

Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas del Sector Vitivinícola.
*Business valuation in the
Wine-producing sector.*

Autor

Alba Abenia Gracia

Director

Luis Alberto Fabra Garcés

Facultad de Economía y Empresa / Universidad de Zaragoza
2020-2021

Autor: Alba Abenia Gracia

Director: Luis Alberto Fabra Garcés.

Título: Valoración de Empresas del Sector Vitivinícola.

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO).

RESUMEN

Este trabajo aborda el tema de la valoración de empresas. Se pretende analizar y explicar los distintos métodos de valoración de empresas que existen a través de dos empresas características de un determinado sector, en este caso, del sector vitivinícola.

Para llevar a cabo una precisa valoración, hay que examinar el sector en el operan las empresas objeto de estudio, la coyuntura económica actual, como ha ido evolucionando y las previsiones que se esperan obtener del mercado, así como, conocer las empresas, a través de su trayectoria y análisis de la estructura patrimonial y financiera.

De esta manera, se aplican los métodos de valoración, obteniendo estimaciones del valor de la empresa, lo cual nos permite realizar una comparación de los resultados obtenidos de estos métodos, verificando cual se aproxima más al valor de mercado de la empresa y por tanto saber que método resulta más eficiente y fiable.

Obtenido el valor de la empresa, se identificarán los principales factores que provocan un crecimiento o disminución del valor de la empresa, con su correspondiente simulación ante cambios en las circunstancias.

Palabras clave: valoración de empresas, valor de mercado, sector vitivinícola, métodos de valoración, métodos basados en el descuento de flujos, flujos de tesorería y creación/destrucción de valor.

ABSTRACT

This work addresses the issue of business valuation. It is intended to analyze and explain the different methods of valuation of companies that exist through two characteristic companies of a certain sector, in this case, the wine sector.

To carry out a precise assessment, it is necessary to examine the sector in which the companies under study operate, the current economic situation, how it has evolved and the forecasts that are expected to be obtained from the market, as well as, know the companies, through of its trajectory and analysis of the patrimonial and financial structure.

In this way, the valuation methods are applied, obtaining estimates of the value of the company, which allows us to make a comparison of the results obtained from these methods, verifying which one is closest to the market value of the company and therefore knowing which method is more efficient and reliable.

Once the value of the company has been obtained, the main factors that cause a growth or decrease in the value of the company will be identified, with their corresponding simulation in the face of changes in circumstances.

Keywords: company valuation, market value, wine sector, valuation methods, methods based on discounted flows, cash flows and value creation / destruction.

ÍNDICE

1. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS	1
2. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	2
2.1.1. Bodegas Riojanas, S.A.	3
2.1.2. Barón de Ley, S.A.	3
3. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR ECONÓMICO.....	4
4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	5
4.1. ANÁLISIS ESTRUCTURAL	6
4.1.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	6
4.1.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	7
4.2. RATIO DE LIQUIDEZ	7
4.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	8
4.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	8
4.3. RATIO DE SOLVENCIA	8
4.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	9
4.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	9
4.4. RATIO DE ENDEUDAMIENTO	9
4.4.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	10
4.4.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	10
4.5. RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA	10
4.5.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	11
4.5.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	12
5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	12

5.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE	12
5.1.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	14
5.1.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	15
5.2. MÉTODOS MIXTOS	16
5.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	18
5.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	19
5.3. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS	21
5.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	24
5.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	25
5.4. MÉTODOS BASANDOS EN LA CUENTA DE REULTADOS	27
5.4.1. Múltiplo de los beneficios.....	27
5.4.2. Múltiplo de las ventas	29
5.4.3. Múltiplo del EBITDA.	30
5.4.4. Otros múltiplos	31
6. FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR	31
6.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	32
6.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	34
7. CONCLUSIÓN	38
8. BIBLIOGRAFÍA	39

1. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS

Este trabajo consiste en analizar y valorar el sector económico vitivinícola a través de empresas representativas del mismo. El sector escogido se encuentra dentro de la categoría de bienes de consumo, más concretamente del subsector de alimentación y bebidas. El sector del vino abarca varias fases, desde la recogida de la vid, pasando por la producción, almacenamiento, embotellado, comercialización hasta la venta del vino.

Se ha elegido este sector, porque tiene una gran trayectoria y peso económico en nuestro país, además debido a su tradición es muy importante tanto en la sociedad como en la cultura. Se analizará este sector a través de dos grandes empresas, muy características, que son Barón de Ley, S.A y Bodegas Riojanas, S.A.

Se han seleccionado estas empresas porque aparte de ser bodegas que se encuentran dentro del sector vitivinícola, proporcionan características en común, como son, que ambas se dedican a la comercialización de vinos de Denominación de Origen Calificada Rioja, tienen muchos años de historia, cotizan en el mercado continuo de valores, lo que nos permite obtener su valor bursátil. Pero también tienen diferencias, como el tamaño y los resultados obtenidos a lo largo de los años.

Para la realización de este trabajo y poder obtener las cuentas anuales consolidadas de ambas empresas, se ha utilizado la página de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El periodo de estudio va a ser del 2020 al 2015 (ambos incluidos) y los datos proporcionados en las cuentas anuales y los datos que se aprecien en las tablas durante el trabajo están referenciados en miles de euros.

El objetivo principal de este trabajo es obtener el valor de las empresas a través de distintos métodos de valoración. Para ello, es muy importante definir el concepto de valoración, el cual se define según el Plan General Contable como “el proceso de asignación de un valor monetario a los elementos integrantes de las cuentas anuales, de acuerdo a lo dispuesto en las normas de valoración relativas a cada uno de ellos”.

Es fundamental conocer el valor real de la empresa, tanto para los usuarios internos (dirección, socios, empleados) como para los externos (accionistas, analistas, inversores, entidades de crédito). Les permite tomar decisiones sobre si se están gestionando correctamente los recursos de la empresa, obtener información para optimizar el rendimiento de los activos gestionados, determinar si es acertada o no la decisión de invertir en esa empresa y si ofrecen una mayor rentabilidad que otros activos.

Para evaluar el valor de una empresa hay que tener en cuenta determinados puntos que se desarrollaran a lo largo del trabajo.

En primer lugar, habrá que conocer las empresas objeto de estudio, sus años de trayectoria, historia, situación económica y financiera, posicionamiento en el sector y mercados en los que opera.

Al igual que las empresas, para realizar una correcta valoración, habrá que adentrarse en cómo funciona el sector en el que opera, su situación actual y evolución.

En segundo lugar, habrá que realizar un análisis contable de la situación económica de las empresas, así pues, se identificarán los parámetros más importantes en sus estructuras patrimoniales, relacionando unas partidas del balance con otras, se calcularán los principales ratios y las rentabilidades económica y financiera. Todo ello, permitirá apreciar la situación en la que se encuentran las empresas actualmente, como han evolucionado a lo largo de los años, y decidir las previsiones de como progresará la empresa en el futuro.

El punto fundamental del trabajo es obtener el valor de la empresa través de los diferentes métodos de valoración. Para tener una visión más exhaustiva, se describirán y analizarán cada uno de los métodos, con el objetivo de obtener el valor que más se asemeje con la realidad. Por ello, se compararan cada uno de los valores obtenidos con el valor de mercado de las empresas, identificando el método que más se aproxime a dicho valor.

Para concluir, se determinaran las variables con mayor incidencia en la creación/destrucción de valor en el sector económico para tomar decisiones de inversión cuando la compañía este infravalorada o desinversión si la compañía resulta sobrevalorada.

2. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

Las empresas seleccionadas para realizar este trabajo son Bodegas Riojanas, S.A. y Barón de Ley, S.A. Se han escogidos estas empresas porque ambas se encuentran dentro del sector vitivinícola y tienen características homogéneas, como son la provincia en la que se localizan, la Denominación de origen Calificada Rioja, se dedican a la producción, elaboración y comercialización de vinos, las gamas de sus productos son crianza, reserva y gran reserva y lo más importante, cotizan en el mercado continuo de

valores, obteniendo sus valores bursátiles, y apreciando en cada momento su valor de cotización, para así poder comparar el valor de las empresas dentro del mismo sector.

2.1.1. Bodegas Riojanas, S.A

Bodegas Riojanas es una empresa española, ubicada en la Comunidad Autónoma de La Rioja, más concretamente en la ciudad de Cenicero. Su historia comienza en 1890, cuando la bodega fue fundada por la familia Artacho y Rafael Carreras. Es una empresa con una alta tradición familiar en el negocio, que hoy en día pertenece al Grupo de empresas vinícolas de Rioja. En 1940, la empresa pasa a tener la denominación de Sociedad Anónima, forma jurídica que sigue manteniendo en la actualidad. En 1997, se produjo la salida a bolsa, tras la decisión de cotizar una parte de sus acciones en el mercado bursátil.

Esta empresa como su propio nombre indica, se encarga de la producción y comercialización de vinos de alta calidad. En 1960, se llevo a cabo una de las ampliaciones más importantes, dejando de vender vino a granel y convirtiéndose pionera en el proceso de crianza de botella.

Bodegas Riojanas es hoy en día uno de los grupos más importantes de la industria enológica española, exportando sus productos a muchos países como Suiza, Alemania, Dinamarca, México y América, entre otros.

2.1.2. Barón de Ley

Barón de Ley SA es una empresa localizada en España, más concretamente en Mendavia (Navarra), la cual se dedica a la industria vitivinícola, es decir, a la viticultura, elaboración, crianza y envejecimiento de los vinos. La empresa es una matriz del Grupo Barón del Ley, un grupo que consta de entidades como El Coto de Rioja SA, Bodegas Máximo SL, Bodegas El Mesón SL, Inversiones Coto de Rioja SL, viñedos Barón de Ley SL, Finca Museum SL y Dehesa Barón de Ley SL, entre otros.

La bodega fue fundada en 1985, por un grupo de profesionales de reconocido prestigio en el mundo de los vinos de calidad, inspirada en los châteaux del Médoc francés y centrada en la producción de grandes vinos.

Barón de Ley es una bodega que pertenece a la Denominación de Origen Calificada Rioja. Esta especializada en la elaboración de vinos reserva y gran reserva. La actividad comercial de Bodegas Barón de Ley comienza en 1990 con su prestigioso Barón de Ley Reserva. En 1997, el Grupo Barón de Ley comienza a cotizar en bolsa.

Barón de Ley exporta cerca del 85% de su producción en más de 50 países. Por lo que , distribuye sus productos en buena parte de Europa, América del Norte y del Sur y Asia

3. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR ECONÓMICO

El sector vitivinícola tiene un gran peso en nuestra economía, en nuestra cultura y en nuestra sociedad, ya que el sector del vino tiene una gran trayectoria en nuestro país desde hace miles de años, convirtiéndose en un sector tradicional en España.

El mercado global

Según la Federación Española del Vino (FEV), España es el principal viñedo del mundo con más de 949.565 hectárea (aproximadamente el 13% en la proporción mundial), el segundo lugar, lo ocupa China con 875.000 hectáreas y en tercer lugar, Francia con 700.000 hectáreas. A pesar de que España es el principal viñedo del mundo, ocupa la tercera posición en cuanto a producción de vino, con una producción de 37.5 Mill HL, por detrás de Italia y Francia, cuya producción es de 47.2 y 43.9 Mill HL, respectivamente. Se estima que el 60% de la comercialización de botellas de vino mundial provienen de la Unión Europea y que el 25% de la producción europea proviene de España.

España es el segundo exportador mundial en volumen, con una cantidad de 21.5 millones de hectolitros, en el primer puesto tenemos a Italia con 21.6 millones de hectolitros y en tercer lugar Francia con 14.3 millones de hectolitros, que además es el principal exportador en términos de valor con 9.795 millones de euros, en segundo lugar, Italia con 6.434 millones de euros y en tercer lugar España con 2.716 millones de euros (pierde un 8.7% a bajar su precio medio un 14% hasta los 1.26€ el litro).

El mercado español

Los productos vitivinícolas españoles están presentes en 189 países, de los cuales 86 realizaron compras superiores al millón de euros en 2019. El vino se encuentra entre los 5 primeros productos exportados en la industria agroalimentaria española. La actividad

vitivinícola, incluyendo la viticultura, la elaboración del vino y su comercialización, genera un VAB superior a los 23.700 millones de euros en España, ello equivale al 2,2% del VAB español. La aportación económica de este sector a las arcas públicas es superior a los 3.800 millones de euros anuales. El sector vitivinícola aporta más de 427.700 puestos de trabajo, lo que representa el 2,4% del empleo en España.

Las principales zonas productoras de vino en España son: Castilla-La Mancha con aproximadamente el 54%, Cataluña con 9% y Extremadura con 8%. El 43% de la producción española es de Denominación de Origen Protegida (DOP), el 13% de vino con Indicación Geográfica Protegida (IGP), el 19% como vinos varietales sin Indicación Geográficas, y el resto de los vinos un 25%.

El mercado vitivinícola durante el COVID 19

Las exportaciones pasaron de los 31.781 millones de euros en diciembre del 2019 hasta los 31.425 millones a marzo de 2020, mientras que el volumen descendió desde los 10.403 millones de litros a los 10.323 millones en marzo.

Según los datos del Sistema de Información de Mercados del sector vitivinícola (Infovil) el consumo retrocedió el año pasado un 17% y paso de unos 11 millones de hectolitros a rondar los 9 millones. Según la OEMV se dejaron de consumir 3 millones de hectolitros en los bares y restaurante y se ganó un millón en el supermercado.

4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

Comenzaremos este apartado explicando en qué consiste el proceso de análisis contable, es la aplicación de instrumentos y técnicas analíticas a los estados contables y a la información económico-financiera para derivar de éstos medidas y relaciones significativas y útiles para la toma de decisiones.

De un modo más concreto, los objetivos del análisis son:

1. Analizar la situación económico-financiera de la empresa y las causas que han llevado a la misma.
2. Pronosticar las condiciones y resultados de la empresa en el futuro.
3. Realizar el diagnóstico del funcionamiento de las distintas áreas de la empresa
4. Evaluar la gestión de la empresa

La situación patrimonial de la empresa se refleja a través del balance, por un lado, muestra las fuentes de financiación existentes en un momento dado del tiempo, tanto la procedente de terceros ajenos a la empresa, como la de carácter propio, como presenta las inversiones o activos en que se materializa dicha financiación.

4.1. ANÁLISIS ESTRUCTURAL

Los ratios de estructura ponen en relación elementos y masas patrimoniales del activo y del pasivo con elementos del activo o pasivo.

4.1.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
ANC/AT	34,29%	34,70%	34,77%	32,85%	32,38%	27,85%
AC/AT	65,71%	65,30%	65,23%	67,15%	67,62%	72,15%
PN/(PN+PASIVO)	40,95%	39,67%	38,44%	39,56%	38,26%	45,07%
PNC/(PN+PASIVO)	27,69%	21,01%	26,63%	29,80%	31,17%	25,06%
PC/(PN+PASIVO)	31,36%	39,32%	34,93%	30,64%	30,57%	29,87%

Evolución estructura patrimonial Bodegas Riojanas, S.A. (2020-2015) Fuente: Elaboración propia

En el año 2020, la empresa presenta un activo de 48.891 M €, el cual está compuesto por un 34.29% de Activo No Corriente y un 65.71% de Activo Corriente. El pasivo de la empresa está representado en un 40.95% de patrimonio neto, un 27.69% de pasivo no corriente y por un 31.36% de pasivo corriente.

Respecto a la evolución de la empresa, se puede apreciar que del año 2015 al 2018 (ambas incluidos), el activo no corriente ha aumentado su peso, por lo que conlleva a una disminución del activo corriente.

Del 2015 al 2018, el patrimonio neto ha disminuido y el pasivo no corriente y el pasivo corriente han aumentado.

Del año 2018 al 2020, el activo casi se ha mantenido inamovible, con un ligero descenso del activo no corriente y un aumento del activo corriente. Respecto a la financiación, han aumentado los recursos propios del 2018 al 2020, pero en lo que equivale a los recursos ajenos ha habido mayor alteración de los porcentajes, ya que en el año 2019 presenta una caída del pasivo no corriente y un aumento del pasivo corriente, circunstancia que se ve modificada en el 2020, ya que ocurre lo contrario.

4.1.1. Barón de Ley, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
ANC/AT	38,88%	35,65%	36,95%	28,34%	55,98%	65,08%
AC/AT	61,12%	64,35%	63,05%	71,66%	44,02%	34,92%
PN/(PN+PASIVO)	84,30%	84,13%	79,54%	77,11%	76,54%	71,63%
PNC/(PN+PASIVO)	1,12%	1,06%	0,82%	1,19%	1,15%	4,57%
PC/(PN+PASIVO)	14,58%	14,81%	19,64%	21,70%	22,31%	23,81%

Evolución de la estructura patrimonial de Barón de Ley, S.A. (2020-2015) Fuente: Elaboración propia

Barón de Ley, S.A. presenta mayor variación en su estructura patrimonial que Bodegas Riojanas S.A.

El activo no corriente representaba un 65,08% del activo en el 2015, porcentaje que fue descendiendo hasta alcanzar en 2017 un 28,34%, suceso que ocurrió al revés con en el activo corriente, que paso de un 34,92% a un 71,66% en el 2017. Del año 2018 al 2020, no se observa gran variación, pero si se aprecia que ha mejorado el porcentaje que representa el activo no corriente hasta alcanzar un 38,88% y por lo contrario el activo corriente ha caído, situándose en 2020 en un 61,12%.

La empresa tiene una buena situación patrimonial, en el 2015, los recursos permanentes representan más del 75% del total, 71,63% correspondiente al patrimonio neto y un 4,57% pasivo no corriente. El patrimonio neto ha ido aumentando paulatinamente a lo largo de los años, hasta alcanzar un 84,30% en 2020. Respecto a la financiación ajena, el porcentaje que representaba el pasivo no corriente en 2015 es de 4,57% y el pasivo corriente de 23,81%, pero en la actualidad el pasivo no corriente refleja el 1,12% y el pasivo corriente el 14,58%, por lo que ha mejorado la situación, ya que la financiación ajena ha mejorado tanto en el largo como en el corto plazo.

4.2.RATIO DE LIQUIDEZ (AC/PC):

El ratio de liquidez es un coeficiente entre dos masas patrimoniales, el activo corriente y el pasivo corriente, el cual muestra la capacidad de la empresa para, con sus activos circulantes, hacer frente a los compromisos a corto plazo, es decir, si la empresa puede afrontar sus obligaciones o deudas en el momento de su vencimiento, en este caso, en el corto plazo. El valor recomendado para este ratio es entorno a 1.

4.2.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Activo corriente	32.125	32.699	33.709	36.075	37.639	40.908
Pasivo corriente	15.332	19.691	18.049	16.461	17.019	16.935
Ratio de liquidez	2,10	1,66	1,87	2,19	2,21	2,42

Evolución ratio de liquidez Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia

Bodegas Riojanas no presenta ningún problema de liquidez, ya que durante el periodo analizado, se observa que presenta un ratio mayor a 1, esto quiere decir, que la empresa no tendrá dificultad para afrontar sus obligaciones en el corto plazo.

El año que presenta un menor ratio de liquidez es en el 2019, alcanzando un 1,66, esto se puede deber al Covid-19, debido a que la empresa se vio obligada a solicitar más prestamos. En la actualidad, dicho ratio ha aumentado, situándose en un 2,10. Habría que analizar si la empresa tiene un exceso de recursos y no se están rentabilizando, por lo que habría que cancelar la deuda a largo plazo e invertir los recursos disponibles en activos fijos o inversiones financieras a largo plazo con mayor rentabilidad.

4.2.2. Barón de Ley, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
AC	220.764	223.953	209.695	232.153	142.898	110.892
PC	52.679	51.534	65.317	70.299	72.433	75.589
R. Liquidez	4,19	4,35	3,21	3,30	1,97	1,47

Ratio de Liquidez Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

Barón de Ley, S.A. tampoco presenta problemas para asumir sus obligaciones en el corto plazo, ya que contiene cifras de este ratio muy altas. Del año 2015 al año 2020 ha evolucionado considerablemente, alcanzando una cifra de 4,19. Habría que plantearse invertir más adecuadamente, porque exhibe un exceso de activo corriente que no está siendo aprovechado en su totalidad. Por lo que, habría que tener en cuenta que hay un exceso de bienes sin invertir, es decir, sin ser productivo.

4.3.RATIO DE SOLVENCIA

Muestra la capacidad de la empresa para afrontar la totalidad de sus deudas, tanto las que vencen a corto como las que lo hacen a largo plazo. Se calcula como el cociente

entre el activo total y toda la financiación ajena. El valor adecuado para este ratio es que sea mayor de 1,5.

4.3.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
AT	48.891	50.076	51.679	53.721	55.666	56.698
PNC	13.536	10.519	13.764	16.010	17.350	14.209
PC	15.332	19.691	18.049	16.461	17.019	16.935
R.Solvencia	1,69	1,66	1,62	1,65	1,62	1,82

Ratio de solvencia Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia

La empresa no presenta problemas de solvencia durante todo el periodo analizado, ya que tiene en todos los años un ratio superior a 1,5. Con el activo total, la empresa tiene capacidad para cubrir todas sus obligaciones tanto en el corto como en el largo plazo, y aun tendría excedente.

4.3.2. Barón de Ley, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
AT	361.187	348.004	332.598	323.961	324.641	317.525
PNC	4.041	3.683	2.735	3.868	3.737	14.499
PC	52.679	51.534	65.317	70.299	72.433	75.589
R. Solvencia	6,37	6,30	4,89	4,37	4,26	3,52

Ratio de Solvencia Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

Los ratios de solvencia de Barón de Ley, aún son superiores a los de Bodegas Riojanas, afronta ratios de solvencia muy elevados durante todo el periodo analizado. Se observa que dicho ratio ha ido aumentando paulatinamente, hasta obtener un 6,37. En definitiva, esta empresa no tendrá ningún tipo de problema para con el total de activos hacer frente a todas sus obligaciones. La empresa se tendría que plantear la posibilidad de invertir sus activos, ya que presenta un exceso de ellos y no están produciendo rentabilidad.

4.4. RATIO DE ENDEUDAMIENTO (FAT/PN)

Mide lo apalancada que está financieramente una empresa, es decir, muestra la composición de la financiación utilizada por la empresa en función de su carácter propio o ajeno. Los valores medios recomendados para este ratio son entre 0,5 y 1. El ratio de endeudamiento nos dice la dependencia que hay frente a terceros.

4.4.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
PNC	13.536	10.519	13.764	16.010	17.350	14.209
PC	15.332	19.691	18.049	16.461	17.019	16.935
PN	20.023	19.866	19.866	21.250	21.297	25.554
R.Endeudamiento	1,44	1,52	1,60	1,53	1,61	1,22

Ratio de endeudamiento de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

La empresa presenta durante todo el periodo analizado un ratio superior a la unidad, teniendo en la actualidad un ratio de 1,44, esto quiere decir que el patrimonio neto de la empresa es inferior a las deudas contraídas tanto a largo como a corto plazo.

Esta situación no es la adecuada, ya que hay más financiación ajena que propia. La empresa deberá de prestar atención para no perder su autonomía financiera.

4.4.2. Barón de Ley, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
PNC	4.041	3.683	2.735	3.868	3.737	14.499
PC	52.679	51.534	65.317	70.299	72.433	75.589
PN	304.467	292.787	264.546	249.794	248.471	227.437
R. Endeudamiento	0,19	0,19	0,26	0,30	0,31	0,40

Ratio de Endeudamiento Barón de ley, S.A. Fuente: Elaboración propia.

En la actualidad, tiene un ratio de endeudamiento de 0,19, por lo que el patrimonio neto es muy superior a la totalidad de los pasivos. La empresa presenta unos ratios de endeudamientos muy bajos, inferiores a 0,5 en todo el periodo analizado.

Barón de Ley, se financia prácticamente con recursos propios, por lo que no tiene dependencia frente a terceros. Habría que tener cuidado en que no incurrirá en un excedente de capitales ociosos y en una pérdida de rentabilidad de los recursos.

4.5. RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA

El análisis de rentabilidad se realiza con el fin de tener información sobre la relación entre los resultados que obtienen la empresa y la estructura económica (activos) y financiera (recursos financieros) que utiliza para ello. La principal diferencia entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, es que en la primera se tienen en cuenta los fondos propios que tiene la empresa y en la segunda se tiene en cuenta el activo total de la empresa para la obtención de los beneficios.

Análisis de rentabilidad económica (ROA): permite evaluar el beneficio que genera el activo utilizado por la empresa. Permite así conocer la productividad de los activos. La rentabilidad económica se calcula dividiendo el beneficio antes de intereses e impuestos entre el total del activo.

Análisis de rentabilidad financiera (ROE): permite medir el resultado alcanzado por la empresa en relación al neto patrimonial de la empresa, es decir, en relación a la financiación de carácter propio. Por ello, el análisis de la misma es de gran interés para los inversores, quienes invierten en la empresa para obtener una rentabilidad que en cualquier caso, compense el riesgo que asumen.

4.5.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
AT	48.891	50.076	51.679	53.721	55.666	56.698
BAIT	404	802	-685	1218	328	1929
ROA	0,83%	1,60%	-1,33%	2,27%	0,59%	3,40%

Rentabilidad económica de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia

Durante todo el periodo analizado se pueden observar rentabilidades positivas, menos en el año 2018, debido a que el beneficio antes de intereses e impuestos era negativo. En la actualidad (año 2020) hay una rentabilidad del 0,83%, esto significa que por cada 100 € que ha invertido la empresa, en el activo ha obtenido ganancias de 0,83 €. Cuanto mayor sea este ratio, es más beneficiosa para la empresa, ya que sus activos son más productivos.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
FP	20.023	19.866	19.866	21.250	21.297	25.554
BDIT	183	337	-633	638	-108	988
ROE	0,91%	1,70%	-3,19%	3,00%	-0,51%	3,87%

Rentabilidad financiera de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la rentabilidad financiera, tal como se aprecia en la tabla, la empresa no presenta una rentabilidad financiera homogénea, varía en función del año. Se observa que la mejor rentabilidad durante el periodo analizado ha sido en 2015 con un 3,87%, pero esta empresa también tiene años con rentabilidades negativas. En la actualidad, la rentabilidad es de 0,91%. Bodegas Riojanas debería de intentar mejorar sus rentabilidades, para poder de esta manera, remunerar con más altos beneficios a sus accionistas, y no se vean atraídos por otros activos que ofrezcan mayores rentabilidades.

4.5.2. Barón de Ley, S.A.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
AT	361.187	348.004	332.598	323.961	324.641	317.525
BAIT	26.018	34.166	29.779	23.144	38.605	31.594
ROA	7,20%	9,82%	8,95%	7,14%	11,89%	9,95%

Rentabilidad económica Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Barón de Ley presenta una rentabilidad económica superior comparado con Bodegas Riojanas. Se observan rentabilidades positivas durante todo el periodo analizado. Su mayor rentabilidad fue en 2016 alcanzando una cifra de 11,89%. Hoy en día, se aprecia una rentabilidad económica de 7,20%, esto significa que por cada 100 € que la empresa ha invertido, gana 7,20 €. Esta empresa tiene buenas rentabilidades, por lo que usa eficientemente los recursos económicos.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
FP	304.467	292.787	264.546	249.794	248.471	227.437
BDIT	25.925	34.069	29.644	23.044	38.457	31.159
ROE	8,51%	11,64%	11,21%	9,23%	15,48%	13,70%

Rentabilidad financiera Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Las rentabilidades que se aprecian en la tabla son positivas y altas durante todos los años. La mejor rentabilidad se observa en el año 2016 con un 15,48%, en el año 2020 es cuando presenta la rentabilidad más baja con un 8,51%, a causa de que la empresa cuenta con más fondos propios y el beneficio después de intereses e impuestos es menor. Aunque en la actualidad tiene una buena rentabilidad financiera, la empresa tiene que tener cuidado de que no siga disminuyendo, porque sino a largo plazo se verá comprometida, ya que los inversores buscaran activos que les den una mayor rentabilidad.

5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

5.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE

Los métodos basados en el balance tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Consideran que el valor la empresa proviene principalmente del balance o de sus activos. Es un método sencillo, fácil de aplicar pero refleja un enfoque muy tradicional y por ello este método tiene

consecuencias como que proporciona un valor estático, sin tener en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que no se ven reflejados en los estados contables como la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos. Los diferentes métodos basados en el valor patrimonial son:

- Valor neto contable o patrimonio neto:

Es el criterio que más se emplea dentro de las valoraciones estáticas, porque es muy sencillo de calcular. Se considera como el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas), o también se puede definir como la cantidad resultante de la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible. El inconveniente es que refleja los valores actuales y contables, pero no tiene en cuenta las expectativas ni ofrece el valor del mercado.

- Valor contable ajustado: activo neto real o PN ajustado

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración. Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado se obtiene el patrimonio neto ajustado. Está compuesto por los activos a precios de mercado (activos reales) menos el pasivo exigible.

Como no tenemos el valor de los activos a precios de mercado, no se ha realizado la aplicación de este método. Por lo que cuando se precise utilizar el valor contable ajustado se empleará el valor contable.

- Valor sustancial

Representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Se define como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa. Se diferencias tres clases:

-Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.

-Valor sustancial neto: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado.

-Valor sustancial bruto reducido: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

- Capitales permanentes necesarios para la explotación (CPNE)

Este método parte de que la fuente de valor de la empresa está en la estructura permanente de la propiamente dicha.

Se calcula como:

CPNE= Inmovilizado de explotación a precios de mercado + Fondo de maniobra necesario (FMn).

También, se puede calcular como el valor sustancial menos la deuda sin coste (valor sustancial bruto reducido).

Tanto el método del Valor Sustancial como el de los capitales necesarios para la explotación, no proporcionan el valor de la empresa para el accionista, hay que incluir los activos no introducidos para su cálculo y disminuir los pasivos exigibles.

5.1.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
VALOR CONTABLE	20.023	19.866	19.866	21.250	21.297	25.554
VALOR SUSTANCIAL BRUTO	46.190	48.127	49.730	51.228	54.011	55.184
VALOR SUSTANCIAL NETO	17.322	17.917	17.917	18.757	19.642	24.040
VALOR SUSTANCIAL BRUTO REDUCIDO	40.445	41.305	41.585	44.403	46.767	47.569
VALOR EMPRESA	20.023	19.866	19.866	21.250	21.297	25.554
CPNE	40.445	41.305	41.585	44.403	46.767	47.569
VALOR EMPRESA	20.023	19.866	19.866	21.250	21.297	25.554

Evolución de los Métodos basados en el Valor Patrimonial Bodegas Riojanas, S.A.

En la tabla se aprecia que el valor contable de la empresa ha ido disminuyendo desde el 2015 hasta el 2018. En el 2019, el valor no sufre variaciones, y en el 2020 se aprecia un ligero aumento respecto a 2019 y 2018, pero aun no se alcanzan los valores obtenidos en años anteriores, esto se traduce como una reducción del 21,6% de su valor en 6 años. Por otra parte, el valor sustancial bruto, el valor sustancial neto, el valor sustancial bruto reducido y el CPNE se comportan de manera semejante, todos ellos han disminuido del 2015 al 2020, obteniendo los valores máximos en el 2015 y sus valores mínimos en el 2020, lo que se traduce en una reducción de valor de aproximadamente del 16%, 28%, 16% y 20%, respetivamente. Hay que tener en cuenta que en el Valor Sustancial y en el CPNE no representan el valor de la empresa para el accionista.

Para el cálculo del valor total de la empresa partiendo del Valor Sustancial, hay que sumarle las inversiones en asociadas, los activos por impuestos diferidos, los activos financieros disponibles para la venta y otras cuentas a cobrar tanto del activo no corriente como del activo corriente, descontando el pasivo no corriente y el pasivo corriente. En cambio, si se parte del CPNE, hay que sumar las mismas partidas y restarle el pasivo no corriente, la deuda financiera y otros pasivos corrientes.

5.1.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
VALOR CONTABLE	304.467	292.787	264.546	249.794	248.471	227.437
VALOR SUSTANCIAL BRUTO	257.898	230.757	169.800	194.991	160.748	144.217
VALOR SUSTANCIAL NETO	201.178	175.540	101.748	120.824	84.578	54.129
VALOR SUSTANCIAL BRUTO REDUCIDO	215.431	191.660	124.056	145.025	111.248	103.983
VALOR EMPRESA	304.467	292.787	264.546	249.794	248.471	227.437
CPNE	215.431	191.660	124.056	145.025	111.248	103.983
VALOR EMPRESA	304.467	292.787	264.546	249.794	248.471	227.437

Evolución de los Métodos basados en el Valor Patrimonial Barón de Ley, S.A.

Como se puede observar en la tabla, el valor contable de la empresa ha ido aumentando paulatinamente desde el 2015 hasta el 2020, alcanzado un valor de 304.467 miles de euros, lo que supone un aumento del 33,86% en 6 años. En relación con el valor sustancial bruto sucede prácticamente lo mismo, a excepción del año 2018, donde rompe con la tendencia alcista, para luego volver a aumentar en los años siguientes, consolidándose un aumento del 78,82% en los últimos 6 años. El valor sustancial neto, el valor sustancial bruto reducido y el valor del CPNE replican el mismo patrón de comportamiento que el valor sustancial bruto, consolidándose un aumento del 270%, del 107% y del 200%, respectivamente.

Para calcular el valor total de la empresa, al Valor Sustancial, hay que sumarle los activos financieros no corrientes, los activos por impuestos diferidos y otros activos no corrientes del activo no corriente y del activo corriente hay que sumarle las partidas de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes, restándole el pasivo no corriente y el pasivo corriente.

Si se parte del CPNE, para calcular el valor de los accionistas, hay que sumar los activos financieros no corrientes, los activos por impuestos diferidos y otros activos no corrientes, restando el pasivo no corriente, las deudas con entidades de crédito, el pasivo por impuesto sobre sociedad corriente y otros pasivos corrientes.

5.2 MÉTODOS MIXTOS

Estos métodos contemplan una idea mixta en la cual toda empresa tiene un valor patrimonial, es decir, realizan una valoración estática de los activos de la empresa, y un valor previsional o dinámico, ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Pretenden subsanar el inconveniente de los métodos basados en el balance, debido a que integran lo aportado por ambos enfoques (estático y dinámico). Se trata de métodos cuyo objetivo es 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.

Intentan determinar los motivos por los que el valor estático se puede ver modificado, debido a la capacidad que tiene la empresa para generar renta futura (valor dinámico).

El potencial económico de una empresa se refleja en la diferencia existente entre el valor estático y dinámico de la misma, conocido como fondo de comercio o goodwill.

El fondo de comercio se define como la diferencia entre el precio que se paga por una empresa y el valor contable con el que se refleja la compra.

El Valor de la empresa es la suma del valor estático y del valor potencial (valor dinámico-estático). Otra manera de definir el valor de la empresa para estos métodos es coger el valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio (cantidad relacionada con los beneficios futuros), que según el método que se utilice se calcula de distinta manera:

- Método Indirecto

El método indirecto se obtiene de la suma del valor sustancial (valor estático) y del fondo de comercio (valor dinámico). El valor de la empresa es el valor sustancial, más el cociente del superbeneficio ($B-iVS$) entre el doble de la tasa de interés sin riesgo.

La tasa de interés libre de riesgo se ha obtenido de la cotización de los bonos a largo plazo, es decir, se coge el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a 10 años.

La fórmula que calcula este método es:

$$VE=VS + ((Beneficio\ medio-i*VS) /2i)$$

Siendo:

- VE: Valor de la empresa (operativo)

- VS: Valor sustancial.
- B: Beneficio medio de los seis últimos años.
- i: Tasa de interés sin riesgo, interés del bono a 10 años

- Método directo:

El método directo se obtiene de la suma del valor sustancial más el fondo de comercio. El valor de la empresa para este método se calcula con el valor sustancial más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre K, que es la tasa de interés sin riesgo incorporada a una prima de riesgo, dicha prima de riesgo varia del 1,25 al 1,5.

Para los cálculos realizados durante el trabajo se ha utilizado una prima de riesgo de 1,5.

$$VE=VS + (B -i*VS)/K$$

Siendo:

- K: Incorpora una prima de riesgo.

- Método de la U.E.C. :

El valor de la empresa es el valor sustancial más el superbeneficio (B-iVS), y este actualizado a una tasa de interés libre de riesgo que incorpora una prima de riesgo (k) durante n periodos de tiempo.

$$VE= VS+ (B-i*VS)*an^{-k}$$

Siendo:

- n: número de periodos considerados (opción= PER)
- an-k: factor de actualización durante n años a una tasa k.

- Método de los C.P.N.E.

Se calcula como el método U.E.C, pero en vez de usar el valor sustancial se emplea el C.P.N.E. El valor de la empresa se calcula sumando el CPNE y el goodwill actualizado durante n años a una tasa de descuento k.

$$VE=CPNE+ (B^o-i*CPNE) * an^{-k}$$

Siendo:

- CPNE: capitales permanente necesarios para la explotación

En cada uno de estos métodos se ha obtenido el valor operativo, por lo que para obtener el valor de los propietarios, hay que sumar a dicho valor los activos no operativos y restar la deuda. La fórmula que lo refleja es:

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

5.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.

En la siguiente tabla se muestran los datos utilizados para hacer los cálculos de los métodos mixtos de Bodegas Riojanas:

Valor sustancial	46.190
CPNE	40.445
Resultado medio (6 años)	234,17
Tipo de interés	0,4%
Prima de riesgo	1,5
k	0,6%

Tabla resumen datos empleados Métodos Mixto Bodegas Riojanas, S.A.

- Método Indirecto:

i*VS	185
B-i*VS	49
2*i	0,80%
(B-i*VS)/2i	6.176
VE=VS+(B-i*VS)/2i	52.366

Cálculos Método Indirecto Bodegas Riojanas, S.A.

- Método Directo:

i*VS	185
B-i*VS	49
k	0,60%
(B-i*VS)/k	8.234
VE=VS+(B-i*VS)/k	54.424

Cálculos Método Directo Bodegas Riojanas, S.A.

- Método de la UEC

i*VS	185
B-i*VS	49
An-k	4,91
(B-i*VS)*An-k	243
VE=VS+(B-i*VS)/An-k	46.433

Calculo Método U.E.C Bodegas Riojanas, S.A.

- Método de los CPNE

$i \cdot \text{CPNE}$	162
$B - i \cdot \text{CPNE}$	72
A_{n-k}	4,91
$(B - i \cdot \text{CPNE}) \cdot A_{n-k}$	356
$VE = \text{CPNE} + (B - i \cdot \text{CPNE}) / A_{n-k}$	40.801

Calculo Método C.P.N.E Bodegas Riojanas, S.A.

	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
METODO INDIRECTO	46.190	6.176	52.366	2.701	28.868	26.199
METODO DIRECTO	46.190	8.234	54.424	2.701	28.868	28.257
METODO UEC	46.190	243	46.433	2.701	28.868	20.266
METODO CPNE	40.445	356	40.801	2.115	13.536	29.380

Calculo Resumen Métodos Mixtos Bodegas Riojanas, S.A.

Como se observa en la tabla, una vez aplicado los 4 métodos de valoración mixtos se obtienen las siguientes conclusiones:

1. Según el método mixto que se aplique el valor de la empresa es diferente.
2. El método mixto que proporciona un mayor valor a la empresa, en este caso, es el método indirecto (28.257 M €) y el método que le proporciona un menor valor a la empresa es el método de la UEC (20.266 M €).
3. El valor del fondo de comercio (GoodWill) tiene una gran importancia en estos métodos, ya que se puede observar como el método indirecto, el método directo y el método de la UEC parten de la misma base (Valor patrimonial, deudas y otros activos fijos) y su gran valor añadido es el fondo de comercio.
4. Los 4 métodos dan valores diferentes, aunque no reflejan diferencias pronunciadas. Se observa que los métodos dan valores muy parecidos, y la mayor diferencia se da en el método de la UEC.

5.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A

En la siguiente tabla se muestran los datos utilizados para realizar los cálculos de los métodos mixtos de Barón de Ley:

Valor sustancial	257.898
CPNE	215.431
Resultado medio (6 años)	23552,67
Tipo de interes	0,4%
Prima de riesgo	1,5
k	0,6%

Tabla resumen datos empleados Métodos Mixto Barón de Ley, S.A.

- **Método Indirecto**

$i*VS$	1.032
$B-i*VS$	22.521
$2*i$	0,80%
$(B-i*VS)/2i$	2.815.134
$VE=VS+(B-i*VS)/2i$	3.073.032

Cálculos Método Indirecto Barón de Ley, S.A.

- **Método Directo**

$i*VS$	1.032
$B-i*VS$	22.521
k	0,60%
$(B-i*VS)/k$	3.753.512
$VE=VS+(B-i*VS)/k$	4.011.410

Cálculos Método Directo Barón de Ley, S.A.

- **Método de la UEC**

$i*VS$	1.032
$B-i*VS$	22.521
An-k	4,91
$(B-i*VS)*An-k$	110.607
$VE=VS+(B-i*VS)/An-k$	368.505

Cálculos Método U.E.C Barón de Ley, S.A

- **Método de los CPNE**

$i*CPNE$	862
$B-i*CPNE$	22.691
An-k	491,12%
$(B-i*CPNE)*An-k$	111.441
$VE=CPNE+(B-i*CPNE)/An-k$	326.872

Cálculos Método C.P.N.E Barón de Ley, S.A

	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
METODO INDIRECTO	257.898	2.815.134	3.073.032	103.248	56.720	3.119.560
METODO DIRECTO	257.898	3.753.512	4.011.410	103.248	56.720	4.057.938
METODO UEC	257.898	110.607	368.505	103.248	56.720	415.033
METODO CPNE	215.431	111.441	326.872	101.696	4.041	424.527

Calculo Resumen Métodos Mixtos Barón de Ley, S.A.

Como se puede observar en la tabla, una vez aplicado los 4 métodos de valoración mixtos se llega a las siguientes conclusiones.

1. En función del método de valoración mixto que se aplique el valor de la empresa es diferente.
2. El método que proporciona un mayor valor a la empresa es el método directo (4.057.938 M €) y el que le proporciona un menor valor a la empresa es el método U.E.C. (415.033 M €).
3. El valor del fondo de comercio (GoodWill) tiene una gran importancia en estos métodos, ya que se observa que el método indirecto, el método directo y el método de la UEC, parten de la misma base (Valor patrimonial, deudas y otros activos fijos) y su gran valor añadido es el fondo de comercio.
4. Los valores más homogéneos según los datos obtenidos en estos métodos son el método de la UEC y el método del CPNE, aunque parten de distintas bases (Valor patrimonial, deudas, otros activos fijos, etc).

5.3. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Estos métodos tratan de precisar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de cash flow que generará en el futuro, y así descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

En la actualidad, el método de descuento de los flujos de fondos es el más empleado en general porque es el único método de valoración conceptualmente correcto.

Estos métodos consideran a la compañía como una unidad generadora de flujos de fondos, y calculan el valor de la empresa actualizando el valor actual de dichos flujos a una tasa de descuento apropiada.

El valor de las acciones de una empresa, en un estado normal de continuidad, surge de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por lo tanto, se considera que es el método más adecuado para reflejar el valor de la empresa.

Los métodos basados en el descuento de flujos se basan en el proceso minucioso de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flow correspondientes a las operaciones de la empresa.

En esta valoración uno de los puntos fundamentales es determinar la tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. 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.

A continuación, se van a mostrar las fórmulas necesarias para calcular el valor total de la empresa aportado por el método de descuento de flujos de fondos:

- Valor operativo de la empresa, es el valor de las acciones (FT accionistas) y el valor de la deuda (FT acreedores):

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

Donde FTt son los flujos de tesorería generados por la empresa durante el periodo t, VRn es el valor residual de la empresa en el año n; K es la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

- Flujos de Tesorería (Método indirecto):

$$FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$$

- La tasa de descuento de los flujos de tesorería:

$$CMPC = \frac{PN}{PN + D}(k_e) + \frac{D}{PN + D}(k_d(1-t))$$

Siendo

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

Donde:

CMPC = Coste medio ponderado de capital

Kd = Coste de la deuda financiera

Ke = Rentabilidad exigida a las acciones

Rf = Rentabilidad activos libres riesgo

Rm = Rentabilidad esperada de mercado

B = Coeficiente de riesgo

- Valor residual:

$$Vr_n = \frac{FTL_n}{CMPC}$$

- Valor total de la empresa (equality value):

$$VTE_0 = VE_0 + ANOP_0 - D_0$$

Las fases de valoración que hay que llevar a cabo para realizar una correcta aplicación de este método son:

-Valoración analítica: Este apartado no se ha efectuado porque solo se tiene la información contable de la empresa, perdiéndose la visión del mercado.

-Análisis de la información histórica: Hay que analizar la información de las cuentas anuales de los últimos 5 años. Con esta información, se calcularán las previsiones de los indicadores del balance y de las cuentas de pérdidas y ganancias de los últimos 5 años.

-Hipótesis de comportamiento: se tienen en cuenta las características del entorno, las previsiones del mercado, se realiza una comparativa de las empresas del mismo sector, el comportamiento de la valoración evoluciona según las personas que encargan dicha valoración, planes de negocio de las empresas, ver si se encuentra en un escenario de continuidad y los objetivos de gestión.

-Necesidades de inversión (CAPEX): Hay que ver si la empresa está en crecimiento para planificar las necesidades de los activos no corrientes o si se encuentra en un escenario de continuidad para llevar a cabo un mantenimiento de la capacidad productiva.

-Proyección PyG y Balance: hay que prever el crecimiento de las ventas, realizar una estimación de los gastos variables y fijos, estimación de resultados, ver las necesidades de inversión en capital, de fondo de maniobra operativo y de financiación.

-Proyección de FT: en este apartado se calculan los flujos de tesorería que generará la empresa en el futuro a través del método indirecto.

-Estimación de la tasa de descuento: se obtiene la tasa de actualización a través del coste medio ponderado de capital.

-Cálculo del valor residual: el valor residual, en ciertas ocasiones, aporta el mayor componente de valor de la empresa. Se actualizará el valor residual, en este caso, sin crecimiento, para ello, se actualizará el último flujo de tesorería estimado entre la tasa de actualización (CMPC).

-Aplicación de los métodos de valoración: Hay que aplicar todas las formulas mencionadas con anterioridad. El valor de la empresa se calcula actualizando los flujos de tesorería estimados y el valor residual a una tasa de descuento. Para calcular el valor total de la empresa, a este valor, hay que sumarle los activos no operativos y restarle la deuda financiera.

-Interpretación de los resultados: se explicará el resultado obtenido y se analizará cuales son los factores que crean y/o destruyen valor.

5.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A

A continuación, se muestran los flujos de caja que la empresa espera obtener los próximos 5 años. Para obtener los flujos de caja se ha tenido en cuenta la información histórica y la evolución del sector vitivinícola.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	412	1.687	1.774	1.866	1.961
Impuestos	-103	-422	-444	-466	-490
NOPLAT	309	1.265	1.331	1.399	1.471
Amortizaciones	1.463	1.331	1.344	1.358	1.371
Inversión en CC	-138	-1.436	-1.431	-1.427	-1.426
Inversión en ANC	-143	-145	-146	-148	-149
FTL	1.491	1.016	1.099	1.182	1.266

Cálculo de los Flujos de Tesorería previstos de Bodegas Riojanas, S.A.

Como se puede observar en la tabla, para el cálculo de los flujos de tesorería (FTL) se parte del RAIT y a este se le resta el Impuesto de sociedades, para así obtener el NOPLAT. Al NOPLAT hay que sumarle el gasto contable de las amortizaciones y restarle las inversiones realizadas en capital circulante y en activos no corrientes (ambas producen una salida de tesorería). Tal como se aprecia, el mayor flujo de caja se espera para el año 2021 con un valor de 1.491 M € y el menor para el 2022 con un valor de 1.016 M €.

Como se ha explicado anteriormente, una vez calculado los flujos de caja se debe obtener la tasa de descuento, es decir, el CMPC. Los datos para calcular dicha tasa se puede observar en la siguiente tabla:

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf (BONO EST10-28/05/2021)	0,48%
Rm (IBEX35-28/05/2021)	14,25%
Beta	0,64
Rm-Rf	13,77%
Prima específica	9,29%
PN	20.023
Pasivo	28.868
PN+Pasivo	48.891
Ke	9,29%
kd(1-t)	1,25%
CMPC	4,54%

Cálculo de la tasa de descuento de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Otro factor importante para este modelo es el valor residual, dicho valor se calcula dividiendo el flujo de caja del último año por la tasa de descuento, y cuyo valor es de 27.865 miles de €. Una vez obtenido los flujos de caja y el valor residual, se deben actualizar ambos por la tasa de descuento (CMPC), obteniéndose el valor operativo de la empresa. Una vez recabado el valor operativo de la empresa, a este se le debe sumar los activos no operativos y restarle las cargas financieras, para así, obtener el valor de la empresa, el cual es de 16.213 miles de €.

VR	27.865
CMPC (WACC)	4,54%
Valor Actual FTL	1.426 929 961 989 1.014
Valor Actual VR	22.313
Valor operativo de la empresa (Business value)	27.634
Inv. Financieras	2.115
Deuda Financiera	13.536
Valor PN (Equity)	16.213

Cálculo Valor Operativo y Valor Total de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

5.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.

A continuación, se mostrarán los flujos de caja que la empresa espera obtener en los próximos cinco años. Para obtener una estimación lo más precisa posible, se ha analizado la información histórica de la empresa y se ha tenido en cuenta las previsiones futuras del sector vinícola.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	19.539	20.753	22.032	23.683	25.760
Impuestos	-4.240	-4.503	-4.781	-5.139	-5.590
NOPLAT	15.299	16.250	17.251	18.544	20.170
Amortizaciones	7.900	8.058	8.219	8.384	8.551
Inversión en CC	3.956	-8.644	-9.024	-5.456	-13.573
Inversión en ANC	-774	-790	-806	-822	-838
FTL	26.381	14.874	15.641	20.650	14.311

Cálculo de los Flujos de Tesorería previstos de Barón de Ley, S.A.

Se calculan los Flujos Libres de Tesorería (FTL) a través del método indirecto, es decir, se parte del RAIT (resultado antes de intereses e impuestos). Al RAIT se le resta el impuesto de sociedades, obteniendo el NOPLAT (Beneficio Operativo Neto menos impuestos Ajustado). Posteriormente, al NOPLAT hay que sumarle las amortizaciones (las amortizaciones son un gasto contable que no produce una salida de efectivo) y restarle el aumento de las inversiones en capital corriente y el incremento en capital no corriente (son inversiones que se traduce en una salida de tesorería). Como se puede observar en el cuadro anteriormente mostrado, los flujos de tesorería de esta empresa tienen una tendencia definida, donde su FTL más elevado se establece en el 2021 y el más bajo en el 2025. Una vez obtenido los FTL de los 5 próximos años, se deben actualizar cada año por su tasa de descuento, más conocida como CMPC (Coste Medio Ponderado de Capital). Para obtener el valor del CMPC, hay que conocer el valor de la rentabilidad esperada (rentabilidad que el inversor espera obtener), que en este supuesto es de 3,65% y el coste de la deuda financiera. Una vez obtenida dichas rentabilidades, hay que conocer la estructura patrimonial de la empresa para obtener el CMPC, dichos cálculos son más visibles en las tablas siguientes y el valor de la tasa de descuento es de 3,28%.

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf (BONO EST10-28/05/2021)	0,48%
Rm (IBEX35-28/05/2021)	14,25%
Beta	0,23
Rm-Rf	13,77%
Rentabilidad Esperada	3,65%
PN	304.467
Pasivo	56.720
PN+Pasivo	361.187
Ke	3,65%
kd(1-t)	1,31%
CMPC	3,28%

Cálculo tasa de descuento Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Otro factor importante en el cálculo del valor de la empresa, es el valor residual (valor que tiene un proyecto al final del horizonte temporal). El valor residual se calcula

dividiendo el flujo de caja del último año de estudio por la tasa del CMPC. Dicho valor residual se ha calculado sin tener en cuenta la tasa de crecimiento (g), y su valor es de 436.373 miles de €.

Una vez obtenido el valor residual y los flujos de tesorería, se actualizan a una tasa de descuento (CMPC) y se obtiene el valor operativo de la empresa. Al valor operativo de la empresa se le tiene que restar las deudas financieras y sumar los activos no operativos, de esta manera, se alcanza el valor de la empresa para los propietarios, que es de 553.021 miles de €. Dichos valores se pueden observar mejor en la siguiente tabla:

VR						436.373
CMPC (WACC)						3,28%
Valor Actual FTL	25.543	13.944	14.198	18.149		12.179
Valor Actual VR						371.353
Valor operativo de la empresa (Business value)						455.366
Activo No Operativo						101.696
Deuda						4.041
Valor PN (Equity)						553.021

Cálculo Valor Operativo y Valor total de Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

5.4. MÉTODOS BASANDOS EN LA CUENTA DE RESULTADO (Métodos por múltiplos)

Estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.

Se obtiene el valor de una empresa comparando con el precio de mercado de empresas semejantes. La finalidad de esta metodología es realizar la comparación de ratios entre empresas como referencia, para comprobar si un título es “caro o barato”. Por ello, se analizan las dos empresas a la vez.

5.4.1. Múltiplo de los beneficios. PER.

El valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER. Valor de las acciones = PER * beneficio.

Este múltiplo mide la relación entre el valor de mercado de la empresa y el beneficio total de la misma (o el equivalente para una acción).

$PER = \text{Valor mercado o capitalización} / \text{Beneficio} = \text{Precio acción} / \text{BPA}$

El ratio PER mide el tiempo necesario hasta recuperar la inversión por parte del inversor vía dividendos.

Este método se utiliza para realizar comparaciones con empresas similares del sector y de esta forma se sabrá si una acción es cara o barata. Mayor PER, en principio, más cara. PER por debajo del sector, con mismas perspectivas de beneficio, estaría barata la acción.

- **Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	16.388	21.919	27.487	31.511
Beneficio neto	183	337	-633	638
PER	89,55	65,04	-43,42	49,39

Evolución del PER Bodegas Riojanas, S.A.

- **Aplicación a Barón de Ley, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	445.500	441.450	446.080	457.253
BN (beneficio neto)	20.647	27.434	22.717	18.509
PER	21,58	16,09	19,64	24,70

Evolución del PER Barón de Ley, S.A.

Del análisis comparativo del cálculo del PER de ambas empresas se obtienen las siguientes conclusiones:

1. Las acciones de Bodegas Riojanas son más caras que las de Barón de Ley.
2. Las acciones de Bodegas Riojanas (empresa con PER más elevado en todos los años del análisis, ya que el valor negativo que se obtuvo en 2018 no se tiene en cuenta) están sobrevaloradas por el mercado, o que las acciones están anticipando un crecimiento futuro de los beneficios.
3. El ratio PER tiene una horquilla muy amplia (especialmente en Bodegas Riojanas donde incluso ha llegado a ser negativo). Esto se debe a que no respeta los ciclos económicos y que el beneficio contable podría estar siendo manipulado (% de amortización, etc.).
4. El PER es el plazo de recuperación de la inversión, por lo que un inversor que invierta en ambas empresas, tardará más tiempo en Bodegas Riojanas de

recuperar toda la inversión si se repartiesen todos los beneficios como dividendos

5.4.2. Múltiplo de las ventas

Consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número.

Se interpreta como las veces que están contenidas las ventas en el precio que se paga por acción, es decir, mide la relación entre las ventas y la cotización de la empresa. Este ratio se utiliza para comparar empresas del mismo sector.

$PV = \text{Valor de mercado de la empresa} / \text{Ventas} == \text{Precio por acción} / \text{Ventas por acción}$

$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) * (\text{beneficio/ventas}) = \text{PER} * \text{rentabilidad sobre ventas}.$

- **Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	16.388	21.919	27.487	31.511
Ventas	16.817	20.283	19.212	21.836
PV	0,97	1,08	1,43	1,44

Evolución precio sobre ventas Bodegas Riojanas, S.A.

- **Aplicación a Barón de Ley, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	445.500	441.450	446.080	457.253
Ventas	95.740	99.945	97.119	95.131
PV	4,65	4,42	4,59	4,81

Evolución precio sobre ventas Barón de Ley, S.A.

Por lo cual, se analizan y comparan las dos empresas a la vez, obteniendo las siguientes conclusiones:

1. Las acciones de la empresa Barón de Ley están sobrevaloradas o que los inversores estiman que las ventas crecerán en el futuro.
2. Las acciones de la empresa Bodegas Riojanas están infravaloradas o los inversores no confían en el futuro de la empresa y estiman que las ventas bajaran.
3. Este ratio se interpreta en 2020 para Bodegas Riojanas como 0,97 veces el valor de la empresa supera las ventas anuales y para Barón de Ley el valor de la empresa es 4,65 veces el volumen de ventas.

5.4.3. Múltiplo del EBITDA

Mide el beneficio de la empresa con independencia de la estructura financiera, tasa impositiva y política de amortizaciones. Se utiliza para comparar empresas del mismo sector económico donde el nivel de endeudamiento distorsiona el beneficio final. Tiene como objetivo estimar el precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por una empresa a partir del precio pagado por compañías comparables.

Valor de mercado de la empresa/EBITDA=Precio por acción/EBITDA por acción.

- **Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	16.388	21.919	27.487	31.511
EBITDA	412	757	-669	1.208
Múltiplo EBITDA	39,78	28,96	-41,09	26,09

Evolución del Múltiplo del EBITDA de Bodegas Riojanas, S.A.

- **Aplicación a Barón de Ley, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Capitalización	445.500	441.450	446.080	457.253
EBITDA	21.804	24.654	24.451	24.957
Múltiplo EBITDA	20,43	17,91	18,24	18,32

Evolución del Múltiplo del EBITDA de Barón de Ley, S.A.

Las conclusiones son las siguientes:

1. Las acciones de la empresa Barón de Ley están infravaloradas comparado con las de Bodegas Riojanas, es decir, que su valor en el mercado no es el que refleja el múltiplo.
2. La empresa Barón de Ley está generando resultados por encima de la gestión de la empresa.
3. Este método no es fiable cuando se obtienen resultados negativos.
4. Barón de Ley, S.A. tiene durante todos los años un múltiplo de EBITDA positivo.
En 2020, el valor de la empresa es 20,43 veces superior al valor de su EBITDA.

5.4.4. Otros múltiplos

- Valor de la empresa / BAIT
- Valor de la empresa / BAT
- Valor de la empresa/Bº neto
- Valor de la empresa / BAIDT

- **Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Múltiplo BAIT	40,56	27,33	-40,13	25,87
Múltiplo BAT	76,58	53,99	-25,50	42,30
Múltiplo Bº NETO	89,55	65,04	-43,42	49,39

Otros múltiplos Bodegas Riojanas, S.A.

- **Aplicación a Barón de Ley, S.A.**

	2020	2019	2018	2017
Múltiplo BAIT	17,12	12,92	14,98	19,76
Múltiplo BAT	17	13	15	20
Múltiplo Bº NETO	21,58	16,09	19,64	24,70

Otros múltiplos Barón de Ley, S.A.

6. FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR

En el último apartado se va a explicar y analizar los factores que provocan que la empresa crea y/o destruya valor. Después de haber aplicado los métodos de valoración, se es conocedor del valor de la empresa para cada uno de ellos. El método de descuento de flujos de efectivo es el método más completo, ya que tiene en cuenta una gran cantidad de parámetros. A los factores de creación/destrucción de valor se les conoce como value drivers. Todo cambio efectuado en alguno de los parámetros utilizados para calcular el método de descuento de flujos de efectivo provoca una variación en el valor de la empresa.

Las variables que van a ser objeto de análisis son: las ventas, amortizaciones, beta e inversión en activos no corrientes. Los cambios de un aumento o disminución del valor se verán en los flujos de tesorería, el valor operativo y el valor total de la empresa.

6.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A

- **Ventas:**

Para este análisis vamos a disminuir la previsión de ventas de un 3% anual a un 2% anual. La disminución de las ventas ha provocado un aumento del valor de la empresa. (16.213 M € → 23.224 M €). Este resultado atípico se debe al que a disminuir las ventas, también disminuye la inversión en capital circulante que tiene una relación directa con las ventas (clientes, tesorería), con los gastos de personal y con otros gastos. Por lo cual, a la empresa le conviene más mejorar el margen comercial, reduciendo costes y aumentando la productividad global.

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	412	1.665	1.730	1.797	1.867
Impuestos	-103	-416	-433	-449	-467
NOPLAT	309	1.249	1.298	1.348	1.400
Amortizaciones	1.463	1.326	1.333	1.340	1.347
Inversión en CC	144	-1.141	-1.121	-1.102	-1.085
Inversión en ANC	-78	-79	-79	-80	-81
FTL	1.837	1.355	1.430	1.506	1.581
VR					34.803
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	1.757	1.240	1.252	1.260	1.266
Valor Actual VR					27.869
Valor operativo de la empresa (Business value)					34.645
Inv. Financieras	2.115				
Deuda Financiera	13.536				
Valor PN (Equity)					23.224

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

- **Amortizaciones**

Para el estudio, se va a aumentar el porcentaje de amortización de un 9% a un 10% anual. Al aumentar el porcentaje de amortización, disminuye el resultado económico y con ello la salida de efectivo para pagar el impuesto de sociedades. Se ha aumentado el valor de la empresa en un 13,9% (16.213 M € → 20.053 M €).

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	412	1.553	1.654	1.759	1.868
Impuestos	-103	-388	-414	-440	-467
NOPLAT	309	1.165	1.241	1.319	1.401
Amortizaciones	1.463	1.465	1.464	1.464	1.464
Inversión en CC	-138	-1.436	-1.431	-1.427	-1.426
Inversión en ANC	3	3	3	3	3
FTL	1.638	1.197	1.278	1.359	1.441
VR					31.723
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	1.566	1.095	1.118	1.138	1.154
Valor Actual VR					25.402
Valor operativo de la empresa (Business value)					31.474
Inv. Financieras	2.115				
Deuda Financiera	13.536				
Valor PN (Equity)					20.053

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

- **Beta**

Para esta hipótesis, se va a reducir el valor inicial de la Beta de 0,64 a 0,25. Al reducir el valor de la Beta, se puede observar que el valor de la empresa incrementa en un 160%. El aumento se debe principalmente a que la Beta forma parte de la tasa de descuento que se utiliza para el cálculo de este método (CMPC). Otro factor que influye es el valor residual, ya que tiene una gran importancia en este método. Por lo cual, mientras de actualización de descuento, más favorable es el cálculo y mayor será el valor de la empresa. (16.213 M € → 42.331 M €).

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	412	1.687	1.774	1.866	1.961
Impuestos	-103	-422	-444	-466	-490
NOPLAT	309	1.265	1.331	1.399	1.471
Amortizaciones	1.463	1.331	1.344	1.358	1.371
Inversión en CC	-138	-1.436	-1.431	-1.427	-1.426
Inversión en ANC	-143	-145	-146	-148	-149
FTL	1.491	1.016	1.099	1.182	1.266
VR					54.004
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	1.457	970	1.025	1.077	1.128
Valor Actual VR					48.096
Valor operativo de la empresa (Business value)					53.752
Inv. Financieras	2.115				
Deuda Financiera	13.536				
Valor PN (Equity)					42.331

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf (BONO EST10-28/05/2021)	0,48%
Rm (IBEX35-28/05/2021)	14,25%
Beta	0,25
Rm-Rf	13,77%
Prima específica	3,92%

PN	20.023
Pasivo	28.868
PN+Pasivo	48.891
Ke	9,29%
kd(1-t)	1,25%
CMPC	2,34%

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

- **Inversión en capital circulante**

Para esta hipótesis, se modificará el efectivo disponible en tesorería. En el cálculo inicial se ha previsto un ratio de efectivo/venta de 0,15% y se pasará a un ratio del 3%.

Como se observa en la tabla siguiente, el aumento del ratio ha provocado una disminución en el valor de la empresa en más de un 12,5%. La razón se debe prácticamente a que al aumentar el ratio de efectivo aumentará el coste de oportunidad. (16.213 M € → 18.746 M €).

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	412	1.698	1.786	1.878	1.973
Impuestos	-103	-425	-447	-469	-493
NOPLAT	309	1.274	1.340	1.408	1.480
Amortizaciones	1.463	1.331	1.344	1.358	1.371
Inversión en CC	1.286	-1.393	-1.387	-1.382	-1.380
Inversión en ANC	-143	-145	-146	-148	-149
FTL	2.915	1.067	1.151	1.236	1.322
VR	29.097				
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	2.788	976	1.008	1.035	1.059
Valor Actual VR	23.300				
Valor operativo de la empresa (Business value)	30.166				
Inv. Financieras	2.115				
Deuda Financiera	13.536				
Valor PN (Equity)	18.745				

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

6.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A

- Ventas

Unos de los factores más importantes en la actividad de una empresa con ánimo de lucro son las ventas, por lo cual, se emplea este indicador para realizar el estudio y observar que consecuencias tiene su variación en el valor de una empresa. En el cálculo inicial se había previsto un aumento de las ventas de un 5% entre los años 2021 al 2023 y en los siguientes años un aumento de un punto porcentual más cada año hasta el 2025.

En la nueva hipótesis se plantea un incremento del 8% de las ventas cada año. El valor operativo de la empresa disminuya un 5,68% y su valor global un 4,68%. (553.021 M € → 527.139 M €). Aunque los resultados sean un poco contradictorios tiene una explicación. El aumento de las ventas ha provocado un aumento en el NOPLAT y a su vez un aumento mayor en el capital circulante (la tesorería tiene una relación directa con las ventas) como se puede observar en el siguiente cuadro:

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	20.323	22.423	24.700	27.170	29.846
Impuestos	-4.410	-4.866	-5.360	-5.896	-6.477
NOPLAT	15.913	17.557	19.340	21.274	23.370
Amortizaciones	7.900	8.058	8.219	8.384	8.551
Inversión en CC	-973	-14.214	-15.299	-9.964	-17.232
Inversión en ANC	-774	-790	-806	-822	-838
FTL	22.066	10.611	11.455	18.872	13.850
VR	422.326				
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	21.365	9.948	10.398	16.587	11.787
Valor Actual VR	359.399				
Valor operativo de la empresa (Business value)	429.484				
Activo No Operativo	101.696				
Deuda	4.041				
Valor PN (Equity)	527.139				

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

Por lo cual, a la empresa le interesa más aumentar el margen bruto reduciendo coste y aumentando la productividad, en vez de aumentar las ventas.

- **Amortizaciones**

Otro factor importante en el valor de la empresa según el método de flujo de efectivo son las amortizaciones, es un gasto para la empresa que no produce salida de tesorería. En el cálculo inicial de la previsión se ha considerado una vida útil de 5 años (20%) y para hacer el estudio utilizaremos una vida útil de 6 años (16,67%). Como se puede observar en la tabla, al aumentar la vida útil del inmovilizado, ha provocado un aumento en el RAIT y consigo una mayor salida de tesorería por causa del impuesto. En conclusión, un aumento de la vida útil del inmovilizado provoca que el valor de la empresa disminuya en un 9,5%. (553.021 M € → 500.373 M €)

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	20.639	21.649	22.707	24.120	25.941
Impuestos	-4.479	-4.698	-4.927	-5.234	-5.629
NOPLAT	16.161	16.951	17.780	18.886	20.312
Amortizaciones	6.800	7.163	7.545	7.947	8.371
Inversión en CC	3.956	-8.644	-9.024	-5.456	-13.573
Inversión en ANC	-2.065	-2.175	-2.291	-2.414	-2.542
FTL	24.851	13.294	14.009	18.963	12.568
VR	383.215				
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	24.062	12.463	12.716	16.667	10.695
Valor Actual VR	326.115				
Valor operativo de la empresa (Business value)	402.718				
Activo No Operativo	101.696				
Deuda	4.041				
Valor PN (Equity)	500.373				

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

- **Beta**

Otra variable muy importante en el cálculo del valor de una empresa según el método de flujo de efectivo es la beta. La beta indica la sensibilidad histórica de la evolución de la cotización de la acción ante la evolución del índice del mercado, y se utiliza para calcular el coste de fondos propios (K_e) que a su vez se utiliza para calcular el CMPC. La beta inicial para el cálculo del valor de la empresa es de 0,23 y la beta utilizada para la hipótesis es de 0,1. En la tabla que se presenta a continuación, se puede observar que al disminuir la beta, se disminuye la rentabilidad esperada y a su vez la tasa de descuento de los flujos de caja. Esta disminución de la beta se ha provocado un aumento en el valor de la empresa en más de un 67%. (553.021 M € \rightarrow 925.515 M €).

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf (BONO EST10-28/05/2021)	0,48%
Rm (IBEX35-28/05/2021)	14,25%
Beta	0,10
Rm-Rf	13,77%
Rentabilidad Esperada	1,86%

PN	304.467
Pasivo	56.720
PN+Pasivo	361.187
K_e	1,86%
$k_d(1-t)$	1,31%
CMPC	1,77%

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	19.539	20.763	22.032	23.683	25.760
Impuestos	-4.240	-4.503	-4.781	-5.139	-5.590
NOPLAT	15.299	16.260	17.251	18.544	20.170
Amortizaciones	7.900	8.058	8.219	8.384	8.551
Inversión en CC	3.956	-8.644	-9.024	-5.456	-13.573
Inversión en ANC	-774	-790	-806	-822	-838
FTL	26.381	14.874	15.641	20.650	14.311
VR	808.286				
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	25.922	14.361	14.839	19.250	13.109
Valor Actual VR					740.380
Valor operativo de la empresa (Business value)	827.860				
Activo No Operativo	101.696				
Deuda	4.041				
Valor PN (Equity)	925.515				

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

- **Inversión en capital circulante**

Otro factor muy importante en el cálculo de una empresa según los flujos de efectivo es la inversión en capital circulante. Para esta hipótesis, se utiliza el efectivo disponible en

tesorería. En el cálculo inicial se ha previsto un ratio de efectivo/venta del 68% y ahora se realiza una modificación del ratio del 35%. Como se puede observar en la tabla siguiente, la disminución del ratio ha provocado un aumento del valor de la empresa en más de un 18%. La razón se debe prácticamente a que al disminuir el ratio de efectivo, disminuye el coste de oportunidad. (553.021 M € → 663.416 M €)

VALORACIÓN FLUJOS DE TESORERÍA	2021	2022	2023	2024	2025
RAIT (EBIT)	19.539	20.753	22.032	23.683	25.760
Impuestos	-4.240	-4.503	-4.781	-5.139	-5.590
NOPLAT	15.299	16.250	17.251	18.544	20.170
Amortizaciones	7.900	8.058	8.219	8.384	8.551
Inversión en CC	39.141	-6.885	-7.177	-9.003	-11.105
Inversión en ANC	-774	-790	-806	-822	-838
FTL	61.565	16.633	17.488	17.103	16.778
VR					511.601
CMPC (WACC)					
Valor Actual FTL	59.611	15.593	15.874	15.032	14.278
Valor Actual VR					435.372
Valor operativo de la empresa (Business value)					555.760
Activo No Operativo	101.696				
Deuda	4.041				
Valor PN (Equity)					653.415

Estimación del valor PN (factores de creación/destrucción del valor). Fuente: Elaboración propia.

Una vez analizado las distintas formas que una empresa tiene para crear o destruir valor, se observa que la variable que proporciona un mayor valor en las dos empresas es la beta. Aunque, hay que tener en cuenta que la empresa no tiene suficiente poder para mover su valor, ya que es una variable que depende principalmente del mercado.

7. CONCLUSIÓN

Este trabajo ha permitido obtener el valor de dos empresas del sector vitivinícola a través de distintos métodos de valoración. Se ha llegado a la conclusión de que no todos los métodos son apropiados para realizar una correcta valoración, debido a que influyen factores como los beneficios obtenidos, la situación económica de la empresa, el sector en el que opera y los mercados en los que las empresas comercializan sus productos.

El apartado con mayor peso del trabajo, es describir y analizar los diferentes métodos de valoración. De esta manera, se puede realizar una comparación de los datos y seleccionar el método que mejor refleja la realidad del mercado. Al ser empresas que operan en el mercado de valores, se posee el valor real de las empresas en cada momento, permitiéndonos realizar comparaciones entre los datos obtenidos en cada método, con el valor de cotización de las empresas, y así identificar cual es el método más apropiado. Es por ello que la valoración de empresas es tan importante para los

inversores, ya que toman decisiones de invertir si la compañía está infravalorada o desinvertir cuando la empresa está sobrevalorada.

Los valores obtenidos en los métodos de valoración para ambas empresas son:

	BODEGAS RIOJANAS, S.A.	BARÓN DE LEY, S.A.
VALOR BURSÁTIL	16.388	445.500
VALOR NETO CONTABLE	20.023	304.467
VALOR SUSTANCIAL	46.190	257.898
VALOR CPNE	40.445	215.431
MÉTODO INDIRECTO	26.199	3.119.560
MÉTODO DIRECTO	28.257	4.057.938
MÉTODO U.E.C.	20.266	415.033
MÉTODO C.P.N.E.	29.380	424.527
MÉTODO FCF	16.213	553.021

Resumen Completo Datos Métodos. Fuente: Elaboración propia.

En la tabla se puede apreciar que los valores de Bodegas Riojanas S.A. no experimentan valores desproporcionados y son bastante homogéneos. El valor neto contable, es decir, el valor en libros, es de 20.023 € miles de euros y el valor bursátil de esta empresa es 16.388 miles de euros. Por tanto, el método que menos se aproxima al valor de cotización de la empresa es el método basado en el balance, más concretamente el valor sustancial, ya que alcanza una cifra de 46.190 miles de euros. En cambio, el método que más se asemeja al valor de cotización es el método de descuento de flujos de efectivo, proporcionando una cifra de 16.213 miles de euros.

En lo que respecta a Barón de Ley, hay una amplia gama de resultados, presentando valores inverosímiles. El valor neto contable de esta empresa es de 304.467 miles de euros y el valor de cotización es de 445.500 miles de euros. En los métodos mixtos, el método indirecto y directo proporcionan valores desproporcionados comparado con el valor de mercado, alcanzando cifras de 3.19.560 y 4.057.938 miles de euros respectivamente, en cambio, el método U.E.C y el del C.P.N.E presentan cifras menores, 415.033 y 424.527 miles de euros respectivamente, por debajo del valor de cotización. En teoría, estos dos últimos métodos mencionados serían los que mejor reflejan el valor real de la empresa, ya que son los que más se aproximan al valor bursátil. Pero, el valor del método de flujos de efectivo es de 553.021 miles de euros, valor que se aproxima bastante al valor de cotización.

Una vez analizado los distintos valores obtenidos en los métodos de valoración, se conjetura que el método de valoración más completo es el método de descuentos de flujos de tesorería, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos de efectivo, y calcula el valor de la empresa actualizando dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada, en definitiva, tiene en cuenta la evolución del dinero y los resultados futuros que obtendrán los accionistas.

Además, comparando los valores obtenidos en el método de descuento de flujos en ambas empresas con el valor de cotización, se llega a la conclusión que, Bodegas Riojanas S.A. está sobrevalorada por el mercado, ya que su valor bursátil es inferior a su valor de free cash flow, en cambio, Barón de Ley, S.A. al poseer un valor de capitalización inferior al pronosticado en las estimaciones realizadas en el método de descuento de caja, la empresa está infravalorada por el mercado.

Para concluir, hay que mencionar que la valoración de empresas es subjetiva y varía en función de la persona que la realiza y de las expectativas futuras que estime de la empresa, teniendo en cuenta el escenario coyuntural en el que nos encontremos. Independientemente del experto que realiza la valoración, la aplicación de los métodos es homogénea.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Bodegas Riojanas, S.A.: <https://www.bodegasriojanas.com/>
- Barón de Ley, S.A.: <https://www.barondeley.com/>
- CNMV, Informe de las cuentas anuales de Bodegas Riojanas, S.A. (2015-2020):
<https://www.cnmv.es/portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-26000398>
- CNMV, Informe de las cuentas anuales de Barón de Ley, S.A. (2015-2020):
<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-31153703>
- Bolsa de Madrid ficha de Barón de Ley, S.A.
<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0114297015>
- Bolsa de Madrid ficha de Bodegas Riojanas, S.A.
<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0115002018>
- Tipo de interés libre de riesgo y betas de las empresas: <https://es.investing.com>

- Fernández, P. (2008):” Métodos de valoración de empresas” Editorial: Gestión 2000
https://books.google.es/books?id=b3s5Fq8Oe_kC&hl=es&source=gbs_ViewAPI&printsec=frontcover&redir_esc=y%20-%20v=onepage&q&f=true#v=onepage&q&f=false
- Jiménez Naharro, F. y De la Torre Gallegos, A. (2017): “Valoración de empresas y análisis bursátil.” Editorial: Pirámide:
<https://www.edicionespiramide.es/libro.php?id=4900737>
- José Ángel Ansón y Luis Fabra Garcés. Apuntes de clase.
- Sector Vitivinícola Federación Española del Vino:
<http://www.fev.es/sector-cifras/>
- Informe Interprofesional del Vino de España:
<https://www.interprofesionaldelvino.es/publicaciones/informe-importancia-sector-vitivin%C3%ADcola/>
- Tecno vino (2021): “El impacto de la pandemia de covid-19 en el sector del vino: análisis en España y en más mercados de interés”
<https://www.tecnovino.com/el-impacto-de-la-pandemia-de-covid-19-en-el-sector-del-vino-analisis-en-espana-y-en-mas-mercados-de-interes/>
- La prensa del Rioja, vino, gastronomía y turismo
<https://laprensadelrioja.com/mercados-2/el-sector-vitivinicola-en-espana-representa-una-amplia-y-solida-cadena-de-valor/>