



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID

Facultad de C.C. Económicas y
Empresariales

**Máster Universitario en
FINANZAS DE EMPRESA
Trabajo Fin de Máster**

VALORACIÓN BARÓN DE LEY S.A

Autor: Alejandro LÓPEZ SÁNCHEZ-CASAS

Tutora: Josefina FERNÁNDEZ GUADAÑO

V.bº del tutor:

Firma y fecha

Año 2016

Índice

1. Introducción.....	3
2. Sector vinícola.....	4
3. Barón de Ley, S.A.....	6
4. Accionistas.....	8
5. Análisis DAFO.....	11
6. Análisis Económico-financiero.....	14
7. Valoración mediante el Descuento de Flujos de Caja.....	21
7.2.1. Cost of Equity (Ke).....	33
7.2.2. Beta (β).....	34
7.2.3. Risk free (Rf).....	36
8. Resultado Valoración Barón de Ley por DFC.....	39
9. Valoración en ambiente de riesgo.....	41
10. Conclusiones.....	46
11. Bibliografía.....	48
12. ANEXOS.....	50

1. Introducción

Este trabajo tiene por objeto valorar la empresa “Barón de Ley, S.A”. Según López Lubián (2001) *valorar es emitir una opinión, un juicio, que siempre es subjetivo. Como toda opinión, puede o no estar suficientemente fundamentada. Los fundamentos de esa opinión no son exclusivamente técnicos, ya que valorar no es una tarea exclusivamente técnica, aunque tiene elementos técnicos que pueden invalidarla*¹.

Por tanto, el objeto de estudio pretende dar respuesta a una serie de preguntas necesarias para entender la empresa y poder realizar hipótesis razonables a la hora de valorar la compañía. Esas preguntas son, entre otras: ¿a qué se dedica?, ¿quiénes son sus accionistas y directivos?, ¿cuál es su situación actual en el sector (debilidades y fortalezas, amenazas y oportunidades)?, ¿qué trayectoria está siguiendo?, ¿qué estructura financiera mantiene?, ¿qué rentabilidades logra?

Al ser Barón de Ley una compañía que cotiza en el mercado continuo español (bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia), se pretende analizar si está bien valorada por el mercado o por el contrario se encuentra infra/sobrevalorada. Para ello, se comparará la capitalización bursátil de la compañía 425.915 Mn€² con el valor de los recursos propios de la misma (*Equity value*) que surgen de la valoración.

Aunque existen diferentes métodos de valoración, se ha optado por emplear el método de descuento de flujos de caja (*discounted cash flows “DCF”*), ya que, como veremos más adelante, es el método más correcto desde una perspectiva financiera. Según Fernández (2008) *los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos: consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros*³.

¹ LÓPEZ LUBIÁN, Francisco (2001): *Trampas en valoración de negocios*. Artículo publicado en la revista Harvard Deusto Business Review, Marzo-Abril. 2001

Disponible en la web: http://profesores.ie.edu/fllubian//documentos/trampas_en_valoracion_de_negocios.pdf
Fecha consulta: 02/07/16

² Disponible en la web: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0114297015>
Fecha consulta: 03/07/16

³ FERNÁNDEZ, Pablo (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School.
Disponible en la web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf> Fecha consulta: 03/07/16

2. Sector vinícola

La empresa Barón de Ley S.A se dedica a la viticultura, elaboración, crianza, envejecimiento de vinos y otras bebidas, así como la elaboración y comercialización de cualquier clase de producto alimenticio. En este apartado, se pretende mostrar, brevemente, la situación del sector en el que opera la compañía a analizar, centrándonos en el sector vinícola español y comentando brevemente alguno de sus competidores.

España es uno de los grandes productores mundiales de vino: primero en el ranking por superficie plantada, primero por producción de vino y mosto en la campaña 2014/2015, superando a Italia y a Francia y primer exportador mundial en términos de volumen en el interanual a septiembre de 2015, aunque tercero en términos de valor⁴.

España es el país que cuenta con la mayor extensión de viñedos de la Unión Europea y a nivel mundial, con una producción de 38,2 millones de hectolitros en 2014. Esta cantidad representó el 14.1% del total de producción mundial y supuso una facturación de 2.511 millones de euros en el año 2014, aportando un 0,24% al PIB español.

En cuanto a la estructura empresarial, en España existen alrededor de 4,000 bodegas de las cuales la mayor parte son pequeñas y mayormente de capitales españoles agrupados también en cooperativas agrarias. Estas pequeñas empresas conviven con grandes empresas de las que algunas veces son también proveedoras de vino. Las principales empresas del sector vitivinícola con más de 100 millones de euros en facturación son: Freixenet, J. García Carrión, Cordoniu, Arco Wine Invest Group, Grupo Domecq Bodegas, Grupo Miguel Torres S.A., Félix Solís Avantis y Grupo Faustino⁵.

A continuación se analizan algunas de las empresas anteriormente citadas, de las cuales solo dos cotizan en la Bolsa española: BODEGAS BILBAINAS, S.A. y BODEGAS RIOJANAS, S.A.

⁴ ICEX (2015): *El vino en cifras 2015*

Disponible en la web:

<http://www.winesfromspain.com/icex/cma/contentTypes/common/records/mostrarDocumento/?doc=4792627>

Fecha consulta: 03/07/16

⁵ COCKRAM Georgina, OSPINAL Mario, BORDAS Rebeca (2016): *El vino de Europa para el mundo.*

Disponible en la web <http://www.mastercarlosiiimadi.com/el-vino-de-europa-para-el-mundo/> Fecha consulta: 03/07/16

- **J GARCÍA CARRIÓN SA:**

Grupo empresarial multinacional propietario de 19 marcas de vino diferentes, entre los que destaca Don Simón. En el ejercicio 2014 contó con una facturación de 745 millones de euros y unos activos totales de aproximadamente 886 millones.

- **FREIXENET:**

Empresa familiar productora de cava propietaria de 18 bodegas en 7 países y 3 continentes. La empresa en el ejercicio 2014 facturó 512 millones de euros aproximadamente y contaba con unos activos totales de 749 millones.

- **MIGUEL TORRES SA:**

Empresa vinícola familiar conocida como “Bodegas Torres” que comercializa diferentes tipos de vinos. El volumen de negocio en 2014 fue de 247 millones de euros, y sus activos totales alcanzaron los 377 millones aproximadamente.

- **FELIX SOLIS AVANTIS SA**

Compañía vinícola familiar presente en más de 115 países con una facturación en el último ejercicio disponible de 234 millones de euros, y unos activos totales de 264 millones.

- **GONZALEZ BYASS SA**

Bodega familiar presidida por la quinta generación de la familia González que cuenta con distribuidores por todo el mundo, principalmente en Europa y América Central. Es una empresa de menor tamaño, con una facturación de 212 miles de euros y unos activos totales de 301 miles.

- **BODEGAS ISIDRO MILAGRO SA**

Bodega que se encuentra dentro de las 10 principales de España, y está presente en todo el mundo. Cuenta con una facturación de casi 40 millones de euros y unos activos valorados en 19 millones.

- **LA RIOJA ALTA SA**

Empresa fabricante de cinco tipos de vinos rioja diferentes, que posee un volumen de negocio de 29 millones, y unos activos totales de 60 millones.

- **COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA SA**

Bodega familiar española de tamaño medio que cuenta con unos ingresos por ventas de vinos de 55 millones, así como unos activos totales de 141 millones.

- **BODEGAS BILBAINAS SA**

Empresa que cotiza en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, con unos ingresos de 16 millones en el ejercicio de 2014 y unos activos totales en su balance de situación de 54 millones.

- **BODEGAS RIOJANAS SA**

Al igual que la empresa anterior y la empresa objeto de estudio, esta compañía también cotiza en el mercado continuo. Sus ingresos en el ejercicio 2014 fueron de 18 millones, y sus activos totales alcanzaron los 57 millones de euros.

3. Barón de Ley, S.A

El Grupo Barón de Ley se creó en 1991 cuando la empresa Barón de Ley adquirió El Coto de Rioja S.A, en su origen, el Grupo Barón de Ley elaboraba y comercializaba únicamente vinos con Denominación de Origen Rioja, hasta que en el año 2000 iniciaron proyectos fuera de Rioja, en Cigales (Valladolid), en la bodega Finca Museum donde comenzaron a elaborar su vino “Museum”.

En 2001, se inicia la construcción de una nueva bodega en La Rioja, denominadas Bodegas Máximo, cuyo objetivo principal era producir y comercializar vinos con la denominación Vino de la Tierra (VdlT). A finales del 2004, se inicia la construcción de la bodega-secadero Dehesa Barón de Ley, destinada a la curación de jamones, paletas y lomos ibéricos de bellota. La bodega está situada en la provincia de Cáceres dentro de la Denominación de Origen Dehesa de Extremadura.

También en este periodo se constituyó la sociedad Viñedos Barón de Ley, S.L. con el objeto de gestionar, específicamente, todas las explotaciones vitícolas del Grupo.⁶

⁶ Disponible en la web: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0114297015>
Fecha consulta: 03/07/16

Figura 1. Grupo Barón de Ley S.A



Fuente: Página web Barón de Ley S.A⁷

Como puede observarse en el gráfico anterior, **Barón de Ley S.A** es la cabecera del Grupo Barón de Ley, ya que posee directa o indirectamente el 100% de las acciones de las empresas del grupo que se citan a continuación:

- **Barón de Ley, S.A**

En el año 1985 un grupo de profesionales de reconocido prestigio en Rioja fundan Barón de Ley, S.A. Cuando Barón de Ley, S.A. adquirió en el año 1991 El Coto de Rioja, S.A.

- **El Coto de Rioja, S.A.**

El Coto de Rioja es el principal activo y la principal fuente de ingresos de las cuentas consolidadas de la compañía. Esta empresa es líder en el mercado español en la fabricación de vinos con denominación de origen La Rioja y sus vinos son exportados a más de 40 países. Comercializa diferentes vinos que se pueden consultar en su página web, destacando “El coto crianza”, que, según ellos, es “el vino español más vendido en todo el mundo”.⁸

- **Finca Museum, S.L.**

En 1997, Barón de Ley S.A sale a bolsa y al poco, se crea Bodegas Museum, para expandirse fuera de La Rioja por primera vez, en Cigales, Valladolid. Los vinos que producen a través de Finca Museum S.L están destinados a un consumidor medio con un precio más ajustado.

- **Bodegas Máximo, S.L.**

⁷ Disponible en la web: <http://www.barondeley.com/es> Fecha consulta: 03/07/16

⁸ Disponible en la web: <http://www.gruporioja.es/es/el-coto-de-rioja-s-a> Fecha consulta: 03/07/16

Produciendo en Castilla La mancha, producen vino tempranillo, verdejo, viura, entre otros)⁹.

- **Dehesa Barón de Ley, S.L.**

Se crea en el año 2000, para diversificar la compañía comercializando derivados del cerdo ibérico, situándose en El Valle de Ambroz, Cáceres.

- **Viñedos Barón de Ley, S.L**

Se constituye en 2004 para mejorar la gestión de los diferentes viñedos de la compañía. Su función, además de canalizar las inversiones en viticultura, es la plantación cultivo y explotación de las viñas que suministran al grupo.

- **Carbonera Bergasa, S.L.**

Fundada en 2010, es una subsidiaria de Viñedos Barón de Ley, S.A

- **Inversiones Coto de Rioja, S.L**

Esta sociedad fue creada en 2004 y, actualmente, es la titular unipersonal de “Finca Museum, S.L”, “Bodegas Máximo, S.L”, “Viñedos Barón de Ley, S.L” y “Dehesa Barón de Ley, S.L”.

4. Accionistas

El principal accionista de la empresa es Eduardo Santos-Ruiz Díaz, que, a su vez, es el Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado de la compañía. Se puede apreciar también el peso que tienen en el accionariado los diferentes Fondos de Inversión.

Figura 2. Accionistas Barón de Ley S.A

	31-dic-15	31-dic-14
Eduardo Santos-Ruiz Díaz	46,25%	43,76%
Santander Asset Mangement	5,36%	5,07%
FMR, LLC	3,98%	4,82%
Indmenta Pueri, S.L	3,31%	-
Bestinver Gestión S.A.	3,25%	-
Invesco Limited	1,28%	1,21%
Acciones propias	-	5,40%

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Anuales del ejercicio 2015¹⁰

⁹Disponible en la web: http://www.bodegasmaximo.com/index_esp.html Fecha consulta: 03/07/16

¹⁰ Disponible en la web: http://www.barondeley.com/accionistas/default.asp?id_idioma=1 Fecha consulta: 03/07/16

También es importante mencionar las acciones propias. A pesar de que a cierre del ejercicio 2015 la compañía no tenía acciones propias en su poder, suele mantener cierto porcentaje en autocartera, siempre inferior al 10%, debido a la limitación que impone la Ley de Sociedades Mercantiles.

4.1. Remuneración de los accionistas

Lo comentado en el párrafo anterior sobre las acciones en autocartera se debe a la forma de remunerar a sus accionistas que lleva a cabo la empresa denominada recompra de acciones, en inglés *buyback*. Ésta consiste en amortizar acciones propias para reducir su capital, es decir *la empresa toma el acuerdo de reducir el capital social mediante la amortización de un determinado número de acciones que se han adquirido previamente. La retribución al accionista vendría a través de las ganancias de capital fruto de la revalorización de las acciones como consecuencia de las compras en el mercado y de la reducción del número de títulos en circulación.*¹¹

Esta forma de retribuir a sus accionistas les permite diferir el pago impositivo al momento de la venta de las acciones. Esto se debe a que los rendimientos obtenidos mediante dividendos reciben el tratamiento fiscal de rendimientos de capital mobiliario y tributan, por tanto, el mismo año de recibirlos a través del IRPF con una tasa impositiva actualmente del 19%¹², mientras que, si no reparten dividendo y se opta por remunerar a los accionistas reduciendo el capital de la compañía, se genera una plusvalía en las acciones tributando como ganancia patrimonial dentro del IRPF también a un tipo impositivo del 19% en el momento de proceder a la venta de las acciones, logrando así diferir el pago impositivo.

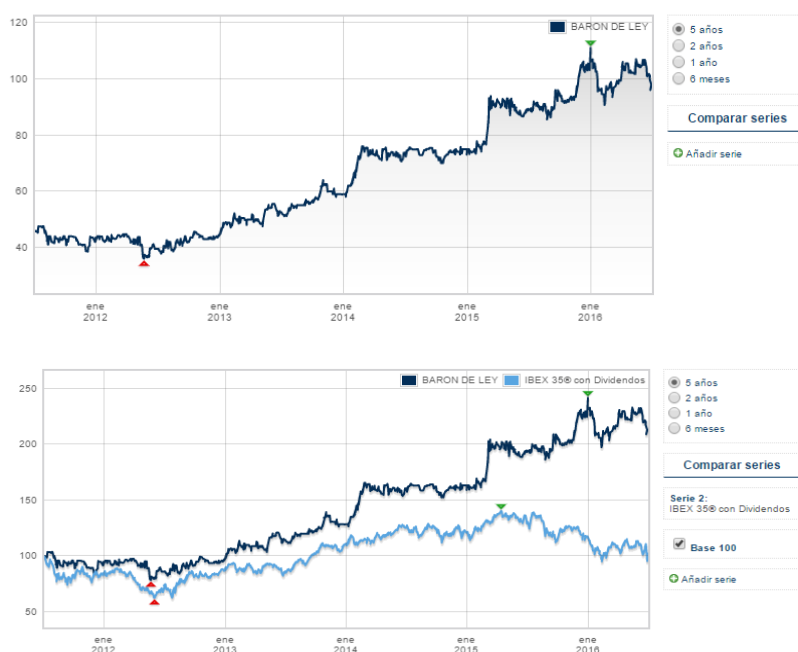
¹¹ Fórmulas de remuneración al accionista, Bolsas y mercados españoles (BME)
Disponible en la web: [http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas de remuneraci%C3%B3n al accionista Significado implicaciones fiscales contables y ejemplos](http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas%20de%20remuneraci%C3%B3n%20al%20accionista%20Significado%20implicaciones%20fiscales%20contables%20y%20ejemplos)
Fecha consulta: 03/07/16

¹² RETENCIONES E INGRESOS A CUENTA DEL IRPF, Agencia Tributaria Disponible en la web: http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Informacion_institucional/Campanias/IRPF_permanente/Informacion_general/Cuestiones_destacadas/reten_ingresos_cuenta_IRPF.pdf Fecha consulta: 03/07/16

4.2. Cotización Barón de Ley

La empresa actualmente cotiza a 99,05 €/acción¹³, su máximo histórico es 111€/acción el 31/12/2015. Durante el año 2016, la acción ha caído aproximadamente un 11%, que se puede justificar por la caída generalizada de las bolsas del último año provocada por diferentes motivos (ralentización del crecimiento de China y devaluación del yuan, caída del precio del petróleo y materias primas, fortalecimiento del dólar, salida del Reino Unido de Europa) y de la bolsa española (inestabilidad política).

Figura 3 y 4. Evolución cotización Barón de Ley S.A e Ibex35 con Dividendos



Fuente: Bolsa de Mercados y valores¹⁴

El segundo gráfico muestra la evolución de la cotización de Barón de Ley S.A frente al índice Ibex 35 con dividendos en base a 100 de los últimos 5 años. Si comparamos ambas rentabilidades en ese periodo (Junio 2011-Junio 2016) se puede observar como el comportamiento de la cotización de Barón de Ley ha sido muy superior al del índice Ibex35 con dividendos, sobre todo lo que va de año 2016 en el que la compañía ha conseguido mantener su tendencia alcista, pese a las caídas generalizadas en las bolsas europeas.

¹³ Bloomberg. A fecha 3 de Junio. Disponible en la web: <http://www.bloomberg.com/quote/BDL:SM> Fecha consulta: 03/07/16

¹⁴ Disponible en la web: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Comun/Graficos.aspx?tipo=VALORES&cod=ES0114297015> Fecha de consulta: 03/07/16

El motivo de emplear el índice Ibex 35 con dividendos en la comparativa, en vez del Ibex 35 es que este último solo recoge las variaciones en la capitalización de las compañías que lo forman, por tanto, no tiene en cuenta las rentabilidades que obtienen sus accionistas por dividendos. Por ello, para poder comparar los rendimientos obtenidos por los accionistas de Barón de Ley (que remunera a sus accionistas mediante amortización de autocartera aumentando el precio de la cotización) con el mercado, hay que tener en cuenta las rentabilidades que han obtenido otros accionistas posicionados en el índice.

5. Análisis DAFO

Para realizar la valoración del Grupo y entender su comportamiento en los próximos años es conveniente un análisis de la matriz DAFO. Este análisis permite conocer la situación de la empresa, tanto a nivel interno como en comparación con su entorno específico y general. Consiste en el estudio de las oportunidades y amenazas con las que la empresa cuenta en su entorno, así como de las fortalezas y debilidades de la compañía a nivel interno.

Debilidades:

- Tendencia de consumo de vino en España decreciente, y que en 2014 confirmó la tendencia de los cinco ejercicios precedentes, estimándose una variación negativa en torno al 1%¹⁵.
- Poca diversificación de productos con gran dependencia del sector vinícola. Aunque la diversificación no crea valor para el accionista¹⁶ y, por tanto, no debe ser un objetivo perseguido por las empresas, aquellas empresas que se encuentran diversificadas tienen unos flujos más estables (menor riesgo económico).
- Infratilización de deuda por parte de la empresa.
- Volumen de negociación diario relativamente bajo, aunque no afecta al negocio de la empresa, sí que afecta a los accionistas de la misma, si alguno de los principales accionistas intentara salir de la compañía de forma desordenada afectaría considerablemente el precio de la acción. Por ejemplo, el volumen de negociación de

¹⁵ CESCE, Informe sectorial de la economía española 2015 Disponible en la web <http://www.saladeprensacesce.com/informe-sectorial-2015/> Fecha consulta: 03/07/16

¹⁶ MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5º edición. (pg55)

Barón de Ley en el mes de Junio 2016 ha sido de media 1.151 acciones/día de las 4.300.000 que hay en circulación¹⁷.

Amenazas:

- Gran competencia en el mercado internacional. Pese a que España es el primer exportador de vino por volumen, no lo es por precio, el vino español, actualmente, se vende a 1,16 euros el litro de media, frente a los 5,3 euros por litro del vino francés¹⁴.
- Exposición a la salida de Reino Unido de la Unión Europea, las exportaciones de la compañía a Gran Bretaña suponían un 13% de sus exportaciones en 2012 a falta de datos más recientes¹⁸, ésta exposición es generalizada en el sector vinícola español. *En 2015, las exportaciones españolas a Reino Unido alcanzaron la cifra de 356,1 millones de euros, situándose como el segundo destino del vino español - solo por detrás de Alemania -, y el primero si hablamos de vino envasado, con un volumen de negocio de 240,2 millones de euros.... Con respecto a la decisión adoptada por el Reino Unido, los primeros efectos negativos sobre la economía se están observando ya, con una caída histórica de la libra esterlina que va a tener consecuencias directas sobre nuestro sector como el encarecimiento del vino en aquel mercado.*¹⁹

Fortalezas:

- Gran solvencia, su estructura financiera muestra un ratio recursos propios/recursos ajenos muy elevado.
- Gran liquidez, poca deuda a corto plazo y mucha caja.
- EBITDA y Flujo de caja operativos estables.
- Tasa de crecimiento de ventas de los últimos años elevada pese a estar en un sector maduro.
- Diversificación geográfica gracias a sus exportaciones. En 2015 las exportaciones supusieron el 48% de la cifra de negocios, hasta los 44.356 miles de euros, acercándose a sus objetivos del 50% establecidos en su plan estratégico.²⁰

¹⁷Disponible en web: <http://www.bolsamadrid.es/> Fecha consulta: 03/07/16

¹⁸ El Economista, 14/05/2012 Disponible en web: <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/3964389/05/12/Economia-Empresas-Baron-de-Ley-gano-41-millones-de-euros-en-el-primer-trimestre-un-25-mas.html> Fecha consulta: 03/07/16

¹⁹Federación española de vino. Disponible en la web:

http://www.fev.es/v_portal/informacion/informacionver.asp?cod=2183&te=222&idage=2354&vap=0&npag=1

²⁰ Cuentas anuales consolidadas Barón de Ley 2015.

- Menor incidencia de problemas de agencia, ya que el principal accionista es, a su vez, el director del consejo de administración.
- Poca dependencia de proveedores. En el ejercicio 2015 *el Grupo Barón continúa apostando por la plantación y desarrollo de sus viñedos propios lo que le ha permitido aumentar la elaboración con uvas propias en un 8% con respecto al año anterior. Las inversiones en viticultura, a pesar del aumento en los costes de explotación que implican con respecto a la compra a terceros, permiten asegurar el abastecimiento de uvas de máxima calidad.*²¹

Oportunidades

- Capacidad de endeudamiento infrautilizada, un mayor endeudamiento podría aumentar la rentabilidad de los recursos propios (ROE) mediante el efecto de la palanca que produce la deuda sobre los fondos propios²¹ y más considerando el entorno de tipos de interés actuales. En el caso de la compañía el ROA es claramente superior al Kd (0,057>0,015).
- El aumento de las exportaciones de vino en España es una oportunidad para la empresa, ya que, según los últimos datos de la Agencia Tributaria analizados por el Observatorio Español del Mercado del Vino (OEMA), las exportaciones de vino españoles aumentaron durante el primer trimestre de 2015 y, con relación al mismo período del ejercicio anterior, un 13,8% en volumen, hasta los 555,8 millones de litros, y un 2,1% en valor, hasta los 565,1 millones de euros²².
- El TTIP (Tratado de Libre Comercio UE-EEUU) puede aumentar las exportaciones de la compañía a EEUU, ya que éste es el mayor consumidor mundial de vino en volumen por países con un consumo de 30,7 millones de hectolitros y el quinto productor a nivel mundial por volumen con 22 millones de hectolitros²⁰.

La importancia de las exportaciones queda reflejada en sus cuentas anuales consolidadas. *En 2015 las exportaciones aportan un 48% de la cifra de negocios, hasta los 44.356 miles de euros, acercándonos por lo tanto al objetivo del 50%.*²⁰

Disponible en web:

<http://www.barondeley.com/accionistas/documentos/Baron%20Grupo%20cuentas%20anuales%202015.pdf>

²¹ $ROE=ROA+D/RP*(ROA-Kd(1-t))$, palanca financiera siempre que se del caso de que $ROA>Kd$.

²² ICEX 2015: *El vino en cifras 2015*

Disponible en la web:

<http://www.winesfromspain.com/icex/cma/contentTypes/common/records/mostrarDocumento/?doc=4792627>

Fecha consulta: 03/07/16

6. *Análisis Económico-financiero*

En este apartado analiza la estructura económica-financiera de la compañía, y los últimos resultados obtenidos.

6.1. **Análisis liquidez y solvencia**

Entendiendo la liquidez de una empresa como la capacidad de la misma para atender a las obligaciones a corto plazo, y a la solvencia como la capacidad de una empresa de hacer frente a sus obligaciones con sus activos o derechos de cobro, se va a llevar a cabo un detallado análisis de ambas:

- **Análisis de liquidez:**

Como se puede apreciar en el anexo 1 y en la figura 5, la empresa muestra un balance de situación bastante saneado, con un Fondo de Maniobra positivo en todos los periodos analizados, situándose, actualmente (a cierre de ejercicio 2015), en 35.303 mil€ y con un ratio de liquidez (AC/PC) superior a la unidad todos los años. Por ello, se puede afirmar que la empresa puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con sus activos a corto plazo, es decir, la empresa posee gran cantidad de recursos permanentes (a largo plazo) que financian los activos de la empresa, *muchos libros de texto recomiendan que el Fondo de Maniobra sea positivo; es decir, que el activo corriente sea mayor que el pasivo corriente. De este modo la empresa tiene activos líquidos para pagar sus obligaciones a corto. Esto se expresa con un ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) mayor que uno.*²³

²³ MÁRTÍNEZ, Eduardo (2013): *Finanzas para directivos*. Madrid: Delta Publicaciones, 2ª edición. (pg18)

Figura 5 y 6 Fondo de maniobra y Ratio de liquidez Barón de Ley S.A



Fuente: Elaboración propia

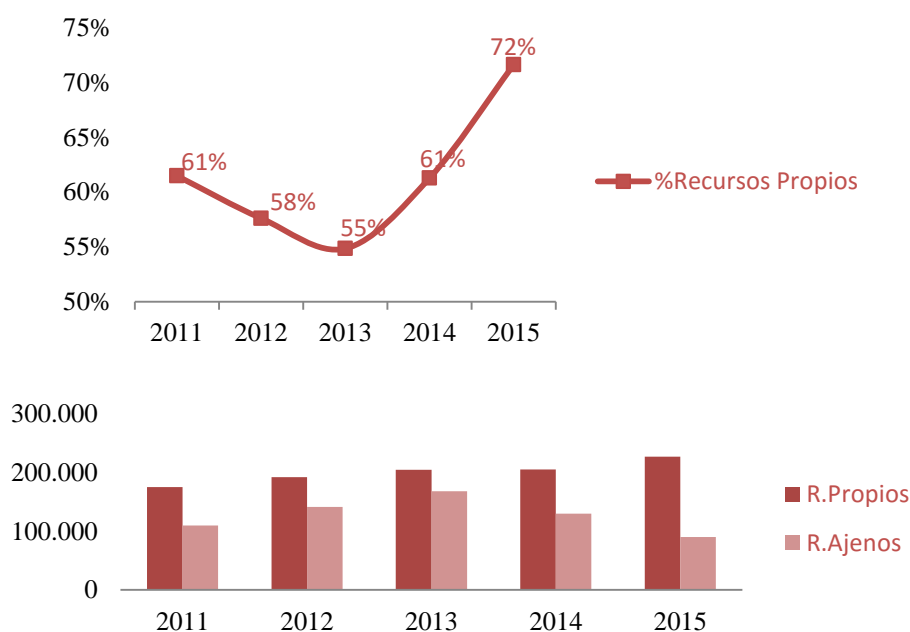
- **Análisis de solvencia**

Las medidas de solvencia a largo plazo tienen como finalidad determinar la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones a largo plazo o, de una manera más general, su apalancamiento financiero²⁴.

La empresa tiene un elevado ratio de recursos propios entre activo total, como se muestra en el siguiente gráfico. Actualmente, el ratio (RP/ACTIVO TOTAL) se sitúa en 72%, además, gran parte del pasivo exigible son proveedores (algo más del 50% de éstos), incluidos en el ciclo de circulante de la compañía. Por tanto, se puede afirmar que Barón de Ley tiene una estructura financiera muy solvente.

²⁴ ROSS Stephen A, WASTERFLELD Randolph W, JAFFE Jeffrey E (2009): *Finanzas Corporativas*. España: McGRAW-HILL, 8ª Edición.

Figura 7 y 8. Ratio de solvencia y Estructura Financiera Barón de Ley S.A



Fuente: Elaboración propia

6.2. Evolución de resultados

En el presente apartado se va a llevar a cabo un análisis detallado de la evolución de diferentes partidas de la empresa objeto de estudio, como son sus Ingresos por ventas, su EBITDA y su Resultado Neto.

Las ventas del Grupo Barón de Ley a cierre de ejercicio 2015 alcanzaron los 92.651 (miles €), lo que supone un incremento del 6,5% respecto al año anterior, continuando así la tendencia alcista iniciada en 2011.

Hay que destacar que la principal fuente de ingresos de la compañía proviene de la venta de vino embotellado (94% de los ingresos en 2015) y que, por tipología de producto, el motor de las ventas es la comercialización de vino bajo la Denominación de Origen (D.O) Rioja (92% de los ingresos en 2015 provienen de tal).²⁵

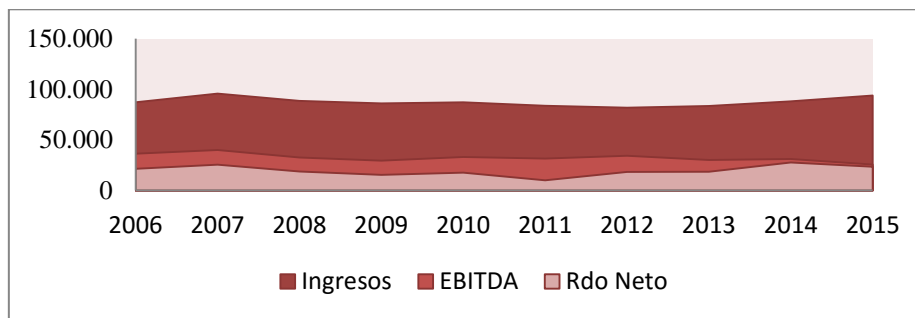
²⁵ Cuentas anuales consolidadas Barón de Ley 2015.

Disponible en web:

[http://www.barondeley.com/accionistas/documentos/Baron%20 Grupo%20cuentas%20anuales%202015.pdf](http://www.barondeley.com/accionistas/documentos/Baron%20Grupo%20cuentas%20anuales%202015.pdf)

En la figura siguiente se muestran las principales magnitudes de la cuenta de resultados de los últimos 10 años de Barón de Ley. Se puede apreciar tanto los ingresos, como el EBITDA y el Resultado Neto, pese a las dificultades del entorno económico de los últimos ejercicios, se han mantenido bastante estables logrando sortear la crisis con relativa facilidad.

Figura 10. Evolución Barón de Ley S.A

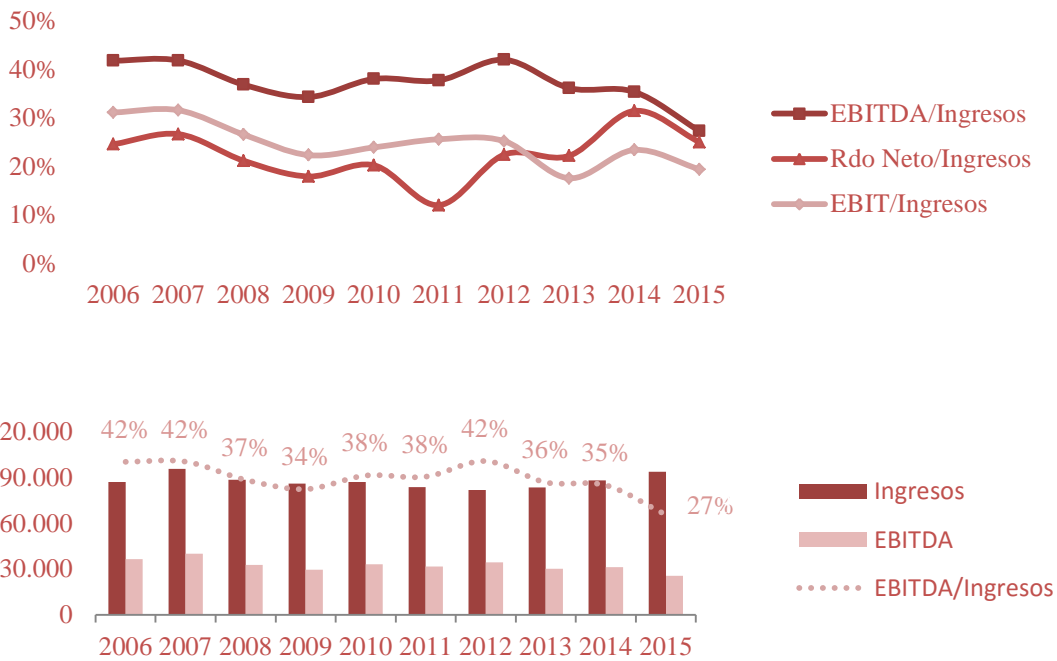


Fuente: Elaboración Propia

En el caso de los ingresos, destaca la tendencia creciente iniciada en 2012 y que, sin embargo, no se aprecia ni en el EBITDA ni en el Resultado Neto, ya que, pese haberse incrementado las ventas, se han estrechado los márgenes por dos motivos, principalmente: 1) el incremento del precio de la uva de los últimos años que ha empujado al alza los costes de las ventas y, por tanto, lastrado el margen bruto y 2) el incremento de “Otros Gastos de Explotación” que recoge gastos como aquellos originados en acciones promocionales.

Para ver gráficamente dicha reducción de márgenes comentada anteriormente se expone la figura 11, donde se muestra la evolución del margen EBITDA, el margen EBIT y el margen sobre Resultado Neto de los últimos 10 años de la compañía.

Figura 11 y 12. Evolución márgenes Barón de Ley S.A



Fuente: Elaboración Propia

6.3. Análisis de rentabilidad

Este apartado tiene por objeto realizar un análisis comparativo de la empresa analizada con sus competidores. Para ello, se comparan los ratios más representativos de las compañías para valorar en qué situación se encuentra Barón de Ley.

Los ratios son mucho más útiles cuando se comparan grupos homogéneos, es decir, empresas del mismo sector y, si es posible, de tamaños similares. No obstante, para ampliar el rango de comparables, se han escogido empresas del mismo sector aunque con diferentes tamaños. Es importante recalcar que los datos son analizados hasta el año 2014, ya que son las últimas cuentas publicadas por la mayoría de las empresas analizadas en la base de datos empleada (ORBIS).

Los ratios de rentabilidad que van a ser analizados son los siguientes: ROE, ROA y ROIC. En primer lugar, el ROA (*Return on assets*) muestra la rentabilidad económica, es decir, mide el rendimiento de los activos totales de la empresa con independencia del método de financiación utilizado. Cuanto mayor sea este ratio, en principio, más eficiente habrá sido la gestión. El ROE (*Return on equity*) muestra el rendimiento alcanzado por la participación de

los propietarios en la financiación de la empresa²⁶, no obstante, como indica Fernández (2011) el ROE no es buen indicador de la rentabilidad que obtienen los accionistas, puesto que todos los ratios aquí mostrados son ratios contables con las limitaciones que ello supone²⁷. Por último, el ROIC muestra la rentabilidad del activo operativo de la empresa (BAIDT) con respecto al total del capital invertido (ANC+FM).

Las expresiones de los ratios anteriores son las siguientes:

$$\text{ROA} = \text{EBIT} / \text{AT}$$

$$\text{ROE} = \text{RN} / \text{RP}$$

$$\text{ROIC} = \text{BAIDT} / \text{IC}$$

Siendo:

- EBIT: *Earnings before interest and taxes*, en español BAIT (Beneficios antes de intereses e impuestos).
- AT: Activos totales, en ocasiones en vez de activos totales se emplea activos totales medios, que muestra la media de los activos totales del inicio del año con el final.
- RN: Resultado Neto
- RP: Recursos propios
- BAIDT: Beneficio antes de intereses después de impuestos, en inglés NOPAT (*Net operating profit after taxes*). $\text{BAIDT} = \text{EBIT}(1-t)$
- IC= *Invested capital*, en español Capital invertido, $\text{IC} = \text{ANC} + \text{FM}$, ANC: Activo no corriente y FM: Fondo de maniobra.

En la figura 12, se muestra el resumen de los ratios de rentabilidad anteriormente definidos tanto de Barón de Ley como de algunas empresas representativas del sector vinícola utilizadas en el grupo de comparación.

²⁶ MUÑOZ MERCHANT, Ángel (2009): Análisis de estados financieros. Teoría y práctica. Madrid: EDICIONES ACADÉMICAS, 2º edición. (pg 412)

²⁷ FERNANDEZ, Pablo (2011): 201 PREGUNTAS SOBRE FINANZAS, Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0913.pdf>

Figura 12. Tabla comparativa ratios Barón de Ley S.A y sector vinícola

Nombre empresa	ROE 2014	ROE 2013	ROA 2014	ROA 2013	ROIC 2014	ROIC 2013	%RP 2014	%RP 2013
J GARCIA CARRION, SA	6,1%	5,4%	5,0%	5,8%	7,2%	9,7%	31,4%	33,4%
FREIXENET SA	3,2%	4,6%	2,0%	2,3%	3,4%	4,8%	33,2%	31,6%
MIGUEL TORRES SA	2,4%	3,1%	2,5%	1,8%	3,0%	1,6%	71,3%	71,1%
FELIX SOLIS AVANTIS SA	8,0%	8,2%	6,3%	6,2%	8,0%	7,7%	60,3%	57,3%
GONZALEZ BYASS SA	8,2%	6,0%	5,5%	5,7%	4,7%	5,9%	65,6%	59,2%
BODEGAS ISIDRO MILAGRO SOCIEDAD ANONIMA	23,9%	10,5%	9,2%	4,3%	25,8%	7,3%	22,0%	19,9%
LA RIOJA ALTA, SA	14,3%	7,9%	2,8%	5,4%	2,4%	6,0%	46,0%	59,4%
COMPANIA VINICOLA DEL NORTE DE ESPANA SA	9,7%	13,3%	9,5%	11,2%	9,4%	13,3%	86,7%	78,5%
Bodegas Bilbainas S.A.	6,2%	5,0%	6,3%	5,8%	4,1%	4,4%	90,7%	87,5%
BODEGAS RIOJANAS S.A.	3,6%	3,4%	4,2%	4,1%	6,7%	6,2%	46,7%	47,5%
Barón de Ley S.A	13,5%	9,1%	6,1%	4,0%	6,6%	4,9%	61,3%	54,9%
Media	9,0%	7,0%	5,4%	5,1%	7,4%	6,5%	55,9%	54,6%
Mediana	7,1%	5,7%	5,2%	5,6%	5,7%	6,1%	53,5%	58,3%

Fuente: Elaboración Propia a partir de ORBI

La rentabilidad de los recursos propios (ROE) de Barón de Ley es superior a la media de los competidores analizados. Por el contrario, la rentabilidad de los activos (ROA) y la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) son ligeramente inferiores. Esto se debe a que el ROE tiene en cuenta los resultados financieros²⁸ positivos de la compañía al emplear como numerador el resultado neto, mientras que ni el ROA ni el ROIC los tienen en cuenta al emplear en el numerador magnitudes previas a resultados financieros.

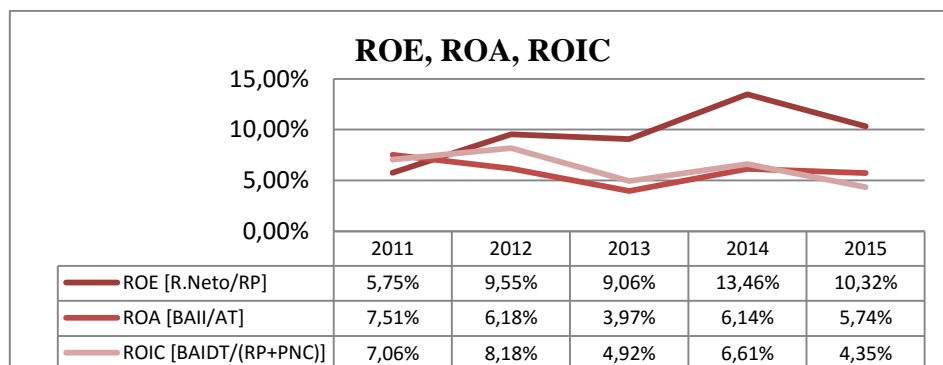
Además de lo comentado anteriormente, la compañía no debe preocuparse demasiado por tener un ROA y ROIC algo inferiores al de la media de los competidores analizados debido a que dicha diferencia no es muy elevada y menos aún si se considera la cantidad de activos financieros tanto a corto plazo como a largo plazo que posee la empresa en su balance y que, aunque otorgan cierta rentabilidad, es inferior a ese 5,4% y 6,1% de ROA y ROIC en 2014. Dichos activos, debido a su extrema liquidez, podrían ser empleados en cualquier momento para amortizar deuda, o para acometer nuevos proyectos de inversión.

A continuación, en la figura 9, se muestra la evolución de los últimos cinco años de los ratios comentados anteriormente de la compañía. Como se puede observar, en el último año las

²⁸ La compañía ha obtenido en los últimos años ingresos financieros (principalmente renta fija de estados europeos) superiores a sus gastos financieros por varios motivos: el poco endeudamiento que posee, su fuerte situación económica-financiera (ratios de apalancamiento bajos, ratios de cobertura de intereses altos, etc) y la evolución de los tipos de interés.

rentabilidades se han ajustado afectadas, en parte, por la reducción de márgenes que se ha comentado en apartados anteriores.

Figura 12. Evolución Ratios de Rentabilidad Barón de Ley S.A



Fuente: Elaboración propia

7. Valoración mediante el Descuento de Flujos de Caja

Aunque existen diferentes métodos de valoración, se ha optado por emplear el Descuento de Flujos de Caja (en inglés *Discounted Cash flow* “DCF”), ya que es *el más consistente desde el punto de vista del análisis financiero*²⁹. Lo anterior es debido a que, con dicho método, se estima el valor de la empresa de la misma forma que se valora cualquier activo financiero, es decir, en función de los flujos que es capaz de generar en el futuro. Para establecer equivalencia entre los flujos futuros (inciertos) y su valor presente, se actualizan dichos flujos al momento actual descontándolos a una tasa que recoge la incertidumbre (riesgo) de que finalmente éstos se generen, a dicha tasa de descuento se la denomina *Weight average cost of capital* (WACC). A ésta, también se la puede entender como la rentabilidad exigida por aquellos que aportan fondos a la compañía (accionistas mediante capital *-equity-* y acreedores financieros mediante deuda *-debt-*) o como el coste de oportunidad en el que incurren, tanto accionistas como acreedores, al aportar fondos a esa empresa en vez de a otras compañías (o activos) de similar riesgo.

Como se indica en el párrafo anterior, al emplear el método de Descuento de Flujo de Caja libre (*Discounted cash flow* “DCF”) se estima el Valor de la Empresa (*Enterprise Value*), es

²⁹ MASCAREÑAS, Juan (2001): *Metodología de la valoración de las empresas de Internet* Disponible en la web: <http://www.juanmascarenas.eu/temas/puntocom.pdf> Fecha de consulta: 03/07/16

decir, el valor que tiene la empresa o el negocio para todos sus suministradores de fondos o inversores: acreedores financieros y accionistas³⁰ y que no debe confundirse con el Valor de los Recursos Propios (*Equity value*), que indica, únicamente, la parte del valor de la empresa que corresponde sus accionistas.

Para obtener el *Equity Value* a partir del método de descuento de flujos se puede hacer de las siguientes maneras:

- 1) Descontar los flujos de caja para los accionistas (CFac) o (*Equity cash flows*) al coste de los recursos propios (*Cost of equity "Ke"*).

Para obtener el Flujo de caja para los accionistas se afirma que *el free cash flow (FCF)* y *el flujo para las acciones (CFac)* guardan siempre la relación: $CFac = FCF + \Delta D - Intereses (1-T)^{31}$, es decir, se puede obtener el Flujo de caja que recibirán los accionistas y descontarlo a la rentabilidad exigida por los mismos por el riesgo que asumen (K_e). Para obtener el flujo de caja del accionista, se parte del flujo de caja libre al que se le añade la variación de deuda (positiva si aumenta o negativo si disminuye porque se amortiza deuda) y los intereses una vez se ha descontado el escudo fiscal (los intereses, al ser gasto, disminuyen el beneficio sobre el que se aplica el Impuesto de Sociedades).

- 2) La segunda manera, y la que se emplea en el presente trabajo, consiste en restar al *Enterprise Value* la deuda financiera neta (*se puede utilizar la deuda financiera neta de tesorería*³², que será lo que se realice en el trabajo), es decir, restar al valor de la empresa la parte que corresponde a los acreedores financieros (que les corresponde por el dinero que han aportado a la empresa en forma de deuda), quedando únicamente el valor de la empresa que corresponde a los accionistas por el capital (y reservas) aportado:

$$Value\ of\ the\ firm - Value\ of\ the\ debt = Value\ of\ Equity$$

³⁰ REVELLO, José María (2013): *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Delta Publicaciones, 1ª edición. (pg10)

³¹ FERNANDEZ, Pablo (2011): 201 PREGUNTAS SOBRE FINANZAS, Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0913.pdf>

³² En la valoración se puede usar bien el total de la deuda o la deuda neta (neta de caja y activos financieros) pero hay que ser consistente en la valoración.

DAMODARAN, Aswath: VALUATION

Disponible en web: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/Brvaln01.pdf>

$$Eqv=EV-DFN$$

Siendo:

Eqv: *Equity value* (valor de los recursos propios)

EV: *Enterprise value* (valor de la empresa)

DFN: Deuda financiera neta (neta de caja y otros activos financieros equivalentes)

Teniendo claro en qué consiste el descuento de flujo de caja libre y qué se obtiene con él, se procede a definir los conceptos más relevantes: el Flujo de caja de libre (FCL) y el coste medio ponderado del capital o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

7.1. Flujo de caja libre

*El FCL es el flujo de caja generado por el Activo operativo de la empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los administradores de capital de la misma, ya sean éstos acreedores o accionistas. Se podría pensar en el FCL como en el flujo de caja después de impuestos que les correspondería íntegramente a los accionistas si la compañía careciese de deudas. Por ello, al calcularlo se hace abstracción de las deudas y de sus intereses, es decir, estamos obteniendo los flujos de caja que se espera produzcan los activos de la compañía sin importarnos de dónde ha salido el dinero para adquirirlo.*³³

Figura 14. Obtención Flujo de Caja libre (FCL)

Ingresos operativos	
- Costes operativos	
=	EBITDA
- Amortizaciones	
=	EBIT (BAIT)
- Impuestos	
	NOPAT (BAIDT)
+ Amortizaciones	
	Flujo de caja bruto (FCB)
- Inversión en circulante (NOF)	
- Inversión en Activo Fijo (CAPEX)	
=	Flujo de Caja Libre (FCL)

Fuente: Elaboración propia a partir de MASCAREÑAS, Juan³⁴

³³ MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5ª edición. (pg318)

Como se puede observar en la figura 14, para obtener el Flujo de Caja Libre, no se tienen en cuenta los gastos financieros, aunque éstos suponen salida de caja y, por tanto, es indiferente la estructura financiera de la empresa. No obstante, aunque no se recoja la estructura financiera (y, por tanto, se omita el escudo fiscal de la deuda) sí que se tiene en cuenta a la hora de calcular la tasa a la que se descuentan los mismos (WACC) al multiplicar por (1-t) el coste de la deuda y, por ello, sí que queda reflejado el impacto de la utilización de deuda en el valor de la empresa.

Para estimar el Flujo de Caja Libre que genera una empresa, el primer paso es calcular el Flujo de Caja Bruto (FCB), también llamado *Gross Cash-Flow* o *Cash-flow* del negocio, que representa *la tesorería “devengada” sólo por las operaciones del negocio, es decir, la tesorería “devengada” en la cuenta de resultados pero sin considerar los gastos financieros, que se corresponde a una estructura financiera donde sólo hubiera fondos propios. El término “devengada” significa que no toda la tesorería que se genera por los ingresos y gastos se plasma en el acto, pues ni los ingresos ni los gastos se tienen que cobrar o pagar al contado. Tiene la ventaja de que permite aislar el efecto financiero de la propia generación operativa de fondos del negocio.*³⁵

El FCB se obtiene al sumar las amortizaciones al Beneficio Antes de Intereses y Después de Impuestos (BAIDT). Las amortizaciones, como se puede ver en la figura 14, fueron restadas para obtener el EBIT y, al sumarse de nuevo, se despenaliza como flujo, ya que, pese a ser un gasto (que por tanto reduce la cantidad de impuestos a pagar), no suponen salida real de caja.

Por tanto:

$$FCB = BAIT (1-t) + Amortizaciones$$

Para obtener el BAIDT y así llegar al FCB, debemos calcular el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT) y restarle los impuestos, es decir:

$$BAIDT = BAIT(1-t)$$

Posteriormente, para obtener el BAIT (en inglés *EBIT*) restamos al EBITDA (*Earning Before Interest Taxes depreciation and amortization*) las amortizaciones, por tanto:

$$EBIT = EBITDA - Amortizaciones$$

³⁵ REVELLO, José María (2013): *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Delta Publicaciones, 1ª edición. (pg17)

Los conceptos EBITDA y EBIT son muy importantes a la hora de ver la capacidad de la empresa de generar flujos (como se verá más adelante, el punto de partida para calcular el Flujo de Caja Libre es el $BAIDT = EBIT(1-t)$) y, por tanto, el de la valoración de la empresa por DCF). Además, debido a su importancia, en ocasiones, tanto el EBIT como el EBITDA son utilizados de forma directa para valorar empresas, mediante la valoración por múltiplos. En concreto, *el EBITDA está altamente correlacionado con el valor de la empresa*³⁶ y es muy común medir el valor de una empresa en función de un número X veces su EBITDA, dicho número X (puede estar entre 4-20), es denominado múltiplo y suele estar determinado por empresas comparables o transacciones realizadas en empresas similares.

*El EBITDA o Cash Flow de Explotación es el resultado del negocio antes de amortizaciones, saneamientos, gastos financieros e impuestos, que equivale a una tesorería que se “devenga” en la cuenta de resultados sin considerar la deuda financiera, es decir, como si sólo hubiera fondos propios, y antes del pago de impuestos de sociedades.*³⁷

El EBITDA y el EBIT también son importantes para medir el endeudamiento de una compañía, empleando los ratios EBITDA/DFN o EBIT/DFN. Así mismo el EBIT se utiliza como método de *evaluación de la capacidad de pago de la carga financiera o intereses generados por la deuda financiera*³⁸. DAMODARAN propone utilizar el ratio EBIT/Intereses, llamado *cobertura de intereses o carga financiera*, para determinar un rating a la empresa de forma muy simplista, a mayor cobertura de la carga financiera mejor rating (que va desde la AAA hasta D).

En la siguiente figura se puede apreciar la relación que guarda el Ratio de Cobertura de Intereses (*Interest coverage ratio*) con los rating de las empresas, es decir, cuanto mayor sea dicho ratio, mayor rating se le puede asignar a la empresa y, por tanto, menos probabilidades de tener dificultades futuras a la hora de atender pagos frente a terceros que pudieran, en el peor de los casos, llevar a la compañía a una situación de impago (*default*).

³⁶ I.ALTMAN, Edward (2006): Corporate Financial Distress and Bankruptcy. New Jersey: Wiley & Sons, Inc, 3ª edición. (pg 106)

³⁷ REVELLO, José María (2013): *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Delta Publicaciones, 1ª edición. (pg14)

³⁸ Véase su aplicación en epígrafe 8.2.4

Figura 15. Rating de crédito empleando Ratio de cobertura de intereses (EBIT/Intereses)

<i>If interest coverage ratio is</i>		
greater than	≤ to	Rating is
12.5	100000	Aaa/AAA
9.5	12.499999	Aa2/AA
7.5	9.499999	A1/A+
6	7.499999	A2/A
4.5	5.999999	A3/A-
4	4.499999	Baa2/BBB
3.5	3.9999999	Ba1/BB+
3	3.499999	Ba2/BB
2.5	2.999999	B1/B+
2	2.499999	B2/B
1.5	1.999999	B3/B-
1.25	1.499999	Caa/CCC
0.8	1.249999	Ca2/CC
0.5	0.799999	C2/C
-100000	0.499999	D2/D

Fuente: DAMODARAN Aswath: Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread, 2016.³⁹

Por último, para obtener el Flujo de Caja Libre, una vez obtenido el Flujo de Caja Bruto (FCB) se añade a este último las inversiones (o desinversiones) en Activo Fijo (AF) (en inglés a dicha inversión en AF se denomina *Capital Expenditures* (CAPEX)), y las inversiones (o desinversión) que realiza la empresa en el Circulante, también llamado NOF (Necesidades Operativas de Fondos).

Las NOF son los fondos necesarios para financiar las operaciones de una empresa. Si se opera, se tendrá que invertir dinero en:

- *Clientes o cuentas a cobrar, puesto que se vende, pero los clientes no pagan inmediatamente.*
- *Existencias o inventario para ventas futuras*
- *En algunos casos, cada vez menos, la empresa tiene que mantener una caja mínima o caja necesaria para las operaciones.*

Estos tres apartados requerirán financiación, pero las operaciones ayudarán a financiar parte de este activo circulante ya que la empresa tendrá:

³⁹ Disponible en web: <http://www.cnmv.es/portal/Consultas/EE/DatosGenerales.aspx?nif=A-31153703> Fecha de consulta: 21/08/16

Proveedores o cuentas a pagar: se compra, pero no se paga inmediatamente; es decir, los proveedores ayudan a financiar las operaciones.

Otros pasivos espontáneos (sin coste), como otros gastos pendientes de pago, impuestos a pagar, etc. Estos son fondos que se obtienen gratuitamente y que ayudan a financiar las operaciones

Por tanto, la financiación requerida por las operaciones será la caja mínima necesaria para las operaciones o caja necesaria más las cuentas de clientes, más las existencias, menos los pasivos espontáneos (proveedores, impuestos y gastos a pagar):

NOF=Caja necesaria+Clientes+Existencias-Proveedores-Otros pasivos espontáneos⁴⁰

Añadir al FCB las inversiones en activo fijo y las necesidades de circulante se debe a la propia definición del Flujo de Caja Libre: *Excedente financiero o tesorería disponible para los proveedores de fondos (accionistas y acreedores financieros) producido por las actividades del negocio y una vez cubiertas las necesidades de inversión de la empresa, es decir, sin perjudicar su correcto funcionamiento⁴¹*. Es decir, para poder continuar con la generación de caja (o incrementarla) las empresas necesitan realizar inversiones, bien sea en activo fijo o en la financiación de su ciclo de circulante (clientes y existencias, principalmente) que normalmente incrementará conforme se incrementen las ventas.

En algunas ocasiones las inversiones en activo fijo (CAPEX) son negativas, lo que significa que la compañía está desinvirtiendo, ya sea por problemas de liquidez o para deshacerse de los activos menos productivos para aumentar la rentabilidad de los activos restantes de la compañía. Las variaciones de circulante (NOF) negativas podrían deberse a una disminución de las ventas o una política más eficiente de periodos medios de ventas/cobros/pagos.

En este caso, se ha considerado la caja de la compañía como caja necesaria, ya que es relativamente baja en comparación con otras partidas como Existencias y Clientes y, si fuera exceso de caja, estaría invertida en activos financieros corrientes según la política informada por la propia compañía.

⁴⁰ MARTÍNEZ, Eduardo (2013): *Finanzas para directivos*. Madrid: Delta Publicaciones, 2ª edición. (pg11)

⁴¹ REVELLO, José María (2013): *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Delta Publicaciones, 1ª edición. (pg14)

Figura 16. Estimación Flujos de Caja libre Barón de Ley (miles €)

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	RESIDUAL
Ingresos por Ventas	96.485	99.283	102.163	105.125	108.174	
<i>%Crecimiento</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	
Coste de Ventas	(37.053)	(38.127)	(39.233)	(40.371)	(41.542)	
Margen Bruto	59.432	61.156	62.930	64.755	66.633	
<i>%Ventas</i>	<i>61,6%</i>	<i>61,6%</i>	<i>61,6%</i>	<i>61,6%</i>	<i>61,6%</i>	
Gastos de personal	(9.887)	(10.174)	(10.469)	(10.772)	(11.085)	
<i>%Ventas</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,2%</i>	
Otros gastos de explotación	(14.352)	(14.768)	(15.196)	(15.637)	(16.091)	
<i>%Ventas</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	
EBITDA	35.194	36.214	37.264	38.345	39.457	
<i>%Crecimiento</i>	<i>37,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	
<i>%Ventas</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>	
Amortización	(13.285)	(13.670)	(14.066)	(14.474)	(14.894)	
<i>%Ventas</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	
EBIT (BAIT)	21.909	22.544	23.198	23.871	24.563	
<i>%Ventas</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,7%</i>	
NOPAT (BAIDT)	16.432	16.908	17.399	17.903	18.422	
Amortizaciones	13.285	13.670	14.066	14.474	14.894	
Flujo de caja bruto (FCB)	29.716	30.578	31.465	32.377	33.316	
Inversión en Circulante (NOF)	(24.875)	(2.601)	(2.676)	(2.754)	(2.834)	
Inversión AF (CAPEX)	(20.390)	(14.855)	(15.286)	(15.729)	(14.894)	
Flujo de caja libre (FCL)	(15.549)	13.122	13.503	13.895	15.589	418.777

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la empresa

Se puede apreciar en la figura 14 la obtención de los flujos de caja libre de los próximos años estimados, partiendo de los datos obtenidos de su Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de su Balance de Situación de los años 2011-2015.

El método empleado para proyectar los flujos de caja libre que generará la compañía consiste en estimar todas las variables posibles en función de los ingresos. Esto tiene lógica si, como

se observa en la figura 14, los porcentajes que representan sobre ventas (% sobre ventas) son más o menos estables.

La ventaja que tiene proyectar de esta manera es su sencillez, mientras que el inconveniente es que la valoración queda altamente condicionada a la proyección de la tasa de crecimiento proyectada para los ingresos.

- Ingresos por ventas:

Partiendo de los ingresos del periodo 2011-2015, se ha estimado un crecimiento del 3% para los próximos años. Este porcentaje se debe a que es la media geométrica del crecimiento de las ventas de los últimos 4 años. Se ha empleado la media geométrica, ya que *es mejor indicador del crecimiento que la media aritmética*⁴², para demostrar que la media geométrica es más representativa para mostrar el crecimiento de una variable se ejemplifica: *Considérese el caso en que la bolsa rinde un año un 100% y el año siguiente un -50%. La media aritmética diría que la rentabilidad anual media de la bolsa en estos dos años ha sido 25%. Pero un inversor que comenzó con 100 pesetas, tenía 200 pesetas al final del año 1 y 100 pesetas al final del año 2. La media geométrica diría que la rentabilidad anual media de la bolsa en estos dos años ha sido del 0%, y es un mejor reflejo de la realidad.*⁴³ Esta tasa de crecimiento del 3% de los ingresos por ventas es bastante conservadora, ya que el entorno económico previsto, tanto para el sector vinícola como para el PIB de España, es bastante más favorable que en el periodo analizado (2011-2015).

- Coste de ventas:

El coste de ventas se ha estimado en función del coste de ventas histórico, que de media supone un 38% de los ingresos. En este caso, sí que se ha empleado la media aritmética, ya que no se pretende mostrar el crecimiento, sino el porcentaje que ha representado los años anteriores.

Al igual que en el cálculo de los costes de ventas, los siguientes gastos: gastos de personal, otros gastos y amortizaciones son fácilmente proyectables en función de los ingresos siendo del 10%, 15% y 14% respectivamente.

⁴² FERNÁNDEZ, Pablo (2007): “120 Errores en valoraciones de empresas” Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>

⁴³ FERNÁNDEZ, Pablo (2005): “La prima de riesgo del mercado” Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0585.pdf>

- NOF:

La justificación de calcular las NOF como porcentajes de ventas se debe a que *todos los elementos de las NOF* (refiriéndose principalmente a clientes, proveedores y existencias) *se pueden expresar como –porque de hecho son- un porcentaje de ventas. Por tanto, las NOF son siempre un porcentaje de ventas*⁴⁴.

- CAPEX:

El CAPEX (*capital expenditures*) es la inversión en activo fijo que realiza una compañía, necesarias bien sea para continuar con sus actividades o para crecer.

El CAPEX de la empresa se ha estimado, a falta de información previsional facilitada por empresa, como promedio de lo invertido en los últimos años. Así, el porcentaje medio que representa el Activo Fijo sobre los Ingresos de los últimos 3 años es un 42%, por lo que a medida que aumenten los ingresos por ventas habrá que aumentar la inversión en Activo fijo (maquinaria, terrenos de cultivo etc.)

- Tasa de crecimiento (g):

Teniendo en cuenta que la tasa de crecimiento perpetuo es a la tasa a la que la empresa crecerá indefinidamente en la valoración realizada, ésta debe de ser coherente con las previsiones de crecimiento de la región donde la empresa opera. Así pues, las expectativas de crecimiento del PIB español según el Fondo Monetario Internacional para el año 2017 es del 2,3%⁴⁵.

Siendo el sector vinícola un sector maduro, la tasa de crecimiento no debe ser muy elevada, a pesar de las buenas expectativas de crecimiento con las que empresa cuenta. Por ello, se ha considerado una tasa del 1,25%, aproximadamente un punto porcentual menos que el crecimiento esperado del PIB del país donde la compañía obtiene más de la mitad de sus ventas, España.

Varios autores proponen que se puede aproximar la g a partir de la siguiente expresión:

⁴⁴ MARTÍNEZ, Eduardo (2013): *Finanzas para directivos*. Madrid: Delta Publicaciones, 2ª edición. (pg40)

⁴⁵ Fondo Monetario Internacional (Abril 2016): *Perspectivas de la economía mundial*. Disponible en la web: <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716s.pdf> Fecha consulta: 6/9/16

$$g = TIN \times ROIC^{46}$$

Siendo:

TIN: Tasa de inversión neta, es decir, inversión bruta tanto en Capex como en Circulante (NOF) deduciendo las amortizaciones

ROIC: *Return on investment* comentado en apartados anteriores

Aplicando la fórmula anterior y a partir de los datos estimados en la proyección de los flujos de caja se ha obtenido una tasa de crecimiento (g) del 1,22%, para ello se ha empleado el ROIC promedio de los últimos 3 años 2011-2014 (5,87%) dicha g está en sintonía con la comentada anteriormente de forma más subjetiva.

VARIABLES EMPLEADAS:

(m€)	2018E	2019E	2020E
BAIDT	17.399	17.903	18.422
Inversión en Circulante (NOF)	2.676	2.754	2.834
Inversión AF (CAPEX)	15.491	15.941	14.894
Amortizaciones	14.066	14.474	14.894
TIN	24%	24%	15%
g=ROIC*TIN			1,22%

Por simplificar y debido a la dificultad de estimar una tasa de crecimiento g exacta se ha optado en este trabajo por emplear una g del 1,25%.

7.2. El coste medio ponderado del capital (WACC)

*El coste medio ponderado es la media aritmética ponderada del coste de las diferentes fuentes financieras o recursos financieros de que la empresa hace uso, utilizando como ponderaciones la importancia relativa de cada fuente financiera respecto al total de la financiación.*⁴⁷

⁴⁶ MASCAREÑAS, Juan (2011): Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas. Madrid: Ecobook, 5ª edición. (pg329)

⁴⁷ GÓMEZ APARICIO, Pilar (2010): *Finanzas Para Directivos*, Ed. Prentice-Hall, Pearson, Madrid.(pg267)

El WACC es una de las variables clave (junto a la tasa de crecimiento) para valorar una compañía. *El coste de capital es uno de los factores principales de la determinación del valor de la empresa al ser utilizado como la tasa de descuento que actualiza la corriente de flujos de caja que la compañía promete generar. Por tanto, un riesgo alto implica un coste de capital alto, es decir, una mayor tasa de descuento y, por ende, una baja valoración de los títulos de la empresa (lo contrario ocurriría si el riesgo es bajo).*⁴⁸

Dicha tasa, es a la que se descuentan los Flujos de Caja Libre que pertenecen a todos los aportantes de fondos de la empresa (acreedores y accionistas). Por tanto, esta tasa de descuento debe reflejar, así mismo, la tasa de rentabilidad exigida por ambos (acreedores y accionistas) ponderada por la contribución de cada fuente de capital al valor de la misma.

Otra forma de ver el WACC es como el coste de oportunidad (tanto de la deuda como de los recursos propios) que asumen, de media, los accionistas y acreedores por invertir en la empresa en vez de en activos comparables de similar riesgo.

Para Fernández (2011) es un error llamarlo coste medio de capital ya que *es un promedio ponderado de dos magnitudes muy diferentes:*

- *Un coste: el coste de la deuda.*
- *Una rentabilidad exigida de las acciones (Ke). Aunque a Ke se le denomina con frecuencia “coste de las acciones”, existe una gran diferencia entre un coste y una rentabilidad exigida.*

*Por consiguiente, el WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio entre un coste y una rentabilidad exigida... El coste de la deuda es algo que si no se paga puede tener consecuencias serias (la liquidación de la empresa...), mientras que la rentabilidad exigida a las acciones es algo que si no se logra tiene menos consecuencias: pocas a corto plazo y, muchas veces, ninguna a largo, salvo el relevo de algún directivo.*⁴⁹

La fórmula para calcular el WACC es la siguiente:

$$\text{WACC} = K_e \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d (1-T) \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

⁴⁸ MASCAREÑAS, Juan (2013): “El coste del capital El coste del capital” Disponible en la web: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf> Fecha de consulta: 03/07/16

⁴⁹ FERNANDEZ, Pablo (2011): WACC: DEFINICION, INTERPRETACIONES EQUIVOCADAS Y ERRORES Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Para el caso de Barón de Ley:

Ke	5,02%
Kd	1,93%
E	426.775.000
D	29.721
T	25%
WACC	5,02%

La importancia del WACC para estimar el valor de la empresa queda reflejada en el apartado “Análisis de escenarios” en el que se puede ver como varía el valor de la empresa en función de la tasa de descuento WACC.

A continuación, se van a explicar los componentes del WACC: el Coste de la deuda (Kd) y la rentabilidad exigida de las acciones (Ke).

7.2.1. Cost of Equity (Ke)

Para estimar el coste de los recursos propios (*Cost of equity* o Ke), se va a emplear el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que parte de la base de que la tasa de rendimiento requerida de un inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima de riesgo, dónde el único riesgo importante es el riesgo sistemático. Éste nos indica cómo responde el rendimiento de la acción ante las variaciones sufridas en el rendimiento del mercado de valores, dicho riesgo se mide a través del coeficiente de volatilidad conocido como beta (β).⁵⁰

Aunque el CAPM según algunos autores es un modelo absurdo porque sus hipótesis y sus conclusiones/predicciones son opuestas a la realidad (describen “un mundo” que no es el nuestro)⁵¹ también es cierto que sigue siendo el modelo de valoración más ampliamente utilizado, tal vez por su gran sencillez y la lógica en la que se basa, que muestra algo ampliamente conocido, es decir, que la utilidad de un modelo no se corresponde normalmente con la exactitud de sus predicciones (los más exactos suelen ser muy

⁵⁰ MASCAREÑAS, Juan (2013): “El coste del capital El coste del capital” Disponible en la web: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf> Fecha de consulta

⁵¹ FERNANDEZ, Pablo (2015): CAPM (capital asset pricing model): un modelo absurdo, Disponible en web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2499455&download=yes

complicados de desarrollar y la información necesaria para alimentarlos muy cara y difícil de conseguir)⁵².

En otras palabras, el CAPM trata de explicar la rentabilidad que podrían exigir los accionistas en función del riesgo que asumen por invertir en ella. Es decir, los accionistas exigirán que se remunere el riesgo que asumen al invertir: si la acción no tuviera riesgo exigirían la misma rentabilidad libre de riesgo (Rf) que podrían obtener invirtiendo en otro activo sin riesgo como el bono español a 10 años, pero, como los accionistas de la empresa no están libre de riesgo, a esa Rf hay que añadirle una rentabilidad adicional por el riesgo asumido. Esa rentabilidad adicional exigida se calcula en función del riesgo sistemático⁵³ de la acción (β) y la prima de riesgo del mercado (diferencia entre la rentabilidad sin riesgo y la rentabilidad esperada del mercado (Rf-Em)). Por tanto:

$$K_e = R_f + (E_m - R_f)\beta$$

Para el caso de Barón de Ley, se han empleado en el coste de los recursos propios los siguientes valores que se justifican y explican a continuación:

Para el caso de Barón de Ley empleando la fórmula anterior:

β_u	0,56
β	0,6148847
Rf	1,21%
Prima de riesgo	6,20%
K_e	5,02%

7.2.2. Beta (β)

La Beta se puede obtener relacionando la covarianza del mercado con la acción y la varianza del mercado, mostrando cuánto varía la acción cuando lo hace el mercado.

$$\beta = \frac{COVAR (Mercado, Acción)}{VARIANZA (Mercado)}$$

⁵² MASCAREÑAS, Juan (2013): “El coste del capital El coste del capital” Disponible en la web: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf> Fecha de consulta: 03/07/16

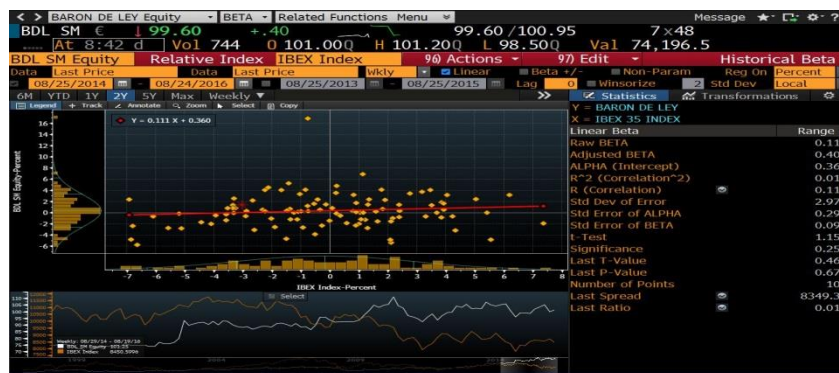
⁵³ El único riesgo que el mercado remunera es el riesgo sistemático ya que el riesgo específico de cada acción es posible diversificarse, para mayor información consultar MASCAREÑAS, Juan : “Gestión de Carteras I y II: Modelo de Valoración de activos” Disponible en web: <http://www.juanmascarenas.eu/monograf.htm>

Aunque teóricamente parece sencillo, en la práctica surgen varias cuestiones, que pueden hacer variar considerablemente el resultado de la Beta como son: la elección del mercado de referencia con el que medir la covarianza de la acción y la propia varianza del mercado, el periodo de tiempo elegido, la medida de tiempo de rentabilidad (diaria, mensual, etc). Para corregir dichas discrepancias algunos autores proponen utilizar una beta ajustada que surge de ponderar la beta estimada en la regresión con una beta igual a uno, para acercar la beta a la unidad, basándose en que en el largo plazo las betas de las acciones tienden a igualarse a uno, como utiliza Bloomberg: $Beta\ ajustada = Beta\ de\ la\ regresión(0,67) + 1(0,33)$ ⁵⁴, aunque como dice DAMODARAN no parece razonable emplear las mismas para todas las acciones.

A pesar de que no se emplearán en este trabajo, se ofrecen Betas estimadas por los principales portales financieros: Reuters estima la Beta de Barón de Ley en **0,45**⁵⁵, empleando un periodo de 5 años, con datos mensuales.⁵⁶. Así mismo, Bloomberg profesional muestra una Beta de 0,11 y una Beta ajustada por el cálculo que se mostraba anteriormente de **0,407** para la compañía.

Como se puede apreciar en la figura 15 que muestra la información relativa a la Beta de Barón de Ley por Bloomberg profesional el R² de la regresión lineal es muy bajo (0,013) quizás por alguno de los motivos expuestos anteriormente: periodo elegido, índice de comparación (puede que el Ibox 35 no sea el más adecuado).

Figura 17: Beta Barón de Ley



Fuente: Bloomberg Professional

⁵⁴ DAMODARAN, Aswath: Estimating Risk Parameters Disponible en web: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

⁵⁵ Disponible en web: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BDL.MC>

⁵⁶ Disponible en web: <https://reuters.zendesk.com/entries/308012-What-method-does-Reuters-use-to-calculate-the-beta-displayed-on-your-website->

Otro motivo por el cual no se empleará la beta calculada a partir de datos históricos es el bajo volumen de negociación de Barón de Ley. *Las empresas con poco volumen de negociación suelen tener betas calculadas muy bajas y sin ningún sentido económico*⁵⁷ que puede justificar, en parte, la Beta tan baja mostrada por Bloomberg (0,113).

La alternativa a la beta calculada a partir de datos históricos es emplear la beta del sector como recomiendan algunos autores⁵⁸, algo que parece lógico, ya que algunos sectores, debido a su naturaleza, son más estables que otros: *los sectores de “Consumer Goods” y “Consumer Services” son los sectores más estables mientras que el sector “Technology and Communications” es un sector altamente inestable*⁵⁹.

Por tanto, la Beta desapalancada (*unlevered beta*) de 2016 para Europa Occidental del sector *Beverage (Alcoholic)* al que pertenece Barón de Ley es de **0,56**⁶⁰.

Para apalancar la beta de Barón de Ley por su nivel de apalancamiento se empleará la fórmula propuesta por DAMODARAN⁶¹:

$$\beta_l = \beta_u (1 + ((1-t)D/E))$$

Muestra una Beta apalancada de Barón de Ley empleando datos del Balance de situación a cierre de 2015 para la Deuda con coste y el *Equity* de:

$$\beta_l = 0,56 (1 + ((1-0,25)29.721/227.437)) = \mathbf{0,615}$$

7.2.3. Risk free (Rf)

Tradicionalmente, se ha tomado como rentabilidad libre de riesgo a la rentabilidad que asegura un Estado soberano en sus emisiones de deuda, entendiéndose que un Estado siempre atenderá a sus compromisos adquiridos.

⁵⁷ FERNANDEZ, Pablo (2017): 120 errores en valoraciones de empresas, Disponible en web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>

⁵⁸ DAMODARAN, Aswath: The dark side of valuation. Financial Times-Prentice Hall, Nueva Jersey. (2001, pg

⁵⁹ TERCEÑO A, BARBERÀ-MARINÉ. M, Vigier H, and LAUMANN Y: “Stability of Beta Coefficients of Sector and Subsector Portfolios in an Uncertain Environment” (2012). (Traducción)

⁶⁰ DAMODARAN, Aswath: Beta, Unlevered beta and other risk measures, Western Europe Disponible en web : www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls

⁶¹ Disponible en web: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/discrate2.pdf>

*Cuando aplicamos el Capital Asset Pricing Model (CAPM) para estimar el coste de los recursos propios o equity de una empresa con flujos mayoritarios en su país de origen, podremos seguir llamando a la rentabilidad libre de riesgo a la de su Estado soberano, ORBIendo que más apropiadamente habría que llamarla rentabilidad del riesgo público, y que cualquier empresa tiene en sus componentes de riesgo justamente ese riesgo país o riesgo público donde se producen sus flujos.*⁶²

Dejando al margen el debate surgido en años anteriores (2007-2013) en los que la rentabilidad “libre de riesgo” representada por los tipos de interés del bono del Estado a 10 años de países como España ofrecían mayores rentabilidades y soportaban mayor riesgo que algunas de las empresas del país, se ha optado por emplear la prima de riesgo del Bono Español a 10 años situada al 1,207%⁶³

7.2.4. Prima de riesgo del mercado

*La prima de riesgo del mercado exigida es el incremento de la rentabilidad de una cartera de valores diversificada (el mercado) sobre la tasa libre de riesgo (rentabilidad de los bonos del Tesoro) exigida por un inversor. Es decir, es la respuesta a la pregunta: ¿Qué incremento de la rentabilidad exige que tenga una cartera de valores diversificada (un índice bursátil, por ejemplo) sobre la tasa libre de riesgo?*⁶⁴

Es decir, se puede entender como la rentabilidad adicional que esperan los inversores en renta variable (por ejemplo del ibex35) sobre la rentabilidad que podrían recibir invirtiendo en rentabilidad sin riesgo (rf) ya que evidentemente al soportar mayor riesgo deberían esperar mayor rentabilidad. Para ello y puesto que no se conocen las expectativas de los inversores se suelen observar las rentabilidades históricas del mercado frente a la renta fija en un periodo suficientemente largo. Otra forma de obtenerla es realizar un estudio conociendo las

⁶² REVELLO, Jose María: *¿Existe la rentabilidad libre de riesgo?* Disponible en web: <http://www.ieb.es/existe-la-rentabilidad-libre-de-riesgo/>

⁶³ Disponible en web: <http://www.bloomberg.com/quote/GSPG10YR:IND> Fecha de consulta: 15/07/2016

⁶⁴ Disponible en web: <http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=00404&ar=8&idioma=1> Fecha de consulta: 02/09/2016

exigencias de los inversores, en ese caso podría decirse que la prima de riesgo del mercado actual es **6,2%**⁶⁵

7.2.5. El coste de la deuda (Kd)

El coste de la deuda es el coste que supone a la empresa emplear deuda financiera. Para calcularla, se podría emplear alguna emisión de deuda que hubiera realizado la compañía o emplear datos ofrecidos de la compañía de su coste de financiación. No obstante, no siempre es posible disponer de esa información por lo que DAMODARAN propone utilizar la siguiente fórmula para su cálculo:

$$Kd = \text{Risk free Rate} + \text{Default Spread}$$

Siendo el *Risk free Rate* la rentabilidad libre de riesgo o rentabilidad de la deuda pública (de los *Treasury Bills* americanos o de los Bonos o Pagars del Estado español) y el *Default Spread* el diferencial por el riesgo de impago que tiene una sociedad. Este diferencial se relaciona con el rating de la sociedad: a mejor rating menor diferencial. En el caso de que la sociedad no tenga un rating, DAMODARAN propone su cálculo de acuerdo al ratio de cobertura de los intereses (EBIT/Intereses): a mayor cobertura de intereses mejor rating.

Figura 18. Rating EBIT/Intereses y Spread

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
12.5	100000	Aaa/AAA	0.75%
9.5	12.499999	Aa2/AA	1.00%
7.5	9.499999	A1/A+	1.10%
6	7.499999	A2/A	1.25%
4.5	5.999999	A3/A-	1.75%
4	4.499999	Baa2/BBB	2.25%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	3.25%
3	3.499999	Ba2/BB	4.25%
2.5	2.999999	B1/B+	5.50%
2	2.499999	B2/B	6.50%
1.5	1.999999	B3/B-	7.50%
1.25	1.499999	Caa/CCC	9.00%
0.8	1.249999	Ca2/CC	12.00%
0.5	0.799999	C2/C	16.00%
-100000	0.499999	D2/D	20.00%

⁶⁵ FERNANDEZ, Pablo (2016): Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers, Disponible en web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2776636

Fuente: DAMODARAN Aswath: Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread, 2016⁶⁶

Para el caso de Barón de Ley, empleando la fórmula propuesta por DAMODARAN:

$$K_d = 1,21\% + 0,75\% = \mathbf{1,96\%}$$

Siendo: $R_f = 1,21\%$ Spread = $0,75\%$ (ya que el ratio de cobertura de intereses EBIT/Intereses > 12 en los últimos ejercicios 2014 y 2015)

Otra forma de estimar el coste de la deuda es a partir del Balance y Cuenta de Resultados, viendo cuántos intereses paga la empresa por la deuda que tiene. *El cálculo del coste de las deudas es inmediato cuando se trata de un tipo de deuda concreto, por ejemplo de una emisión de obligaciones o de pagarés de empresa. Sin embargo, las compañías no suelen tener un único tipo de deuda sino que combinan distintas formas de endeudamiento (préstamos bancarios, préstamos en obligaciones, etc.) cada una de las cuales tiene condiciones diferentes, tanto en plazos como en coste. Por ello, para calcular el coste de las deudas, la forma más sencilla de hacerlo es calculando su coste medio como el cociente de dividir los intereses pagados por el total de las deudas a lo largo del año entre el montante global de las deudas.*⁶⁷

Calculándolo de esta forma, es decir, dividiendo los intereses financieros de la cuenta de resultados entre la deuda financiera de la compañía, se observa que para el 2014 y 2015 fue de 2,43% y 1,46% respectivamente, en promedio un **1,95%** (si se toma el promedio de los últimos cuatro años, en vez de los dos últimos, el valor es de aproximadamente 1,9%).

8. Resultado Valoración Barón de Ley por DFC

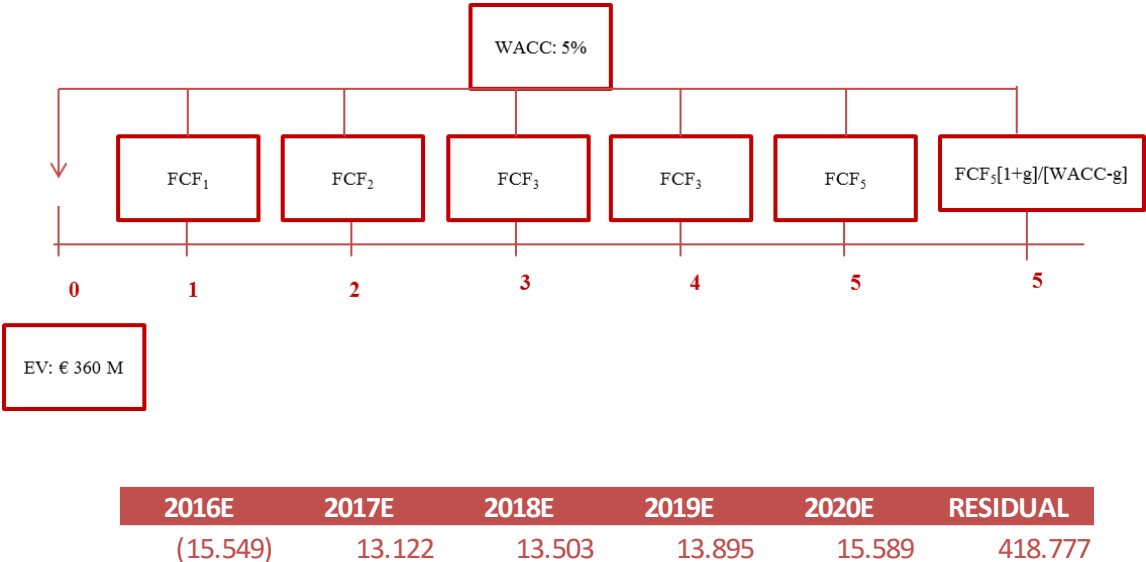
Una vez proyectados los flujos de caja libre, para poder valorar la empresa, se procede a descontarlos a la tasa anteriormente calculada denominada WACC. Para ello, primero es necesario calcular el valor residual de la compañía. Dicho valor se obtiene a partir de la siguiente expresión: Valor residual = $FCL_n(1+g)/(WACC-g)$. Es decir, se emplea el Modelo

⁶⁶ Disponible en web: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm Fecha de consulta: 11/09/16

⁶⁷ ARGUEDAS, Raquel, GONZÁLEZ, Julio, GONZÁLEZ José Manuel y MARTÍN Rodrigo: Finanzas Empresariales (2016) Ed. EDITORIAL UNIVERSITARIA RAMON ARECES (pg 147)

de Gordon-Shapiro y se estiman ese valor descontando los futuros flujos como una renta perpetua de crecimiento constante (g) suponiendo que la duración de la empresa es ilimitada.

Figura 19. Flujos de caja y Enterprise Value



Fuente: Elaboración propia

El sumatorio de los flujos de caja junto al valor residual descontados al presente a la tasa WACC representan el valor de la empresa en función de generar flujos de caja libre (destinados tanto a accionistas como a acreedores).

Así pues, como se puede observar en la siguiente figura, el *Enterprise Value* de la compañía mediante el descuento de flujos, muestra un valor de €360 M, que, al restarle la deuda financiera neta €-141 M, entendida como deuda financiera menos activos financieros y exceso de caja si hubiera, muestra un **Valor de los Recursos Propios de €501 M**.

La relación entre el valor de la empresa obtenido mediante el DCF y el valor de los recursos propios es la siguiente:

$$Eqv = EV - Net Debt + Preferred Stock + Noncontrolling Interest^{68}$$

Siendo:

⁶⁸ ROSENBAUM, Joshua (2013): *Investment Banking*. Editorial Wiley, 3ª Edition (pg 263)

Eqv: *Equity Value* o valor de los recursos propios

Ev: *Enterprise Value* o valor de la empresa

Net Debt: Deuda financiera neta (DFN) = (Deuda financiera – Activos financieros [incluyendo exceso de caja]). En el caso de Barón de Ley la DFN es negativa ya que tiene más activos financieros que pasivos financieros por tanto el valor de los recursos propios de la compañía es mayor que el de la empresa medido como su capacidad de generar fondos

Noncontrolling Interest: Participaciones minoritarias en otras empresas que aunque no aportan valor a la empresa mediante generación de flujos operativos incrementan el valor del Equity de la empresa (No aplica en Barón de Ley)

Preferred Stock: Acciones preferentes emitidas por la compañía (No aplica en el caso de Barón de Ley)

Figura 20. Valoración Barón de Ley SA

Escenario Normal	
Crecimiento Ventas	2,9%
Margen Bruto	61,6%
g	1,3%
WACC	5,0%
EV	360.201.932
DFN	(141.216.000)
Eqv	501.417.932
Nº Acc	4.300.000
Valor intrínseco/acción	117
Pºacc mercado	99
Market Cap	426.775.000
Recomendación	Comprar

Fuente: Elaboración propia

9. Valoración en ambiente de riesgo

Una vez analizada la empresa en ambiente de certeza con el método del Descuento de Flujos de Caja, se va a proceder a valorar la empresa en ambiente de riesgo a partir de la introducción de diferentes variables aleatorias.

A la hora de valorar, hay ciertas variables que son desconocidas y se deben estimar. En función de dichas estimaciones, los resultados pueden variar considerablemente.

Para tratar con el riesgo y darle un enfoque probabilístico a la valoración, se puede llevar a cabo:

- Un análisis de sensibilidad, en el que se analiza el impacto en el Valor de la Empresa en función de las variables clave estimadas y qué valores se obtienen al modificarlas.
- Un análisis de escenarios en el que se fijan, normalmente, tres escenarios: Optimista, Más Probable y Pesimista.

9.1. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad, también llamado análisis Y si (*What-if*), muestra el valor de la empresa cuando se cambian las diferentes variables. En este caso, las variables aleatorias son la tasa de crecimiento de los flujos a perpetuidad (g), como variable que afecta a los flujos de caja, y la tasa de descuento (WACC), como medida de riesgo.

Como se puede observar en la figura 22 el precio intrínseco de la acción por descuento de flujos es superior en la mayoría de los casos del que actualmente valora el mercado por lo que podría decirse que si la valoración se ha realizado correctamente la compañía se encuentra infravalorada, ya que aunque se empleen hipótesis conservadoras con tasas de crecimiento (g) bajas y tasas de descuento (WACC) elevadas, el recorrido hacia abajo de la acción desde su precio actual (99,05 €/acción⁶⁹) es bastante inferior al potencial recorrido alcista de la acción si se emplean tasas de crecimiento a perpetuidad más optimistas y tasas de descuento inferiores.

⁶⁹ Bloomberg. A fecha 3 de Junio 2016. Disponible en la web: <http://www.bloomberg.com/quote/BDL:SM>
Fecha consulta: 03/07/16

Figura 21 y 22 . Análisis de sensibilidad: Enterprise Value (€) y Precio intrínseco por acción (€)

Análisis escenario Enterprise Value (€)		WACC						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
g	0,50%	471.140.716	399.438.740	345.628.082	303.769.226	270.289.473	242.910.823	220.112.224
	0,75%	511.736.410	428.376.378	367.186.855	320.376.949	283.423.070	253.518.690	228.830.262
	1,00%	560.389.886	462.106.543	391.808.792	339.050.805	298.009.807	265.183.320	238.338.116
	1,25%	619.764.535	501.927.304	420.196.661	360.201.932	314.304.979	278.070.904	248.748.207
	1,50%	693.842.892	549.652.030	453.286.007	384.358.303	332.627.400	292.384.411	260.195.360
	1,75%	788.858.731	607.893.273	492.350.237	412.209.397	353.380.470	308.374.349	272.842.665
	2,00%	915.149.599	680.557.543	539.168.270	444.673.070	377.082.227	326.353.563	286.889.308

Análisis escenario P ^{acc} (€)		WACC						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
g	0,5%	142	126	113	103	96	89	84
	0,8%	152	132	118	107	99	92	86
	1,0%	163	140	124	112	102	95	88
	1,3%	177	150	131	117	106	98	91
	1,5%	194	161	138	122	110	101	93
	1,8%	216	174	147	129	115	105	96
	2,0%	246	191	158	136	121	109	100

Fuente: Elaboración propia

9.2. Análisis de escenarios:

En este apartado se proponen tres escenarios (optimista, normal y pesimista), el escenario normal se refiere al caso base empleado en la valoración del que se han justificado anteriormente las variables empleados y es considerado como “el más probable”.

Las variables que se han tenido en cuenta para establecer los diferentes escenarios son: la tasa de crecimiento de las ventas, el margen bruto sobre ventas y la tasa de crecimiento a perpetuidad g.

9.2.1. Escenario normal

Se muestra el resultado de la valoración de este escenario a modo comparativo, pero no se entra a comentarlo puesto que es el escenario base de la valoración y por tanto ya ha sido comentado en apartados anteriores.

Figura 23. Valoración Barón de Ley Escenario normal

Escenario Normal	
Crecimiento Ventas	2,9%
Margen Bruto	61,6%
g	1,3%
WACC	5,0%
EV	360.201.932
DFN	(141.216.000)
Eqv	501.417.932
Nº Acc	4.300.000
Valor intrínseco/acción	117
Pºacc mercado	99
Market Cap	426.775.000
Recomendación	Comprar

Fuente: Elaboración propia

9.2.2. Escenario pesimista:

Para el escenario pesimista se ha considerado que el crecimiento de los ingresos para los próximos años va a ser prácticamente nulo de un 1%, como medida más conservadora teniendo en cuenta la tendencia del precio del vino y la caída de la tendencia de consumo nacional junto a una previsible menor demanda por parte de uno de los principales países a los que exporta la Compañía, Reino Unido por una mayor debilidad en su moneda.

Así mismo se ha mantenido el margen bruto del último ejercicio 2015 que estuvo condicionado por el aumento del precio de la uva que ajustó los márgenes con respecto a años anteriores. Por último se ha estimado una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1% por efecto de la inflación.

Aún con todas las hipótesis anteriores, cargadas de pesimismo se puede apreciar como el valor intrínseco de la acción tampoco se ve tan penalizado con respecto a su cotización en el mercado a 99€ por acción de cuando se realizó este presente trabajo.

Figura 24. Valoración Barón de Ley escenario pesimista

Escenario Pesimista	
Crecimiento Ventas	1,0%
Margen Bruto	54,2%
g	1,0%
WACC	5,0%
EV	220.506.067
DFN	(141.216.000)
Eqv	361.722.067
Nº Acc	4.300.000
Valor intrínseco/acción	84
Pºacc mercado	99
Market Cap	426.775.000
Recomendación	Vender

Fuente: elaboración propia

9.2.3. Escenario optimista:

En el escenario optimista se ha considerado un crecimiento de Ventas del 6% para reflejar la mejor situación del mercado con respecto a años anteriores, así mismo se ha considerado una mejora en la recuperación del margen bruto para asemejarla a la de años anteriores, sin tener en cuenta el año 2015, que puede considerarse un año con un precio de la uva excepcionalmente elevado que redujo los márgenes del sector, por último se ha considerado una tasa de crecimiento g del 2% reflejando las previsiones de crecimiento del PIB español de los próximos años por encima del 2%.

En este escenario, y sin haber sido tampoco excesivamente optimistas nos resulta un valor intrínseco de la acción de 132 €, por lo que como se veía también en el análisis de sensibilidad, el análisis de escenarios muestra como el potencial de la acción es mayor hacia arriba que hacia abajo, mostrando una acción infravalorada.

Figura 25. Valoración Barón de Ley escenario optimista

Escenario Optimista	
Crecimiento Ventas	6,0%
Margen Bruto	62,4%
g	2,0%
WACC	5,0%
EV	434.063.878
DFN	(141.216.000)
Eqv	575.279.878
Nº Acc	4.300.000
Valor intrínseco/acción	134
Pºacc mercado	99
Market Cap	426.775.000
Recomendación	Comprar

Fuente: Elaboración propia

10. Conclusiones

En el presente trabajo se ha llevado a cabo una valoración de la empresa Barón de Ley SA. Una vez analizado el entorno específico de la empresa, definido éste como su sector de actividad, y estudiada la matriz DAFO, se ha procedido a valorar la empresa.

En primer lugar, se ha procedido a realizar un estudio económico-financiero, analizando la empresa mediante ratios y comparándola con empresas referentes en su sector. De dicho análisis, se puede concluir que la Compañía es una empresa estable, bien situada frente a sus competidores, con unos márgenes de rentabilidad sobre recursos propios superiores a sus competidores y una rentabilidad sobre activos algo inferior debido a la gran cantidad de activos financieros de los que dispone.

En cuanto a su situación de solvencia la Compañía es excelente; apenas tiene deuda y posee gran cantidad de activos financieros (caja e inversiones financieras) mostrando deuda financiera neta negativa, es decir que con sus activos financieros que no intervienen en la generación de flujos de caja libre, podría amortizar toda su deuda y repartir a sus accionistas si así considerase.

Otro aspecto a tener en cuenta de Barón de Ley, es su baja volatilidad que introducida en una cartera de acciones podría disminuir la volatilidad de la misma y por ello, unido a su bajo riesgo de crédito convierte las acciones de la Compañía en un interesante activo financiero.

A partir del descuento de flujos de caja, se ha estimado el valor de la empresa en, aproximadamente, 360 millones de euros mientras que el valor de sus recursos propios es de 501 millones de euros. Teniendo en cuenta que la empresa tiene en circulación 4.300.000 acciones, el valor intrínseco de cada acción es de 117 €/acción. Actualmente, en el mercado, la empresa cotiza a 99,05 €/acción⁷⁰. Por tanto, se puede afirmar que, la empresa está ligeramente infravalorada, con un potencial de subida de en torno a un 15%-20%.

Finalmente, una vez introducido el riesgo en la valoración de Barón de Ley, se ha realizado un análisis de sensibilidad en el que se muestra como la Compañía tiene más recorrido al alza que a la baja si se emplean diferentes tasas de crecimiento y WACC.

⁷⁰ Bloomberg. A fecha 3 de Junio 2016. Disponible en la web: <http://www.bloomberg.com/quote/BDL:SM>
Fecha consulta: 03/07/16

11. Bibliografía

Agencia Tributaria:

http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Informacion_institucional/Campanias/IRPF_permanente/Informacion_general/Cuestiones_destacadas/reten_ingresos_cuenta_IRPF.pdf Fecha consulta: 03/07/16

Barón de Ley SA. Página corporativa: <http://www.barondeley.com/es>

Bolsa de Madrid. Disponible en la web: <http://www.bolsamadrid.es>

Bolsas y mercados españoles (BME).

Disponible en la web: http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscales_contables_y_ejemplos Fecha consulta: 03/07/16

Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/quote/BDL:SM> Fecha consulta: 03/07/16

CESCE, Informe sectorial de la economía española 2015. Disponible en la web <http://www.saladeprensacesce.com/informe-sectorial-2015/> Fecha consulta: 03/07/16

Comisión Nacional del Mercado de Valores: <http://www.cnmv.es/portal/Consultas>

Federación española de vino. Disponible en la web:

http://www.fev.es/v_portal/informacion/informacionver.asp?cod=2183&te=222&idage=2354&vap=0 Fecha consulta: 03/07/16

FERNÁNDEZ, Pablo (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School. Disponible en la web: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf> Fecha consulta: 03/07/16

Fondo Monetario Internacional (Abril 2016): *Perspectivas de la economía mundial*.

ICEX (2015): *El vino en cifras 2015*

Disponible en la web:

<http://www.winesfromspain.com/icex/cma/contentTypes/common/records/mostrarDocumento/?doc=4792627> Fecha consulta: 03/07/16

Ley de Sociedades de Capital, TÍTULO XIV Sociedades anónimas cotizadas, CAPÍTULO IV Límite máximo de la autocartera, Artículo 509. Disponible en la web:

<https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf> Fecha consulta: 03/07/16

LÓPEZ LUBIÁN, Francisco (2001): *Trampas en valoración de negocios*. Artículo publicado en la revista Harvard Deusto Business Review, Marzo-Abril 2001.

Disponible en la web:

http://profesores.ie.edu/flubian//documentos/trampas_en_valoracion_de_negocios.pdf Fecha consulta: 02/07/16

MARTÍNEZ, Eduardo (2013): *Finanzas para directivos*. Madrid: Delta Publicaciones, 2ª edición. (pg11)

MASCAREÑAS, Juan (2001): *Metodología de la valoración de las empresas de Internet*.

Disponible en la web: <http://www.juanmascarenas.eu/temas/puntocom.pdf> Fecha de consulta: 03/07/16

MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5º edición. (pg55)

Disponible en web: <http://www.bolsamadrid.es/> Fecha consulta: 03/07/16

MUÑOZ MERCHANTE, Angel (2009): *Análisis de estados financieros. Teoría y práctica*. Madrid: EDICIONES ACADÉMICAS, 2º edición. (pg 412)

REVELLO, José María (2013): *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Delta Publicaciones, 1ª edición. (pg10)

ROSS Stephen A, WASTERFLELD Randolph W, JAFFE Jeffrey E (2009): *Finanzas Corporativas*. España: McGRAW-HILL, 8ª Edición.

ROSENBAUM, Joshua (2013): *Investment Banking*. US: Editorial Wiley, 3ª edición

12. ANEXOS

ANEXO 1: BALANCE DE SITUACIÓN (mil €)

	2011	2012	2013	2014	2015	%	Δ%
Activo							
Inmovilizado material	69.679	57.914	42.467	35.132	33.678	11%	(4%)
Activos intangibles	48	47	107	118	88	0%	(25%)
Activos financieros no corrientes	320	122.603	103.880	140.676	170.885	54%	21%
Activos por impuestos diferidos	2.450	2.531	3.434	3.898	1.966	1%	(50%)
Otros activos no corrientes	5	6	6	6	16	0%	167%
Activo no Corriente	72.502	183.101	149.894	179.830	206.633	65%	15%
Existencias	89.497	89.793	90.541	92.378	84.029	26%	(9%)
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	25.616	24.420	22.859	24.372	25.560	8%	5%
Otros activos financieros corrientes	89.092	30.081	93.565	33.106	52	0%	(100%)
Otros activos corrientes	258	412	623	558	389	0%	(30%)
Efectivo y Otros medios líquidos equivalentes	8.134	5.803	15.520	5.068	862	0%	(83%)
Activo Corriente	212.597	150.509	223.108	155.482	110.892	35%	(29%)
TOTAL ACTIVO	285.099	333.610	373.002	335.312	317.525	100%	(5%)
Pasivo y Patrimonio Neto							
Capital	3.095	3.023	3.023	2.727	2.580	1%	(5%)
Reservas de la Sociedad dominante	35.570	44.688	59.060	53.385	57.483	18%	8%
Reservas en Sociedades consolidadas	131.626	127.581	131.556	130.893	137.435	43%	5%
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(5.084)	(1.432)	(10.163)	(17.174)	-	-	-
Beneficios consolidados del ejercicio	10.085	18.347	18.534	27.667	23.465	7%	(15%)
Ajustes por cambios de valor activos financieros	-	-	2.605	7.989	6.474	2%	(19%)
Patrimonio Neto	175.292	192.207	204.615	205.487	227.437	72%	11%
Pasivos por impuestos diferidos	11	7	1.016	3.108	2.498	1%	(20%)
Ingresos diferidos	3.862	3.454	2.955	2.739	2.586	1%	(6%)
Otros pasivos no corrientes	1.934	5.877	8.016	9.725	9.243	3%	(5%)
Pasivos financieros no corrientes	175	6.996	3.712	425	172	0%	(60%)
Pasivo no Corriente	5.982	16.334	15.699	15.997	14.499	5%	(9%)
Deudas con entidades de crédito	63.311	92.825	114.151	66.907	29.549	9%	(56%)
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	26.555	28.188	33.603	40.712	40.234	13%	(1%)
Pasivo por impuestos sobre Sociedades corriente	1.628	3.463	4.272	5.110	4.723	1%	(8%)
Otros pasivos corrientes	12.331	593	662	1.099	1.083	0%	(1%)
Pasivo Corriente	103.825	125.069	152.688	113.828	75.589	24%	(34%)
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	285.099	333.610	373.002	335.312	317.525	100%	(5%)

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas anuales

ANEXO 2: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (mil €)

	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas	83.634	81.754	83.440	88.020	93.766
<i>%Crecimiento</i>	-	(2%)	2%	5%	7%
Coste de Ventas	(31.170)	(27.382)	(31.471)	(36.730)	(42.983)
<i>%Ventas</i>	37%	33%	38%	42%	46%
Margen Bruto	52.464	54.372	51.969	51.290	50.783
<i>%Ventas</i>	63%	67%	62%	58%	54%
Gastos de personal	(9.305)	(8.768)	(8.949)	(8.940)	(8.797)
<i>%Ventas</i>	11%	11%	11%	10%	9%
Otros gastos de explotación	(11.624)	(11.304)	(12.875)	(11.233)	(16.390)
<i>%Ventas</i>	14%	14%	15%	13%	17%
EBITDA	31.535	34.300	30.145	31.117	25.596
<i>%Crecimiento</i>	-	9%	(12%)	3%	(18%)
<i>%Ventas</i>	38%	42%	36%	35%	27%
Depreciación y Amortización	(10.116)	(13.676)	(15.462)	(10.517)	(7.376)
<i>%Ventas</i>	12%	17%	19%	12%	8%
EBIT	21.419	20.624	14.683	20.600	18.220
<i>%Ventas</i>	26%	25%	18%	23%	19%
Ingresos financieros	1.733	2.931	9.769	10.862	8.358
Gastos financieros por deuda	(4.508)	(1.548)	(2.245)	(1.636)	(435)
Resultados extraordinarios	68	(85)	166	3.808	5.016
BAI	18.712	21.922	22.373	33.634	31.159
<i>%Crecimiento</i>	-	17%	2%	50%	(7%)
TAX	(8.627)	(3.575)	(3.839)	(5.967)	(7.694)
<i>% BAI</i>	46%	16%	17%	18%	25%
Resultado Neto	10.085	18.347	18.534	27.667	23.465
<i>%Crecimiento</i>	-	82%	1%	49%	(15%)
<i>%Ventas</i>	12%	22%	22%	31%	25%

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas anuales