

## Anàlisi econòmica financera del sector vinícola català

Núria Arimany<sup>1</sup>, M. Angels Farreras<sup>2</sup>, Joaquim Rabaseda<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universitat de Vic(Spain)

<sup>2</sup>Universitat de Girona (Spain)

[nuria.arimany@uvic.cat](mailto:nuria.arimany@uvic.cat), [angels.farreras@udg.edu](mailto:angels.farreras@udg.edu), [joaquim.rabaseda@udg.edu](mailto:joaquim.rabaseda@udg.edu)

---

### Resum

**Objecte:** El present treball reflecteix l'anàlisi econòmica financera de les grans indústries elaboradores de vi a Catalunya en el període 2008-2012. S'ha considerat la indústria vinícola per ser un sector estratègic dintre de l'agroalimentació catalana, considerada primer clúster agroalimentari d'Europa segons dades de l'observatori de clústers de l'Stockholm School of Economics. L'estudi posiciona aquestes indústries dintre del sector agroalimentari català i espanyol i presenta els principals indicadors econòmics i financers per tal de diagnosticar la salut d'aquestes empreses en el període 2008-2012 mitjançant una anàlisi a curt i llarg termini, una anàlisi de resultats i una anàlisi dels canvis patrimonials i dels fluxos d'efectiu de les empreses vinícoles.

**Disseny/metodologia:** Les dades utilitzades provenen dels estats comptables de les indústries vinícoles en el període 2008-2012, en concret, es recull una mostra d'empreses catalanes que elaboren vi amb uns ingressos d'explotació mínims de 5.700.000 € i uns actius mínims de 2.850.000 €, que presenten comptes anuals normals seguint el que disposa el Pla General Comptable en aquest període, i que majoritàriament són grans empreses sobre les que es porta a terme l'anàlisi econòmic financer mitjançant l'estadística descriptiva oportuna arribant a uns resultats i conclusions.

**Aportacions i resultats:** L'estudi permet assenyalar que les empreses vinícoles en aquest període gaudeixen d'una bona salut econòmica i financera, amb un reduït nombre d'empreses que concentren gran part de les vendes. Tot i que les vendes han

augmentat, s'experimenta una reducció dels resultats econòmics per l'augment de les despeses d'explotació en aquest període. Per tant, no gaudeixen d'una gestió eficient de les despeses.

**Limitacions:** Seria convenient estendre la mostra a petites empreses vinícoles i arribar fins a dades actuals per confirmar els canvis de tendència en l'anàlisi econòmica i financera.

**Implicacions pràctiques:** Permet valorar la projecció d'aquest sector en els últims anys a Catalunya, per prendre les oportunes decisions econòmiques al respecte.

**Implicacions socials:** Els resultats permeten posar de manifest canvis que cal fer en el sector, per tal de que les empreses segueixin ben posicionades.

**Valor afegit:** Per les associacions, cooperatives i empreses vinícoles en general, dona informacions econòmiques i financeres rellevants de la salut empresarial de les empreses del vi en aquest difícil període, amb indicacions a seguir per assolir els reptes de futur.

**Paraules clau:** Anàlisi financera a curt termini, Anàlisi financera a llarg termini, Anàlisi econòmica, Anàlisi de l'estat de canvis en el patrimoni net, Anàlisi de l'estat de fluxos d'efectiu

**Codis JEL:** M41

---

**Title:** Economic Analysis Financial Catalan wine sector

### **Abstract**

**Purpose:** The present study reflects the economic and financial analysis of major wine production firms in Catalonia 2008-2012. The wine industry is considered to be a strategic sector within Catalan agribusiness considered the to be first food cluster in Europe according to the Stockholm clusters observatory School of Economics. The study positions these Catalan industries and Spanish within the food sector and presents the main economic and financial indicators to diagnose the health of these companies during the period indicated by analyzing short and long-term results and analysis of changes in equity and cash flows of the wineries.

**Design/methodology:** The data used comes from the statements of the wine industry in the period 2008-2012 and in particular it contains a sample of wine producing companies considered large-level accounting (according to the General Accounting Plan). Catalan companies have a minimum income of € 5.7 million and have minimum

assets of € 2,85 million in the sample carried out using descriptive statistics and analysis results and conclusions have been reached.

**Findings:** The study noted that enables wineries in this period do have a healthy economic and financial status, with a small number of companies producing the majority of the sales. Although sales have increased there has been a reduction they in economic performance due to increased operating expenses in this period. So they don't have a balanced growth.

**Research limitations/implications:** It would be desirable to extend the sample to small wineries and to get present data to confirm trend changes in economic and financial analysis.

**Practical implications:** It allows us to assess the projection of this sector in recent years in Catalonia in order to take the appropriate economic decisions in this regard.

**Social implications:** The results showed changes are needed in the sector so that Catalan wine companies can maintain their good position.

**Originality/value:** For partnerships, cooperatives and wine companies to give relevant economic information and financial health of wine businesses in this difficult period with instructions help meet the challenges of the future.

**Keywords:** Financial analysis short term financial analysis, Economic analysis, Analysis of the statement of changes in equity analysis of the state of cash flows

**Jel Codes:** M41

---

## **1. Introducció**

Catalunya té una llarga tradició en indústria vinícola i representa la quarta posició del sector agroalimentari català. Les empreses del vi i derivats representen el 25% de la producció d'Espanya i el volum anual supera els 380 milions d'ampolles, de les quals dues tercers parts es destinen a exportació, essent meitat producció de vi i meitat producció de cava.

El conreu de vinya es concentra bàsicament a Tarragona (48,3% del total de vinya de Catalunya). Hi ha reconegudes dotze Denominacions d'Origen (DO): DO Penedès, DO Terra Alta, DO Catalunya, DO Tarragona, DO Conca de Barberà, DO Costers del Segre, DO Empordà, DO Montsant, DOQ Priorat, DO Alella i DO Pla de Bages. La del Priorat és una Denominació d'Origen Qualificada, la de Catalunya és una denominació regional superposada geogràficament a les altres i també hi ha la DO Cava que es troba majoritàriament al Penedès.

Les DO depenen de l'Institut Català de la Vinya i el Vi ([INCAVI](#)), adscrit al Departament d'Agricultura, Ramaderia i Pesca de la [Generalitat de Catalunya](#) i s'han originat com estratègia de marca col·lectiva de qualitat (indicadors geogràfics protegits) per facilitar accions comercials en el marc de l'alta competència en el sector vinícola espanyol (amb més de 80 DO) i en l'àmbit internacional. Aquesta estratègia de diferenciació de la marca col·lectiva ha estat molt utilitzada en els últims anys en el sector agroalimentari en general i en el vinícola en particular per el reconeixement d'una qualitat superior, conseqüència de característiques pròpies i diferencials, característiques geogràfiques (on es produeixen les matèries primes i s'elaboren els productes) i característiques d'influència del factor humà. A banda, les empreses que elaboren vi utilitzen també l'estratègia de la marca individual.

L'objectiu del nostre treball és determinar la salut econòmica financera de les grans empreses que elaboren vi a Catalunya en el període 2008-2012, a través dels seus estats financers. En estudis previs s'ha constatat que no hi ha diferències significatives estadísticament en la rendibilitat de les empreses vinícoles amb DO i sense DO i si en canvi en funció de la dimensió, l'antiguitat empresarial i la diversificació en varies marques col·lectives (Sellers i Mas, 2013). Per aquest motiu, s'ha escollit una mostra d'empreses majoritàriament grans que presenten comptes anuals normals a nivell comptable, amb més de 10 anys de vida (Annex), que gaudeixen d'una important diversificació i que són referents en el sector analitzat, de manera que la diagnosi, tot i que no es pot extrapolar a totes les empreses vinícoles, constitueix una important informació de la situació econòmica financera actual.

La metodologia utilitzada parteix del recull de dades comptables i financeres mitjançant la base de dades Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI), d'una mostra d'empreses catalanes elaboradores de vi que tenen uns ingressos d'explotació mínims de 5.700.000 € i uns actius mínims de 2.850.000 € durant dos anys consecutius. Cal tenir present que són empreses que presenten comptes anuals normals i que majoritàriament tenen un actiu superior a 11.400.000 € i uns ingressos d'explotació superiors a 22.800.000 per aquest motiu, seguint el que disposa el Pla General Comptable en el període analitzat, les anomenarem grans empreses vinícoles. Posteriorment s'han calculat els indicadors financers adequats i junt amb els estadístics descriptius es realitza una anàlisi convencional dels estats financers, afegint una anàlisi específica per a l'Estat de canvis en el patrimoni net i l'Estat de fluxos d'efectiu en el període objecte d'estudi; amb la finalitat d'arribar a uns resultats i unes conclusions que permetin posicionar aquestes indústries i orientar-les en les decisions econòmiques a seguir en la seva trajectòria, marcant el camí de les empreses que en són referents.

Els indicadors financers permetran explicar la solvència i les rendibilitats com a factors amb major poder explicatiu de la situació econòmica financera de les empreses (Martín, 1999). Els

indicadors financers, també, permetran identificar l'endeutament, la capitalització d'aquestes empreses i la situació de tresoreria, com a factors clau en l'actual context econòmic.

Revisada la literatura respecte l'anàlisi econòmica financera de les empreses vinícoles i posicionades les empreses catalanes en el marc de la indústria vinícola espanyola; la recerca s'ha estructurat en quatre parts diferenciades: l'anàlisi de la situació financera a curt termini (posant l'accent en la tresoreria directament relacionada amb l'Estat de fluxos d'efectiu), l'anàlisi de la situació financera a llarg termini, l'anàlisi econòmica i l'anàlisi patrimonial.

L'anàlisi de la situació financera a curt termini permetrà valorar la capacitat d'aquestes empreses per fer front a les obligacions de pagament a curt termini i es relacionarà amb l'anàlisi de l'Estat de fluxos d'efectiu. L'anàlisi de la situació financera a llarg termini permetrà mesurar la capacitat de les empreses per satisfer els deutes a llarg termini. L'anàlisi econòmica o de resultats permetrà comprendre com s'han produït els resultats, identificant els motius desencadenants de la situació econòmica en el període temporal analitzat. Seguidament l'anàlisi patrimonial permetrà identificar si les empreses s'estan capitalitzant, oferint més garanties a tercers directament relacionats amb les mateixes. I l'anàlisi de la tresoreria ens permetrà conèixer si s'ha portat a terme una bona política de cobraments i pagaments derivats de les diferents activitats desenvolupades.

Finalment en les conclusions es fa la diagnosi de la situació econòmica financera de les empreses analitzades en el període 2008-2012 identificant reptes de futur per mantenir-se en els mercats.

## ***2. Revisió de la literatura respecte l'anàlisi econòmica financera de les empreses vinícoles***

La revisió de la literatura ens permet constatar que la majoria de publicacions que fan referència a l'anàlisi econòmica financera de les empreses vinícoles són de caràcter professional i en revistes acadèmiques hi ha pocs estudis especialment dedicats a aquest tema. Si que es troba diversa literatura referent a l'estudi del vi en diferents regions vitivinícoles, com ara, de Califòrnia (Porter, 2001), Austràlia (MacRae-Williams, 2002), Sudàfrica (Williamson y Wood, 2003), Xile (Farinelli, 2003), Canadà (Myltelka i Goertzen, 2003), Itàlia (Zanni, 2004), França (Saulpic i Tanguy, 2002) Portugal (Inhan et al., 2013) i Espanya (Larreina et al., 2011).

Respecte al tipus d'empreses vinícoles trobem empreses mercantils i cooperatives; en les cooperatives agràries, molt presents a tota Espanya, degut a la debilitat estructural que

caracteritza al sector, es presenten diversos estudis de contingut econòmic financer de les cooperatives, destacant que el volum de negoci d'aquestes permet aconseguir unes rendibilitats acceptables. No obstant, tenen una estructura econòmica molt inferior al de les societats mercantils del sector, amb poca solvència i un endeutament a llarg termini important (Gómez-Limón et al., 2003). D'altra banda, el cooperativisme vinícola juntament amb les denominacions d'origen són un element molt present en diferents Comunitats Autònomes (Martín i Vidal, 2001).

Respecte a les empreses mercantils, degut a que l'activitat vinícola és una de les de més tradició en l'agricultura del nostre país, s'ha apostat decididament per la qualitat de producte, la innovació i la internacionalització dels mercats. Una de les eines utilitzades per finançar les inversions ha estat accedir al Mercat de Valors; així doncs, hi ha empreses vinícoles que cotitzen en mercats borsaris. Segons recerques sobre el comportament d'aquestes empreses, juntament amb l'evolució dels resultats econòmics i dels indicadors de rendibilitat fins l'exercici 2003, resulta que el volum d'accions negociades és reduït, amb baixes cotitzacions i capitalitzacions, i amb discrets resultats i rendibilitats (Vidal i Rodríguez, 2005).

Pel que fa a les empreses mercantils que no cotitzen, també s'ha apostat per la qualitat de producte, la innovació i la internacionalització des de fa anys. En concret, és destacable la rellevància en aquest àmbit de la indústria del cava dins la vitivinicultura catalana actual, amb un elevat pes específic dins la producció vinícola catalana total. La indústria del cava és pròpia de Catalunya, on destaca l'activitat elaboradora del Penedès, i més concretament Sant Sadurní d'Anoia, com autèntica capital del cava, amb una tendència expansiva cap a mercats exteriors. Així en les tres últimes dècades es posa de relleu un esforç constant en la millora del producte, augments en les quantitats de producció per una major presència en mercats exteriors i canvis en la dimensió i estructura interna del sector. Els mercats que han fet possible el creixement d'exportacions de cava des dels anys seixanta fins l'actualitat han estat per ordre cronològic Regne Unit, el mercat nord-americà (EEUU i Canada) i Alemanya. No obstant, hi ha una davallada del pes específic del mercat nacional (Valls, 2007), tot i que, en el 2012 s'observa una lleugera recuperació (INCAVI, 2013).

Tenint present que aquestes empreses mercantils en els últims anys han experimentat canvis en l'estructura interna, de manera que hi ha grans empreses que representen el sector a Catalunya, el nostre treball vol donar una visió de la situació econòmica financera d'aquestes empreses en el període 2008-2012, per tal de identificar la situació del sector i orientar les oportunes preses de decisions econòmiques per afrontar els reptes de futur. El nostre treball inclou, entre d'altres, els dos grans grups empresarials consolidats, encapçalats per les societats Freixenet i Codorniu, amb gran dinamisme exportador, amb presència en quatre dels

cinc continents, i amb diverses plantes de producció a les principals regions vitivinícoles del món (Califòrnia, Austràlia, Rioja, Priorat, Argentina).

També hi ha diferents estudis que fan referència a la regió de la Rioja, que gaudeix d'una denominació d'origen qualificada i exporta una tercera part dels vins que produeix. Una regió que ha augmentat la superfície vinícola en un 35% amb una reestructuració del sector en els últims anys, que ha suposat el naixement d'indústries auxiliars del vi apostant per la innovació i els actius enoturístics (Larreina i Aguado, 2008). Degut aquest fet, el clúster del vi suposa un 21% del PIB regional a principis del segle XXI (Larreina, 2006). Però cal fer especial menció a recerques que indiquen una situació dèbil davant la crisi econòmica i financera iniciada el 2008, amb una baixada de vendes i caiguda de preus considerable (Rabobank, 2010); això fa que els preus de la vinya de la Rioja són més baixos respecte anys anteriors, i la rendibilitat per l'agricultor és inferior. D'altra banda, la importància en l'economia regional dels ingressos procedents de la viticultura suposen poc creixement a curt termini, tot i els esforços publicitaris fets a nivell internacional (Larreina, 2011).

Per tant, la influència de la crisi sistemàtica, els canvis a nivell de consum, l'entrada de nous països productors (Índia) i una competència a nivell global fan necessari l'estudi del sector vitivinícola especialment des de la vessant econòmica financera.

### ***3. Empreses vinícoles catalanes en el marc de la indústria vinícola espanyola***

El sector vitivinícola genera un mercat mundial de més de 265 milions de hectolitres a l'any i a nivell mundial la producció es concentra a la Unió Europea (59%). Concretament, Espanya és un dels grans països productors mundials de vi: primer en el rànquing en superfície plantada, segon exportador mundial en termes de volum i tercer en termes de valor (ICEX, 2012), amb un important volum d'exportació a Alemanya, Regne Unit, França i Estats Units. L'estructura del mercat vitivinícola espanyol es caracteritza per la convivència de grans empreses, molt diversificades amb processos altament tecnificats i centres de producció a diferents països, amb empreses de petits productors i cooperatives. De les primeres empreses en facturació per vendes espanyoles al 2013 (Taula 1), un 60% es troben localitzades a Catalunya, de manera que les grans empreses vitivinícoles catalanes tenen un pes específic destacat en l'economia espanyola.

<b>Empreses</b>	<b>Localització</b>	<b>Ingressos explotació milers</b>
J.Garcia Carrión S.A.	Jumilla	719.566
Freixenet S.A.	Sant Sadurni d'Anoia	225.224
Felix Solis Avantis S.A.	Valdepeñas	212.329
Codorniu S.A.	Espugues de Llobregat	183.784
Miguel Torres S.A.	Vilafranca del Penedès	169.776

Taula 1. Empreses vinícoles de més facturació segons dades SABI

El grau de concentració és elevat, atès que els cinc primers grups suposen una quota conjunta d'un 28% del mercat amb poca penetració de capital estranger. No obstant, augmenten els acords amb empreses d'altres països, per millorar la capacitat de comercialització mundial, i també augmenten les aliances entre comercialitzadors. Aquest alt grau de concentració es dona tant a Catalunya com a Espanya.

En referència a les exportacions, han augmentat les de vins econòmics per part de països com Xile, Argentina, Sud-àfrica o Nova Zelanda, en detriment dels tradicionals proveïdors europeus. D'altra banda, també han disminuït les exportacions a mercats importants, com ara els rus, entre d'altres.

Espanya, en aquest període, es caracteritza per una pujada de preus del vi exportat, amb un inferior volum de vendes, però una bona facturació per la venda de vins amb més valor afegit (seguint la tendència de França, primer exportador amb major valor afegit).

Així doncs, a Espanya han baixat les exportacions en volum, però han pujat en valor (hi ha un bon comportament de les DO), de manera que s'ha encarat el preu de venda i s'ha aconseguit una bona facturació. Tot i així, existeix el risc de perdre mercat (pels alts preus i pels nous competidors en l'escenari mundial) i de no poder mantenir els nivells de facturació.

En el període analitzat, tot i que, hi ha una reducció de la superfície inscrita en les DO, es manté el volum de vi qualificat per aquestes DO, encara que a nivell global la producció de vi es redueix un 16,5%, en gran part per factors meteorològics (INCAVI, 2013).

D'altra banda, cal destacar que el preu del raïm a Catalunya s'ha incrementat considerablement en aquest període, fet que provoca uns resultats nets inferiors, especialment en l'exercici 2011.

En les empreses espanyoles de menor dimensió, aquests resultats nets són encara més baixos, per les altes despeses d'explotació (especialment les despeses de personal) i també per les importants despeses financeres. Aquesta situació també es dona en les empreses catalanes de menor dimensió. Val a dir, que les despeses financeres a Catalunya són de 1,6 € per cada 100 €



venuts i a Espanya són de 2,4 € per cada 100 € venuts. A més a més entre 2010/2011 les despeses financeres han incrementat considerablement produint baixades en la rendibilitat financera (ROE) i la rendibilitat econòmica (ROA). Però la ROE supera al ROA, posant de relleu un efecte positiu del palanquejament financer d'aquestes empreses (INCAVI, 2013).

L'any 2011, les empreses vinícoles catalanes que facturen més tenen un actiu promig superior al de les empreses espanyoles. En canvi, la xifra de negocis és molt similar a la de les empreses espanyoles i els increments de vendes de 2010 a 2011 són d'un 10% per les catalanes i d'un 9,3% per les espanyoles. Respecte a les rotacions d'actiu augmenten per empreses catalanes i espanyoles, amb solvències a curt termini acceptables i endeutaments entre un 50%-60%, encara que són de mala qualitat (INCAVI, 2013).

Pel que fa al valor afegit del 2010, les empreses catalanes aporten un 21% del mateix al conjunt de l'estat, però en els anys posteriors aquest percentatge es va moderant.

Amb tot, el 2011, els resultats econòmics de les empreses vinícoles catalanes i espanyoles empitjoren respecte l'any anterior, tot i que hi ha un increment de l'activitat comercial, per l'augment de vendes. No obstant, la tendència a la baixa del valor afegit i la reducció de resultats fan contraure les rendibilitats.

#### ***4. Anàlisi i interpretació de la situació econòmica i financera de les empreses vinícoles catalanes***

El nostre estudi parteix d'una mostra d'empreses catalanes que elaboren vi i tenen uns ingressos d'explotació mínims de 5.700.000 € i uns actius mínims de 2.850.000 € durant dos anys consecutius, com a empreses referents en el subsector de l'agroalimentació. Majoritàriament són empreses grans que presenten comptes anuals normals, segons el que disposa el Pla General Comptable en el període considerat.

La mostra s'ha obtingut de la base de dades SABI seguint els següents criteris:

- Activitat econòmica principal: Elaboració de vins segons el Codi CNAE 2009:1102.
- Estat: Activa.
- Forma jurídica: Societat mercantil (Societats Anònimes i Societats Limitades).
- Ingressos mínims d'explotació durant dos exercicis: 5.700.000 €.
- Actiu mínim durant dos exercicis: 2.850.000 €.
- Localització: Catalunya.

Seguint aquests criteris, s'han obtingut 22 empreses localitzades a Catalunya, dins del conjunt de 136 espanyoles.

De totes les empreses actives que elaboren vi a Espanya, 2.338, un 90% tenen la forma jurídica de Societat Anònima o Societat Limitada, i d'aquestes un 14% són considerades grans amb un total de vendes de 3.154.632 milers d'euros (un 77% de les vendes totals), de les quals un 43% correspon a vendes realitzades per empreses catalanes, que tenen una experiència consolidada pels anys d'antiguitat, ja que majoritàriament estan constituïdes des de fa més de 30 anys (Annex).

Per fer una anàlisi de la situació financera i econòmica d'aquestes empreses vinícoles en el període 2008-2012, s'han calculat els principals indicadors financers utilitzant l'estadística descriptiva oportuna per les 22 empreses objecte d'estudi.

En concret, els indicadors analitzats han estat: fons de maniobra (actiu corrent - passiu corrent); solvència a curt termini (actiu corrent/passiu corrent); endeutament (total deutes/patrimoni net i passiu); qualitat del deute (deutes curt termini/ totals deutes); rotació d'actiu (Ingressos d'explotació/total actiu); rendibilitat financera (ROE = Resultat net/ Patrimoni net- resultat net); rendibilitat econòmica (ROA = BAIT / Actiu); valor afegit (Ingressos explotació - despeses explotació) i productivitat del personal (valor afegit / despeses de personal). La Taula 2 ens mostra els diferents indicadors financers en el període indicat.

Exercici	Fons Maniobra	Solvència curt termini	Endeutament	Qualitat deute
<b>2008</b>	13.128.165,70	1,7497519	0,5734905	0,7131435
<b>2009</b>	12.703.277,43	1,8079307	0,5919320	0,7062896
<b>2010</b>	11.024.318,62	1,8349737	0,5843854	0,7208320
<b>2011</b>	9.278.608,05	1,7498723	0,5809414	0,7136868
<b>2012</b>	11.681.903,94	1,7679257	0,5487927	0,6933786

Exercici	Rotació actiu	ROE	ROA	Valor Afegit	Productivitat personal
<b>2008</b>	0,7590838	3,167%	3,043%	1.876.417,45	33,841%
<b>2009</b>	0,7185477	2,480%	2,040%	293.391,19	28,061%
<b>2010</b>	0,7379183	2,952%	2,235%	597.573,76	25,960%
<b>2011</b>	0,7347079	3,506%	2,443%	1.306.505,50	34,245%
<b>2012</b>	0,7432972	2,231%	2,042%	950.480,22	27,708%

Taula 2. Indicadors financers

Per realitzar l'estudi, comencem amb l'anàlisi de la situació financera a curt termini, seguim amb l'anàlisi financera a llarg termini i l'anàlisi dels resultats incidint també en l'anàlisi de les variacions patrimonials derivades de l'Estat de canvis en el patrimoni net i en les variacions de la tresoreria de l'Estat de fluxos d'efectiu.

### **5. Anàlisi de la situació financera a curt termini**

El principal objectiu de l'anàlisi de la situació financera a curt termini consisteix en determinar la capacitat que tenen aquestes empreses vinícoles catalanes per fer front a les seves obligacions de pagament a curt termini. Es constata que el fons de maniobra (capitals permanents que financen l'actiu corrent) és positiu en tots els exercicis i les mitjanes de les masses patrimonials queden estructurades de la següent manera:

Actiu no corrent 48,07%	Patrimoni net 49,55% + Passiu no corrent 15,74%
Actiu corrent 51,93%	Passiu corrent 34,71%

L'evolució de les masses patrimonials en aquests cinc exercicis mostra una tendència al creixement, destacant l'augment de l'actiu no corrent en un 27,73% i l'augment del patrimoni net en un 21,28%, denotant la capitalització d'aquestes empreses. D'altra banda, la massa amb menys pes és la de passiu corrent i la més destacada és l'actiu corrent.

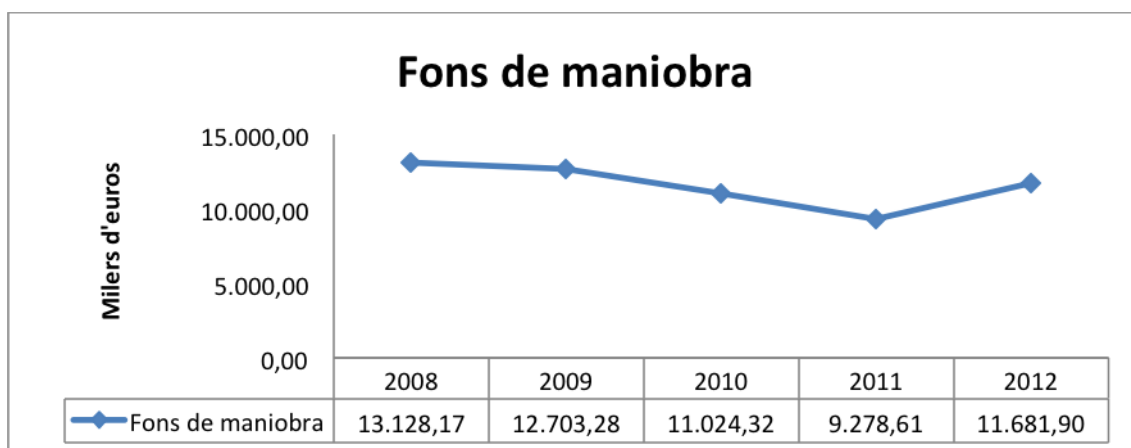


Figura 1. Evolució del Fons de maniobra en el període considerat

Respecte a la ràtio de solvència a curt, que mesura la capacitat de l'empresa per fer front als deutes a curt termini realitzant el seu actiu corrent, en els cinc exercicis presenta una bona capacitat per atendre els compromisos, amb una solvència a curt termini més alta en el període 2009-2010, tal com es reflecteix en la Figura 2. Aquesta ràtio està relacionada amb el signe positiu de l'activitat d'explotació de l'Estat de fluxos d'efectiu. Cal fer incís en què una de les empreses de la mostra amb més ingressos d'explotació (Freixenet S.A.), excepcionalment en l'exercici 2009 presenta un signe negatiu de l'activitat d'explotació, denotant que per aquell any hi havia més pagaments que cobraments d'explotació tal com es pot apreciar en la Figura 3.

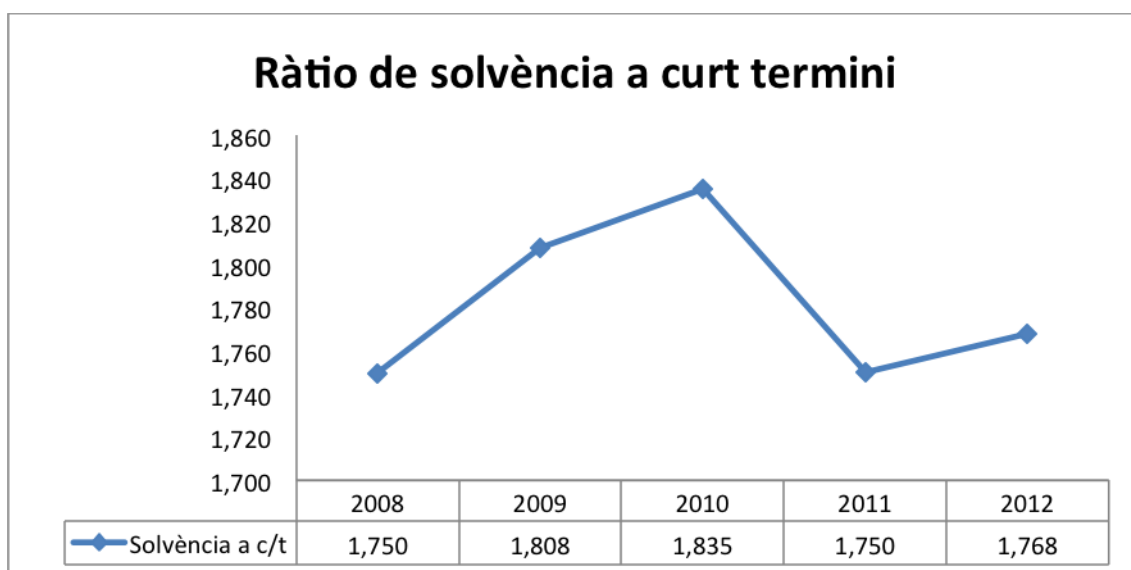


Figura 2. Evolució de la solvència a curt termini en el període considerat

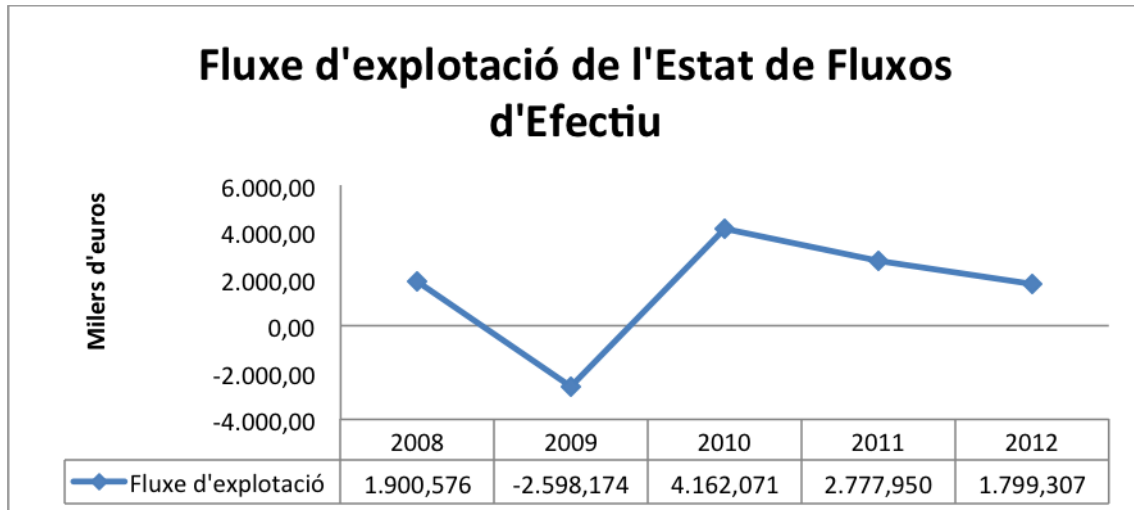


Figura 3. Evolució de l'activitat d'exploració de l'Estat de fluxos d'efectiu en el període considerat

Així, doncs, la situació financera a curt termini de les grans empreses catalanes elaboradores de vi és bona, tot i que, cal tenir present que a l'any 2009 una de les empreses amb més percentatge de vendes de la mostra analitzada (Freixenet S.A.), va tenir més pagaments que cobraments d'exploració a curt termini i va fer destacades inversions que va poder compensar pel finançament concedit per les entitats de crèdit.

Cal fer menció que Freixenet S.A., l'any 2012, exporta un 80% de les vendes (especialment cava) i ha desenvolupat importants inversions per poder aconseguir aquest repte.

## **6. Anàlisi de la situació financera a llarg termini**

L'anàlisi de la situació financera a llarg termini té per objectiu principal mesurar la capacitat que té l'empresa per satisfer els deutes a llarg termini. Dels percentatges verticals i horitzontals de les diferents partides financeres en el període analitzat es dedueix que el patrimoni net ha augmentat un 21,28%, és a dir, les empreses s'han capitalitzat. D'altra banda, els deutes augmenten un 3,9%, l'actiu augmenta un 12,3%, les vendes augmenten 3,4% gràcies a l'exportació, el resultat net baixa un 14%, amb caigudes importants entre 2009 i 2011, i el resultat global augmenta considerablement, tot i la davallada important del 2011, deguda a les inversions financeres (Taula 3).

Segons el criteri aportat per Amat i Perramon (2012), en aquest període no es pot parlar d'un creixement equilibrat: no hi ha una gestió eficient dels actius (el creixement de les vendes és inferior al dels actius), ni una bona gestió de les despeses (els resultats han baixat, malgrat

l'augment de vendes), encara que cal destacar una gestió financera prudent (el creixement de deutes és inferior al dels actius).

	Gestió dels actius		Gestió financera prudent		Gestió despeses	
	Δ Vendes	Δ Actius	Δ Actius	Δ Deutes	Δ Resultats	Δ Vendes
<b>Creixement</b>	3,338%	12,264%	12,264%	3,881%	-13,970%	3,338%

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Patrimoni net</b>	33.223,00	32.883,17	33.528,03	32.708,10	40.293,79
<b>Deutes</b>	35.655,75	35.924,73	34.341,66	32.831,90	37.039,57
<b>Resultat global</b>	255,15	228,38	764,32	-5,05	895,68
<b>Actiu</b>	68.884,99	68.807,91	67.869,69	65.540,00	77.333,36
<b>Vendes</b>	46.695,27	39.959,25	43.302,29	41.642,41	48.253,91
<b>Resultat net</b>	1.190,77	287,76	674,36	259,70	1.024,42

Taula 3. Indicadors financers

Seguint amb l'anàlisi la rotació total de l'actiu, que ens informa del temps mig en recuperar el valor de l'actiu, assenjala que aquestes empreses tarden més d'un any a recuperar el valor de la seva inversió (18 mesos aproximadament) i en el període analitzat no hi ha marcades desviacions.

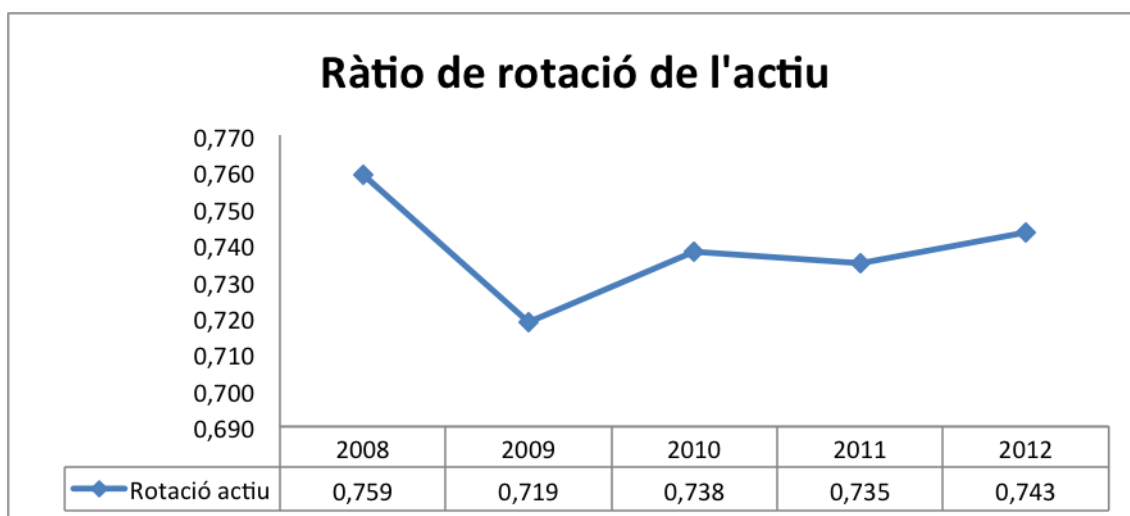


Figura 4. Evolució de la rotació d'actiu en el període considerat

Pel que fa a l'endeutament, es pot apreciar que es tracta d'empreses amb un nivell d'endeutament acceptable lleugerament alt, entre el 50% i 60% (Figura 5), i de mala qualitat, perquè, els deutes a curt termini representen un 70-72% i evidentment els de llarg termini un 28-30% (Figura 6). Són empreses amb autonomia financera, amb un endeutament que no les perjudica (tenen un palanquejament financer per sobre de la unitat) però que és de mala qualitat, tot i que millora l'últim any.

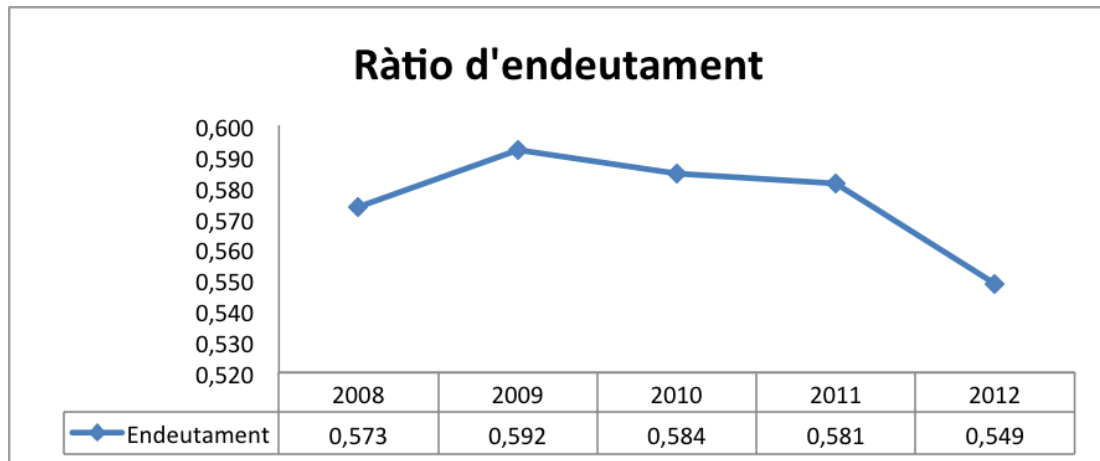


Figura 5. Evolució de l'endeutament en el període considerat

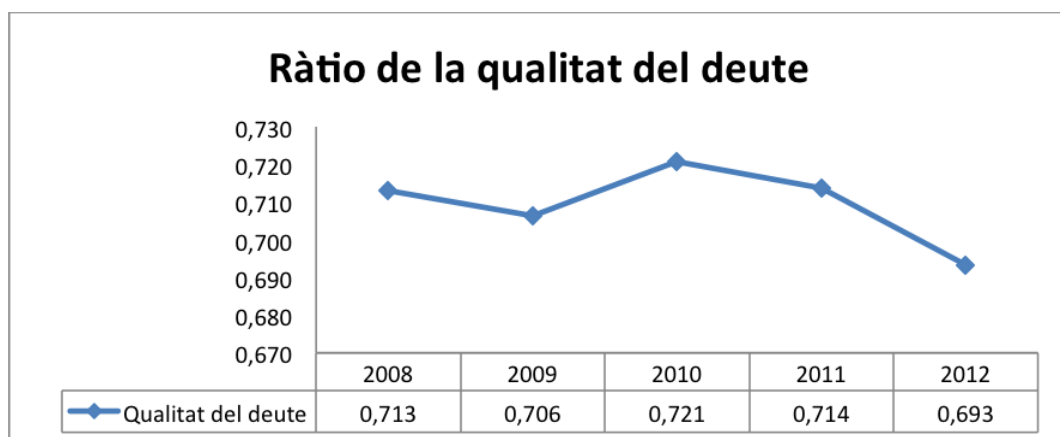


Figura 6. Evolució de la qualitat del deute en el període considerat

Per tant, podem dir que les grans empreses vinícoles tenen una bona posició financera a llarg termini, en el període considerat, però seria convenient corregir la mala qualitat del deute en aquests exercicis de crisi generalitzada, renegociant el deute, en la mesura del possible, de curt a llarg termini.

## 7. Anàlisi econòmica

L'anàlisi econòmica té per objectiu explicar com s'han produït els resultats d'aquestes empreses, identificant les causes que han provocat la variació de resultats en el període indicat. Una primera aproximació permet constatar que les despeses d'explotació en el període analitzat han augmentat un 5,54% (les despeses de personal augmenten un 10%). En canvi, els ingressos d'explotació han augmentat un 3,34% diferència que juntament amb les importants despeses financeres fa que el BAIT es redueixi gairebé en un 50% en el període analitzat.

Degut a aquesta situació, el resultat net disminueix un 14%, amb caigudes importants entre 2009 i 2011, per les despeses financeres i d'explotació; i el resultat global augmenta considerablement, tot i la davallada important del 2011, deguda a les inversions financeres (tal com es reflectirà en l'estudi de l'Estat de canvis en el patrimoni net).

El valor afegit, com valor de la renda generada per l'activitat d'elaboració de vi de les empreses també es redueix notablement, especialment el 2009 (49%; Figura 7), on la productivitat del personal (Valor afegit / Despeses de personal) disminueix un 18%. És a dir, la renda generada per l'activitat d'elaboració de vi per cada euro esmerçat en personal baixa un 18% (Figura 8).

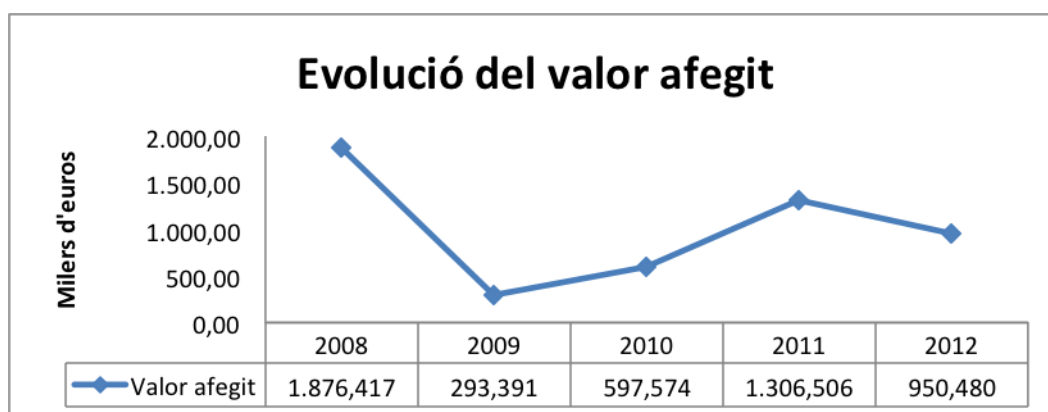


Figura 7. Evolució del valor afegit en el període considerat

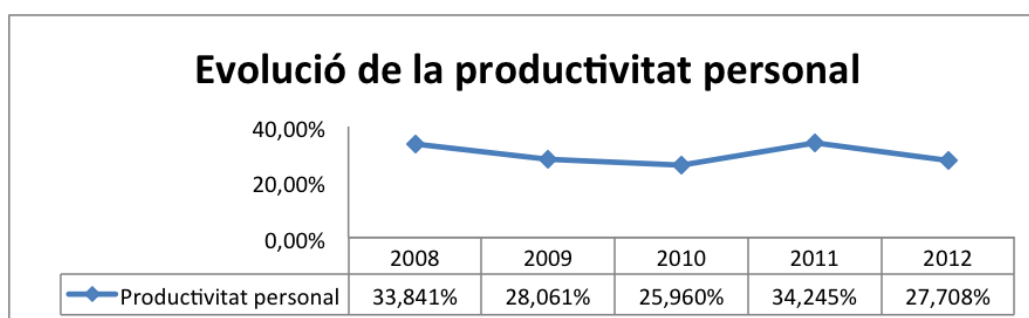


Figura 8. Evolució de la productivitat personal en el període considerat



Referent a l'anàlisi de les rendibilitats, la rendibilitat financera (ROE) augmenta un 13% fins el 2011, però en el 2012 experimenta una davallada del 34%; la rendibilitat econòmica (ROA), es redueix un 32% en el període indicat. Però en tot moment la ROE supera la ROA corroborant que l'endeutament no perjudica a les empreses tal com assenyala la Figura 9.

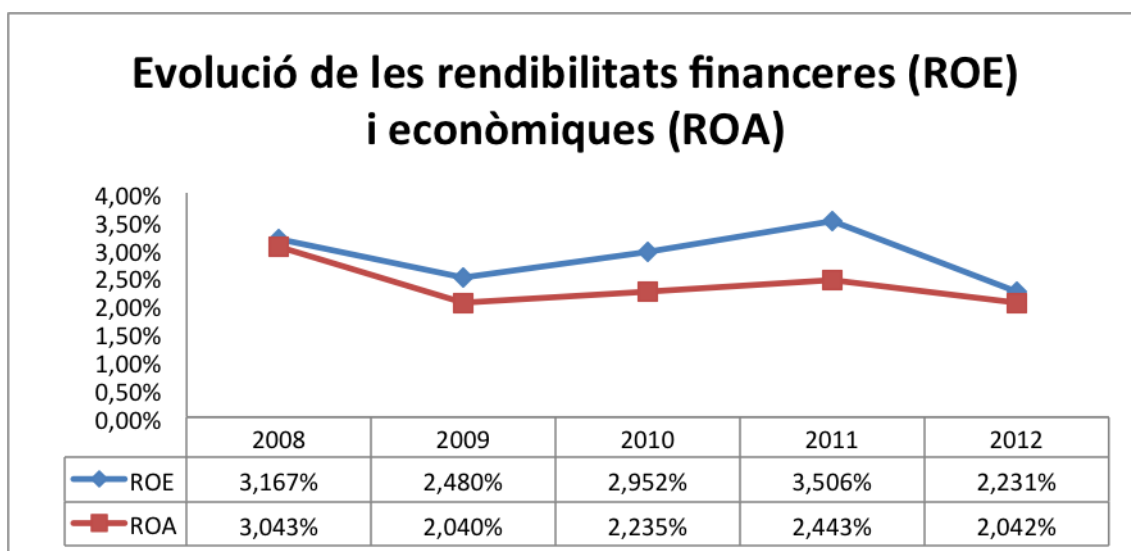


Figura 9. Evolució de la ROE i ROA en el període considerat

### **8. Anàlisi econòmica de l'Estat de canvis en el patrimoni net**

Després de l'anàlisi convencional dels estats financers de les grans empreses elaboradores de vi en el període 2008-2012, afegim la informació que es desprèn de l'Estat de canvis en el patrimoni net (ECPN), que ens permet valorar quin ha estat el resultat global d'aquestes empreses, és a dir, el resultat que engloba el resultat net i els ingressos i despeses que s'imputen a patrimoni net i les transferències a pèrdues i guanys. L'ECPN a part d'informar del resultat global ens permetrà valorar les variacions patrimonials del període considerat, els motius que les han ocasionat i les garanties que ofereixen aquestes empreses en aquest període.

Per fer consistent la comparació entre resultat net i resultat global, expressem les variables com a percentatges dels actius totals mitjos (Hodder et al. 2006) aquestes variables relativitzades es recullen a la Taula 4.

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Resultat Net (RN)</b>	1.190,77	287,76	674,36	259,70	1.024,42
<b>Resultat Global (RG)</b>	255,15	228,38	764,32	-5,05	895,68
<b>Actius</b>	68.884,99	68.807,91	67.869,69	65.540,00	77.333,36
<b>Resultat Net (RN)</b>	1,729%	0,418%	0,994%	0,396%	1,325%
<b>Resultat Global (RG)</b>	0,370%	0,332%	1,126%	-0,008%	1,158%

Taula 4. RN i RG relativitzat

Per comparar el resultat net i el resultat global utilitzem el primer document de l'ECPN, l'Estat d'Ingressos i Despeses Reconegudes (EIDR). Constatem un important augment del resultat global o empresarial en el període considerat en més d'un 250%, degut principalment a les inversions financeres, d'altra banda, el resultat net es redueix un 14% per les majors despeses financeres i d'explotació, (Figura 10).

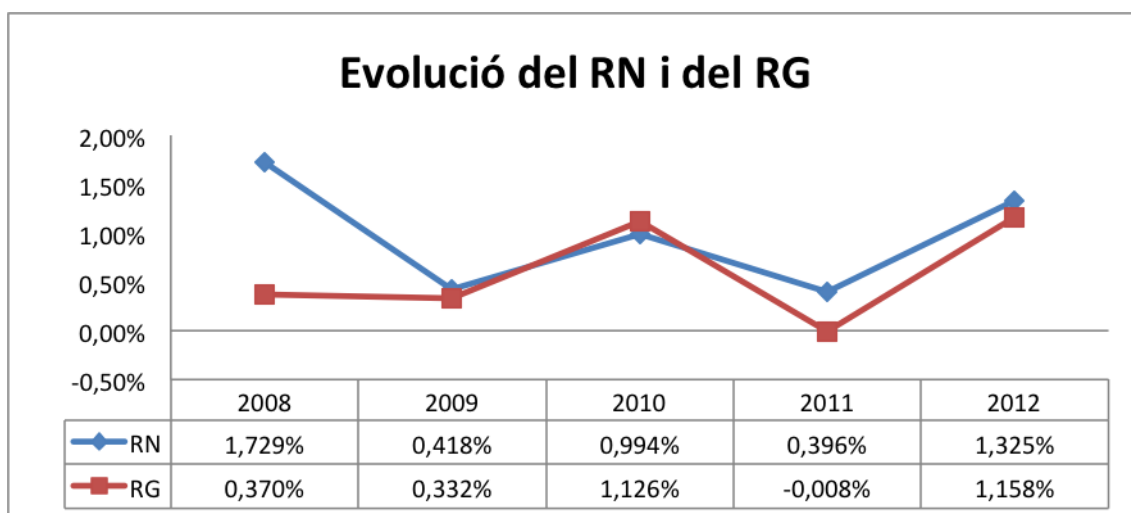


Figura 10. Evolució del resultat net i resultat global en el període considerat

En la Figura 11 es visualitza la partida més important entre el resultat net i el resultat global, provinent dels canvis de valoració a valor raonable dels actius financers disponibles per a la venda, que augmenten, excepte l'any 2011 amb una caiguda considerable. Per identificar la partida que provoca més diferències entre les variables es treballa amb les variables relativitzades reflectides en la Taula 5.

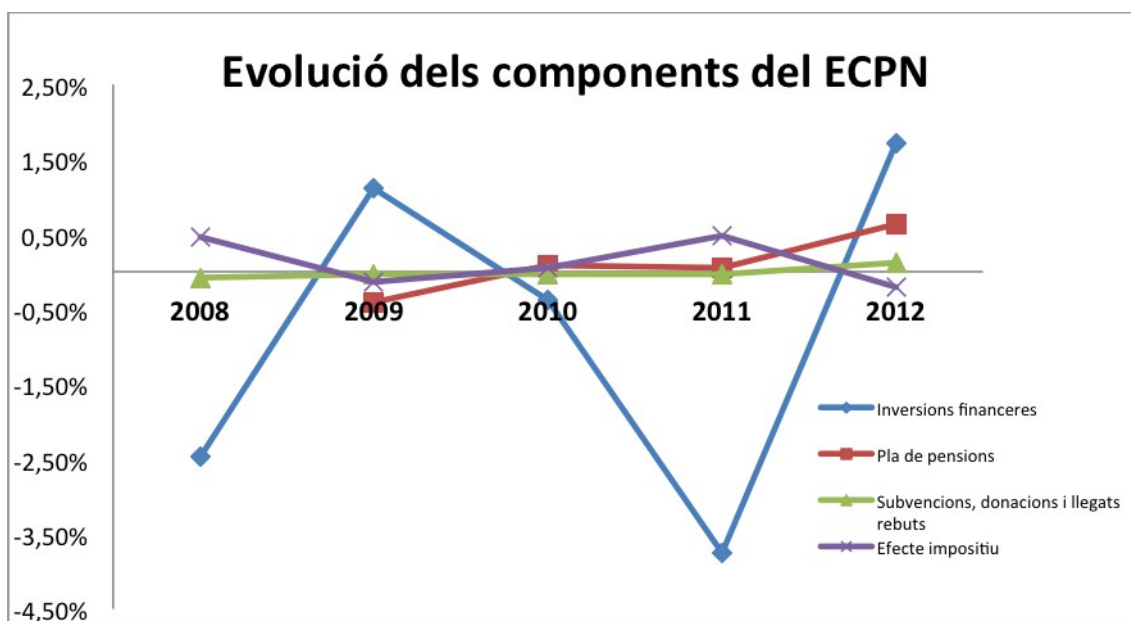


Figura 11. Evolució dels components entre RN i RG en el període considerat

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Inversions financeres</b>	-1.696,98	768,68	-253,95	-2.463,52	1.327,36
<b>Pla de pensions</b>		-281,31	59,18	27,95	486,97
<b>Subvencions, donacions i llegats rebuts</b>	-55,14	-26,60	-26,64	-17,23	87,31
<b>Efecte impositiu</b>	314,79	-96,15	31,55	319,41	-160,78
<b>Actius</b>	68.884,99	68.807,91	67.869,69	65.540,00	77.333,36
<b>Inversions financeres</b>	-2,463%	1,117%	-0,374%	-3,759%	1,716%
<b>Pla de pensions</b>		-0,409%	0,087%	0,043%	0,630%
<b>Subvencions, donacions i llegats rebuts</b>	-0,080%	-0,039%	-0,039%	-0,026%	0,113%
<b>Efecte impositiu</b>	0,457%	-0,140%	0,046%	0,487%	-0,208%

Taula 5. Variables entre RN i RG relativitzades

Segons l'informe d'auditoria de 2012 de l'empresa de més xifra anual de negocis es recull una excepció, on s'explica que Freixenet S.A. ha reclassificat actius mantinguts per negociar a actius financers disponibles per a la venda, imputant els canvis de valor raonable dintre de l'EIDR quan calia registrar-ho directament al compte de resultats (motiu del notable canvi que experimenten les inversions financeres).

Del segon document de l'ECPN: l'Estat Total de Canvis en el Patrimoni Net (ETCPN), es desprèn que el patrimoni augmenta un 21,28%, la qual cosa indica que hi ha una major capitalització, especialment els últims exercicis (23,2%; 2011-2012). Per tant, aquestes empreses ofereixen

més garanties als tercers implicats en les mateixes, especialment al final del període analitzat, tal com indica la Figura 12, principalment per l'augment del resultat global després del 2011.

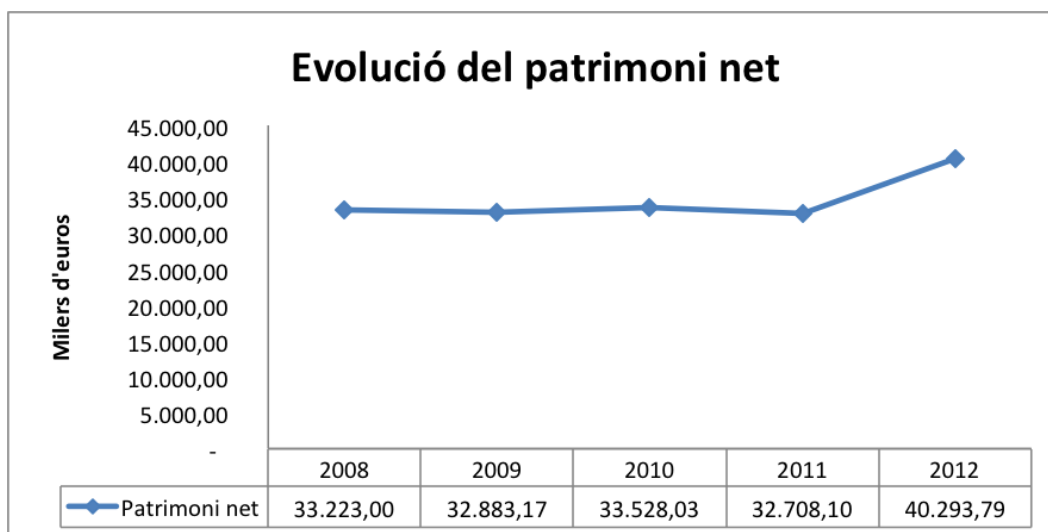


Figura 12. Evolució de la capitalització en el període considerat

### 9. Anàlisi econòmica de l'Estat de fluxos d'efectiu

La informació que ens aporta l'Estat de fluxos d'efectiu fa referència al moviment d'efectiu i altres actius líquids equivalents en el període considerat, és a dir, ens explica l'efecte dels cobraments i pagaments de les empreses en aquest període en funció de si pertanyen a l'activitat d'explotació, d'inversió o de finançament tal com reflecteix la Taula 6.

<b>Estat de fluxos d'efectiu</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>A) Fluxos d'efectiu de l'activitat d'explotació</b>	<b>3.287,96</b>	<b>-3.971,70</b>	<b>3.094,96</b>	<b>4.687,82</b>	<b>1.875,20</b>
<b>B) Fluxos d'efectiu de l'activitat d'inversió</b>	<b>-1.978,39</b>	<b>-2.041,17</b>	<b>-1.420,70</b>	<b>-2.113,16</b>	<b>-1.622,00</b>
<b>C) Fluxos d'efectiu de l'activitat de finançament</b>	<b>-1.259,84</b>	<b>5.998,21</b>	<b>-1.583,63</b>	<b>-2.597,39</b>	<b>-296,45</b>
<b>Diferències de canvi</b>	-20,21	-7,94	0,00	0,00	1,83
<b>D) Augment/disminució neta d'efectiu</b>	<b>29,52</b>	<b>-22,61</b>	<b>90,64</b>	<b>-22,73</b>	<b>-41,42</b>
<b>Efectiu o equivalents al principi de l'exercici</b>	145,44	174,96	152,35	242,99	220,26
<b>Efectiu o equivalents al final de l'exercici</b>	174,96	152,35	242,99	220,26	178,84

Taula 6. Evolució de l'Estat de fluxos d'efectiu en el període considerat

En aquest document comptable es poden apreciar els diferents fluxos d'efectiu de les grans empreses vinícoles catalanes en aquests quatre exercicis. Respecte els fluxos de l'activitat

d'exploració, és remarcable que en tots els exercicis (excepte el 2009) els fluxos d'exploració són positius, atès que els cobraments superen als pagaments d'exploració i les empreses poden fer front als pagaments a curt termini. Respecte els fluxos de l'activitat d'inversió, el seu signe negatiu posa de manifest que aquestes empreses estan invertint en tot el període analitzat. I finalment, els fluxos de l'activitat de finançament també són negatius, denotant que es va retornant el finançament demanat (excepte per l'exercici 2009).

Cal tenir present el pes de Freixenet S.A. dins les empreses de la mostra, de manera que el flux negatiu de l'activitat d'exploració de l'exercici 2009 l'ocasiona Freixenet S.A. ja que en aquest període l'empresa creix i necessita fer importants pagaments a creditors, el quals juntament amb les inversions que porta a terme en l'exercici 2009, finança amb préstecs de les entitats de crèdit (en gran part a curt termini). Així, doncs, els pagaments d'exploració i les seves inversions en altres plantes productives i a nivell mediambiental en l'aprofitament dels sarments de la vinya per generar biomassa es veuen compensats pels fluxos positius de l'activitat de finançament.

Per tant, en l'exercici 2009 Freixenet S.A està creixent i en els altres exercicis es troba en una fase de maduresa (Ruiz Lamas et al. 2006), la qual cosa queda justificada per l'alt nivell de producció, facturació, diversificació, processos tecnificats i l'obertura de centres de producció a diferents països, amb unes destacades exportacions (un 80% de les vendes el 2012) especialment en cava. Freixenet S.A. en el període analitzat incrementa ingressos i plantilla, però tot i que li disminueix el benefici, mostra una gran capacitat de resistència davant la crisi sistematitzada, amb una política clara de no distribució de dividends a favor d'una major capitalització de l'empresa, tal com indica el seu Estat total de canvis en el patrimoni net.

Seguint amb l'anàlisi de l'Estat de fluxos d'efectiu de les grans empreses catalanes en el període 2008-2012, es posa de relleu que l'efectiu va fluctuant en aquest període, però les empreses poden fer front als seus pagaments a curt termini tal com ja s'ha posat de manifest en l'estudi convencional a curt termini. És a dir, són empreses amb una bona solvència a curt termini que poden portar a terme inversions i retornar el finançament a les entitats de crèdit. Les inversions que es porten a terme en tots els exercicis analitzats confirmen que el sector està immers en un procés de reestructuració, on les grans empreses inverteixen en centres de producció en diferents zones, per diversificar l'oferta, i s'aposta per la innovació, la sostenibilitat i la qualitat de producte per satisfer els potencials clients.

## **10. Conclusions**

Com a resultat del treball realitzat, hem obtingut un seguit de conclusions, les quals passem a exposar:

En el període analitzat 2008-2012 el sector vinícola de les grans empreses catalanes presenta una bona situació financera a curt termini, ja que les empreses presenten fons de maniobra positius (en els cinc exercicis considerats l'actiu corrent d'un 51,93% supera el passiu corrent d'un 34'71%) i tenen una acceptable solvència a curt termini, per fer front als pagaments a curt termini.

Respecte l'anàlisi a llarg termini, és destacable la forta capitalització de les empreses (els capitals permanents representen un 56% de l'estructura financera) amb una bona autonomia financera, de manera que l'endeutament és acceptable, ja que no arriba al 60%, tot i ser lleugerament alt. Aquest endeutament és de mala qualitat (aproximadament un 70% són deutes a curt termini i un 30% són deutes a llarg termini). Seria convenient renegociar els deutes de curt termini i passar una part considerable a llarg termini.

Les vendes de les empreses objecte d'estudi han augmentat un 3,4% (en gran part per les exportacions), però no s'han aconseguit increments en els resultats nets, per les importants despeses d'explotació i financeres, tot i que a nivell del resultat global hi ha augments, deguts principalment al canvi de valoració de les inversions financeres.

En el període analitzat el BAIT ha baixat considerablement, per les importants despeses d'explotació i financeres. A més a més, el valor afegit també experimenta un descens i conseqüentment la productivitat del personal baixa en un 18%. La rendibilitat financera (ROE) a l'any 2012 experimenta una davallada d'un 34% respecte el 2011 i la rendibilitat econòmica (ROA) baixa un 32% en el període considerat, però la ROE és superior a la ROA, la qual cosa indica que l'endeutament utilitzat és convenient a les empreses. En aquest període, el resultat net disminueix un 14%, encara que, de 2011 a 2012 hi ha un augment considerable.

Respecte l'anàlisi de l'Estat de canvis en el patrimoni net, les empreses de la mostra presenten bons resultats globals (a excepció del 2011, per la pèrdua de valor raonable de les inversions financeres) tot i les oscil·lacions, en canvi el resultat net té tendència a la baixa. En tot el període s'han utilitzant variables relativitzades, com a percentatges dels actius totals mitjos, per fer consistent la comparació dels dos resultats. Així, doncs, són empreses amb més garanties en aquest període, especialment en l'exercici 2012 amb un augment de la capitalització.

L'Estat de fluxos d'efectiu reflecteix un efectiu fluctuant en aquest període que permet a les empreses fer front als seus pagaments a curt termini, portar a terme les oportunes inversions i retornar el finançament a les entitats de crèdit.

En aquest entorn de crisi generalitzada les grans empreses vinícoles catalanes dins el període analitzat presenten una bona salut econòmica financera, encara que els resultats reflecteixen canvis amb tendència a la baixa, que cal tenir molt presents per gestionar aquestes empreses en el futur. La bona solvència a curt termini, el raonable endeutament i la forta capitalització ha de permetre millorar la gestió dels actius i de les despeses.

El creixement de vendes en volum i valor, sota els paràmetres de producte de qualitat (prestigi de marca) i control de despeses (especialment de personal i financeres), hauria d'afavorir el valor afegit i la productivitat per treballador, de manera que no segueixin baixant els resultats i les rendibilitats.

D'altra banda, s'hauria de millorar la qualitat del deute (passar de deutes a curt a deutes a llarg termini), per poder realitzar les inversions en actius no corrents necessàries, com poden ser noves vinyes, noves plantes de producció, etc.

Finalment, posar l'atenció en no perdre mercat (pels alts preus i pels nous competidors en l'escenari mundial) i en mantenir els nivells de facturació via exportacions de producte de qualitat. Aquestes empreses haurien d'estar sota un control estricte per millorar els resultats i les rendibilitats gestionant millor despeses i actius.

## **Referències**

- AMAT, O.; PERRAMON, J. (2011). High-growth cooperatives: financial profile and key factors for competitiveness. *CIREC-España, Revista de economía pública, social y cooperative*, 73: 81-98.
- FARINELLI, F. (2003). *Technological catch-up and learning dynamics in the Chilean wine industry*. Innovation and competitiveness in the new world of wine, Niagara.
- GÓMEZ-LIMÓN, J.A.; CASQUET, E.; ATANCE, I. (2003). Análisis económico-financiero de las cooperativas agrarias en Castilla y León. *Cirec España*, 46:151-189.
- HODDER, L.D.; HOPKINS, P.E.; WAHLEN, J.M.(2006). Risk-Relevance of Fair-Value Income Measures for Commercial Banks. *The Accounting Review*, 81(2): 337-375. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2006.81.2.337>
- INSTITUT CATALÀ DE LA VINYA I EL VI (INCAVI). Generalitat de Catalunya. Informe 2013.

- INSTITUTO ESPAÑOL DE COMERCIO EXTERIOR (ICEX). Informe 2012.
- INHAN, I.; FERREIRA, J.; MARQUES, C.; REBELO, J. (2013). An innovation paradox in wine cluster: the case of Douro region (Portugal). *Revista de administracao de empresas*, 53(3): 256-271.
- LARREINA, M. (2006). *Estudio de la dependencia de la economia riojana del vino Rioja*. Tesis Doctoral, Universidad Deusto, Bilbao.
- LARREINA, M.; AGUADO, R. (2008). Beyond the cluster: how wine drives regional economy to success: "Oenopolis the case of Rioja". *International Journal of Wine Business Review*, 20(2): 153-170. <http://dx.doi.org/10.1108/17511060810883777>
- LARREINA, M.; GÓMEZ-BEZARES, F.; AGUADO, R. (2011). Development rooted on riojam soil: the winw cluster and beyond. *The open geography journal*, 4: 3-15.
- MARTÍN, M.A.; VIDAL, F. (2001). Análisis comparativo de las bodegas cooperativas inscritas en las Denominaciones de Origen vónicas de la Comunidad Valenciana. *Esik Market*, 110: 143-167.
- MARTÍN, M.A.; VIDAL, F. (2005). Análisis económico-financiero de las empresas vinícolas que cotizan en el Índice General de la Bolsa de Madrid. *Esik Market*, 120: 103-120.
- MARTÍN, D. (1999). Factores comunes en la información financiera de la empresa y su relación con el tamaño. *Revista de Contabilidad*, 2(3): 133-162.
- MCRAE-WILLIAMS, P. (2002). *Wine and regional tourism: Strengthening complementarity to facilitate regional development*. University of Ballarat.
- MYTELKA, L.; I GOERTZEN, H. (2003). *Vision innovation and identity: The emergence of a wine cluster in the Niagara peninsula*. Innovation and competitiveness in the new world of wine, Niagara.
- PORTER, M. (2001). *The California wine cluster*. San Francisco: Council on Competitviness.
- RABOBANK (2010). *Rabobank wine quarterly*. Utrecht: Rabobank.
- RUIZ LAMAS, F.; GÓMEZ, M.; PÉREZ, M. (2006). El ciclo de vida de un negocio como método de análisis dels estado de flujos de efectivo. *Revista Técnica Contable*, 685: 15-24.
- SAULPIC, O.; TANGUY, H. (2002). Stratégie et rentabilité des entreprises de négoce de Bourgogne. *Onivis-infos*, 97.
- SELLERS, R.; MAS, F. (2013). Rentabilidad de las empresas vinculadas a las marcas colectivas en el sector vinícola. *Universia Business Review*, 38: 68-83.
- VALLS, F. (2007). La indústria del cava. De la substitució d'importacions a la conquesta del mercat internacional. *Monogràfic*, 22: 105-130.



WILLIAMSON, K.; WOOD, E. (2003). *The dynamics of the South African wine industry cluster: a basis for innovation and competitiveness*. Working paper of the University of Cape Town, Cape Town.

ZANNI, L. (2004). *Leading firms and wine clusters*. Milano: Franco Angeli ed.

### **Annex. Empreses catalanes considerades en la mostra objecte d'estudi**

<i>Empreses</i>	<i>Data de constitució</i>
FREIXENET S.A.	1928
CODORNIU S.A.	1926
MIGUEL TORRES S.A.	1984
CASTELLBLANCH S.A.	1954
SEGURA VIUDAS S.A.	1972
UNIO CELLERS DE NOYA S.A.	1982
JUVE AND CAMPS SAU	1965
RENE BARBIER S.A.	1967
MASIA VALLFORMOSA S.L.	1979
ENARTIS SEPSA S.A.	1921
CAVAS DEL CASTILLO DE PERELADA S.A.	1975
PERE VENTURA I FAMILIA SLU	1992
VINOS PADRO S.L.	1941
CASTELL D'OR S.L.	2005
BODEGAS PINORD S.A.	1979
CELLER JOSEP PIÑOL S.A.	1988
GRAMONA S.A.	1983
VINS FONT S.A.	1981
BODEGAS JAUME SERRA S.L.	2003
MONT MARCAL VINICOLA S.A.	1985
JOAN SARDA S.A.	1978
BODEGUES SUMARROCA S.L.	1993

Intangible Capital, 2014 ([www.intangiblecapital.org](http://www.intangiblecapital.org))



El artículo está con Reconocimiento-NoComercial 3.0 de Creative Commons. Puede copiarlo, distribuirlo y comunicarlo públicamente siempre que cite a su autor y a Intangible Capital. No lo utilice para fines comerciales. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/es/>