener un rango de precios en los que se podría mover la acción. Así pues, en el análisis de sensibilidades realizados se han valorado niveles de WACC desde el 4,5% hasta el 6,5% y por el lado de la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha utilizado desde el 1% hasta el 3%. Los valores obtenidos para estos rangos son los siguientes:

Tabla 14: Análisis de sensibilidades

WACC/g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
4,5%	96,9	112,3	133,9	166,2	220,1
5,0%	84,5	96	111,2	132,6	164,6
5,5%	74,9	83,7	95,1	110,2	131,3
6,0%	67,2	74,2	82,9	94,2	109,2
6,5%	60,9	66,6	73,5	82,2	93,3

Fuente: Elaboración propia

Con este valor de empresa que se ha obtenido, la empresa quedaría valorada en un múltiplo de EV/Ebitda de 18,8 veces.

4 Conclusiones

Para concluir con este estudio se va a hacer una síntesis de lo que se ha visto sobre la compañía y los resultados que se han obtenido. Viscofan es la compañía líder mundial en el sector de las envolturas sintéticas. Además, es la única compañía que posee una gama de productos con las cuatro tecnologías de envolturas sintéticas que existen actualmente en el mercado. Estas tecnologías son la fibrosa, la celulosa, el plástico y el colágeno. Además, actualmente está desarrollando una quinta tecnología 100% vegetal debido al crecimiento de consumidores vegetarianos y veganos que está habiendo en el mercado. El grupo se encuentra presente en los principales mercados mundiales como son Europa, Norte América, América Latina, Asia y Oceanía con una cuota de mercado del 34%. A lo largo de los últimos años la compañía ha experimentado un proceso estratégico de transformación dónde entre otras cosas se han adquirido diversas empresas, se han actualizado los recursos disponibles y se ha hecho una fuerte inversión en I+D. El próximo año la compañía finaliza este periodo que tras los resultados vistos ha resultado ser muy satisfactorio. Por el lado de la actividad empresarial, la compañía ha ido aumentando sus ventas año a año y se ha sabido sobreponer a las turbulencias derivadas de los precios de las materias primas que utilizan.

En cuanto a márgenes la compañía ha sabido mantenerlos estables a lo largo de los años lo que en cierto modo ha repercutido en que sea un grupo estable. Por el lado financiero, el grupo no tiene una política de endeudamiento muy alta para el tamaño que tienen y eso juntado a las capacidades de generar caja que tienen, les ha permitido tener una solvencia excepcional. Además, sus capacidades de generar caja le han permitido incrementar su remuneración al accionista año a año y poder acometer diversos proyectos de inversión.

En cuanto a la parte de valoración, según los resultados obtenidos tras descontar flujos de caja libre y el análisis de sensibilidades realizado, se puede determinar que la acción está actualmente infravalorada por el mercado. A 31 de diciembre de 2020, el precio de la acción estaba a 58,05€ y la media del precio de la acción a lo largo de 2020 ha sido 55,8€, llegando a estar en 63,9€ en su momento más

alto. Tras el precio obtenido en la valoración el cual es 95,1€, el potencial de crecimiento sería de entorno a un 60%. Teniendo en cuenta el potencial alcista del precio de la acción y la política de crecimiento de remuneración al accionista año tras año, la recomendación es comprar.

5 Bibliografía

S.A., V. (2021). Financial information - Viscofan Meat Casings. Obtenido 15 enero 2021, de <https://www.viscofan.com/investor-relations/financial-information-and-annual-report>

Fernández, P., de Apellaniz, E., & Acín, J. (2020). *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020*.

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*.

Fernández, P. (2019). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*.

Fenebris.com, F. (2021). ES - Market Risk Premia. Retrieved 13 April 2021, from <http://www.market-risk-premia.com/es.html>

Análisis y Mercados, Viscofan (2021). Obtenido el 21 marzo 2021, de https://www.r4.com/download/estatico/informes/informe_valoracion_viscofan_20180508.pdf

Viscofan (2019). Obtenido el 13 febrero 2021, de https://docs.bankinter.com//file_source/blog/Contents/A-Documentos/Informes%20empresas/informe-viscofan-marzo-2021.pdf

Analytics, I. (2021). Viscofan, S.A.: Beta apalancada / Beta no apalancada (VIS | ESP | Food Products) - Infront Analytics. Obtenido el 13 marzo 2021, de <https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/20041EE/Viscofan-S-A-/Beta>

WORLD ECONOMIC OUTLOOK UPDATE. (2021). Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>

OECD iLibrary | OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2020-2029 - a0848ac0-es.pdf. (2021). Obtenido 20 enero 2021, de <https://www.oecd-ilibrary.org/deliver/a0848ac0-es.pdf?itemId=/content/publication/a0848ac0-es&mimeType=pdf>