



# Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas.

Análisis del sector vitivinícola.

*Business valuation.*

*Analysis of the wine sector.*

Autor

Ana Langarita Santos

Director

Luis Alberto Fabra Garcés

Facultad de Economía y Empresa / Universidad de Zaragoza

2019-2020

**Autor:** Ana Langarita Santos

**Director:** Luis Alberto Fabra Garcés

**Título:** Valoración de empresas. Análisis del sector vitivinícola. Business valuation. Analysis of the wine sector.

**Titulación:** Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO). Universidad de Zaragoza

## RESUMEN

El objetivo de este trabajo es la realización de la valoración de dos empresas del sector vitivinícola español a través de sus cuentas anuales, para ello se han seleccionado dos sociedades, Barón de Ley S.A. y Bodegas Riojanas S.A.

Para poder realizar las valoraciones primero comenzaremos realizando un análisis tanto de las empresas como del sector en el que operan, además se añadirá un análisis contable de ambas empresas para poder observar como se encuentran estructuralmente y también con la visión de diferentes ratios calculados.

Después de estos análisis iniciales se dará paso a la realización de los diferentes métodos de valoración de ambas empresas, entre los que se encuentran los métodos basados en el valor patrimonial, basados en el fondo de comercio, en el descuento de flujos de tesorería o los métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa. Para una mejor comprensión se añadirán gráficos para poder visualizar mejor las cifras. Dichas valoraciones nos servirán para poder comparar ambas empresas entre sí.

Para finalizar, se compararán las valoraciones resultantes de los diferentes métodos de valoración con la valoración que el mercado hace de estas empresas, para ello utilizaremos la capitalización bursátil de ambas empresas; con todos estos datos se sacaran las conclusiones que se consideren necesarias.

## **ABSTRACT**

The objective of this work is to carry out the valuation of two companies in the Spanish wine sector through their annual accounts, for which two companies have been selected, Barón de Ley S.A. and Bodegas Riojanas S.A.

In order to carry out the valuations, we will first begin by carrying out an analysis of both the companies and the sector in which they operate, in addition an accounting analysis of both companies will be added to be able to observe how they are structurally and also with the vision of different calculated ratios.

After these initial analyzes, the different valuation methods of both companies will be carried out, among which are the methods based on the equity value, based on goodwill, discounted cash flow or methods based on the company's income statement. For a better understanding, graphs will be added to better visualize the figures. These evaluations will help us to compare both companies with each other.

Finally, the valuations resulting from the different valuation methods will be compared with the valuation that the market makes of these companies, for this we will use the market capitalization of both companies; With all these data, the conclusions that are considered necessary will be drawn.

## INDICE

1. Descripción general y objetivos .....	Pág. 5
2. Sector económico y empresas seleccionadas.....	Pág. 6
2.1. Barón de Ley S.A. ....	Pág. 6
2.2. Bodegas Riojanas S.A. ....	Pág. 7
2.3. Análisis del sector.....	Pág. 8
3. Análisis contable.....	Pág. 11
3.1. Análisis estructural .....	Pág. 11
3.2. Ratios .....	Pág. 12
4. Valoración de las empresas seleccionadas .....	Pág. 16
4.1 Métodos basados en el valor patrimonial.....	Pág. 16
A. Valor Neto contable o Patrimonio Neto .....	Pág. 17
B. Valor Neto contable corregido.....	Pág. 17
C. Valor de liquidación.....	Pág. 18
D. Activo Neto real de explotación .....	Pág. 18
E. Valor sustancial .....	Pág. 18
F. Capitales permanentes necesarios para la explotación.....	Pág. 20
4.2 Métodos basados en el fondo de comercio o mixtos.....	Pág. 22
A. Método directo o Anglosajón .....	Pág. 22
B. Método indirecto .....	Pág. 23
C. Método de la U.E.C.....	Pág. 23
D. Método de los C.P.N.E. ....	Pág. 23
4.3 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos o tesorería .....	Pág. 27
4.4 Métodos comparativos o por múltiplos.....	Pág. 33
5. Conclusión.....	Pág. 37
6. Bibliografía.....	Pág. 41
7. Anexos .....	Pág. 42

## **1. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS**

La valoración de empresas es el proceso mediante el que se busca cuantificar los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencial o cualquier otra característica relevante y es una actividad típica de los economistas.

Cuando hablamos de valorar una empresa lo primero que se nos viene a la cabeza es comprarla. Sin embargo, no solo se intenta valorar una empresa para comprarla. Existen muchas razones por la cual un analista puede querer analizar una empresa en profundidad, como operaciones bursátiles, salidas a bolsa, herencias, sistemas de remuneración basados en la generación de valor, decisiones estratégicas de la empresa o procesos de arbitraje y concursos de acreedores.

Para realizar dicha valoración existen varios métodos clasificados según la función del objeto del estudio como pudieran ser los basados en el balance, (valor contable, valor neto real...), basados en la cuenta de resultados, (PER, ventas, BAIT...) o los basados en el descuento de flujos (flujo de caja, dividendos, flujo de caja del capital) entre otros.

Este trabajo se desarrolla con la valoración y comparación de dos empresas del mismo sector, el sector vitivinícola, y las empresas elegidas para su valoración son Bodegas Riojanas S.A. y Barón de Ley S.A., la elección de dichas empresas se ha basado en el interés por mi parte hacia un sector con el cual no he trabajado a lo largo de la carrera y también debido a que ambas empresas cotizan en el mercado español y por ello era más sencillo obtener los datos necesarios para realizar los posteriores cálculos necesarios para la comparación.

El objetivo que se quiere conseguir con la realización de este trabajo fin de grado es la comparación de ambas empresas a través de los diferentes métodos de valoración, estos métodos se explicarán y posteriormente se analizarán siempre intentando que se acerquen lo máximo posible a la realidad. Finalmente veremos que método o métodos son los más apropiados y los que más se acercan a la realidad económica de cada una de las empresas seleccionadas.

Se debe tener en cuenta a lo largo de todo el trabajo que todos los datos y cifras se encuentran en miles de euros.

## **2. SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESAS SELECCIONADAS**

### **2.1. BARÓN DE LEY S.A.**

Barón de Ley es una empresa española de viñedos y vino fundada en 1985 en la comunidad autónoma de Navarra. La sede social de la empresa se encuentra en un Monasterio Benedictino del siglo XVI en el municipio de Mendavia, junto al río Ebro.

El Coto de Rioja nace en el año 1970. La bodega fue fundada por un grupo de personas de reconocido prestigio y experiencia en el sector, bajo el auspicio del banco industrial Bankuniión, y tardó casi 5 años en lanzar aquella primera añada al mercado. En 1978 ocupa la gerencia D. Eduardo Santos Ruiz, que llegará a convertirse en el actual presidente y consejero del legado del Grupo.

En 1985, con el beneplácito de los nuevos propietarios, D. Eduardo inicia una empresa propia para elaborar vinos en Rioja Baja sobre el concepto de Chateau, con una filosofía distinta a la de El Coto de Rioja, bajo la marca Barón de Ley. En 1990 el grupo Bass, guiado por nuevas directrices, decide adquirir Holiday Inn, y busca recursos para esa operación con la venta de algunos de sus activos, entre ellos El Coto de Rioja. Es entonces cuando D. Eduardo, junto con la sociedad de capital riesgo Mercapital, adquiere, a través de Barón de Ley, El Coto de Rioja.

Entre 1990 y 1997 la sociedad llega a convertirse en una bodega líder de la Denominación de Origen Calificada Rioja. En 1997, se convierte en el primer grupo bodeguero español en salir a Bolsa.

La bodega ha seguido una política de reinversión constante de sus beneficios, que ha supuesto duplicar sus instalaciones, incrementar sensiblemente la extensión de viñedos propios o el número de barricas para crianza de sus vinos. Además, el uso de una tecnología vanguardista ha logrado compatibilizar dimensión, volumen de producción y calidad de los productos, con el objetivo no solamente de producir más, sino también de alcanzar mejoras continuadas en sus niveles de calidad.

Barón de Ley S.A. lo integran un grupo de empresas:



*Fuente: Página web Barón de Ley*

## **2.2. BODEGAS RIOJANAS S.A.**

En 1890 gracias a la tradición vitivinícola de la familia Artacho, se funda en Cenicero Bodegas Riojanas, una de las bodegas pioneras de la Denominación.

Es en 1930, después de años difíciles debido a la filoxera, cuando la bodega se constituye con la forma de Sociedad Limitado y la denominación social de “Román Artacho y Compañía, Sociedad Limitada”. No es hasta el año 1940 cuando Bodegas Riojanas se convierte en Sociedad anónima adoptando su actual denominación social y con un capital inicial de dos millones de pesetas.

A partir de ese momento en las bodegas se realizaron distintas ampliaciones, así como poco a poco una mejora de las instalaciones debido a la llegada de nuevos materiales mejores de los que en esos momentos contaba la empresa y una introducción paulatina de nuevas tecnologías especialmente a partir de 1980.

En 1997, el Banco de Santander vende su participación en la bodega a descendientes de los fundadores, tras lo cual Bodegas Riojanas decide cotizar una parte de sus acciones en el mercado bursátil. Además, en este año obtiene la certificación ISO 902 emitida por AENOR.

### **2.3. ANÁLISIS DEL SECTOR**

El análisis del sector se va a desarrollar teniendo en cuenta que el último año que estamos utilizando en los cálculos es el año 2018, por lo que la mayoría de los datos son referidos a este año.

Según el Observatorio Español del Mercado del Vino (OEMV), el sector del vino en España ha sufrido extraordinarias transformaciones desde 2008. En estos últimos 10 años, se ha detenido la caída del consumo del vino en España y también se ha cambiado la forma de distribuirlo, ahora se mueve hacia un mayor peso de la distribución minorista y nuevas formas para la venta directa.

Además, a pesar de tener una menor demanda nacional del vino y pese a una fuerte reducción de viñedos, las producciones no solo no han disminuido, sino que ha habido años de cosechas récord. Por todo ello el sector del vino se ha internacionalizado, primero lo hizo de una forma urgente y masiva especialmente a nuestros principales competidores, hasta que España se ha convertido en uno de los mayores exportadores de vino del mundo.

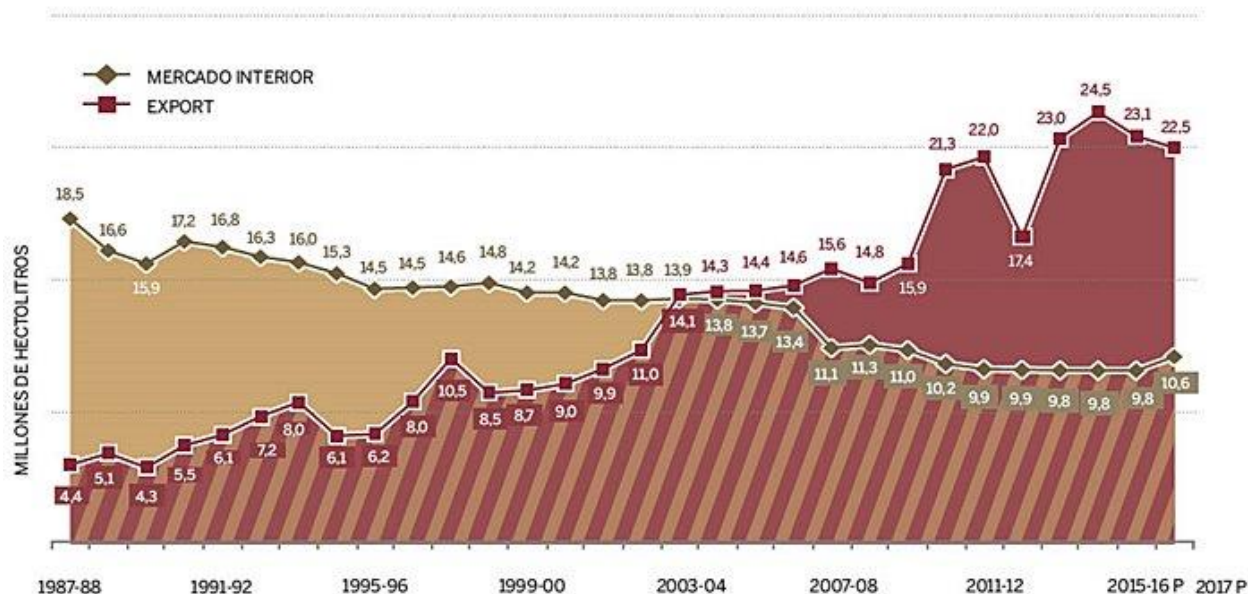
Gracias a esta internacionalización se ha mejorado el peso de las marcas, así como los envasados y los nuevos destinos los cuales apuntan a una evolución progresiva del sector del vino español que puede ser muy positiva en los próximos años.

En estos últimos 10 años (2008-2018), el consumo se traslada hacia los países no productores; y con ello, nuevas formas de consumo, nuevos sabores, nueva imagen, envases y cierres, así como un gusto cada vez más extendido por los vinos tradicionales y lo que estos vinos representan en la cultura, la historia y el medio ambiente, hacen crecer el consumo en lugares que tradicionalmente no bebían. Estos lugares exigen a su vez un cambio en los medios de distribución y logística.

Según el OEMV, las transformaciones entre los países productores y en el consumo mundial del vino van a seguir dándose y van a aumentar en los próximos años.



## VENTAS VINO ESPAÑOL POR MERCADOS



*Fuente: Vinetur*

En España, el sector vitivinícola es una parte muy importante, no solo de la economía española sino también de la sociedad y la cultura.

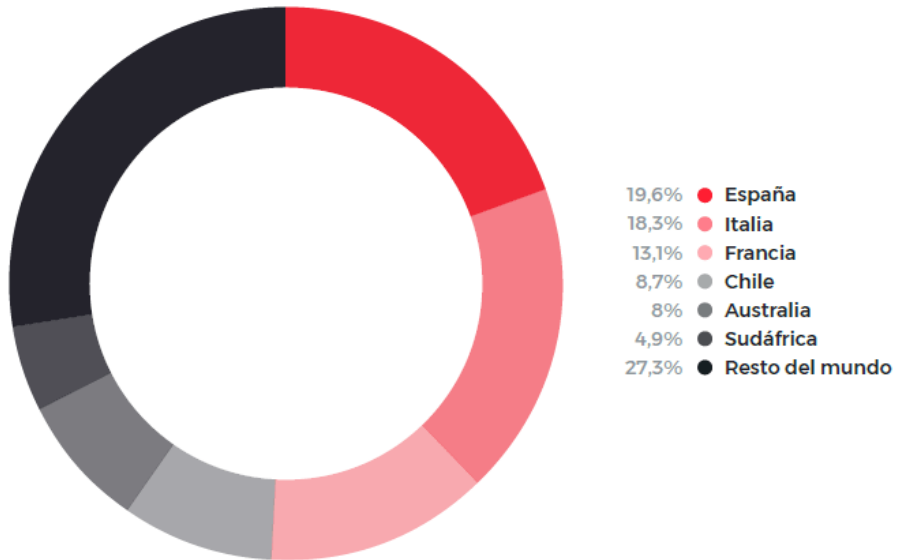
El vino contribuye a la imagen del país, ya que esto hace que exista una atracción para visitantes y turistas; En España tenemos un sector responsable y sostenible, es motor de desarrollo en muchos pueblos y ciudades pequeñas y esto ofrece empleo de calidad.

Para finalizar con el análisis del sector, a continuación, expongo una serie de puntos importantes:

- España cuenta con 969.000 hectáreas de viñedo (el 13% del total mundial)
- La producción media anual de vino y mosto es de entre 40 y 42 millones de hectolitros, esto nos deja en el tercer productor mundial.
- La facturación total de las bodegas españolas asciende a 6.500 millones de euros al año, además el conjunto del sector representa alrededor del 1% del PIB.
- De las cerca de 4.300 bodegas que hay en España, 3.075 son exportadoras.
- España es el primer exportador mundial en volumen.
- En España somos responsables del 25% de la producción de vino en Europa.

- España es líder en viñedo ecológico.

El siguiente gráfico muestra las exportaciones mundiales de vino en volumen por países en el año 2018 (en porcentaje sobre el total)



*Fuente: Organización Internacional de la Viña y el Vino (OIV)*

### 3. ANÁLISIS CONTABLE

#### 3.1. ANÁLISIS ESTRUCTURAL

Para realizar este apartado se ha llevado a cabo la creación de un gráfico en el que se muestra el porcentaje que representa cada una de las partidas respecto al total tanto de Activo como de Patrimonio Neto y Pasivo. Se ha realizado de ambas empresas para poder observar las diferencias que podrían existir entre ambas en lo que respecta a su análisis estructural.

ANÁLISIS ESTRUCTURAL	BARON DE LEY S.A.					BODEGAS RIOJANAS S.A.				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	46,37%	34,92%	44,02%	71,66%	63,05%	75,30%	72,15%	67,41%	67,15%	65,23%
<b>Disponible</b>	1,51%	0,27%	3,55%	10,44%	0,58%	0,17%	0,18%	0,19%	0,22%	0,04%
<b>Realizable</b>	17,31%	8,19%	12,11%	31,13%	31,60%	21,75%	20,00%	17,27%	18,78%	12,59%
<b>Existencias</b>	27,55%	26,46%	28,36%	30,10%	30,88%	53,05%	51,63%	49,94%	48,15%	52,60%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	53,63%	65,08%	55,98%	28,34%	36,95%	24,70%	27,85%	32,59%	32,85%	34,77%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	33,95%	23,81%	22,31%	21,70%	19,64%	40,12%	29,87%	30,67%	30,64%	34,93%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	4,77%	4,57%	1,15%	1,19%	0,82%	13,17%	25,06%	31,27%	29,80%	26,63%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	61,28%	71,63%	76,54%	77,11%	79,54%	46,71%	45,07%	38,06%	39,56%	38,44%
<b>TOTAL PN + PASIVO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Se puede ver como en cada uno de los años la partida que más importancia ha tenido para Barón de Ley es el Patrimonio Neto en lo que respecta al total de PN y Pasivo.

En lo que respecta al Activo Total, el porcentaje representativo varía en función del año en el que estamos; En la actualidad (2018), se puede apreciar como el Activo Corriente es mayor que el Activo No Corriente, con un 60% frente a un 40%.

Para Bodegas Riojanas estos datos varían, la partida que más importancia tiene respecto al Activo Total es el Activo Corriente ya que tiene alrededor de un 65/70 porciento en todos los años; respecto al Patrimonio Neto y el Pasivo, en esta segunda empresa las 3 partidas están más igualadas, a pesar de ello, destaca el Patrimonio Neto por ser un poco más elevado.

Los datos en la mayoría de las partidas se mantienen prácticamente iguales a lo largo del tiempo y para ambas empresas, a pesar de ello el Pasivo Corriente y el Pasivo No Corriente son las partidas que más cambios han experimentado en los 5 años del análisis. En el caso de Barón de Ley tanto el Pasivo Corriente como el Pasivo No Corriente ha ido disminuyendo, ya que comenzó con un 33.95% y un 4.77% respectivamente en 2014 y posteriormente en 2018 dichas partidas han pasado a tener un 19.64% y un 0.82% respectivamente.

Este caso no es el mismo en Bodegas Riojanas ya que ambas partidas han ido aumentando con el paso de estos años, en el caso del Pasivo No Corriente en 2014 tenía un 13.17% y posteriormente en este último año 2018 esta partida representa un 26.63%, es decir, es el doble de la cuantía inicial.

### 3.2. RATIOS

Para continuar con el análisis contable, en este apartado vamos a ver diferentes ratios que han sido calculados a partir de las cuentas anuales de ambas empresas.

RATIOS	BARON DE LEY S.A.					BODEGAS RIOJANAS S.A.				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
LIQUIDEZ	1,37	1,47	1,97	3,30	3,21	1,88	2,42	2,20	2,19	1,87
SOLVENCIA	2,58	3,52	4,26	4,37	4,89	1,88	1,82	1,61	1,65	1,62
COBERTURA	1,23	1,17	1,39	2,76	2,17	2,42	2,52	2,13	2,11	1,87
ENDEUDAMIENTO	0,63	0,40	0,31	0,30	0,26	1,14	1,22	1,63	1,53	1,60
RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROI)	6,07%	5,76%	7,32%	7,70%	7,38%	3,80%	3,27%	0,43%	2,25%	-1,29%
RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)	13,46%	10,32%	11,49%	7,41%	8,59%	3,55%	3,87%	-0,79%	3,00%	-3,19%
FONDO DE MANIOBRA	41.654	35.303	70.465	161.854	144.378	18.909	23.973	20.385	19.614	15.660

*Fuente: Elaboración propia.*

Las fórmulas a partir de las cuales se han calculado los datos son las que se muestran en la siguiente imagen:

<b>FÓRMULAS:</b>
LIQUIDEZ = AC / PC
SOLVENCIA = ACTIVO / PASIVO
COBERTURA = (PN+PNC) / ANC
ENDEUDAMIENTO = PASIVO / PATRIMONIO NETO
ROI = BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN / ACTIVO TOTAL
ROE = BENEFICIO NETO / FONDOS PROPIOS
FM = AC - PC

**Liquidez:** La liquidez es la capacidad de un activo de convertirse en dinero en el corto plazo sin necesidad de reducir el precio.

El grado de liquidez es la velocidad con que un activo se puede vender o intercambiar por otro activo. Cuanto más líquido es un activo más rápido lo podemos vender y menos arriesgamos a perder al venderlo. El dinero en efectivo es el activo más líquido de todos, ya que es fácilmente intercambiable por otros activos en cualquier momento.

Tanto en el caso de Barón de Ley como de Bodegas Riojanas se puede apreciar como en los últimos 5 años, los recursos a corto plazo de ambas empresas son suficientes para cubrir las obligaciones que estas tienen también a corto plazo.

**Solvencia:** Solvencia es la capacidad de una persona física o jurídica para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Es decir, su capacidad para devolver actualmente o en el futuro las deudas que ha contraído o que planea contraer.

Mientras que la liquidez suele expresar la capacidad de las empresas para hacer frente a las obligaciones financieras a corto plazo, la solvencia financiera mide su habilidad para satisfacer sus obligaciones a un plazo más largo, por ello la fórmula utilizada recoge en esta ratio todo el Activo y todo el Pasivo de ambas empresas.

Por el momento Barón de Ley S.A. no presenta problemas de solvencia, ya que su ratio es holgadamente superior a la unidad. Bodegas Riojanas también cuenta con una ratio de solvencia positivo ya que esta también es superior a la unidad, pero no es tan elevado como en el caso de la primera empresa y a lo largo de los años, aunque poco a poco esta ratio está disminuyendo.

**Cobertura:** La ratio de cobertura es aquel que mide la relación existente entre los capitales propios de la empresa y el Pasivo No Corriente y su Activo No Corriente.

Se conoce como cobertura a cualquier operación financiera dirigida a reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero.

**Endeudamiento:** La capacidad de endeudamiento o capacidad de crédito es la cantidad de deuda máxima que puede asumir una persona o empresa sin llegar a tener problemas de solvencia. Se suele establecer como un porcentaje sobre los ingresos.

Barón de Ley se encuentra en una situación muy buena en lo que respecta al nivel de endeudamiento, ya que, aunque este no sea nulo, está muy cercano a dicho valor, y cuanto más cercano sea este valor a 0 es indicativo de un menor nivel de endeudamiento. Por el contrario, Bodegas Riojanas, cuenta con unos valores superiores a 1 y estos han ido aumentando rápidamente a lo largo de los 5 años hasta encontrarnos en el año 2018 con una ratio de endeudamiento de 1.6 por lo que en esta ratio hay mucha diferencia entre ambas empresas.

**Rentabilidad económica:** Es la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. Se trata, por tanto, de establecer cuál es la capacidad de generar resultados positivos de todos los activos y recursos con los que cuentan las empresas, independientemente de cómo se hayan financiado o cuánto hayan supuesto para la empresa.

Barón de Ley cuenta con una rentabilidad económica positiva en los 5 años y esta se encuentra alrededor de un 7%, sin embargo Bodegas Riojanas tiene una rentabilidad económica que varía mucho a lo largo de los 5 años y en la que no se puede ver una tendencia clara, ni para bien ni para mal, a pesar de ello este último año 2018 se encuentra en un -1.29% por lo que la empresa no tiene buenos resultados teniendo en cuenta esta ratio.

**Rentabilidad financiera:** Este tipo de rentabilidad, hace referencia a la relación entre el beneficio neto y los capitales propios, es decir, calcula la capacidad de generar resultados positivos de los fondos propios.

En cuanto a los datos obtenidos para nuestras empresas se puede apreciar como Barón de Ley tiene una tendencia decreciente a lo largo de los 5 años, a pesar de ello se encuentra en una buena situación debido a que el menor valor de estos cinco corresponde a un 7.41% en 2017 y algo más alto en 2018 (8.59%).

Bodegas Riojanas sin embargo cuenta con una rentabilidad financiera muy diferente en cada uno de los años, en 2014, 2015 y 2017 esta era de alrededor de un 3%, pero en los años 2016 y en este último año 2018 esta es negativa con un -0.79% y un -3.19% respectivamente.

**Fondo de maniobra (FM):** se entiende como fondo de maniobra a la parte del activo circulante que es financiada con recursos de carácter permanente. Es una medida de capacidad que tiene una empresa para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo (C/P).

En las dos empresas elegidas para el desarrollo del trabajo dicho FM es positivo por lo que en el corto plazo en mayor o menor medida dependiendo de la empresa y del año estas empresas pueden hacer frente a las deudas que tienen a corto plazo.

## **4. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS**

Como hemos mencionado anteriormente no solo se intenta valorar una empresa para comprarla. Existen muchas razones por la cual un analista puede querer analizar una empresa en profundidad.

En este apartado valoraremos las empresas Barón de Ley S.A. y Bodegas Riojanas S.A. por varios métodos en función del objeto que se estudie.

### **4.1. MÉTODOS BASADOS EN EL VALOR PATRIMONIAL**

Este método trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio, considera que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos.

Este método también tiene inconvenientes como pueden ser que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que afectan (situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos... que no se ven reflejados en los estados contables).

Es un método muy sencillo y de los más usados.

Aplicabilidad:

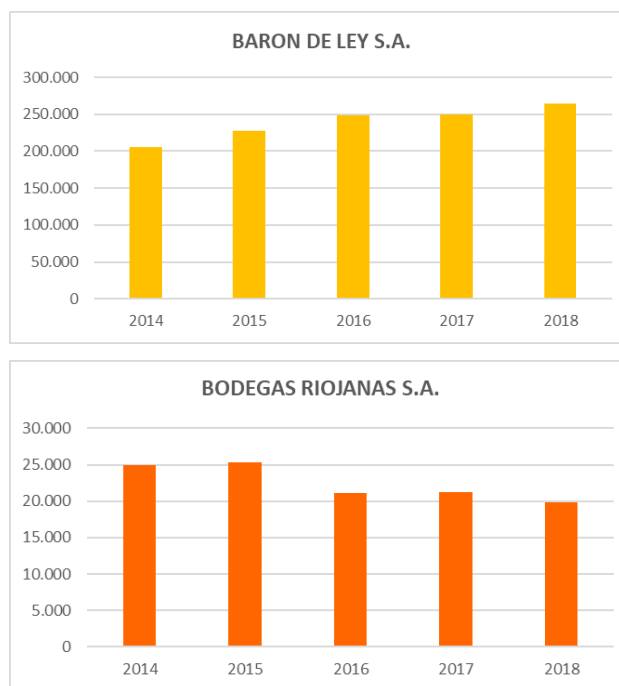
- Negocios en liquidación o con resultados negativos.
- Negocios en los que sea difícil realizar proyecciones futuras de rendimientos (FCF).
- Empresas con activos fijos muy importantes (inmuebles con fuertes plusvalías).
- Valoración de pequeños negocios.
- Fundamentalmente cuando no sea aplicable métodos de descuento de flujos o sea arriesgado su aplicación por las hipótesis asumidas.

A continuación, vamos a ver los diferentes métodos que existen basados en el valor patrimonial de forma teórica y posteriormente veremos los datos obtenidos en la valoración de las dos empresas seleccionadas:



## A. VALOR NETO CONTABLE (VCN) o PATRIMONIO NETO:

El Valor Neto Contable (VCN) es el criterio más utilizado en el ámbito de las valoraciones estáticas, este es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas), es decir, es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible. Es un método fácil de calcular y tiene carácter genérico, pero tiene inconvenientes ya que no recoge las expectativas y no ofrece valor de mercado, es decir, es una valoración contable de las partidas.



*Fuente: Elaboración propia.*

## B. VALOR NETO CONTABLE CORREGIDO (VNCC):

Este segundo método del VNCC trata de paliar el inconveniente que teníamos anteriormente en la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, ya que en este segundo método se ajustan los valores tanto de los activos como de los pasivos a su valor de mercado.

Este método no ha podido ser elaborado en este trabajo debido a que no tenemos la información necesaria para poder obtener los datos a precios de mercado.

### **C. VALOR DE LIQUIDACIÓN (VL):**

Este método nos indica el valor de una empresa en el caso de que se procesa a la liquidación de esta, es decir, a la venta de activos y a la cancelación de deudas.

Se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.

La utilidad de este método está por lo tanto restringida a una situación muy concreta.

Representa el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo que esta continua es superior siempre a su valor de liquidación.

Este método tampoco ha podido ser elaborado debido a la necesidad de tener que obtener el Valor Neto Contable Corregido, el cual como hemos dicho en el apartado anterior no podía ser obtenido debido a la falta de datos a precios de mercado.

### **D. ACTIVO NETO REAL DE EXPLOTACIÓN:**

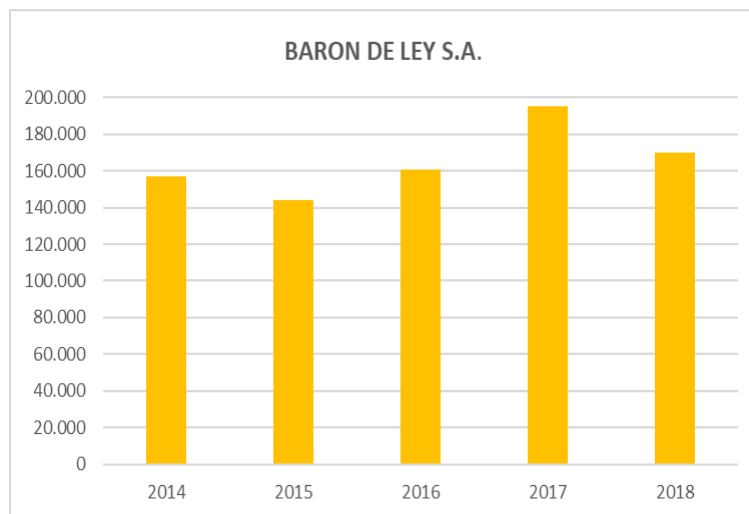
El cálculo de este método es prácticamente igual que el Valor Neto Contable Corregido, la diferencia es que únicamente se incluyen los activos afectos a la explotación. Muestra por lo tanto una aproximación al valor de la empresa, pero no representa el valor total de la empresa para los accionistas, ya que para calcular el valor para dichos accionistas se necesita incluir el valor de los activos que no son de explotación.

### **E. VALOR SUSTANCIAL:**

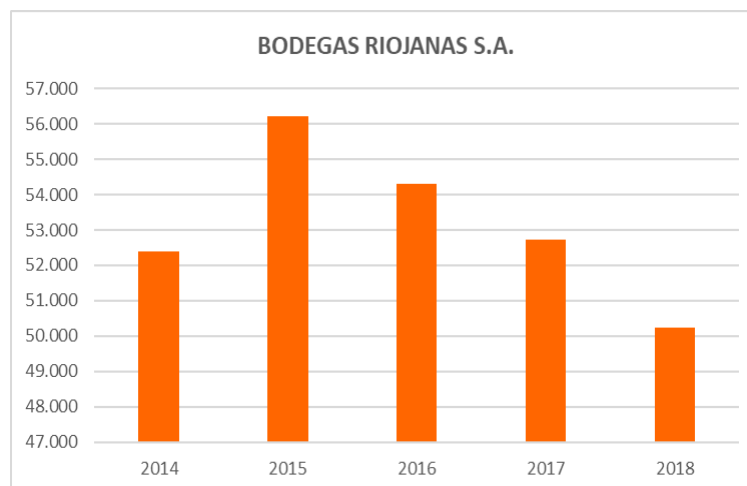
El valor sustancial es el valor económico de la empresa, es decir, la suma de los activos afectos a la explotación a valor de mercado. Representa la inversión que debería hacerse para construir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

También puede definirse como el valor de reposición de los activos, siempre bajo el supuesto de continuidad de la empresa.

En este método de valoración, normalmente no se incluyen aquellos bienes que no sirven para la explotación, tales como, terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas...etc.



*Fuente: Elaboración propia.*

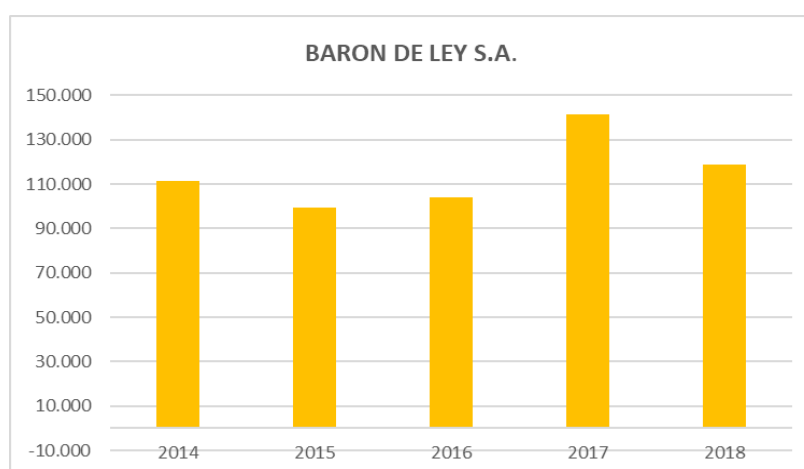


*Fuente: Elaboración propia*

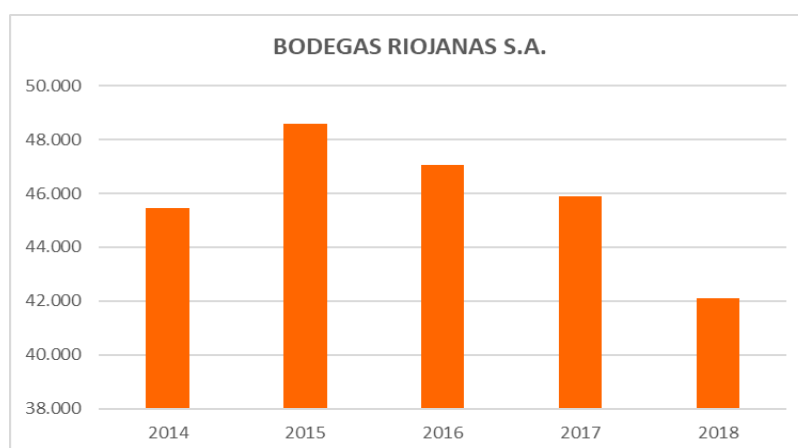
## F. CAPITALES PERMANENTES NECESARIOS PARA LA EXPLOTACIÓN (CPNE):

Este método considera que la verdadera fuente de valor de la empresa está en la estructura permanente de la empresa. Es el valor sustancial menos la deuda sin coste, es decir, el valor sustancial bruto reducido.

Tanto en Valor Sustancial como los CPNE no representan el valor de la empresa para el accionista, ya que necesitan incorporar activos no incluidos en el cálculo y deducir además pasivos exigibles.



*Fuente: Elaboración propia.*

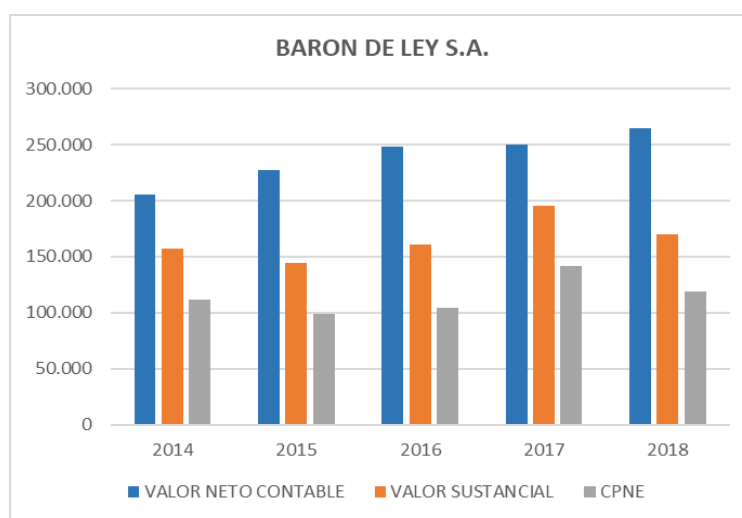


*Fuente: Elaboración propia.*

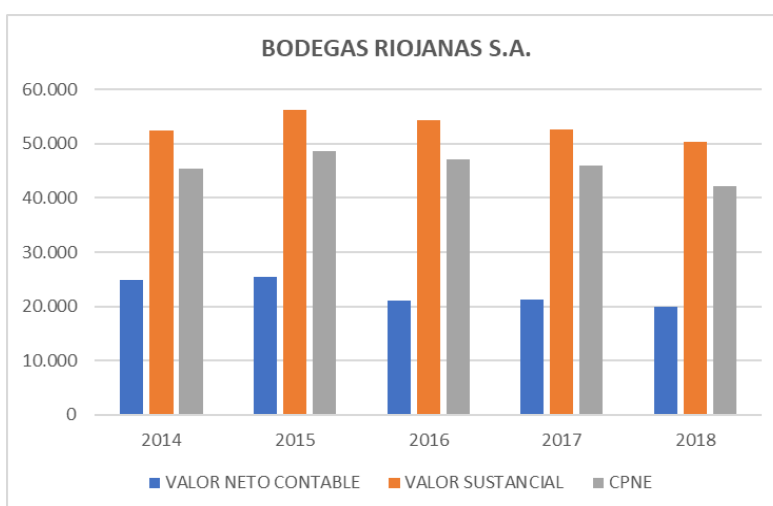
Para finalizar este apartado he añadido un cuadro resumen de los datos de Barón de Ley y de Bodegas Riojanas para los diferentes métodos calculados, así como un gráfico resumen de cada una de las empresas.

	BARON DE LEY S.A.					BODEGAS RIOJANAS S.A.				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
VNC	205.487	227.437	248.471	249.794	264.546	24.931	25.364	21.122	21.250	19.866
VS	157.068	144.217	160.748	194.991	169.800	52.401	56.202	54.317	52.717	50.249
CPNE	111.246	99.260	104.130	141.448	118.537	45.443	48.587	47.073	45.892	42.109

*Fuente: Elaboración propia.*



*Fuente: Elaboración propia.*



*Fuente: Elaboración propia.*

## 4.2. MÉTODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O MIXTOS

Los métodos basados en el fondo de comercio parten de la idea de que toda empresa tiene un valor patrimonial y un valor previsional o dinámico, por lo tanto, integran lo aportado por ambos enfoques, y con ello intentan superar las limitaciones que cada uno de estos enfoques puede tener.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

El objetivo de estos métodos es por lo tanto la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros.

En estos métodos se da un alto peso al valor estático, por tanto, no son métodos adecuados cuando la empresa cuenta con expectativas de alto crecimiento.

Distinguimos entre:

### A. MÉTODO DIRECTO O ANGLOSAJÓN:

Se considera como Fondo de Comercio el beneficio normalizado (media últimos años, salvo justificación) menos el rendimiento razonable de los activos tangibles netos, considerando como tal el Capital Invertido, todo ello teniendo en cuenta el riesgo (k).

Consecuencia: FC = valor actual a perpetuidad del superbeneficio previsible por encima del beneficio normal que proporcionaría el CI.

<p>VS: valor sustancial <math>B = (B_1 + B_2 + \dots + B_n) / n</math> i: tasa de interés sin riesgo k: incorpora una prima de riesgo (<math>k = i * 1,5</math> o 2 subjetivo)</p> <p><b>Valor financiero: <math>EV = VE + \text{Activos no operativos} - \text{Deuda}</math> <math>= VNCC + (B - i VS) / k</math></b></p>
--

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

## B. MÉTODO INDIRECTO:

El método indirecto se diferencia del anterior en que el fondo de comercio es el valor actual del superbeneficio actualizado con la tasa de interés libre de riesgo x2.

$$\text{Valor económico: } VE = VS + (B - i VS) / 2i$$

VS: valor sustancial  
 $B = (B1 + B2 + \dots + Bn) / n$   
i: tasa de interés sin riesgo

$$\text{Valor financiero: } EV = VE + \text{Activos no operativos} - \text{Deuda} \\ = VNCC + (B - i VS) / 2i$$

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

## C. MÉTODO DE LA U.E.C.:

Se obtiene capitalizando a interés compuesto del beneficio del año anterior menos el dinero conseguido al invertir un capital a una tasa sin riesgo.

$$VE = VS + (B - i VS) a_{n-k}$$

VS: valor sustancial  
 $B = (B1 + B2 + \dots + Bn) / n$   
B: beneficio neto  
i: tasa de interés sin riesgo, tipo de interés de mercado, rentabilidad media del sector...  
k: incorpora una prima de riesgo (i + prima de riesgo)  
n: número de periodos considerados (opción= PER)

$a_{n-k}$ : factor de actualización durante n años a una tasa k

$$EV = VE + \text{Activos no oper.} - \text{Deuda} = VNCC + (B - i VS) a_{n-k}$$

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

## D. MÉTODO DE LOS CPNE:

Se obtiene capitalizando a interés compuesto el importe de su activo no corriente y el fondo de rotación operacional.

$$VE = CPNE + (B - i CPNE) a_{n-k}$$

CPNE: capitales permanente necesarios para la explotación  
 $B = (B1 + B2 + \dots + Bn) / n$   
B: beneficio neto  
i: tasa de interés sin riesgo  
k: incorpora una prima de riesgo  
n: número de periodos considerados (opción= PER)

$a_{n-k}$ : factor de actualización durante n años a una tasa k

$$EV = VE + \text{Activos no operativos} - \text{Deuda}$$

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

A continuación, vamos a ver los métodos anteriores aplicados a las empresas seleccionadas.

En primer lugar, vamos a indicar cuales son los datos que se han utilizado para su posterior calculo final:

BARON DE LEY S.A.			BODEGAS RIOJANAS S.A.		
Beneficio neto medio	24.180	24.180	Beneficio neto medio	344	344
Número de años	5	10	Número de años	5	10
Tasa de interés (i)	1,437%	1,437%	Tasa de interés (i)	1,437%	1,437%
Prima de riesgo	2%	2%	Prima de riesgo	2%	2%
Tasa de actualización (k)	3,44%	3,44%	Tasa de actualización (k)	3,44%	3,44%
An-k	4,52	8,34	An-k	4,52	8,34

*Fuente: Elaboración propia.*

El cálculo de los distintos métodos se ha realizado dos veces, se ha calculado para un periodo de 5 años y también para un periodo de 10 años, para de esta manera ver como el horizonte temporal puede hacer varias las cantidades.

El beneficio neto medio de cada una de las empresas se ha calculado como el promedio de los 5 años para los que teníamos los datos (2014, 2015, 2016, 2017 y 2018).

La tasa de interés se ha calculado como el promedio de los 5 años de las rentabilidades del bono español a 10 años, la siguiente imagen muestra las diferentes rentabilidades y el calculo del promedio:

Rentabilidades bono español a 10 años:	
2014	1,460%
2015	1,514%
2016	1,594%
2017	1,418%
2018	1,201%
<b>Promedio:</b>	<b>1,437%</b>

*Fuente: Elaboración propia*



La prima de riesgo la hemos estimado en un 2%, ya que según mi criterio era la cifra indicada.

El siguiente dato era la tasa de actualización la cual hace referencia a la suma de la prima de riesgo y la tasa de interés.

Y el último de los datos es el factor de actualización durante n años (5 y 10) a una tasa k (4'52 y 8'34)

- **BARÓN DE LEY S.A.**

		V. Estático	V. Dinámico					V. Financiero
		V. Patrimonial	Goodwill anual	Goodwill	V. Operativo	Inv. Financieras	Deudas	V. Propietarios
<b>AÑO 2018</b> n = 5	METODO INDIRECTO	169.800	21.740	756.216	926.016	79.981	68.052	<b>937.945</b>
	METODO DIRECTO	169.800	21.740	632.446	802.246	79.981	68.052	<b>814.175</b>
	METODO U.E.C.	169.800	21.740	98.330	268.130	79.981	68.052	<b>280.059</b>
	METODO CPNE	118.537	22.477	101.663	220.200	79.981	16.789	<b>283.392</b>
		V. Patrimonial	Goodwill anual	Goodwill	V. Operativo	Inv. Financieras	Deudas	V. Propietarios
<b>AÑO 2018</b> n = 10	METODO INDIRECTO	169.800	21.740	756.216	926.016	79.981	68.052	<b>937.945</b>
	METODO DIRECTO	169.800	21.740	632.446	802.246	79.981	68.052	<b>814.175</b>
	METODO U.E.C.	169.800	21.740	181.372	351.172	79.981	68.052	<b>363.101</b>
	METODO CPNE	118.537	22.477	187.520	306.057	79.981	16.789	<b>369.249</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Como se puede ver en el caso de Barón de Ley S.A. los dos primeros métodos están sobrevalorados ya que al utilizar el beneficio y este ser positivo, se tiene en cuenta que esto siempre va a suceder en el tiempo y al ser renta perpetua dichos métodos casi siempre tienden a fallar.

Por ello los métodos que en nuestro caso más se han acercado a la realidad tanto para un n de 5 años como para un n de 10 años son el método U.E.C. y el método de los CPNE, el cual es el único que no es calculado con el valor sustancial sino con el CPNE.

La capitalización de Barón de Ley es de 442.360 miles de euros.

• BODEGAS RIOJANAS S.A.

		V. Estático		V. Dinámico			V. Financiero	
		V. Patrimonial	Goodwill anual	Goodwill	V. Operativo	Inv. Financieras	Deudas	V. Propietarios
AÑO 2018 n = 5	METODO INDIRECTO	50.249	-378	-13.165	37.084	0	31.813	<b>5.271</b>
	METODO DIRECTO	50.249	-378	-11.011	39.238	0	31.813	<b>7.425</b>
	METODO U.E.C.	50.249	-378	-1.712	48.537	0	31.813	<b>16.724</b>
	METODO CPNE	42.109	-261	-1.183	40.926	0	23.673	<b>17.253</b>

		V. Patrimonial	Goodwill anual	Goodwill	V. Operativo	Inv. Financieras	Deudas	V. Propietarios
AÑO 2018 n = 10	METODO INDIRECTO	50.249	-378	-13.165	37.084	0	31.813	<b>5.271</b>
	METODO DIRECTO	50.249	-378	-11.011	39.238	0	31.813	<b>7.425</b>
	METODO U.E.C.	50.249	-378	-3.158	47.091	0	31.813	<b>15.278</b>
	METODO CPNE	42.109	-261	-2.181	39.928	0	23.673	<b>16.255</b>

*Fuente: Elaboración propia*

En el caso de Bodegas Riojanas S.A. también son los dos últimos métodos los que más se acercan a la realidad de nuestra empresa, ya que esta empresa tiene una capitalización de 16.670 miles de euros.

Tanto para los cálculos realizados en Barón de Ley como en Bodegas Riojanas con un n de 10 años los datos son más elevados, esto ocurre porque damos por hecho que esa realidad, la cual es una expectativa favorable, se va a mantener en el tiempo.

### **4.3. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE TESORERÍA**

En este apartado vamos a calcular los métodos basados en el descuento de flujos de fondos, los cuales tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow) que generará la empresa en el futuro, para posteriormente descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo que dichos flujos de dinero puedan tener. La tasa de descuento es uno de los puntos más importantes y su cálculo se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados en la valoración de la empresa.

Normalmente se recurre a este método porque constituye el método de valoración conceptualmente más adecuado.

En dicho método se considera que la empresa es un ente generador de flujos de fondos y por ello para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos.

Estos métodos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flow correspondientes a las operaciones de la empresa.

Para la realización de este método, al ser el más elaborado y difícil de calcular de todos, se han llevado a cabo una serie de pasos:

1. Primero se ha hecho una proyección de las previsiones de todas las partidas necesaria para la posterior proyección futura tanto de la cuenta de pérdidas y ganancias como del balance. Se han calculado todas ellas para una proyección de 5 años (2019, 2020, 2021, 2022 y 2023).

La tabla realizada con todos los datos relacionados con las previsiones futuras de las distintas partidas, así como la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance completo, debido a su gran extensión se van a incorporar en los anexos del trabajo que se pueden encontrar al final del trabajo.

A continuación, muestro tanto los resultados del ejercicio previstos para 5 años como también el fondo de maniobra (FM) de estos 5 años futuros:

<b>BARON DE LEY S.A.</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO/NETO</b>	22.717	23.135	23.855	24.486	25.047	25.551

<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO/NETO</b>	-633	94	152	206	256	304

*Fuente: Elaboración propia*

<b>BARON DE LEY S.A.</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>FONDO DE MANIOBRA</b>	78.921	81.527	82.324	83.128	83.940	84.761

<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>FONDO DE MANIOBRA</b>	25.569	25.420	25.674	25.931	26.190	26.452

*Fuente: Elaboración propia*

Como se puede ver en los resultados obtenidos, así como en las tablas de las previsiones del anexo en ambas empresas hemos sido optimistas en lo que respecta a las proyecciones futuras.

2. Posteriormente se ha hecho el cálculo de los flujos de tesorería (FT) para los años 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023. Para ello se han utilizado los datos obtenidos en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance de los años futuros.

<b>BARON DE LEY S.A.</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>RAIT (EBIT)</b>	30.810	31.715	32.516	33.234	33.885
<b>(+) Impuestos</b>	-7.507	-7.741	-7.946	-8.128	-8.291
<b>NOPLAT</b>	23.303	23.974	24.570	25.107	25.594
<b>(+) Amortización</b>	6.086	5.489	5.001	4.602	4.275
<b>(-) Inversión en ANC</b>	4.288	3.509	2.871	2.349	1.922
<b>(-) Inversión en CC</b>	-2.606	-796	-804	-812	-820
<b>FLUJO DE TESORERÍA LIBRE</b>	31.070	32.175	31.638	31.245	30.971

<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>RAIT (EBIT)</b>	167	264	356	441	522
<b>(+) Impuestos</b>	-65	-105	-143	-178	-211
<b>NOPLAT</b>	101	159	213	263	311
<b>(+) Amortización</b>	1.153	1.071	997	927	864
<b>(-) Inversión en ANC</b>	1.172	1.082	999	922	851
<b>(-) Inversión en CC</b>	149	-254	-257	-259	-262
<b>FLUJO DE TESORERÍA LIBRE</b>	2.575	2.058	1.951	1.853	1.764

*Fuente: Elaboración propia*

3. El siguiente paso es la estimación de la tasa de descuento. La siguiente imagen muestra los datos que se han ido calculando para conseguir la tasa de descuento.

<b>BARON DE LEY S.A.</b>		<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>	
Rf	1,437%	Rf	1,437%
Rm	7,270%	Rm	0,665%
Beta	5,04%	Beta	26,36%
Rm - Rf	5,83%	Rm - Rf	-0,77%
<b>Ke</b>	<b>1,731%</b>	<b>Ke</b>	<b>1,234%</b>

PN	264.546	PN	19.866
Pasivo	12.749	Pasivo	21.253
PN + Pasivo	277.295	PN + Pasivo	41.119
Ke	1,731%	Ke	1,234%
Kd (1-t)	3,56%	Kd (1-t)	-0,11%
<b>Ko=CMPC</b>	<b>5,00%</b>	<b>Ko=CMPC</b>	<b>5,00%</b>
g	0,20%	g	0,20%

*Fuente: Elaboración propia*

La rentabilidad de los activos sin riesgo (Rf) ha sido calculada como la media de las rentabilidades del bono español a 10 años.

La rentabilidad esperada del mercado (Rm) se ha calculado dividiendo la media del beneficio neto de los 5 años de los que partíamos entre el total de activo del año 2018.

La beta ( $\beta$ ) se ha calculado como la covarianza entre la evolución de la cotización de la empresa y el índice del mercado. La beta en ambas empresas nos ha salido superior a la unidad, lo cual indica una mayor volatilidad.

La rentabilidad exigida a las acciones (Ke) se ha calculado con la fórmula siguiente:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$$

Finalmente, tanto la tasa de actualización (CMPC) como la tasa de crecimiento se han puesto manualmente ya que se ha estimado que era la mejor manera para poder conseguir los datos necesarios y era lo más cercano posible a la realidad de ambas empresas.

4. Una vez calculada la tasa de descuento se calcula el valor residual, el cual en ocasiones aporta el mayor componente de valor de la empresa.

	<b>BARON DE LEY S.A.</b>	<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>
<b>VALOR RESIDUAL (VR)</b>	646.510	36.818

*Fuente: Elaboración propia*

Dicho valor residual es calculado como el FTL del último año (2023) multiplicado por 1 más la tasa de crecimiento y todo ello dividido entre el CMPC menos la tasa de crecimiento:

$$Vr_n = \frac{FTL_n(1+g)}{k_0 - g}$$

Tasa media de crecimiento constante ←  
 ↑  
Renta infinita

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

5. Finalmente se aplican todos los datos calculados para con ello conseguir el valor final que se desea obtener. Este valor final es el valor financiero de la empresa, también llamado valor del PN.

BARON DE LEY S.A.	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Valor actual FTL		29.591	29.184	27.330	25.705	24.266
Valor actual VR						506.558
<b>VALOR OPERATIVO DE LA EMPRESA</b>						<b>642.634</b>
Inversiones financieras	160.782					
Deuda financiera	12.749					
<b>VALOR PN EQUITY</b>						<b>790.667</b>

BODEGAS RIOJANAS S.A.	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Valor actual FTL		2.452	1.867	1.686	1.525	1.382
Valor actual VR						28.848
<b>VALOR OPERATIVO DE LA EMPRESA</b>						<b>37.759</b>
Inversiones financieras	0					
Deuda financiera	21.253					
<b>VALOR PN EQUITY</b>						<b>16.506</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Para el calculo se ha usado la siguiente fórmula:

$$VE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\overline{FT}_t}{(1+K)^t} + \frac{\overline{Vr}_n}{(1+K)^t}$$

The diagram includes three callout boxes: 'Flujo de tesorería' pointing to the numerator of the first term, 'Valor residual' pointing to the numerator of the second term, and 'Tasa descuento' pointing to the denominator of both terms.

*Fuente: Apuntes de la asignatura valoración de empresas*

Para realizar el calculo primero se han calculado los Flujos de Tesorería Libres y el Valor residual actualizado y con la suma de todos ellos se ha conseguido obtener el Valor Operativo de ambas empresas. Posteriormente para calcular el valor financiero final de las empresas, que es el dato para el cual se han calculado todos los datos

anteriores, se ha de sumar al valor operativo las inversiones financieras y también restar la deuda financiera, en el caso de Bodegas Riojanas S.A. no tenemos inversiones financieras por lo que únicamente se ha restado la deuda financiera correspondiente.

Tanto las inversiones financieras como la deuda financiera utilizada para este último cálculo corresponden al año 2018.



#### **4.4. MÉTODOS COMPARATIVOS O POR MÚLTIPLOS**

Los métodos comparativos o por múltiplos, también llamados métodos basados en la cuenta de resultados son técnicas valorativas de mercado ya que estos métodos consideran que existe un mercado de empresas comparables, es decir, se utiliza para empresas cotizadas. Valoran empresas en comparación con el precio de otras u otra ya transmitida o que cotice en bolsa, en nuestro caso compararemos con otra que ya cotiza en bolsa.

Estos métodos se fundamentan en que una empresa vale en función de lo que se está dispuesto a pagar por dicha empresa.

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otros indicadores.

La finalidad de esta metodología es la comparación de ratios entre empresas como referencia, para comprobar si un título es “caro o barato”.

Ventajas:

- Muy simples e intuitivos.
- Rápido y sencillo.
- Fácil comprensión.
- Muy práctico.
- Se basa en valores de mercado.
- Se suele comparar con otros métodos.
- Fácil acceso a datos en caso de cotizadas

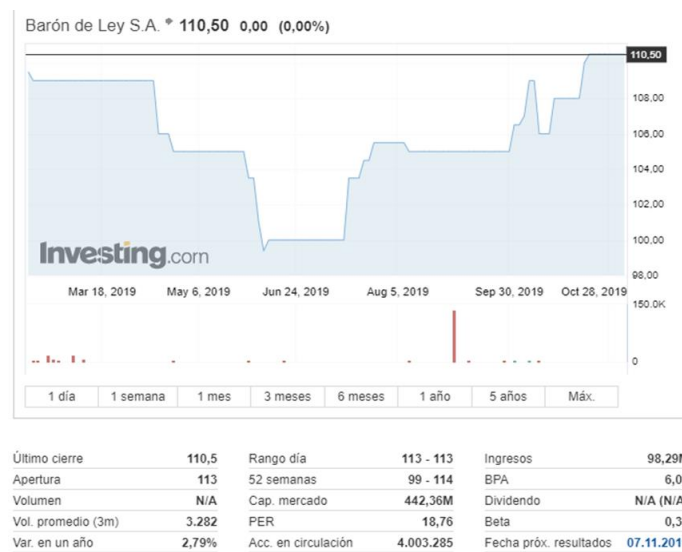
Inconvenientes:

- Dificultad para encontrar empresas comparables transmitidas
- Falta de transparencia del mercado
- Subjetividad en los ajustes por tamaño, endeudamiento, mercado...
- Podemos estar ignorando aspectos importantes: crecimiento, estrategia...
- Hay diferencias según múltiplo elegido, siendo difícil de explicar.
- Subjetividad en la elección del múltiplo y las empresas comparables

Los múltiplos se obtienen como cociente entre el precio de mercado de una empresa y una variable clave.

Hay dos clases de múltiplos, múltiplos de cotizaciones y de transacciones, en nuestro caso utilizaremos el primero de ellos ya que se trata de comparar empresas cotizadas.

El primer paso que se ha llevado a cabo para la obtención de estos métodos es la búsqueda de datos, los cuales se han conseguido en la página web de Investing.com, y son los que se muestran a continuación:



*Fuente: Página web es.investing.com*



*Fuente: Página web es.investing.com*

En estas imágenes se puede ver datos importantes como son la capitalización de mercado de las empresas seleccionadas, así como el BPA (Beneficio Por Acción) y el PER (Ratio Precio-Beneficio).

Si no fuera cotizada tendríamos que buscar múltiplos de otras empresas, pero en este caso no es necesario.

La siguiente imagen muestra los datos que se han seleccionado de cada empresa para los posteriores cálculos:

<b>BARON DE LEY S.A.</b>		<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>	
<b>DATOS DE LA EMPRESA</b>	<b>VALOR</b>	<b>DATOS DE LA EMPRESA</b>	<b>VALOR</b>
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	442.360	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	16.670
PER	18,76	PER	50,23
BENEFICIO NETO	22.717	BENEFICIO NETO	343,8
EBITDA	31.645	EBITDA	680
EBIT	24.542	EBIT	-669
VALOR CONTABLE	264.546	VALOR CONTABLE	19.866
VENTAS	97.119	VENTAS	19.212

*Fuente: Elaboración propia*

El siguiente paso es calcular cada uno de los múltiplos para cada una de nuestras empresas, esto se consigue dividiendo la capitalización bursátil de la empresa entre el valor del que queramos que sea nuestro múltiplo, por ejemplo, para el múltiplo de las ventas se divide la capitalización bursátil entre el dato de ventas de 2018.

<b>MÚLTIPLOS DE BARÓN DE LEY S.A.</b>		
PER	18,76	426.171
VE/EBITDA	13,98	442.360
VE/EBIT	18,02	442.360
P/VALOR CONTABLE	1,67	442.360
VE/VENTAS	4,55	442.360
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>		<b>439.122</b>

*Fuente: Elaboración propia*

<b>MÚLTIPLOS DE BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>		
PER	50,23	17.269
VE/EBITDA	24,51	16.670
VE/EBIT	-24,92	16.670
P/VALOR CONTABLE	0,84	16.670
VE/VENTAS	0,87	16.670
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>		<b>16.790</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Estos son los múltiplos obtenidos para Barón de Ley S.A. y para Bodegas Riojanas S.A., como se puede observar la segunda columna muestra las divisiones anteriormente explicadas y la tercera y última columna muestra el valor de la empresa para cada uno de los múltiplos que han sido calculados, multiplicando cada uno de los múltiplos obtenidos por su valor que son los datos de la imagen anterior y finalmente el valor total de la empresa que es calculado como la media de todas las anteriores.

Los datos obtenidos del valor de la empresa para ambas empresas son muy parecidos a los datos de la capitalización bursátil de las mismas por lo que es una buena señal ya que se acercan al valor que realmente valen estas empresas.

Barón de Ley S.A. como se puede apreciar tiene 13'98 veces su EBITDA, 4'55 veces sus ventas, 1'67 veces su valor contable, 18'02 veces el EBIT y 18'76 veces su PER. Por el contrario, Bodegas Riojanas S.A. tiene valores diferentes ya que tiene 5.'23 veces su PER, 24'51 veces su EBITDA, 0'84 veces su valor contable, 0.87 veces sus ventas y en el caso del EBIT al ser este dato negativo, nos lleva a decir que esta última empresa tiene -24'92 veces su EBIT.

## 5. CONCLUSIONES

Una vez finalizada la valoración de Barón de Ley S.A. y de Bodegas Riojanas S.A. podemos concluir que no todos los métodos de valoración son buenos o los correctos tanto para las distintas empresas como para los distintos sectores económicos.

Además hay que tener en cuenta que antes de la realización de cualquier valoración de empresas se debe de saber cual es la situación económica del país, la evolución que el sector ha podido tener en el pasado y principalmente la situación de la empresa o empresas a estudiar tanto en el presente como en el pasado y lo que se espera de ella en el futuro, ya que no es lo mismo una valoración para su posterior venta que simplemente para saber como se encuentra dicha empresa. Y también quiero destacar que para saber como se encuentra dicha empresa no se debe de utilizar únicamente el valor en libros contables de dicha empresa sino realizar como ya se ha indicado un análisis también teniendo en cuenta el futuro y el pasado de dicha empresa.

El objetivo fundamental de este trabajo es aplicar los diferentes métodos de valoración a las dos empresas seleccionadas para posteriormente ver que métodos son los que mejor funcionan en el sector vitivinícola, que es el sector en el que operan las empresas seleccionadas, y ver cual de ellos es el que más se acerca a la realidad de las empresas.

A continuación, muestro un cuadro resumen de cada una de las empresas para poder observar mejor los resultados y poder compararlos de una manera más sencilla:

<b>BARON DE LEY S.A.</b>		<b>2018</b>	
<b>MÉTODO BASADO EN BALANCE</b>			
Valor Neto Contable	264.546		
Valos Sustancial	169.800		
CPNE	118.537		
<b>MÉTODOS MIXTOS</b>			
Número de años (n)	n = 5	n = 10	
Método Indirecto	937.945	937.945	
Método Directo	814.175	814.175	
Método U.E.C.	280.059	363.101	
Método CPNE	283.392	369.249	
<b>MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FT</b>			
Valor de la Empresa	790.667		
<b>MÉTODOS BASADOS EN MÚLTIPLOS</b>			
Valor de la Empresa	439.122		
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>		<b>442.360</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

<b>BODEGAS RIOJANAS S.A.</b>		<b>2018</b>	
<b>MÉTODO BASADO EN BALANCE</b>			
Valor Neto Contable	19.866		
Valos Sustancial	50.249		
CPNE	42.109		
<b>MÉTODOS MIXTOS</b>			
Número de años (n)	n = 5	n = 10	
Método Indirecto	5.271	5.271	
Método Directo	7.425	7.425	
Método U.E.C.	16.724	15.278	
Método CPNE	17.253	16.255	
<b>MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FT</b>			
Valor de la Empresa	16.506		
<b>MÉTODOS BASADOS EN MÚLTIPLOS</b>			
Valor de la Empresa	16.790		
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>		<b>16.670</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

Como se puede ver, dentro de los métodos basados en el balance, el que más se acerca a la realidad de ambas empresas es el Valor Neto Contable (VNC), ya que es el valor que más se aproxima a la capitalización bursátil de dichas empresas.

En lo que respecta a los métodos basados en el fondo de comercio o mixtos, los dos primeros métodos están sobrevalorados en la primera empresa e infravalorados en la segunda de ellas, esto se debe a que utilizan el beneficio el cual es positivo en Barón de Ley S.A. y negativo en Bodegas Riojanas S.A. y al utilizar el beneficio tienen en cuenta que esto siempre va a suceder en el tiempo y al ser renta perpetua estos métodos siempre tienden a fallar. Por el contrario, los dos últimos métodos se acercan más a la realidad de ambas empresas. Además, como se puede apreciar con un n de 10 años el valor es mayor para todos los métodos en el caso de Barón de Ley, esto ocurre porque se da por hecho que esa realidad se va a mantener en el tiempo y se cuenta con una expectativa favorable como ya se ha mencionado antes, y para el caso de Bodegas Riojanas con un n de 10 años estos métodos son menores, esto ocurre al contrario que en la primera empresa por tener unas expectativas desfavorables.

Respecto a los métodos basados en el descuento de flujos tesorería, lo primero que hay que tener en cuenta es que son los métodos más subjetivos ya que dependen mucho del juicio que tiene la persona que los realiza y si las previsiones las hace desde un punto de vista pesimista u optimista ya que esto puede hacer que los datos varíen en gran medida. En este caso, además de las diferentes previsiones se ha establecido una tasa de crecimiento del 0'2%.

Como se puede observar en las distintas tablas en el caso de Barón de Ley S.A. el valor obtenido de la empresa es superior a lo que realmente vale dicha empresa. Sin embargo, para el caso de Bodegas Riojanas S.A. el valor de dicha empresa para este método es prácticamente el mismo que considera el mercado por lo que este método ha resultado ser muy efectivo.

El último de los métodos realizados es el basado en múltiplos, el cual es el más sencillo de calcular especialmente en este caso ya que se trataba de empresas que cotizaban en el mercado, por lo que se ha llevado a cabo creando los múltiplos de cada una de las empresas. Ambos resultados, tanto de Barón de Ley como de Bodegas Riojanas son muy similares a la capitalización bursátil de la empresa.

En definitiva, los métodos que mejor se han ajustado a nuestras empresas son los dos últimos métodos realizados, sin embargo, aunque los métodos basados en múltiplos sean los que más se aproximan a la realidad de la empresa, estos métodos se suelen

utilizar junto con otros ya que pueden tener inconvenientes, debido a que este tipo de métodos no tiene en cuenta lo que puede suceder posteriormente con la empresa en un futuro cercano.

Finalmente, he de destacar que el método que más se aproxima a nuestras empresas y que mejor las valora teniendo en cuenta tanto el pasado, presente como el futuro son los métodos basados en el descuento de flujos de tesorería. Y como ya hemos dicho, a pesar de que este método es subjetivo ya que influye la opinión de quien lo calcule hay que seguir una serie de pasos y unos puntos de referencia que son básicos independientemente de la persona o personas que realicen la valoración.



## 6. BIBLIOGRAFÍA

### • Páginas web:

- Cuentas anuales: <http://cnmv.es/ipps/>
- Barón de Ley S.A.: <http://www.barondeley.com/es>
- Bodegas Riojanas S.A.: <http://bodegasriojanas.com/es/>
- Datos de las empresas: <https://es.investing.com/>
- Tipos de interés: <https://es.investing.com/>
- Rentabilidad de las empresas: <http://www.wallstreet.com/analisis/mercado>
- Rentabilidad del sector: <https://invesgrama.com/ibex-35/rentabilidad-ibex/>
- Análisis del sector:  
<https://www.oemv.es/>  
<http://www.fev.es/sector-cifras/>  
<https://www.interprofesionaldelvino.es/>  
<https://laprensadelrioja.com/>  
<https://www.vinetur.com/documentos/article/49147/dossier-oemv.pdf>

### • Libros:

- Luis Alberto Fabra Garcés. Apuntes de la asignatura Valoración de empresas.
- José Ángel Ansón. Apuntes de clase.
- Pablo Fernández. Libro “Valoración de empresas y sensatez”.

### • Artículos:

- Interprofesional del vino en España. “Evolución mensual de los principales datos campaña 2018/2019”.
- Federación Española del Vino (FEV). “Los mercados del vino en 2018”.
- Observatorio Español del Mercado del Vino (OEMV). “Principales estadísticas del sector del vino” “Décimo aniversario”.

## 7. ANEXOS

- Balance Barón de Ley S.A.

BALANCE	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	179.830	206.633	181.743	91.808	122.903
Inmovilizado intangible:	118	88	44	19	5
Inmovilizado material	35.132	33.678	30.807	37.353	40.081
Activos financieros no corrientes	140.676	170.885	150.862	54.397	82.785
Activos por impuesto diferido	3.898	1.966	0	8	
Otros activos no corrientes	6	16	30	31	32
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	155.482	110.892	142.898	232.153	209.695
Existencias	92.378	84.029	92.055	97.501	102.692
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	24.372	25.560	26.324	26.304	25.109
Activos financieros corrientes	33.106	52	12.019	72.963	77.997
Otros activos corrientes	558	389	982	1.571	1.984
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5.068	862	11.518	33.814	1.913
<b>TOTAL ACTIVO</b>	335.312	317.525	324.641	323.961	332.598
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	205.487	227.437	248.471	249.794	264.546
Capital	2.727	2.580	2.580	2.494	2.455
Reservas	184.278	194.918	218.383	231.494	245.149
Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias	-17.174	0	-3.448	-5.102	-5.058
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	27.667	23.465	28.544	18.509	22.717
Ajustes por cambios de valor	7.989	6.474	2.412	2.399	-717
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	15.997	14.499	3.737	3.868	2.735
Subvenciones	3.108	2.586	2.661	2.830	2.458
Pasivos financieros no corrientes	425	172	140	108	209
Pasivos por impuesto diferido	2.739	2.498	936	930	68
Otros pasivos no corrientes	9.725	9.243			
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	113.828	75.589	72.433	70.299	65.317
Pasivos financieros corrientes	66.907	29.549	14.648	15.508	12.540
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:	45.822	44.957	56.618	53.543	51.263
Otros pasivos corrientes	1.099	1.083	1.167	1.248	1.514
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	335.312	317.525	324.641	323.961	332.598

• Cuenta de Pérdidas y Ganancias Barón de Ley S.A.

<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
(+) Importe neto de la cifra de negocios	86.966	92.651	95.398	95.131	97.119
(+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-982	-2.230	2.551	2.856	1.595
(-) Aprovisionamientos	-35.748	-40.753	-42.221	-42.683	-40.342
(+) Otros ingresos de explotación	548	631	566	524	556
(-) Gastos de personal	-8.940	-8.797	-8.779	-8.898	-9.142
(-) Otros gastos de explotación	-11.233	-16.390	-17.048	-16.124	-18.638
(-) Amortización del inmovilizado	-9.791	-7.214	-7.159	-6.296	-7.103
(+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	506	484	447	447	406
(+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-980	-78	10	3	91
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>20.346</b>	<b>18.304</b>	<b>23.765</b>	<b>24.960</b>	<b>24.542</b>
(+) Ingresos financieros	10.862	8.358	12.921	5.170	2.286
(-) Gastos financieros	-1.636	-435	-148	-100	-135
(+/-) Diferencias de cambio	4.062	4.932	1.919	-6.986	2.951
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>33.634</b>	<b>31.159</b>	<b>38.457</b>	<b>23.044</b>	<b>29.644</b>
(+/-) Impuesto sobre beneficios	-5.967	-7.694	-9.913	-4.535	-6.927
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO/NETO</b>	<b>27.667</b>	<b>23.465</b>	<b>28.544</b>	<b>18.509</b>	<b>22.717</b>

• Balance Bodegas Riojanas S.A.

<b>BALANCE</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	13.276	15.790	18.087	17.646	17.970
Inmovilizado intangible	492	556	426	298	171
Inmovilizado material	11.609	14.928	16.487	16.344	16.369
Activos financieros no corrientes	216	69			
Activos por impuesto diferido	248	237	1.100	903	1.331
Otros activos no corrientes	711	0	74	101	99
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	40.475	40.908	37.404	36.075	33.709
Existencias	28.516	29.273	27.713	25.867	27.184
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	11.690	11.342	9.583	10.091	6.506
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	94	103	108	117	19
<b>TOTAL ACTIVO</b>	53.751	56.698	55.491	53.721	51.679
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	25.106	25.554	21.122	21.250	19.866
Capital	4.039	3.989	3.989	3.939	3.890
Reservas	20.488	20.463	19.253	18.304	17.979
Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias	-329	-5	-2.070	-1.795	-1.528
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	892	988	-172	630	-635
Otros instrumentos de patrimonio neto		0	-3	39	30
Ajustes por cambios de valor	16	0		0	0
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	7.079	14.209	17.350	16.010	13.764
Subvenciones		1.537	1.584	2.384	2.310
Pasivos financieros no corrientes	5.755	12.452	15.574	13.575	11.344
Pasivos por impuesto diferido	314	220	192	51	110
Otros pasivos no corrientes	1.010	0			
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	21.566	16.935	17.019	16.461	18.049
Pasivos financieros corrientes	14.458	9.252	9.774	9.636	9.909
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	6.958	7.615	7.244	6.825	8.140
Otros pasivos corrientes	150	68	1		
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	53.751	56.698	55.491	53.721	51.679

• Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bodegas Riojanas S.A.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	2014	2015	2016	2017	2018
(+) Importe neto de la cifra de negocios	17.036	17.537	18.557	21.836	19.212
(+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	766	912	224	-2.148	1.262
(+) Trabajos realizados por la empresa para su activo	291	126			
(-) Aprovisionamientos	-7.128	-7.564	-8.602	-8.194	-10.528
(+) Otros ingresos de explotación	336	424	332	441	280
(-) Gastos de personal	-3.500	-3.597	-3.922	-4.003	-4.078
(-) Otros gastos de explotación	-4.669	-4.881	-5.171	-5.515	-5.658
(-) Amortización del inmovilizado	-1.161	-1.200	-1.306	-1.354	-1.349
(+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	71	97	129	145	190
(+/-) Otros resultados	-1	0			
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>2.041</b>	<b>1.854</b>	<b>241</b>	<b>1.208</b>	<b>-669</b>
(+) Ingresos financieros	18	11	10	6	7
(-) Gastos financieros	-1.000	-726	-533	-473	-393
(+/-) Diferencias de cambio	51	64	-2	4	-23
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1.110</b>	<b>1.203</b>	<b>-284</b>	<b>745</b>	<b>-1.078</b>
(+/-) Impuesto sobre beneficios	-218	-215	118	-107	445
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>892</b>	<b>988</b>	<b>-166</b>	<b>638</b>	<b>-633</b>

• Tabla de Previsiones Barón de Ley S.A.

RATIOS	RATIOS REALES				RATIOS PREVISIONES				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. Ventas	6,54%	2,96%	-0,28%	2,09%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Margen Comercial	56,01%	55,74%	55,13%	58,46%	56%	56%	56%	56%	56%
Otros ingresos explotación	15,15%	-10,30%	-7,42%	6,11%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
DIAS de existencias	789,99	761,12	810,49	905,64	850	850	850	850	850
Variación existencias	-2.230	2.551	2.856	1.595	1193	1193	1193	1193	1193
DIAS de cobro	98,35	99,26	100,96	96,61	100	100	100	100	100
DIAS de pago proveed	406,53	439,06	471,02	474,12	475	475	475	475	475
% Tesorería	0,93%	12,07%	35,54%	1,97%	10%	10%	10%	10%	10%
% Otros pasivos corrientes	4,30%	4,52%	4,99%	5,45%	5%	5%	5%	5%	5%
% Amortización	21,36%	23,21%	16,85%	17,72%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
% Gastos personal/ventas	9,49%	9,20%	9,35%	9,41%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
% Gastos explotación/ventas	17,69%	17,87%	16,95%	19,19%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Imputación de subvenciones	-4,35%	-7,64%	0,00%	-9,17%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Deterioro y result. Inm.	-78	10	3	91	20	20	20	20	20
Tipo interés	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Tipo Impositivo	24,69%	25,78%	19,68%	23,37%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%
Coste deuda C/P	1,05%	2,60%	1,48%	2,33%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%
Coste deuda L/P	1,05%	2,60%	1,48%	2,33%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%
Inversiones Financieras C/P	52	12.019	72.963	77.997	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Inversiones Financieras L/P	170.885	150.862	54.397	82.785	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
% Var. Deuda C/P	-55,84%	-50,43%	5,87%	-19,14%	-29,88%	-29,88%	-29,88%	-29,88%	-29,88%
% Var. Deuda L/P	-59,53%	-18,60%	-22,86%	93,52%	-1,87%	-1,87%	-1,87%	-1,87%	-1,87%
Inversión en Inmovilizado	-1.484	-2.915	6.521	2.714	3000	3000	3000	3000	3000
Vida útil inmovilizado	4,68	4,31	5,94	5,64	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Imputación Subvenciones	484	447	447	406	446	446	446	446	446
Resultado enajenaciones	-78	10	3	91	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Resultado financiero	12.855	14.692	-1.916	5.102	7.683	7.683	7.683	7.683	7.683
Activos por impuesto diferido	1.966	0	8	0	0	0	0	0	0
Otros activos no corrientes	16	30	31	32	32	32	32	32	32
Otros activos corrientes	389	982	1.571	1.984	1900	1900	1900	1900	1900
Otros pasivos no corrientes	9.243				0	0	0	0	0
Pasivos por impt.diferido	-8,80%	-62,53%	-0,64%	-92,69%	-95%	-95%	-95%	-95%	-95%
Subvenciones	2.586	2.661	2.830	2.458	2.634	2.634	2.634	2.634	2.634
(-) Acciones propias	0	-3.448	-5.102	-5.058	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000
Ajustes por cambios de valor	6.474	2.412	2.399	-717	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000

• Tabla de previsiones Bodegas Riojanas S.A.

RATIOS	RATIOS REALES				RATIOS PREVISIONES				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. Ventas	2,94%	5,82%	17,67%	-12,02%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Margen Comercial	56,87%	53,65%	62,47%	45,20%	53%	53%	53%	53%	53%
Otros ingresos explotación	26,19%	-21,70%	32,83%	-36,51%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
DIAS de existencias	1394,30	1209,01	1193,35	919,62	1060	1060	1060	1060	1060
Variación existencias	912	224	-2.148	1.262	60	60	60	60	60
DIAS de cobro	239,68	205,79	164,43	157,66	130	130	130	130	130
DIAS de pago proveedores	351,61	315,25	313,35	259,41	320	320	320	320	320
% Tesorería	0,59%	0,58%	0,54%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
% Otros pasivos corrientes	0,80%	0,01%	0,00%	0,00%	0%	0%	0%	0%	0%
% Amortización	7,75%	7,72%	8,14%	8,16%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
% Gastos personal/ventas	20,51%	21,13%	18,33%	21,23%	19%	19%	19%	19%	19%
% Gastos explotación/ventas	27,83%	27,87%	25,26%	29,45%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
Imputación de subvenciones	36,62%	32,99%	12,40%	31,03%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Deterioro y result. Inm.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tipo interés	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Tipo Impositivo	17,87%	41,55%	14,36%	41,28%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%
Coste deuda C/P	0,19%	-0,02%	0,07%	-0,09%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Coste deuda L/P	0,19%	-0,02%	0,07%	-0,09%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Inversiones Financieras C/P	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones Financieras L/P	0	69	0	0	0	0	0	0	0
% Var. Deuda C/P	-36,01%	5,64%	-1,41%	2,83%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
% Var. Deuda L/P	116,37%	25,07%	-12,84%	-16,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversión en Inmovilizado	3.383	1.429	-271	-102	100	100	100	100	100
Vida útil inmovilizado	12,90	12,95	12,29	12,26	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Imputación Subvenciones	97	129	145	190	130	130	130	130	130
Resultado enajenaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado financiero	-651	-525	-463	-409	-512	-512	-512	-512	-512
Activos por impuesto diferido	237	1.100	903	1.331	1200	1200	1200	1200	1200
Otros activos no corrientes	0	74	101	99	100	100	100	100	100
Otros activos corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos no corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por impt.diferido	-29,94%	-12,73%	-73,44%	115,69%	0%	0%	0%	0%	0%
Subvenciones	1.537	1.584	2.384	2.310	2.300	2.300	2.300	2.300	2.300
(-) Acciones propias	-5	-2.070	-1.795	-1.528	-1500	-1500	-1500	-1500	-1500
Ajustes por cambios de valor	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros instrumentos de patrimonio neto	0	-3	39	30	30	30	30	30	30
Trabajos realizados por la empresa para su activo	126	0	0	0	0	0	0	0	0

• Previsiones de Balance Barón de Ley S.A.

<b>PREVISIONES BALANCE</b>						
<b>BALANCE</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	122.903	135.830	132.321	129.450	127.101	125.180
Inmovilizado	40.086	35.798	32.289	29.418	27.069	25.148
Activos financieros no corrientes	82.785	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Activos por impuesto diferido	0	0	0	0	0	0
Otros activos no corrientes	32	32	32	32	32	32
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	209.695	214.092	215.464	216.849	218.249	219.662
Existencias	102.692	100.509	101.514	102.529	103.554	104.590
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	25.109	26.874	27.143	27.414	27.688	27.965
Activos financieros corrientes	77.997	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Otros activos corrientes	1.984	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.913	9.809	9.907	10.006	10.106	10.207
<b>TOTAL ACTIVO</b>	332.598	349.922	347.785	346.300	345.350	344.842
<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	264.546	280.722	280.641	280.421	280.180	279.988
Capital	2.455	2.455	2.455	2.455	2.455	2.455
Reservas	245.149	258.132	257.331	256.479	255.678	254.982
(-) Acciones y participaciones en patrimonio propias	-5.058	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	22.717	23.135	23.855	24.486	25.047	25.551
Ajustes por cambios de valor	-717	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	2.735	2.842	2.838	2.835	2.831	2.827
Subvenciones	2.458	2.634	2.634	2.634	2.634	2.634
Pasivos financieros no corrientes	209	205,10	201,26	197,50	193,81	190,19
Pasivos por impuesto diferido	68	3	3	3	3	3
Otros pasivos no corrientes	0	0	0	0	0	0
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	65.317	66.357	64.305	63.044	62.340	62.027
Pasivos financieros corrientes	12.540	8.793	6.165	4.323	3.031	2.125
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:	51.263	56.167	56.728	57.296	57.869	58.447
Otros pasivos corrientes	1.514	1.398	1.412	1.426	1.440	1.455
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	332.598	349.922	347.785	346.300	345.350	344.842
<b>Reparto de dividendos</b>		-9.734	-23.936	-24.707	-25.288	-25.743
<b>FONDO DE MANIOBRA</b>	78.921	81.527	82.324	83.128	83.940	84.761



• Previsiones de Balance Bodegas Riojanas S.A.

<b>PREVISIONES BALANCE</b>						
<b>BALANCE</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	17.970	16.468	15.455	14.387	13.465	12.613
Inmovilizado	16.540	15.368	14.286	13.287	12.365	11.513
Activos financieros no corrientes	0	0	69	0	0	0
Activos por impuesto diferido	1.331	1000	1000	1000	1000	1000
Otros activos no corrientes	99	100	100	100	100	100
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	33.709	33.416	33.750	34.087	34.428	34.773
Existencias	27.184	26.485	26.750	27.018	27.288	27.561
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6.506	6.911	6.980	7.050	7.120	7.192
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	19	19	20	20	20	20
<b>TOTAL ACTIVO</b>	51.679	49.883	49.204	48.474	47.893	47.386
<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	19.866	16.725	15.966	15.155	14.492	13.903
Capital	3.890	3.890	3.890	3.890	3.890	3.890
Reservas	17.979	14.211	13.394	12.529	11.816	11.179
(-) Acciones y participaciones en patrimonio propias	-1.528	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	-635	94	152	206	256	304
Otros instrumentos de patrimonio neto	30	30	30	30	30	30
Ajustes por cambios de valor	0	0	0	0	0	0
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	13.764	13.754	13.754	13.754	13.754	13.754
Subvenciones	2.310	2.300	2.300	2.300	2.300	2.300
Pasivos financieros no corrientes	11.344	11.344,00	11.344,00	11.344,00	11.344,00	11.344,00
Pasivos por impuesto diferido	110	110	110	110	110	110
Otros pasivos no corrientes	0	0	0	0	0	0
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	18.049	17.905	17.985	18.065	18.147	18.229
Pasivos financieros corrientes	9.909	9.909	9.909	9.909	9.909	9.909
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:	8.140	7.996	8.076	8.156	8.238	8.320
Otros pasivos corrientes	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	51.679	49.883	49.204	48.474	47.893	47.386
<b>Reparto de dividendos</b>		-3.133	-911	-1.017	-919	-893
<b>FONDO DE MANIOBRA</b>	25.569	25.420	25.674	25.931	26.190	26.452

• Previsiones Cuenta de Pérdidas y Ganancias Barón de Ley S.A.

<b>PREVISIONES CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>						
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
(+) Importe neto de la cifra de negocios	97.119	98.090	99.071	100.062	101.062	102.073
(+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	1.595	1193	1193	1193	1193	1193
(-) Aprovisionamientos	-40.342	-43.160	-43.591	-44.027	-44.467	-44.912
(+) Otros ingresos de explotación	556	592,14	630,63	671,62	715,28	761,77
(-) Gastos de personal	-9.142	-9.319	-9.412	-9.506	-9.601	-9.697
(-) Otros gastos de explotación	-18.638	-18.637	-18.824	-19.012	-19.202	-19.394
(-) Amortización del inmovilizado	-7.103	-6.086	-5.489	-5.001	-4.602	-4.275
(+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	406	446	446	446	446	446
(+/-) Resultado por enajenaciones del inmovilizado	91	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>24.542</b>	<b>23.127</b>	<b>24.032</b>	<b>24.833</b>	<b>25.551</b>	<b>26.202</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>5.102</b>	<b>7.683</b>	<b>7.683</b>	<b>7.683</b>	<b>7.683</b>	<b>7.683</b>
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>29.644</b>	<b>30.810</b>	<b>31.715</b>	<b>32.516</b>	<b>33.234</b>	<b>33.885</b>
(-) Intereses	1%	-167,58	-118,57	-84,19	-60,06	-43,12
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>29.644</b>	<b>30.643</b>	<b>31.596</b>	<b>32.432</b>	<b>33.174</b>	<b>33.842</b>
(+/-) Impuesto sobre beneficios	-6.927	-7.507	-7.741	-7.946	-8.128	-8.291
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO/NETO</b>	<b>22.717</b>	<b>23.135</b>	<b>23.855</b>	<b>24.486</b>	<b>25.047</b>	<b>25.551</b>

• Previsiones Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bodegas Riojanas S.A.

<b>PREVISIONES CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>						
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
(+) Importe neto de la cifra de negocios	19.212	19.404	19.598	19.794	19.992	20.192
(+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	1.262	60	60	60	60	60
(+) Trabajos realizados por la empresa para su activo	0	0	0	0	0	0
(-) Aprovisionamientos	-10.528	-9.120	-9.211	-9.303	-9.396	-9.490
(+) Otros ingresos de explotación	280	282,80	285,63	288,48	291,37	294,28
(-) Gastos de personal	-4.078	-3.687	-3.724	-3.761	-3.798	-3.836
(-) Otros gastos de explotación	-5.658	-5.239	-5.292	-5.344	-5.398	-5.452
(-) Amortización del inmovilizado	-1.349	-1.153	-1.071	-997	-927	-864
(+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	190	130	130	130	130	130
(+/-) Otros resultados	0	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>-669</b>	<b>679</b>	<b>776</b>	<b>868</b>	<b>953</b>	<b>1.034</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-409</b>	<b>-512</b>	<b>-512</b>	<b>-512</b>	<b>-512</b>	<b>-512</b>
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>-1.078</b>	<b>167</b>	<b>264</b>	<b>356</b>	<b>441</b>	<b>522</b>
(-) Intereses	2%	-7,09	-7,09	-7,09	-7,09	-7,09
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-1.078</b>	<b>159</b>	<b>257</b>	<b>348</b>	<b>434</b>	<b>515</b>
(+/-) Impuesto sobre beneficios	445	-65	-105	-143	-178	-211
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO/NETO</b>	<b>-633</b>	<b>94</b>	<b>152</b>	<b>206</b>	<b>256</b>	<b>304</b>